



# 徐工机械 (000425.SZ)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 改革新程启，矿机焕春时

### 投资逻辑：

**国企改革，盈利能力优化。**品类扩张：公司吸收合并徐工有限后，并入了土方机械、矿业机械等高毛利的产品，整体收入结构得以优化。经营管理：改革后，公司更加注重毛利率提升、风险敞口压降，强调高管薪酬市场化考核、股权激励关联 ROE 和净利润。国企改革推动公司盈利能力提升，22-24Q1-Q3 公司净利率提升 3.2pcts。**看好国内外需求共振带动公司收入恢复增长。**国内：24 年全年挖机内销达 10.05 万台，同比+11.7%，挖机内销恢复正增长。公司国内挖掘机市占率位于行业第二，有望受益于挖掘机内销进入常态化增长。起重机作为挖掘机后周期品种，内销有望企稳回暖，公司 25 年国内收入增速有望转正。海外：公司欧美地区收入占海外收入的 10%左右，受欧美需求波动影响较小，且有望受益于东南亚、拉美地区等新兴地区景气度上行。国内外共振带动下，预计 24-26 年公司收入增速为-2.7%/+11.5%/+14.7%。

**矿山机械：头部外资客户订单落地，或迎来奇点时刻。**需求端：全球露天矿山机械市场规模超 370 亿美元，24 年 10-12 月全球矿山机械需求同比+3%，出现需求拐点。2024 年中国矿山机械出口同比+25.6%，随着全球矿山机械需求回暖，国产矿山机械出口有望继续扩张。产品端：公司在矿卡、矿挖的大型化产品基本对标卡特彼勒、小松，并依靠优质的售后和新能源技术获外资客户认可，24 年下半年获头部外资客户近 40 亿元订单，矿山机械进入爆发期。预计 24-26 年公司矿山机械板块实现收入 85.01/115.52/154.45 亿元，同比+45.1%/35.9%/33.7%。

**如何看待公司估值和成长空间？**复盘上一轮周期，我们发现拖累公司估值的因素为风险敞口较高与净利率较低。24H1 公司风险敞口同比压降 96.0 亿元，公司有望迎来工程机械板块国内外共振以及矿山机械高增长，经营杠杆释放有望带动净利率提升，预计 24-26 年公司净利率为 6.6%/7.7%/8.9%。看好公司风险敞口压降和净利率提升带来估值提升。

### 盈利预测、估值和评级

我们预计公司 24-26 年实现营业收入 903.17/1006.62/1154.58 亿元，归母净利润为 59.46/77.99/102.63 亿元，对应 PE 分别为 19/14/11 倍。给予公司 25 年 17 倍 PE，对应目标价 11.22 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

下游地产、基建需求不及预期、海外市场竞争加剧、原材料价格上涨风险、汇率波动风险。

### 机械组

分析师：满在朋 (执业 S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

分析师：倪赵义 (执业 S1130524120001)

nizhaoyi@gjzq.com.cn

联系人：刘民喆

liuminzhe@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：9.39 元

目标价 (人民币)：11.22 元

### 相关报告：

- 《徐工机械公司点评：24Q3 毛利率明显提升，业绩加速增长》，2024.10.30
- 《徐工机械公司点评：资产质量提升，业绩符合预期》，2024.8.29
- 《徐工机械公司点评：海外拓展顺利，资产质量提升》，2024.4.30



### 公司基本情况 (人民币)

| 项目             | 2022    | 2023   | 2024E  | 2025E   | 2026E   |
|----------------|---------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)      | 93,817  | 92,848 | 90,317 | 100,662 | 115,458 |
| 营业收入增长率        | -19.67% | -1.03% | -2.73% | 11.45%  | 14.70%  |
| 归母净利润(百万元)     | 4,307   | 5,326  | 5,946  | 7,799   | 10,263  |
| 归母净利润增长率       | -47.53% | 23.67% | 11.63% | 31.17%  | 31.59%  |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.365   | 0.451  | 0.503  | 0.660   | 0.869   |
| 每股经营性现金流净额     | 0.13    | 0.30   | 0.49   | 1.00    | 1.45    |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 8.09%   | 9.49%  | 10.04% | 12.20%  | 14.64%  |
| P/E            | 13.91   | 12.11  | 18.66  | 14.23   | 10.81   |
| P/B            | 1.12    | 1.15   | 1.87   | 1.74    | 1.58    |

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 1. 国企改革，盈利能力持续优化.....                      | 5  |
| 1.1 公司画像：国内营收规模第一的工程机械龙头.....              | 5  |
| 1.2 深化改革，盈利能力持续优化.....                     | 5  |
| 1.3 发布全球投资者回报计划，提升公司投资价值.....              | 6  |
| 2. 看好 25 年内外需共振带动公司收入恢复正增长.....            | 7  |
| 2.1 国内：挖掘机进入常态化增长，起重机有望企稳.....             | 7  |
| 2.1.1 挖掘机：24 年挖掘机内销转正，更新需求有望为内销增长带来支撑..... | 7  |
| 2.1.2 起重机：内销仍旧承压，25 年需求有望企稳.....           | 9  |
| 2.1.3 25 年公司国内收入有望恢复正增长.....               | 10 |
| 2.2 新兴市场向好，公司出口有望延续增长.....                 | 10 |
| 2.2.1 海外收入占比高，毛利贡献占比提升至 47.1%.....         | 10 |
| 2.2.2 中长期展望——欧美地区：25 年需求有望筑底企稳.....        | 11 |
| 2.2.3 中长期展望——新兴市场：东南亚、拉美景气度高.....          | 12 |
| 2.2.4 25 年公司海外收入有望维持增长.....                | 14 |
| 3. 矿山机械：头部外资客户订单落地，或迎来奇点时刻.....            | 15 |
| 3.1 矿山机械收入持续提升，有望成为第二增长曲线.....             | 15 |
| 3.2 $\beta$ 端：露天采矿设备空间大，国产矿山机械出口高景气.....   | 16 |
| 3.3 工程机械厂商未来战略扩张——矿山机械是首选.....             | 17 |
| 3.4 为什么认为公司迎来矿山机械的奇点时刻？.....               | 17 |
| 4. 中期估值与展望.....                            | 20 |
| 4.1 公司中长期提估值的核心在于净利率和风险敞口.....             | 20 |
| 4.2 风险敞口持续压降，应收账款计提较为谨慎.....               | 21 |
| 4.3 经营杠杆释放带动净利率提升.....                     | 21 |
| 4.4 盈利预测.....                              | 23 |
| 4.5 投资建议.....                              | 24 |
| 5. 风险提示.....                               | 25 |
| 6. 附录.....                                 | 25 |

## 图表目录

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 图表 1：公司是营收规模排名第一的国产工程机械龙头..... | 5 |
| 图表 2：公司销售费用率处于可比公司低位.....      | 5 |
| 图表 3：公司管理费用率处于可比公司低位.....      | 5 |
| 图表 4：持续深化改革，盈利能力明显改善.....      | 6 |



|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图表 5: 全球投资回报计划对研发投入、分红、控股股东增持做出规划          | 7  |
| 图表 6: 公司土方机械、起重机械、混凝土机械占比高                 | 7  |
| 图表 7: 公司国内收入与土方、起重机周期相关度高                  | 7  |
| 图表 8: 24 年挖机内销实现正增长                        | 8  |
| 图表 9: 24 年 M8-M12 小松开工小时数连续同比转正            | 8  |
| 图表 10: 更新需求有望支撑国内挖掘机中长期需求                  | 8  |
| 图表 11: 老旧设备有望加速出清                          | 8  |
| 图表 12: 公司国内挖机市占率排名第二                       | 9  |
| 图表 13: 24 年汽车起重机国内销量承压                     | 9  |
| 图表 14: 24 年塔式起重机销量下滑较大                     | 9  |
| 图表 15: 汽车起重机出现企稳信号                         | 10 |
| 图表 16: 塔式起重机出现企稳信号                         | 10 |
| 图表 17: 中性预期下, 25 年土方机械内需增长有望带动公司国内收入进入增长区间 | 10 |
| 图表 18: 2019-24H1 公司海外收入持续扩张                | 11 |
| 图表 19: 2024H1 公司海外收入占比达 44%                | 11 |
| 图表 20: 高毛利的海外业务占比提升, 带动整体毛利率上行             | 11 |
| 图表 21: 24H1 公司海外业务的毛利贡献达 47.1%             | 11 |
| 图表 22: 海外工程机械需求连续下滑两年                      | 11 |
| 图表 23: 24 年海外工程机械需求仍处下行期                   | 11 |
| 图表 24: 欧洲地区工程机械需求已经波动下行 2 年                | 12 |
| 图表 25: 北美地区工程机械需求已下行近 1 年                  | 12 |
| 图表 26: 欧美市场有望陆续开始筑底企稳                      | 12 |
| 图表 27: 24 年东南亚工程机械需求开始触底回暖                 | 13 |
| 图表 28: 24 年下半年东南亚工程机械需求加速增长                | 13 |
| 图表 29: 24 年下半年印尼地区工程机械需求加速增长               | 13 |
| 图表 30: 24 年巴西建筑和土方机械进入增长区间                 | 14 |
| 图表 31: 预计 24 年巴西工程机械销量同比+8.8%              | 14 |
| 图表 32: 巴西工程机械闲置率降至 11%                     | 14 |
| 图表 33: 巴西“加速增长计划”有望拉动工程机械需求                | 14 |
| 图表 34: 新兴市场需求上行有望支撑公司海外收入维持增长              | 14 |
| 图表 35: 公司主要覆盖露天矿山机械产品                      | 15 |
| 图表 36: 19-23 年公司矿山机械收入 CAGR 达 39.7%        | 15 |
| 图表 37: 公司矿山机械以矿挖、矿卡为主                      | 15 |
| 图表 38: 公司位于全球矿山露天挖运设备制造商前五                 | 16 |
| 图表 39: 2023 年全球露天采矿设备市场规模达 375 亿美元         | 16 |



|                                                      |    |
|------------------------------------------------------|----|
| 图表 40: 矿挖、矿卡是主要的露天采矿设备 .....                         | 16 |
| 图表 41: 2023 年公司全球露天采矿设备市占率仅 2% .....                 | 16 |
| 图表 42: 全球矿山机械需求出现筑底信号 .....                          | 17 |
| 图表 43: 2024 年矿山机械出口增速为 25.6% .....                   | 17 |
| 图表 44: 工程机械厂商拓展矿山机械具备一定技术积累 .....                    | 17 |
| 图表 45: 公司大型矿挖在吨位、斗容等核心指标与小松、卡特差距较小 .....             | 18 |
| 图表 46: 公司大型矿卡技术处于世界头部地位 .....                        | 18 |
| 图表 47: 矿挖基本保持全年全天候作业, 对稳定性、耐用性要求较高 .....             | 19 |
| 图表 48: 公司依靠核心零部件迈入大客户门槛, 高质量主机+保姆式服务推动外资客户订单落地 ..... | 19 |
| 图表 49: 公司在矿山机械新能源技术布局较全 .....                        | 20 |
| 图表 50: 2024 年公司屡获海外头部客户订单 .....                      | 20 |
| 图表 51: 净利率、风险敞口是影响公司估值两大因素 .....                     | 20 |
| 图表 52: 公司实际表外风险敞口比报表呈现要低 .....                       | 21 |
| 图表 53: 24H1 公司风险敞口金额同比压降 96.0 亿元 .....               | 21 |
| 图表 54: 公司应收账款计提较为谨慎 .....                            | 21 |
| 图表 55: 工程机械盈利影响因素拆分及计算方式 .....                       | 22 |
| 图表 56: 公司暂无较大资本开支计划, 员工薪酬、折旧摊销占总营收比例有望降低 .....       | 22 |
| 图表 57: 规模效应有望拉动净利率提升 .....                           | 22 |
| 图表 58: 公司营业收入拆分及预测 .....                             | 24 |
| 图表 59: 可比公司估值 .....                                  | 25 |
| 图表 60: 改革后公司高管薪酬考核更加市场化 .....                        | 25 |
| 图表 61: 公司针对各激励对象间的分配情况 .....                         | 26 |
| 图表 62: 公司授予的限制性股权激励考核标准 .....                        | 26 |

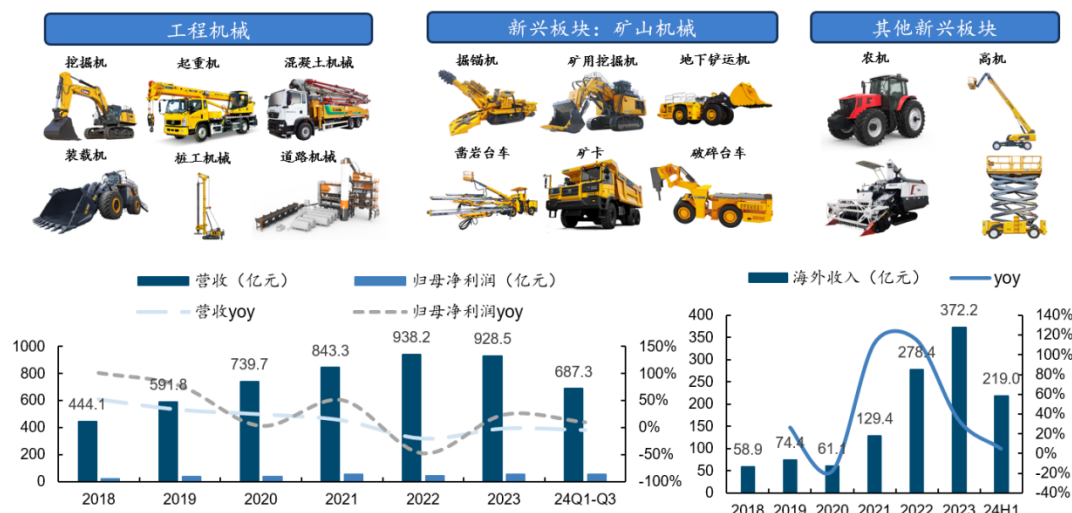


## 1. 国企改革，盈利能力持续优化

### 1.1 公司画像：国内营收规模第一的工程机械龙头

公司是营收规模排名第一的工程机械龙头，产品覆盖挖掘机、起重机等工程机械，以及矿山机械、农机、高机等新兴板块。

图表1：公司是营收规模排名第一的国产工程机械龙头

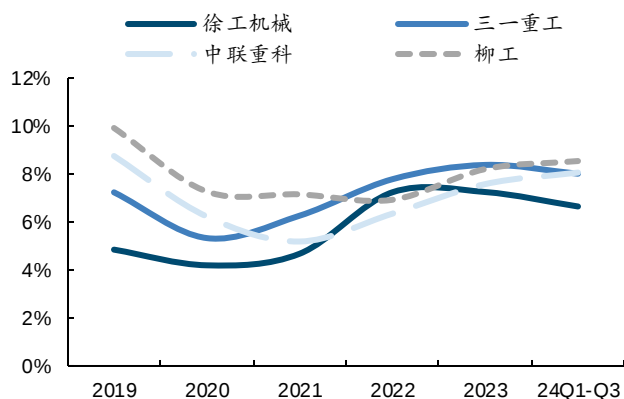


来源：公司官网，Wind，国金证券研究所

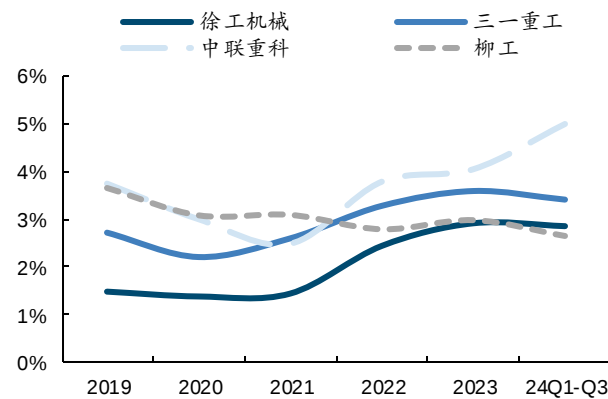
公司费用管控良好，长期优于可比公司。2018-21 年公司销售费用率低于三一与中联，22 年销售费用率上行系合并徐工有限导致；23 年、24Q1-Q3 公司销售费率、管理费率处于行业较低水平，近两年费用控制较好。

图表2：公司销售费用率处于可比公司低位

图表3：公司管理费用率处于可比公司低位



来源：iFind，国金证券研究所



来源：iFind，国金证券研究所

### 1.2 深化改革，盈利能力持续优化

公司改革路径：混改+吸收合并+治理改革+市场化考核+股权激励，推动公司盈利能力提升，21-24Q1-Q3 公司毛利率提升 7.4pct。

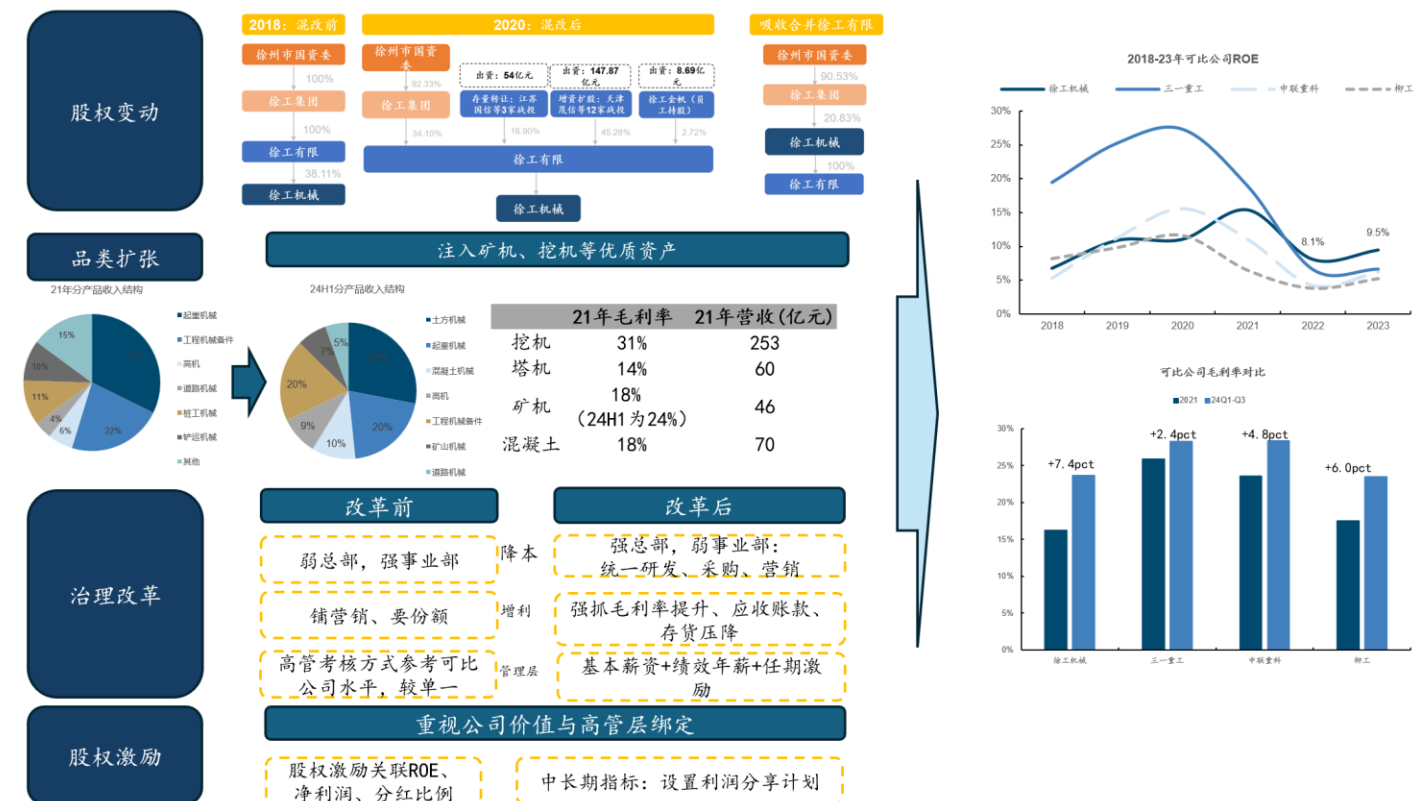
- 股权结构变动：公司通过混改引入战投、员工持股计划，完善治理结构。第一步：2018 年徐工有限启动混改，通过存量转让+增资扩股+员工持股计划，徐工有限由徐工集团 100%控股，调整为徐工集团控股 34.1%。第二步：公司发行股份反向收购徐工有限，徐工集团对公司持股比例从混改前的 38.11%降至 20.83%，但仍维持控股地位。
- 注入优质资产：公司吸收合并徐工有限，并入其下全部资产，包括挖掘机、混凝土机械、矿山机械等，21 年毛利率分别为 31%、18%、18%，其中挖掘机并入土方机械板块



成为占比最大的业务板块，整体盈利能力得以优化。

- 治理改革：1) 事业部：改革前，事业部各自之间的协调较弱；改革后，更加强调总部总领协调各事业部，加强统一研发、销售渠道、采购。发挥平台型公司优势，增强内部协调合作、降本。2) 经营策略：改革前注重营销策略、份额；改革后，注重抓毛利以及压降应收账款、存货。
- 考核市场化+股权激励，激发管理层活力。1) 考核市场化：高管薪酬市场化，重视考核与激励，有望激发管理人员积极性，提升管理效率，优化内部控制；2) 发布股权激励，对 ROE、净利润作出要求，强化员工与公司利益绑定。

图表4：持续深化改革，盈利能力明显改善



来源：公司公告，iFind，国金证券研究所

### 1.3 发布全球投资者回报计划，提升公司投资价值

发布全球投资者回报计划，提升公司投资价值。24年11月27日，公司发布全球投资者回报计划，注重研发投入、分红、控股股东增持的要求：1) 研发投入：2015-23年公司研发投入占收入比均值为4.85%，25-27年规划保持5%以上。2) 分红：规划25-27年每年累计分红（包含股份回购注销）不低于当年实现可供分配利润的40%。3) 增持：控股股东将25-27年平均每年获得现金分红不低于20%的额度用于增持上市公司股票。



图表5：全球投资回报计划对研发投入、分红、控股股东增持做出规划

|      | 2015-23年         | 25-27年           |
|------|------------------|------------------|
| 研发投入 | 2015-23年均值为4.85% | 保持5%以上           |
| 分红   | 40%              | 保持40%及以上         |
| 增持   | 仅15、23年回购        | 控股股东获分红的20%常态化增持 |

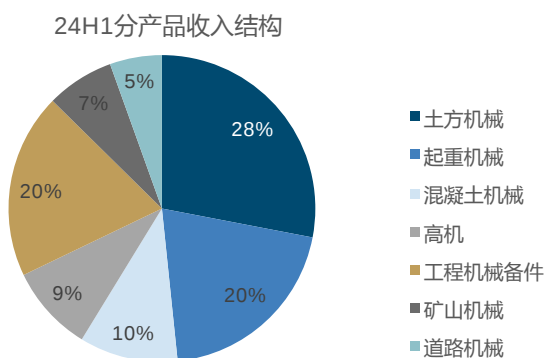
来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

## 2. 看好 25 年内外需共振带动公司收入恢复正增长

### 2.1 国内：挖掘机进入常态化增长，起重机有望企稳

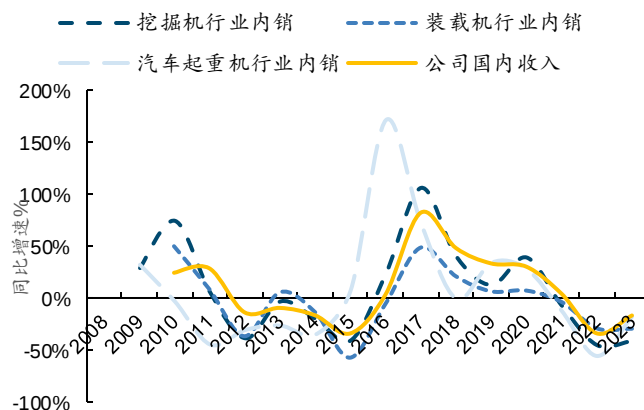
公司近两年国内收入承压主要原因是土方机械、起重机行业需求下滑。24H1 公司土方机械、起重机械、混凝土机械收入占比为 28%、20%、10%，占比近 60%，是公司的主要业务板块。并且，公司国内收入增速与国内挖掘机、装载机、汽车起重机销量增速呈现较强相关性，所以未来国内表现如何，关键在于土方机械、起重机械、混凝土机械（其中占比为 20%的工程机械备件需求与设备需求、开工率等相关，也属于国内需求共振品种）。

图表6：公司土方机械、起重机械、混凝土机械占比高



来源：Wind，国金证券研究所

图表7：公司国内收入与土方、起重机周期相关度高



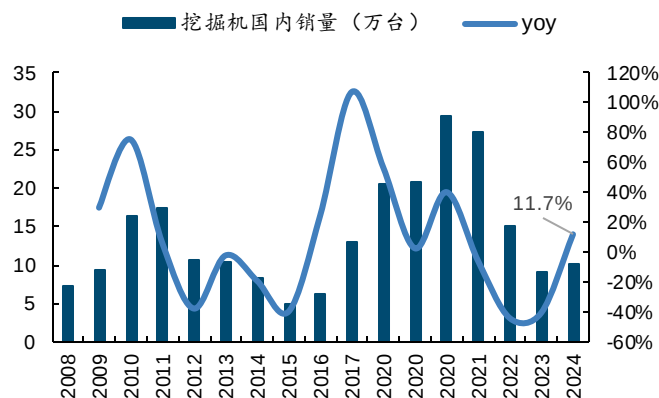
来源：中国工程机械工业协会，Wind，国金证券研究所

#### 2.1.1 挖掘机：24 年挖掘机内销转正，更新需求有望为内销增长带来支撑

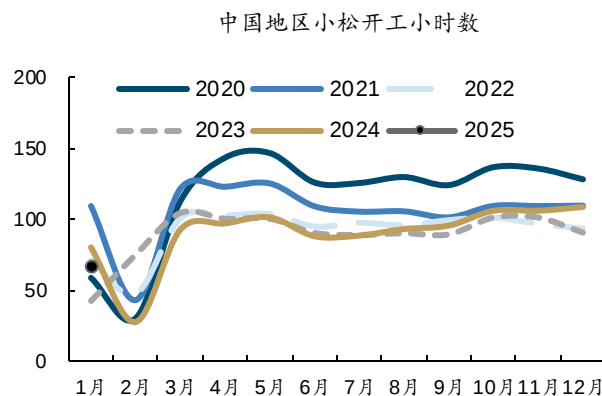
挖掘机内销进入常态化增长，开工景气度提升。国内挖机销量从 24 年 3 月开始出现拐点，24 年全年挖机内销实现 10.05 万台，同比+11.7%。25 年 1 月挖机内销 5405 台，同比-0.3%，在春节假期影响一周左右的情况下，销量同比基本持平，25 年 2 月挖机内销 11640 台，同比+99.4%，挖机内销景气度持续向上。并且 24 年 M8-M12 中国地区小松开工小时数连续 5 个月同比转正，并且在 1 月受春节假期影响下，25 年 1 月小松开工小时数达 66.2 小时，表现优于同受春节假期影响的 23 年 1 月和 24 年 2 月，开工景气度有所回暖，挖掘机内销进入常态化增长。



图表8：24 年挖机内销实现正增长



图表9：24 年 M8-M12 小松开工小时数连续同比转正



来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

来源：小松公告，iFinD，国金证券研究所

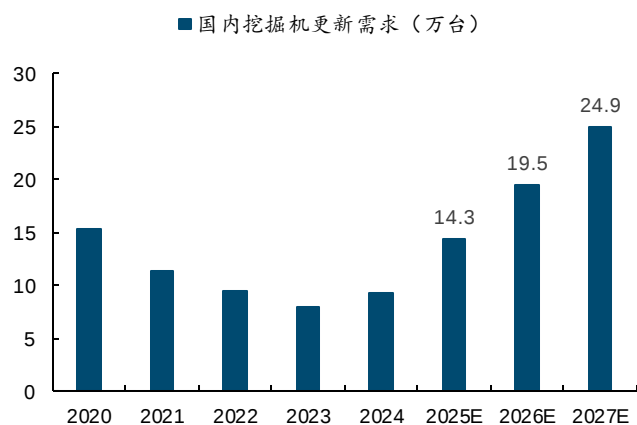
更新周期：根据挖掘机更新周期为 8 年左右测算，25、26、27 年国内挖掘机更新需求为 14.3、19.5、24.9 万台。核心假设：

(1) 更新周期：挖掘机更新周期为 8 年左右，假设 T+7、T+8、T+9 更新比例为 30%、30%、40%；

(2) 历史销量：考虑到国内 2020 年及之前进口挖掘机数量均保持 1 万台/年以上，纳入计算更新周期的挖机存量=工程机械行业挖掘机内销+挖掘机进口，在不考虑设备淘汰的情况下进行计算。

设备更新政策推进，有望加速老旧设备出清，带动更新需求向新机订单传导。今年住房城乡建设部印发《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》，提到重点任务之一是建筑施工设备更新，按照《施工现场机械设备检查技术规范》(JGJ160)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，包括挖掘机、装载机、混凝土搅拌车、升降机、推土机等设备(车辆)。

图表10：更新需求有望支撑国内挖掘机中长期需求



图表11：老旧设备有望加速出清

| 保有量(万台)    | 挖掘机   | 装载机   | 叉车    | 压路机   |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 国二及以下      | 38.8  | 36.2  | 75.7  | 3.4   |
| 国三及以上      | 157.3 | 59.5  | 491.3 | 10.9  |
| 总计         | 196.1 | 95.7  | 567.0 | 14.3  |
| 国二及以下保有量占比 | 19.8% | 37.8% | 13.4% | 23.8% |
| 国三及以上保有量占比 | 80.2% | 62.2% | 86.7% | 76.2% |

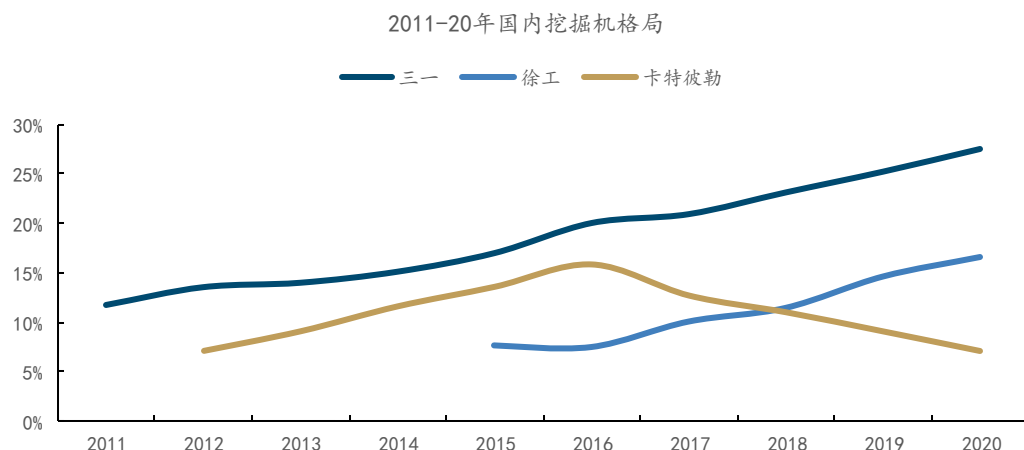
来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

来源：建筑机械杂志，国金证券研究所 注：统计时间为 2023 年

公司国内挖机市占率第二，有望受益挖机需求回暖。随着公司改革后战略调整，挖掘机开始显露峥嵘，公司挖掘机国内市占率从 15 年的 7.7%提升至 20 年 16.7%，有望受益于本轮国内挖掘机需求回暖。



图表12：公司国内挖机市占率排名第二

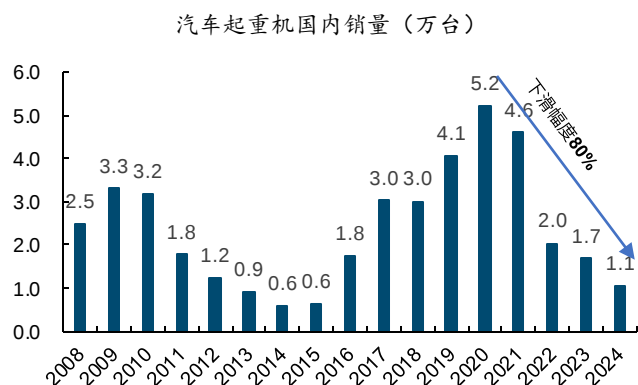


来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

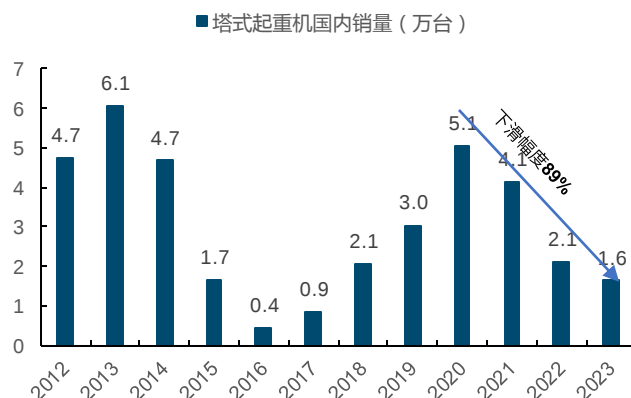
### 2.1.2 起重机：内销仍旧承压，25 年需求有望企稳

起重机内销处于历史底部。从工程起重机代表产品汽车起重机年度数据来看，24 年全年汽车起重机销量仅为 20 年高点的 20%，从建筑起重机年度数据来看，24 年全年塔式起重机销量仅为 20 年高点的 11%，起重机国内销量处于历史大底。

图表13：24 年汽车起重机国内销量承压



图表14：24 年塔式起重机销量下滑较大



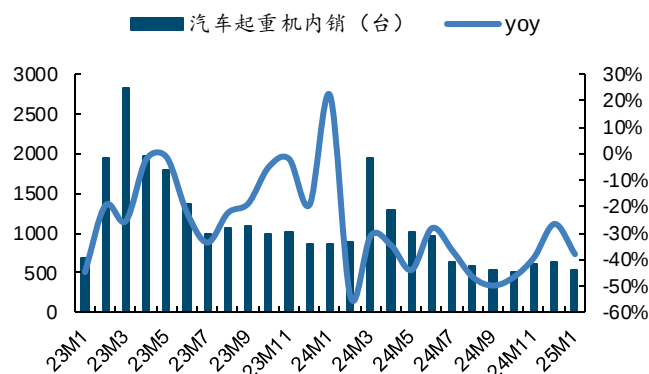
来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

来源：中国工程机械工业协会，工程机械杂志，国金证券研究所

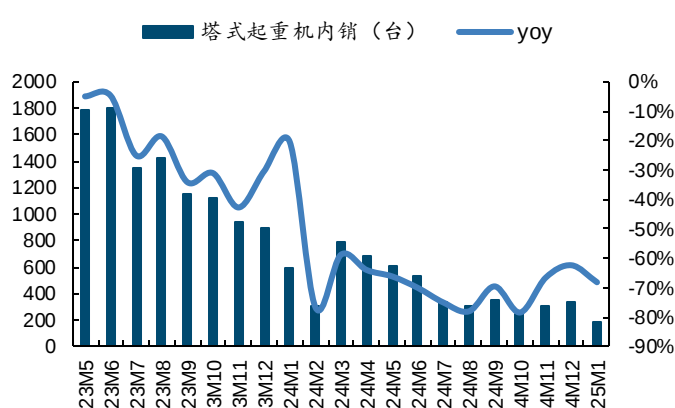
短期来看，汽车起重机、塔式起重机内销出现筑底信号。24M12 汽车起重机、塔式起重机内销增速为-26.5%、-62.5%，汽车起重机下滑有所收窄，并且在 1 月春节影响下内销同比-38.0%，下滑幅度未大幅增长，短期出现筑底信号。挖机作为工程机械中的前周期品种，销量已率先改善，以起重机为代表的其他后周期非挖品种销量有望陆续改善。预计 25 年需求大幅下行空间不大，且有望筑底企稳。



图表15：汽车起重机出现企稳信号



图表16：塔式起重机出现企稳信号



来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

来源：中国工程机械工业协会，工程机械杂志，国金证券研究所

### 2.1.3 25 年公司国内收入有望恢复正增长

中性预期下：25 年公司国内收入有望恢复正增长。核心假设：

(1) 国内汽车起重机、塔机销量已经跌至历史底部水平，我们预计在悲观、中性、乐观情况下，25 年行业需求增速为-25%/-15%/-10%；混凝土机械下游主要是房地产行业，中央经济工作会议强调稳楼市，预计 25 年跌幅缩小，在悲观、中性、乐观情况下行业需求增速为-15%/-10%/-5%。

(2) 国内挖机销量从 24 年 3 月开始出现拐点，24 年全年挖机内销实现 10.05 万台，同比+11.7%，其他土方机械为装载机等，电动化有望支撑中期需求，我们预计在悲观、中性、乐观情况下，25 年土方机械需求增速为+10%/20%/30%。

图表17：中性预期下，25 年土方机械内需增长有望带动公司国内收入进入增长区间

| 预期 | 起重机 |            | 混凝土机械 |            | 行业需求对公司国内收入的影响 | 土方机械 |            | 行业需求对公司国内收入的影响 |
|----|-----|------------|-------|------------|----------------|------|------------|----------------|
|    | 占比  | 25 年行业需求增速 | 占比    | 25 年行业需求增速 |                | 占比   | 25 年行业需求增速 |                |
| 悲观 |     | -25%       |       | -15%       | -5.4%          |      | 10%        | 2.5%           |
| 中性 | 19% | -15%       | 4%    | -10%       | -3.3%          | 25%  | 20%        | 5.0%           |
| 乐观 |     | -10%       |       | -5%        | -2.1%          |      | 30%        | 7.5%           |

来源：公司公告，国金证券研究所 注：各版块国内收入占比以公司投资者关系活动记录表披露的 24H1 公司出口产品结构测算

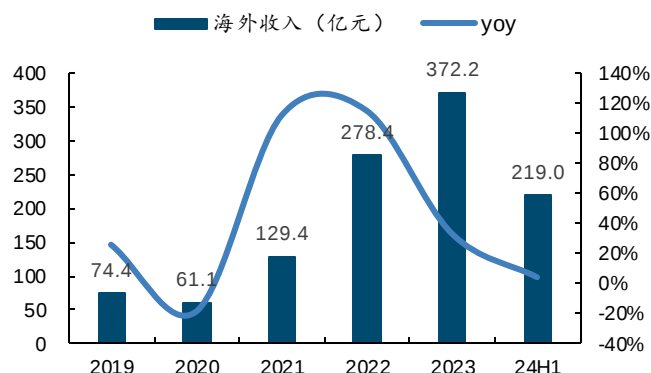
### 2.2 新兴市场向好，公司出口有望延续增长

#### 2.2.1 海外收入占比高，毛利贡献占比提升至 47.1%

公司近几年向外寻求增长动力，海外收入占比持续提升。公司海外市场发展迅速，海外收入从 2019 年的 74.4 亿元增长至 2023 年的 372.2 亿元，2024H1 公司海外收入达 219.0 亿元，同比增长 4.8%。随着海外收入扩张，公司海外收入占比同样呈逐年上升趋势，2024H1 提升至 44.1%。

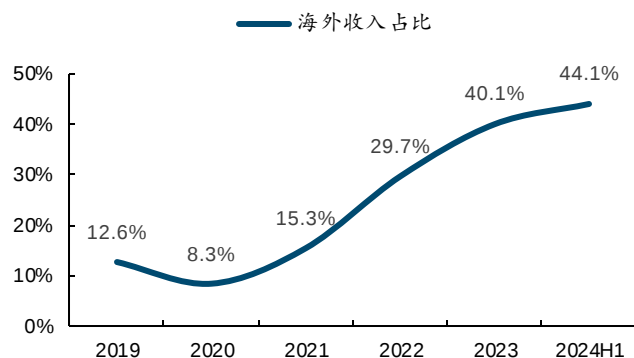


图表18: 2019-24H1 公司海外收入持续扩张



来源: iFinD, 国金证券研究所

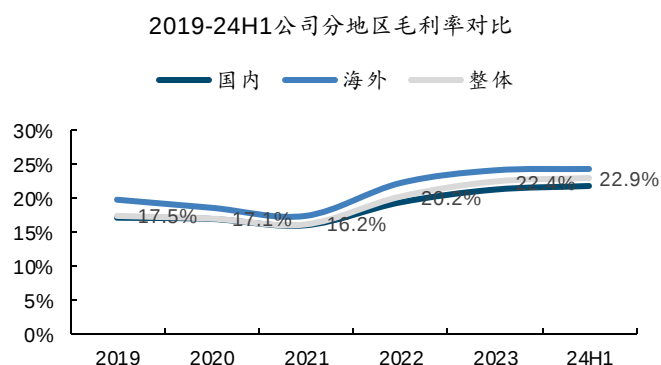
图表19: 2024H1 公司海外收入占比达 44%



来源: iFinD, 国金证券研究所

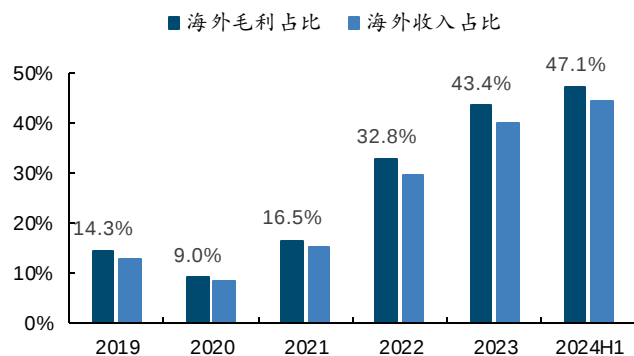
高毛利的海外业务增长, 带动整体盈利能力提升。22-24H1 公司海外业务比国内毛利率高 3pct 左右, 随着海外收入占比提升, 公司整体毛利率从 20.2%提升至 24H1 的 22.9%, 提升 2.7pct。从毛利贡献角度来看, 公司海外业务毛利占比从 21 年 16.5%提升至 24H1 的 47.1%, 已经成为拉动利润释放的另一核心因素。

图表20: 高毛利的海外业务占比提升, 带动整体毛利率上行



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表21: 24H1 公司海外业务的毛利贡献达 47.1%

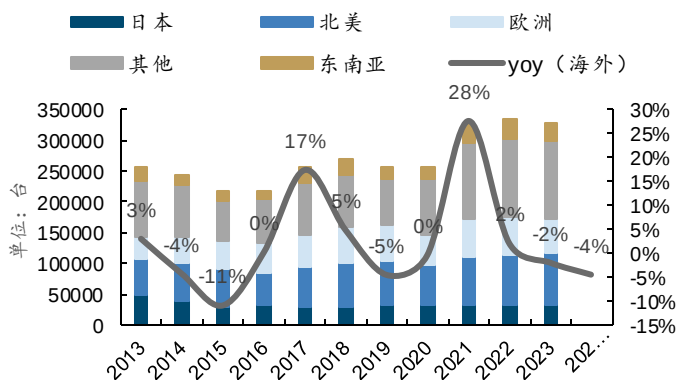


来源: iFinD, 国金证券研究所

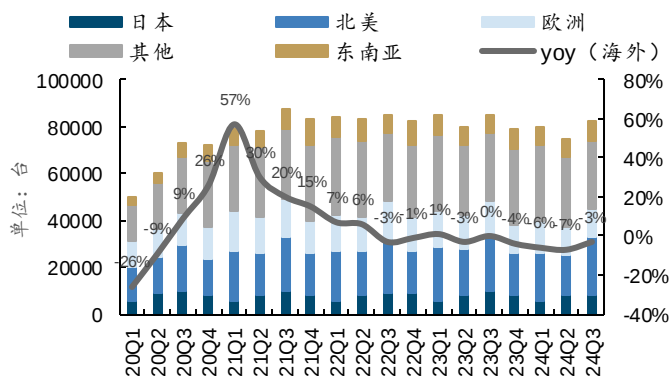
## 2.2.2 中长期展望——欧美地区: 25 年需求有望筑底企稳

海外工程机械需求已连续下滑两年。根据小松财报预测, 受欧美地区需求下滑影响, 海外工程机械整体需求已经连续下滑 2 年。参考历史周期波动规律, 下行周期预计在未来 1-2 年结束, 看好明年海外需求逐步修复。

图表22: 海外工程机械需求连续下滑两年



图表23: 24 年海外工程机械需求仍处下行期





来源：小松财报，国金证券研究所

来源：小松财报，国金证券研究所

注：海外工程机械销量增速根据小松统计的 7 大工程机械需求计算得出

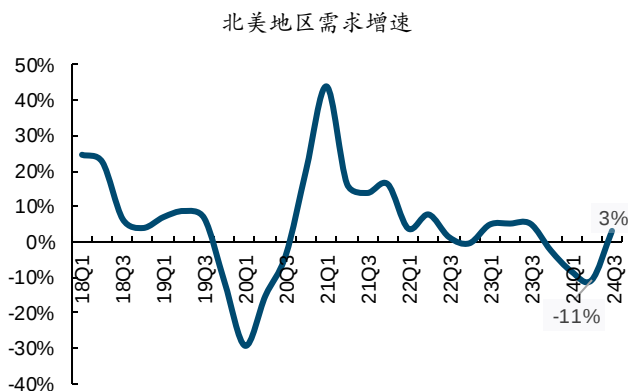
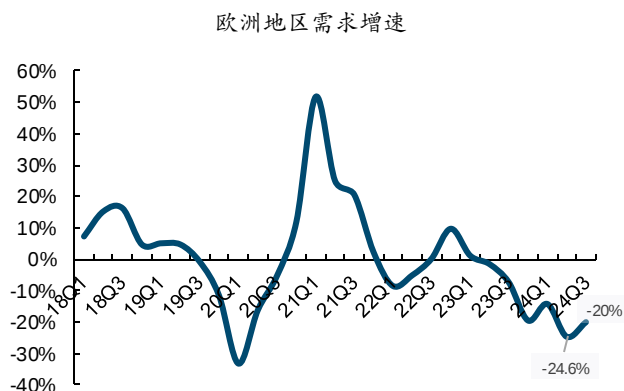
注：1) 海外工程机械销量增速根据小松统计的 7 大工程机械需求计算得出；2)

小松 Q1 统计口径为 4-6 月

欧美市场：24 年欧美地区下行幅度超过海外整体水平。小松财报数据显示，24 年 10-12 月北美地区工程机械需求景气度出现回暖迹象；欧洲地区下行早于北美地区，需求下行已持续两年，24 年 10-12 月需求同比-20%，下滑有所收窄。

图表24：欧洲地区工程机械需求已经波动下行 2 年

图表25：北美地区工程机械需求已下行近 1 年



来源：小松财报，国金证券研究所 注：1) 欧洲工程机械销量增速根据小松统计

来源：小松财报，国金证券研究所 注：1) 北美工程机械销量增速根据小松统计

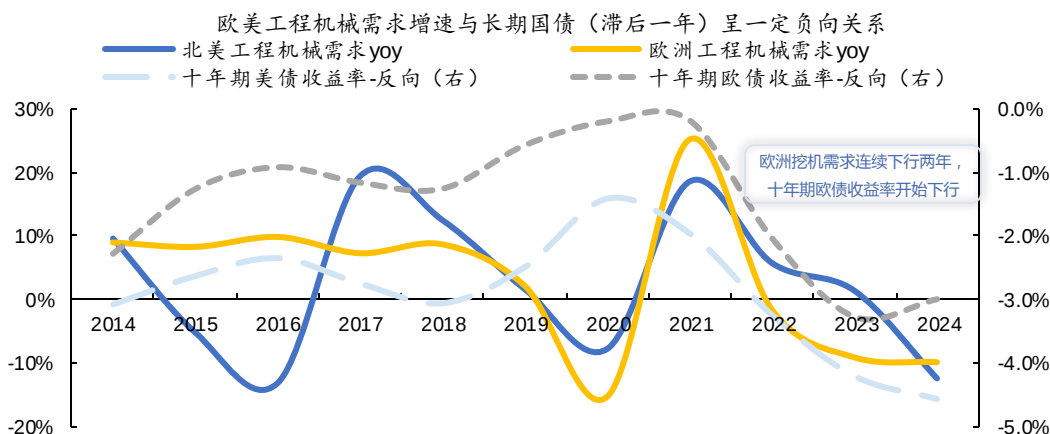
的 7 大工程机械需求计算得出；2) 小松 Q1 统计口径为 4-6 月

的 7 大工程机械需求计算得出；2) 小松 Q1 统计口径为 4-6 月

复盘欧美市场工程机械需求增速与十年期国债收益率，我们发现欧美地区工程机械需求增速与十年期国债收益率（滞后一年）呈现一定负向关系，主要系降息→降低开工利息→刺激开工需求→刺激工程机械需求。

25 年欧美地区需求或将企稳。欧洲已经启动了第一轮降息，未来可能还会有多轮降息的动作，欧洲市场的需求可能在未来一年逐步稳定下来。美国市场由大选影响的工程机械采购需求有望陆续释放，但需求恢复强度仍需关注降息情况。

图表26：欧美市场有望陆续开始筑底企稳



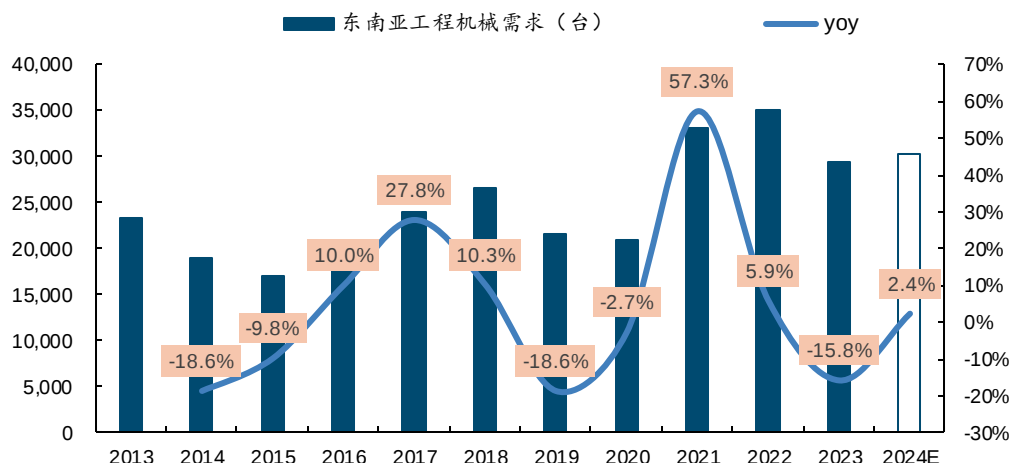
来源：小松财报，美联储，欧洲央行，国金证券研究所

### 2.2.3 中长期展望——新兴市场：东南亚、拉美景气度高

东南亚为工程机械新兴市场，存在较为明显周期性（周期大概在 4-5 年）。根据小松财报显示，23 年东南亚市场工程机械需求同比下滑 15.8%，随着 24 年下行结束，预计 25-26 年东南亚工程机械需求有望进入增长区间。



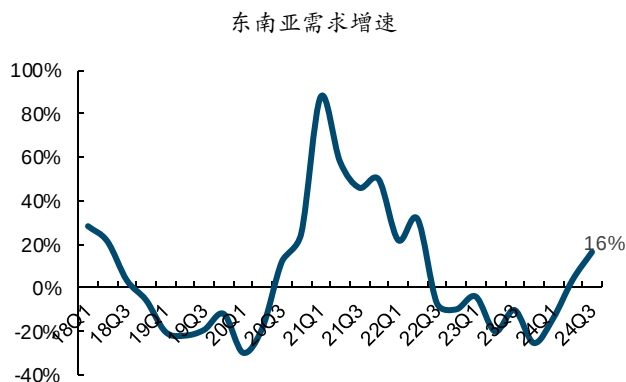
图表27：24 年东南亚工程机械需求开始触底回暖



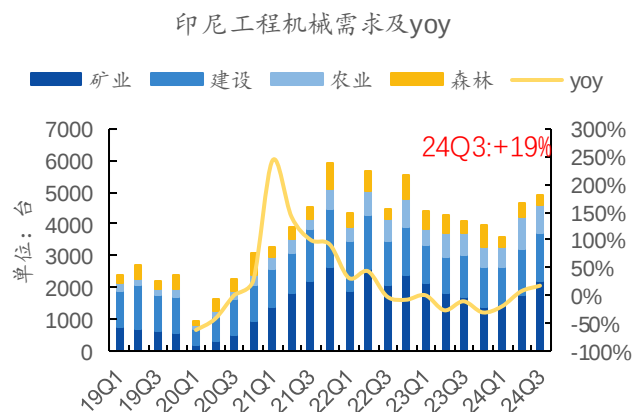
来源：小松财报，国金证券研究所

短期来看，印尼市场需求同比转正，带动东南亚市场开始回暖。根据小松财报，24 年下半年主力地区印尼矿业、建筑市场的需求加速增长，该地区 24 年 10-12 月工程机械需求同比+19%。得益于印尼市场的恢复，同期东南亚地区需求同比+16%，需求加速扩张。

图表28：24 年下半年东南亚工程机械需求加速增长



图表29：24 年下半年印尼地区工程机械需求加速增长



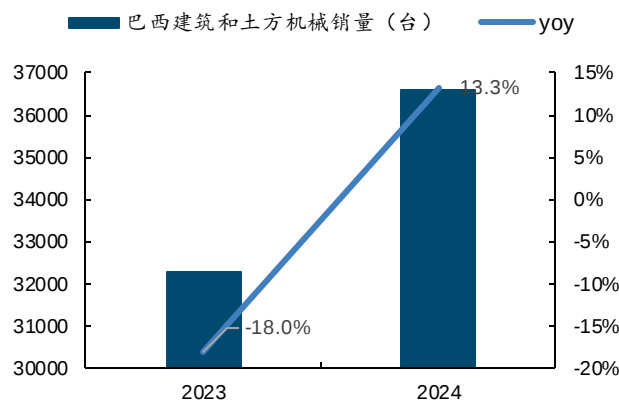
来源：小松财报，国金证券研究所 注：1) 东南亚工程机械销量增速根据小松统计的 7 大工程机械需求计算得出；2) 小松 Q1 统计口径为 4-6 月

来源：小松财报，国金证券研究所 注：1) 印尼工程机械销量增速根据小松统计的 7 大工程机械需求计算得出；2) 小松 Q1 统计口径为 4-6 月

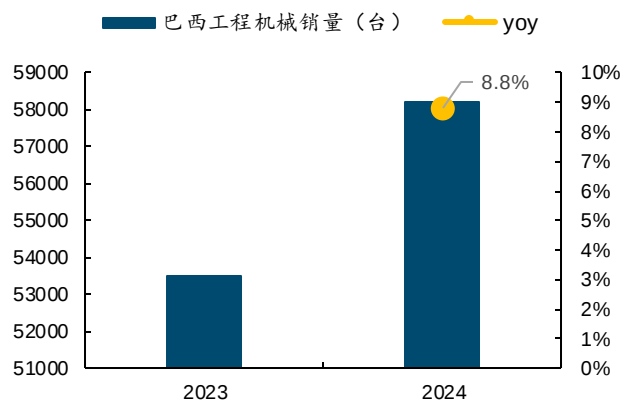
2024 年巴西工程机械需求回暖。巴西是拉美地区工程机械主力市场，拉美需求景气度一定程度取决于巴西。根据巴西建设与矿业技术协会预测，受益于基建项目增加和巴西房地产需求增加，24 年巴西建筑和土方机械、工程机械销量预计为 3.67 万台、5.82 万台，同比+13.3%、+8.8%。



图表30：24 年巴西建筑和土方机械进入增长区间



图表31：预计 24 年巴西工程机械销量同比+8.8%

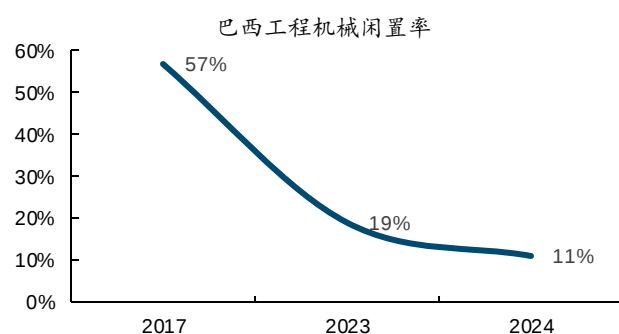


来源：巴西建设与矿业技术协会，国金证券研究所

来源：巴西建设与矿业技术协会，国金证券研究所

“加速增长计划”有望持续拉动巴西市场需求。巴西 23 年 8 月提出“加速增长计划”，其中交通、城建、供水分别投资 717、1252、64 亿美元，投资至少持续到 2026 年之后，考虑到巴西工程机械闲置率降至 11%，位于近 7 年低位，预计政策端带来的基建项目扩张，将较为顺畅的拉动巴西工程机械需求。

图表32：巴西工程机械闲置率降至 11%



图表33：巴西“加速增长计划”有望拉动工程机械需求

| 项目名称   | 持续时间                     | 领域            |
|--------|--------------------------|---------------|
| 加速增长计划 | 一期 2023-26 年，二期 2026 年之后 | 交通 717 亿美元    |
|        |                          | 城市建设 1252 亿美元 |
|        |                          | 供水 64 亿美元     |

来源：巴西建设与矿业技术协会，国金证券研究所

来源：商务部，国金证券研究所

## 2.2.4 25 年公司海外收入有望维持增长

25 年公司海外收入有望维持增长。假设：

(1) 增速假设：根据上文欧美、新兴市场景气度分析，预计欧美市场在降息预期、大选落地提振下，下降幅度缩小，且有望恢复正增长，在悲观、中性、乐观预期下，假设 25 年欧美地区工程机械需求同比-10%/5%/10%；东南亚、拉美地区 25 年有望维持正增长，在悲观、中性、乐观预期下，假设 25 年新兴市场工程机械需求同比+5%/10%/15%。

(2) 区域收入占比：根据公司投资者关系管理信息，公司海外收入中欧美地区占比约为 10%，假设 24 年欧美地区仍保持 10%，则新兴市场占海外收入的 90%。

图表34：新兴市场需求上行有望支撑公司海外收入维持增长

| 预期 | 欧美市场     |            | 欧美需求对公司海外收入的影响 | 新兴市场     |            | 新兴市场需求对公司海外收入的影响 |
|----|----------|------------|----------------|----------|------------|------------------|
|    | 24 年占海外比 | 25 年区域需求增速 |                | 24 年占海外比 | 25 年区域需求增速 |                  |
| 悲观 |          | -10%       | -1.0%          |          | 5%         | 4.5%             |
| 中性 | 10%      | 5%         | 0.5%           | 90%      | 10%        | 9.0%             |
| 乐观 |          | 10%        | 1.0%           |          | 15%        | 13.5%            |

来源：公司公告，国金证券研究所



### 3. 矿山机械：头部外资客户订单落地，或迎来奇点时刻

#### 3.1 矿山机械收入持续提升，有望成为第二增长曲线

公司矿山机械主要覆盖露天矿山，产品包括矿用钻机、矿挖、矿卡、矿用装载机等，相对其他国内工程机械厂商，产品覆盖更全。

图表35：公司主要覆盖露天矿山机械产品

| 露天矿山机械产品线 |   |    |    |      |        |       |       |       |
|-----------|---|----|----|------|--------|-------|-------|-------|
| 公司        | 钻 | 挖  |    | 运    |        | 矿用装载机 | 矿用平地机 | 矿用推土机 |
|           |   | 矿挖 | 电铲 | 刚性矿车 | 铰接式自卸车 |       |       |       |
| 徐工机械      | ✓ | ✓  | ✓  | ✓    | ✓      | ✓     | ✓     | ✓     |
| 三一重工      | ✓ | ✓  | ✓  | ✓    | ✓      | ✓     | ✓     |       |
| 中联重科      | ✓ | ✓  |    | ✓    |        | ✓     |       | ✓     |
| 柳工        | ✓ | ✓  |    | ✓    |        | ✓     |       | ✓     |
| 小松        | ✓ | ✓  | ✓  | ✓    | ✓      | ✓     | ✓     | ✓     |
| 卡特彼勒      | ✓ | ✓  | ✓  | ✓    | ✓      | ✓     | ✓     | ✓     |

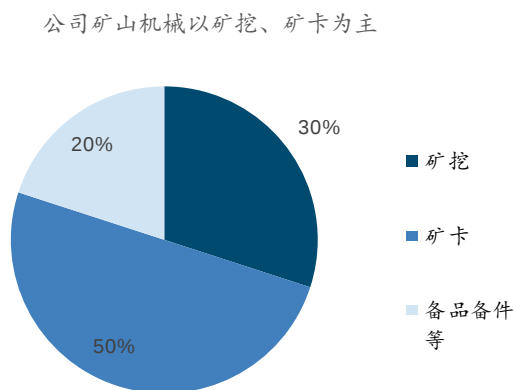
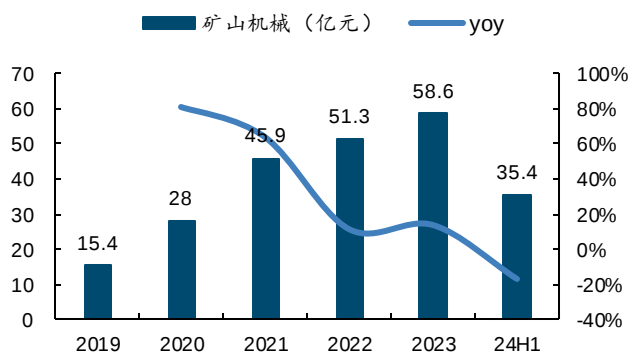


来源：各公司官网，能矿前沿，铁甲工程机械网，第一工程机械网，国金证券研究所

公司矿山机械以矿挖、矿卡为主，受益下游客户认可度提升，矿山机械板块收入从 2019 年 15.4 亿元提升至 23 年的 58.6 亿元，期间 CAGR 达 39.7%。

图表36：19-23 年公司矿山机械收入 CAGR 达 39.7%

图表37：公司矿山机械以矿挖、矿卡为主



来源：iFind，国金证券研究所

来源：公司投资者关系活动记录表，国金证券研究所

公司位于全球矿山露天挖运设备制造商前五。根据《2024 全球工程机械 50 强峰会》，全球矿山露天挖运设备制造商 5 强为卡特彼勒、小松、日立建机、徐工机械、利勃海尔，其中公司为唯一一家全球排名前五的国产厂商。



图表38：公司位于全球矿山露天挖运设备制造商前五

| 排名 | 公司   | 国别 |
|----|------|----|
| 1  | 卡特彼勒 | 美国 |
| 2  | 小松   | 日本 |
| 3  | 日立建机 | 日本 |
| 4  | 徐工机械 | 中国 |
| 5  | 利勃海尔 | 德国 |

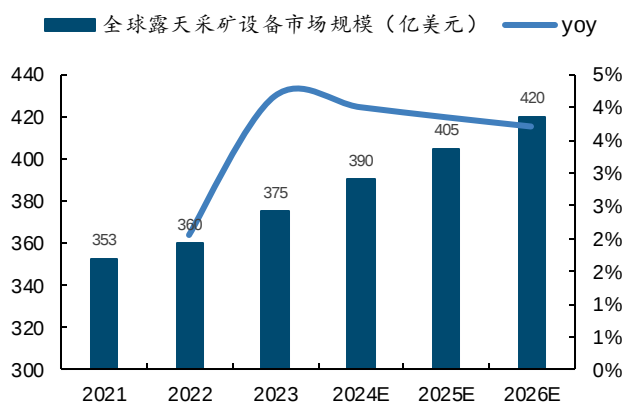
来源：《2024 全球工程机械 50 强峰会》，中国路面机械网，国金证券研究所 注：排名标准为露天挖运设备销售额

### 3.2 β 端：露天采矿设备空间大，国产矿山机械出口高景气

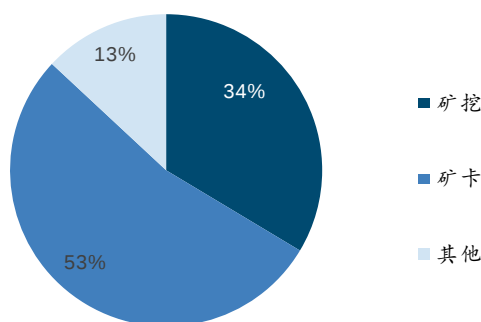
市场规模大：2023 年全球露天采矿设备市场规模达 375 亿美元，其中矿挖、矿卡占比分别为 34%、53%，是露天采矿两大核心产品。

图表39：2023 年全球露天采矿设备市场规模达 375 亿美元

图表40：矿挖、矿卡是主要的露天采矿设备



2023 年全球露天采矿设备产品结构

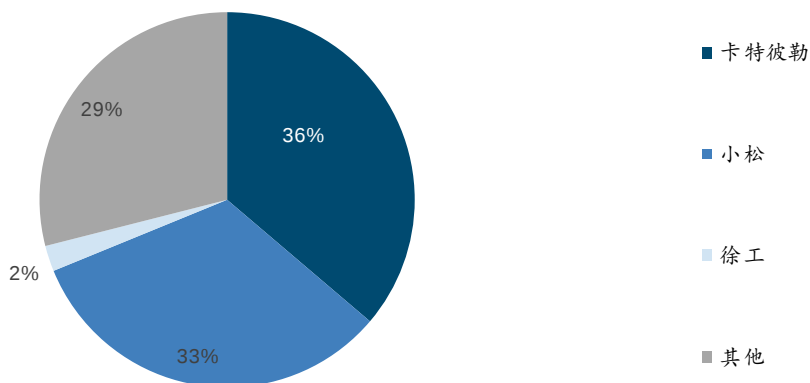


来源：《220 吨级纯电动矿用自卸车可行性分析》，国金证券研究所

来源：Verified Market Reports, Market Research Intellect, 《220 吨级纯电动矿用自卸车可行性分析》，国金证券研究所 注：以市场规模口径计算占比

替代空间大：2023 年全球露天矿山采矿设备龙头为卡特彼勒、小松，市占率为 36%、33%，公司市占率仅 2%，远期替代空间大。

图表41：2023 年公司全球露天采矿设备市占率仅 2%



来源：《220 吨级纯电动矿用自卸车可行性分析》，Wind，小松公告，美联储，中国外汇交易中心，国金证券研究所

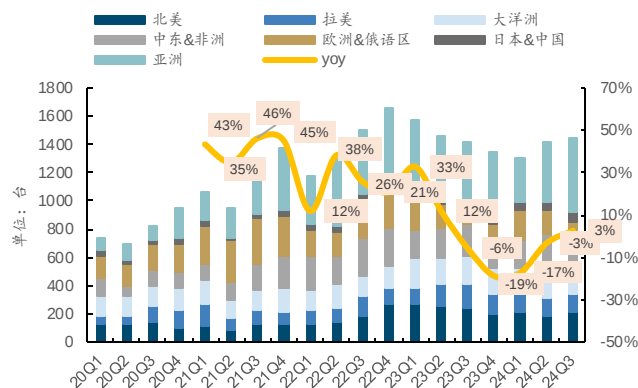
注：卡特彼勒采用资源业务计算；小松采用矿山机械业务计算；货币换算采用 23 年平均汇率

矿山机械出口景气度高：24 年全球矿山机械需求承压，但 2024 年矿山机械行业出口额达

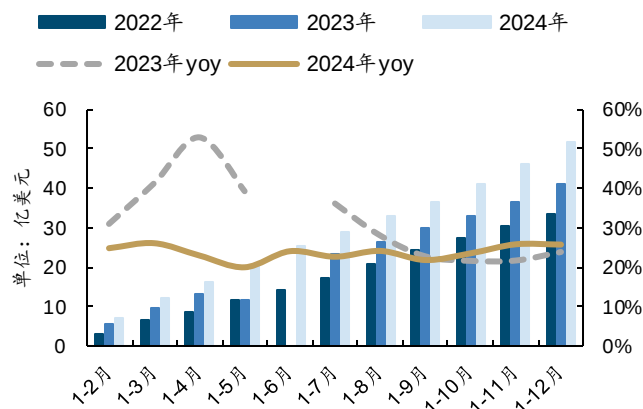


51.92 亿美元，同比+25.6%，矿山机械出口仍保持正增长。考虑到 24 年 10-12 月全球矿山机械需求同比+3%，出现需求拐点，全球矿山机械需求或将筑底回暖，国产矿山机械出口有望继续扩张。

图表42：全球矿山机械需求出现筑底信号



图表43：2024 年矿山机械出口增速为 25.6%



来源：小松公告，国金证券研究所 注：小松报告口径 24Q1 对应 24 年 4-6 月

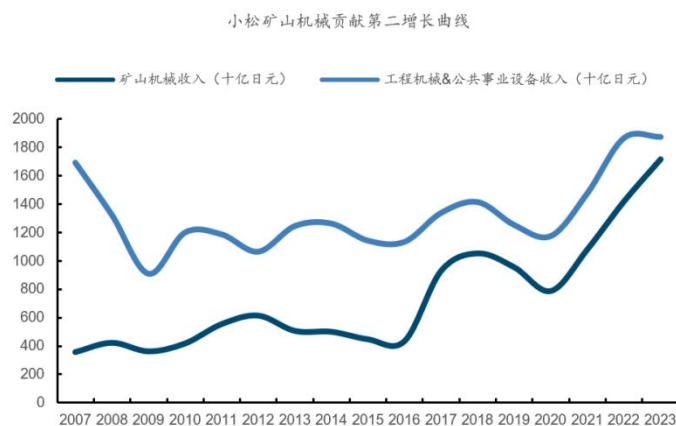
来源：中国重型机械工业协会，国金证券研究所

### 3.3 工程机械厂商未来战略扩张—矿山机械是首选

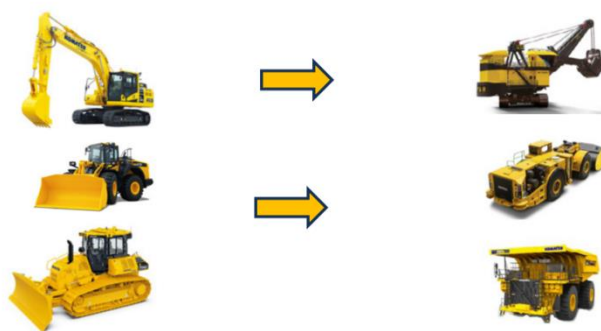
对比小松：小松 07-23 年收入增长主要靠矿山机械，期间矿山机械、工程机械&公共事业装备收入 CAGR 分别为 10.3%、0.6%。

露天矿山机械与工程机械具有技术路线相似的特点：露天矿山机械主要为矿挖、矿卡、矿用装载机、矿用推土机等，工程机械厂商在该类型产品研发、生产时间长，有一定技术积累，是战略扩张的好赛道。

图表44：工程机械厂商拓展矿山机械具备一定技术积累



小松由工程机械延展，开发出露天挖运设备



来源：小松公告，Wind，国金证券研究所

### 3.4 为什么认为公司迎来矿山机械的奇点时刻？

大型产品能力补强、新能源技术布局较全、头部外资客户长时间合作，最终推动公司获头部外资客户大订单，随着公司产品认可度提升，以及 FMG 等客户的订单带来的背书效应，预计公司海外订单导入将更为顺畅。

公司在露天矿山采矿设备深耕时间长，技术积累深厚。2014 年公司就成为能成套提供 400 吨矿挖+400 吨矿卡的厂商。目前，公司大型矿挖操作重量国内领先，达 672 吨，与小松、卡特的差距缩小。



图表45：公司大型矿挖在吨位、斗容等核心指标与小松、卡特差距较小

|      | 大吨位产品      | 发动机功率 (kW) | 操作重量 (t) | 斗容 (m³) | 最大斗杆挖掘力 (kN) | 行走速度 (km/h) | 回转速度 (r/min) | 最大挖掘半径 (mm) | 最大卸载高度 (mm) | 发动机型号                |
|------|------------|------------|----------|---------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|----------------------|
| 徐工   | XE7000     | 2386       | 672      | 30-36   | 2270         | 1.5         | 3.5          | 16700       | 12900       | 康明斯QSK50-C1600       |
| 三一重工 | SY4000H    | /          | 400      | /       | /            | /           | /            | /           | /           | /                    |
| 中联重科 | ZE4000G    | 1491       | 400      | 22-24   | /            | /           | /            | /           | /           | /                    |
| 柳工   | 9135F      | 567        | 125      | 9       | 550          | /           | /            | 13876       | 7775        | 康明斯QSK23             |
| 小松   | PC8000-11  | 3000       | 752-773  | 42      | 2353         | 2.4         | 2.7          | 21190       | 10650       | Komatsu SDA16V160E-3 |
| 卡特彼勒 | CAT 6090FS | 3360       | 980      | 52      | 3300         | 2.2         | 3.9          | /           | /           | 康明斯QSK60*2           |

2014年：徐工400吨矿挖



徐工700吨矿挖-中国最大吨位



来源：各公司官网，国金证券研究所

公司大型矿卡技术成熟，大吨位产品性能位于世界头部。2012 年公司就开发出 400 吨载重的大型矿卡，随后公司持续雕琢产品，2022 年推出 XDE440 产品，额定载重超过小松、卡特。该产品年出勤时间达 7300 小时，可用率超 95%，能满足大型矿企对耐用性的要求。

图表46：公司大型矿卡技术处于世界头部地位

|      | 大吨位产品    | 额定载重 (t) | 发动机额定功率 (kW) | 最高车速 (km/h) | 货厢容积 (m³) | 最小转弯半径 (m) | 发动机型号               |
|------|----------|----------|--------------|-------------|-----------|------------|---------------------|
| 徐工   | XDE440   | 400      | 2800         | 64          | 250       | 17         | MTU20V4000C23       |
| 三一重工 | SET240S  | 220      | 2091         | 65          | 147       | 14.5       | Weichai WP17        |
| 中联重科 | ZTE520   | 300      | 2386         | /           | /         | /          | /                   |
| 柳工   | DW105AG4 | 70       | 395          | 43.5        | 36        | 12         | YCK13530-T400       |
| 小松   | 980E-5SE | 363      | 2610         | 64          | 250       | 15.9       | Komatsu SDA16V190-1 |
| 卡特彼勒 | 798 AC   | 372      | 2610         | 64          | 218-276   | 16.2       | Cat C175-16         |

早在2012年就开发出载重400吨的DE400



产品雕琢，迭代走向成熟



XDE440-全球最大吨位后驱刚性自卸车



全球扭矩最大轮边减速器

全球最强的湿盘制动器

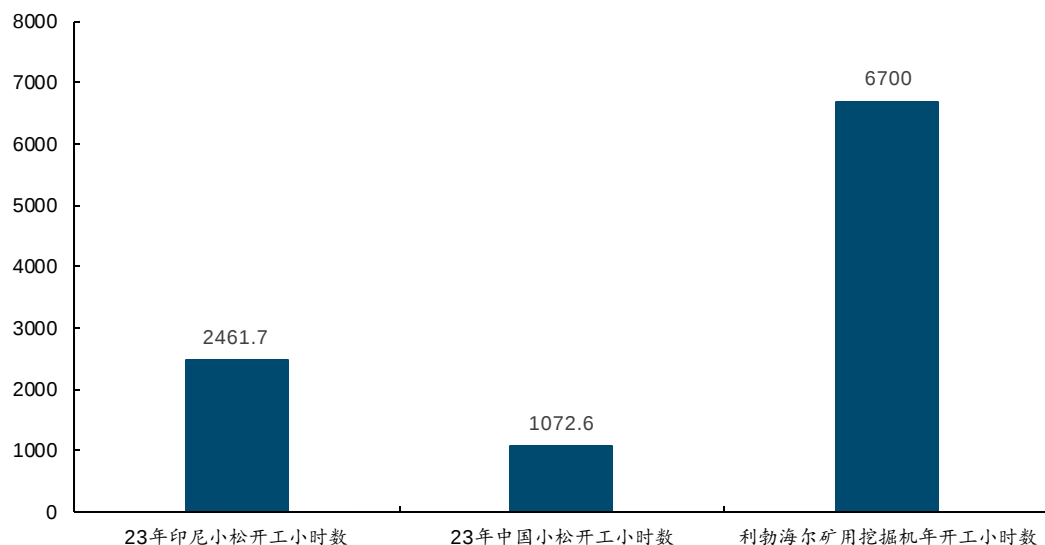
自主攻克大扭矩轮毂驱动

来源：各公司官网，国金证券研究所

头部外资矿山客户对设备要求较高，通常导入时间较长。矿山机械一般需要全年全天候作业，利勃海尔矿挖一年工作时间 6700 小时，而挖机开工小时数较高的印尼地区也仅为 2361.7 小时/年。因此头部矿山企业对设备高功率作业的稳定性、耐用性要求较高，对主机设备采购较为谨慎，新供应商进入难度较高，验证周期较长。



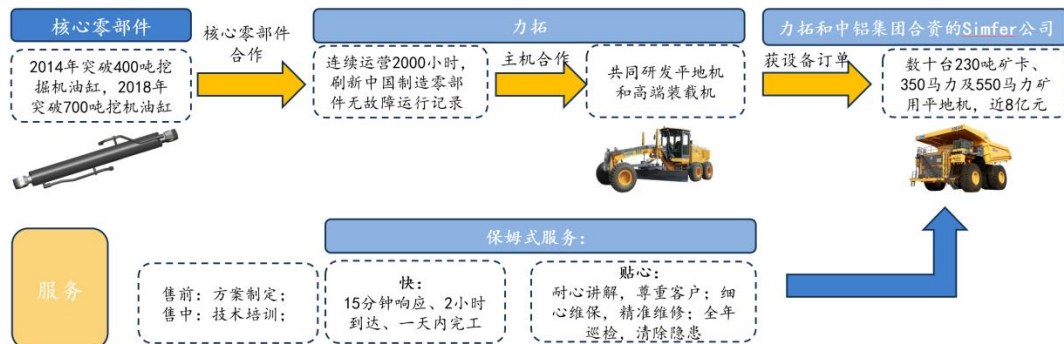
图表47: 矿挖基本保持全年全天候作业, 对稳定性、耐用性要求较高



来源: 利勃海尔官网, iFinD, 国金证券研究所

公司从核心零部件开始, 逐步突破头部客户。公司从 2014 年开始向力拓供应液压油缸, 随后依靠共同合作研发和售后服务得到认可, 21 年开始向力拓供应矿用平地机, 在 24 年 8 月公司获 Simfer (力拓与中铝集团合资公司) 8 亿元矿卡、矿用平地机订单, 成功打入外资头部客户。

图表48: 公司依靠核心零部件迈入大客户门槛, 高质量主机+保姆式服务推动外资客户订单落地



来源: 徐工矿机官网, 公司官网, 卡车之家, 国金证券研究所

公司新能源矿山机械技术布局较全。2024 年国际矿业展 FMG 矿业公司签署了 28 亿美元订单, 包括 360 台纯电动矿卡, 55 台电驱动挖机, 60 台电池驱动推土机。公司新能源矿山机械覆盖纯电动、混合动力、架线、换电等多个技术路线, 技术储备充分, 能够应对矿山企业的多样化需求, 有望在矿山机械新能源转型中获得一定份额。



图表49：公司在矿山机械新能源技术布局较全



来源：公司官网，工程机械商贸网，国金证券研究所

海外头部客户订单加速导入，公司矿山机械有望迎来爆发期。如前文所述，大型化产品+新能源布局+头部客户长时间合作+快速响应的服务帮助公司迈入头部外资客户门槛，24年下半年获力拓8亿元、FMG 30亿元订单。FMG、力拓等头部矿山企业的订单，或成为公司继续开拓其他海外客户的背书，带动订单持续落地。

图表50：2024年公司屡获海外头部客户订单

| 客户名称    | 客户级别 | 时间       | 产品                             | 价值量  |
|---------|------|----------|--------------------------------|------|
| FMG     | 全球前十 | 2024年11月 | 100多台电动型轮式装载机和推土机等设备           | 30亿元 |
| 力拓      | 全球前十 | 2024年8月  | 数十台230吨矿用卡车、350马力及550马力大型矿用平地机 | 8亿元  |
| 淡水河谷    | 全球前十 | 2022年8月  | 纯电动矿车 XDR80TE                  | -    |
| 塞尔维亚某矿  | -    | 2024年7月  | XDE150（150吨级）双桥刚性矿车            | -    |
| 越南某客户   | -    | 2022年8月  | XE700D、XE800D、XE900D 共60台      | -    |
| 厄瓜多尔某客户 | -    | 2022年4月  | XE4000E 电动液压挖掘机、XDE260 矿用自卸车   | 近3亿元 |

来源：徐工矿机公众号，澳洲财经见闻，PWC，国金证券研究所

## 4·中期估值与展望

### 4.1 公司中长期提估值的核心在于净利率和风险敞口

提升净利率、压降风险敞口是帮助公司未来提升估值的核心。三一重工在上一轮周期享受较高的估值，与之对比来看，公司上行期收入增速与三一重工相当，但净利率低于三一重工、风险敞口/净资产明显高于三一重工，或是压制估值的因素之一。所以未来公司提估值的潜力点在于净利率提升和风险敞口压降。

图表51：净利率、风险敞口是影响公司估值两大因素

| 公司名称 | PE (TTM) | ROE 平均 | 净利率 | 上行期收入 CAGR | 资产周转率 | 权益乘数 | 风险敞口/净资产 |
|------|----------|--------|-----|------------|-------|------|----------|
| 徐工   | 15       | 8%     | 4%  | 35%        | 66%   | 2.47 | 179%     |
| 三一重工 | 22       | 14%    | 8%  | 34%        | 65%   | 2.29 | 116%     |
| 中联重科 | 18       | 6%     | 6%  | 26%        | 38%   | 2.28 | 119%     |
| 柳工   | 17       | 6%     | 3%  | 28%        | 60%   | 2.53 | 128%     |

来源：iFind，各公司公告，国金证券研究所 注：数据选取2015-23年为统计区间，其中PE (TTM) 为中位数，ROE、净利润、资产周转率、权益乘数、风险敞口/净资产为均值；上行期收入 CAGR 选用15-20年计算

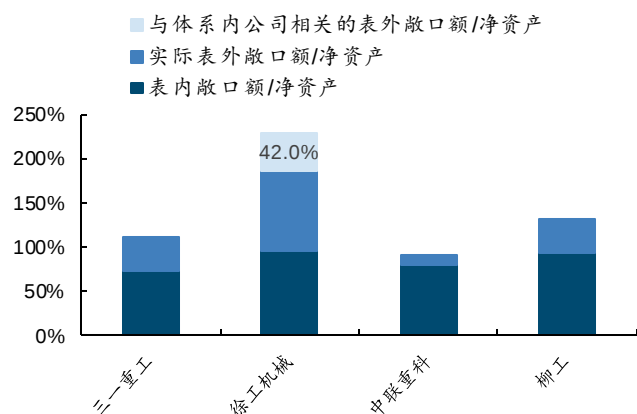


## 4.2 风险敞口持续压降，应收账款计提较为谨慎

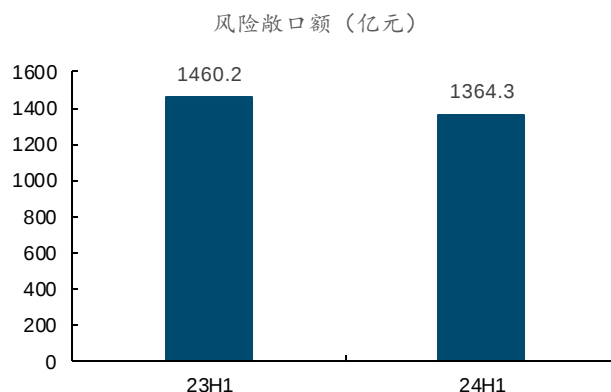
表外风险敞口高，但实际表外敞口比报表呈现要低。24H1 公司表外敞口中有 250.9 亿元的担保融资租赁合作方是徐工集团控股的公司，不属于徐工机械的子公司，所以核算为表外敞口，这部分比其他担保融资租赁风险要低。

公司持续推进风险敞口压降，24H1 风险敞口金额为 1364.3 亿元，相对 23H1 压降 96.0 亿元，公司客户中有部分为央国企客户，回款多在年底，预计全年风险敞口金额有望继续压降。

图表52：公司实际表外风险敞口比报表呈现要低



图表53：24H1 公司风险敞口金额同比压降 96.0 亿元



来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

公司对应收账款的计提较为谨慎，24H1 公司对 3 年及以上的应收账款坏账计提 100%，单项计提为 95%，位于行业中上水平。

图表54：公司应收账款计提较为谨慎

|       | 三一重工 | 徐工机械 | 中联重科 | 柳工   |
|-------|------|------|------|------|
| 单项计提  | 56%  | 95%  | 75%  | 76%  |
| 1 年以内 | 2%   | 2%   | 1%   | 2%   |
| 1-2 年 | 10%  | 10%  | 2%   | 12%  |
| 2-3 年 | 20%  | 50%  | 5%   | 20%  |
| 3-4 年 | 35%  | 100% | 16%  | 33%  |
| 4-5 年 | 75%  | 100% | 21%  | 71%  |
| 5 年以上 | 100% | 100% | 46%  | 100% |

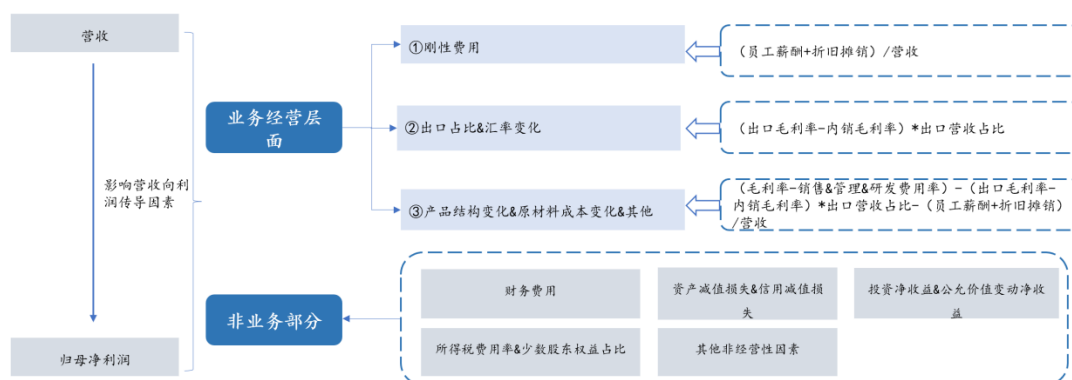
来源：各公司公告，iFinD，国金证券研究所 注：统计口径为 24 年中报

## 4.3 经营杠杆释放带动净利率提升

为分析经营杠杆释放给公司带来的利润率提升，我们把影响公司利润释放的重要因素进行拆分，分为业务经营层面和非业务部分，其中业务经营层面主要包括偏刚性的费用（成本）、出口、产品结构&原材料成本等；非业务层面包括财务费用、资产损失、投资收益等。



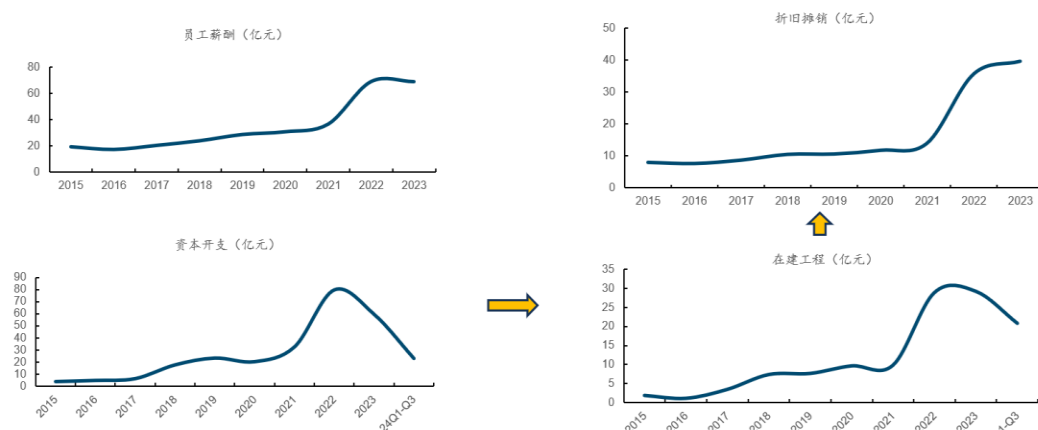
图表55：工程机械盈利影响因素拆分及计算方式



来源：公司公告，国金证券研究所

员工薪酬、折旧摊销占营收比或将降低。公司海外拓展、产品品类扩张较早，较早地完成了相关人员配置和产能建设，后续潜在增量来自海外业务边际加入、边际加海外工厂，折旧摊销、人员薪酬大幅增长可能性不大，占比有望降低。

图表56：公司暂无较大资本开支计划，员工薪酬、折旧摊销占总营收比例有望降低



来源：公司公告，国金证券研究所

工程机械板块国内外共振，叠加矿山机械放量，有望带动公司营收 25、26 年恢复增长，规模效应拉动净利率上行，预计 24-26 年公司归母净利率为 6.6%、7.7%、8.9%。

图表57：规模效应有望拉动净利率提升

| 单位：亿元  | 2022A  | 2023A | 2024E | 2025E  | 2026E  | 26 年相对 23 年变动 |
|--------|--------|-------|-------|--------|--------|---------------|
| 营业收入   | 938.2  | 928.5 | 903.2 | 1006.6 | 1154.6 | 24%           |
| yoy    | 11.3%  | -1.0% | -2.7% | 11.5%  | 14.7%  |               |
| 海外收入   | 278.4  | 372.2 | 430.0 | 505.8  | 595.0  | 60%           |
| yoy    | 115.1% | 33.7% | 15.5% | 17.6%  | 17.6%  |               |
| 国内收入   | 659.8  | 556.3 | 473.2 | 500.9  | 559.6  | 1%            |
| yoy    | -8%    | -16%  | -15%  | 6%     | 12%    |               |
| 归母净利率  | 4.6%   | 5.7%  | 6.6%  | 7.7%   | 8.9%   | 3.2%          |
| #经营层面  |        |       |       |        |        |               |
| ①经营杠杆率 | 11.8%  | 12.6% | 12.1% | 11.4%  | 10.7%  | 1.8%          |
| 经营杠杆额  | 104.1  | 108.8 | 109.2 | 115.2  | 123.9  |               |
| yoy    |        | 3.8%  | 0.4%  | 5.5%   | 7.5%   |               |



|                |       |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ②海外占比提升        | 0.9%  | 1.2%  | 1.4%  | 1.6%  | 1.6%  | 0.4%  |
| 海外毛利率-国内毛利率    | 3.0%  | 3.0%  | 3.0%  | 3.1%  | 3.2%  |       |
| 海外收入占比         | 29.7% | 40.1% | 47.6% | 50.2% | 51.5% |       |
| ③产品结构和原材料成本变化  |       |       |       |       |       | 0.6%  |
| #非经营层面         |       |       |       |       |       |       |
| ④财务费用率         | -0.2% | 0.8%  | 1.1%  | 0.8%  | 0.6%  | 0.3%  |
| ⑤资产减值&信用减值损失率  | -1.3% | -1.7% | -1.7% | -1.7% | -1.6% | 0.1%  |
| ⑥投资净收益&公允价值变动  | 0.2%  | 0.0%  | 0.2%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  |
| ⑦所得税费用率&少数股东权益 | -0.8% | -0.6% | -0.5% | -0.6% | -0.7% | -0.1% |
| 归母净利润          | 43.1  | 53.3  | 59.5  | 78.0  | 102.6 |       |

来源：公司官网，国金证券研究所

#### 4.4 盈利预测

我们预计 24-26 年公司的营业收入为 903.17/1006.62/1154.58 亿元，同比增长-2.7%/11.5%/14.7%，归母净利润为 59.46/77.99/102.63 亿元，同比增长 11.6%/31.2%/31.6%，对应 EPS 为 0.50/0.66/0.87 元。

**1、起重机械：**营收：24 年 M1-M11 汽车起重机、塔式起重机内销分别为 1.0、0.5 万台，预计 24 年全年内销相对 20 年高点均下滑 80%以上，已经处于历史内销底部。考虑挖掘机作为工程机械前周期品种内销已经连续 9 个月正增长，预计 25、26 年起重机内销有望企稳回暖，公司作为起重机龙头厂商，起重机板块收入也有望企稳。预计公司起重机板块 24-26 年收入为 168.06/173.78/194.93 亿元。毛利率：该行业处于寡头垄断格局，竞争格局稳定，公司作为起重机行业龙头，24 年内需下行，毛利率将继续承压，25-26 年行业需求企稳，规模效应有望带动毛利率提升，预计 24-26 年该板块毛利率为 21.8%/22.2%/22.5%。

**2、土方机械：**营收：1) 国内挖掘机销量已经连续 10 个月正增长，并且中国小松开工小时数也连续 5 个月同比转正，销量&开工景气度上行，挖掘机内销进入常态化增长。考虑到 24-26 年国内挖掘机更新需求为 9.21、14.30、19.48 万台，预计将支撑挖掘机内销继续增长。2) 24 年 10-12 月行业挖掘机出口销量同比+9.5%、15.2%、10.8%，挖掘机出口开始扩张，考虑到明年东南亚、南美等地区需求景气度上行，预计明年公司土方机械出口有望继续增长。预计 24-26 年土方机械板块收入为 242.95/284.81/334.77 亿元，同比+7.7%/17.2%/17.5%。毛利率：考虑到高毛利的海外业务占比持续提升，将带动毛利率提升，预计 24-26 年该板块毛利率 27.4%/28.0%/28.4%。

**3、道路机械：**营收：道路机械与基建相关度较高，24H1 该板块收入同比-3.5%，国家积极使用逆周期调节政策，道路机械有望受益，预计 24-26 年收入为 39.02/41.09/45.61 亿元，同比+2.2%/5.3%/11.0%；毛利率：由收入波动、产品结构影响，24H1 道路机械毛利率相对 23 年全年有所下滑，后续毛利率有望将随收入恢复而上行，预计该板块 24-26 年毛利率为 28.0%/29.0%/30.0%。

**4、混凝土机械：**营收：混凝土机械与地产、基建相关度较高，国内需求仍处于筑底状态。根据公司公告，23 年公司混凝土业务主体徐工施维英收入为 34.11 亿元，占混凝土板块 30%左右，24 年开始国内下行对公司混凝土板块影响减小。考虑到海外新兴市场房地产、基建等需求景气度较高，出口有望继续拉动增长。预计 24-26 年该板块收入为 100.65/104.56/111.31 亿元，同比-3.5%/+3.9%/+6.5%。毛利率：预计随着行业逐渐复苏，毛利率将有所回升，预计 24-26 年该板块毛利率为 16.0%/17.5%/18.2%。

**5、矿山机械：**营收：24 年 M1-M11 矿山机械出口同比+25.7%，24 年 7-9 月全球矿山机械需求同比-7%，环比下行幅度收窄 9pct，国产矿山机械出口有望继续扩张。公司 24 年下半年连续获力拓、FMG 矿山机械订单，订单进入爆发期。预计 24-26 年该板块收入为 85.01/115.52/154.45 亿元，同比+45.1%/35.9%/33.7%；毛利率：随着公司产品逐步进入头部外资矿山企业，考虑到大型矿山企业需求多为大型化设备，毛利率有望提升，预计 24-26 年该板块毛利率为 25.0%/27.0%/28.4%。

**6、工程机械备件及其他：**营收：公司该板块主要产品为工程机械零部件及搬运机械等，与国内工程机械需求相关度高，预计 24 年依旧承压。24 年 3 月挖掘机内销已经开始正增长，25 年其他后周期板块有望企稳回暖，25、26 年该板块收入有望恢复增长，预计 24-26 年该板块收入为 160.72/172.54/186.81 亿元，同比-3.5%/+7.4%/+8.3%；毛利率：考虑到收入恢复有望带来规模效应，毛利率将有所改善，预计 24-26 年该板块毛利率为



19.0%/19.5%/20.0%。

**7、桩工机械：**营收：桩工机械与公路、铁路等基建项目相关度高，24 年下游需求仍承压。12 月 9 日中央政治局提出“超常规逆周期调节”，将为下游需求提供支撑。预计 24-26 年该板块收入为 31.20/34.98/38.78 亿元；毛利率：预计随着行业需求触底回升，毛利率将有所改善，预计 24-26 年毛利率为 21.3%/21.8%/22.2%。

**8、高空作业机械：**营收：24H1 公司高空作业机械收入同比-11.5%，主要系受国内需求波动影响。考虑到国内需求增速放缓，海外存在些许不确定性，预计 24 年收入承压，25-26 年需求开始逐步恢复，预计 24-26 年公司高空作业机械收入为 75.55/79.35/87.91 亿元，同比-14.9%/+5.0%/+10.8%；毛利率：高空作业机械毛利率较高，24H1 为 31.3%，预计 24-26 年该板块毛利率为 31.3%/31.6%/32.0%。

**图表58：公司营业收入拆分及预测**

|                | 2022    | 2023    | 2024E   | 2025E    | 2026E    |
|----------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）      | 93817.1 | 92848.2 | 90316.6 | 100661.8 | 115457.5 |
| yoy            | -19.7%  | -1.0%   | -2.7%   | 11.5%    | 14.7%    |
| 毛利率            | 20.2%   | 22.4%   | 23.5%   | 24.4%    | 25.2%    |
| 起重机械收入（百万元）    | 23859.7 | 21186.8 | 16806.3 | 17377.5  | 19492.7  |
| yoy            | -12.3%  | -11.2%  | -20.7%  | 3.4%     | 12.2%    |
| 毛利率            | 19.9%   | 22.6%   | 21.8%   | 22.2%    | 22.5%    |
| 土方机械收入（百万元）    | 23638.7 | 22560.4 | 24295.2 | 28481.4  | 33477.1  |
| yoy            |         | -4.56%  | 7.69%   | 17.23%   | 17.54%   |
| 毛利率            | 25.3%   | 25.7%   | 27.4%   | 28.0%    | 28.4%    |
| 道路机械（百万元）      | 4034.9  | 3818.2  | 3902.2  | 4109.2   | 4561.4   |
| yoy            | 14.0%   | -5.4%   | 2.2%    | 5.3%     | 11.0%    |
| 毛利率            | 32.2%   | 31.0%   | 28.0%   | 29.0%    | 30.0%    |
| 混凝土机械收入（百万元）   | 9501.7  | 10425.5 | 10064.9 | 10456.1  | 11130.8  |
| yoy            |         | 9.7%    | -3.5%   | 3.9%     | 6.5%     |
| 毛利率            | 16.3%   | 18.1%   | 16.0%   | 17.5%    | 18.2%    |
| 矿业机械收入（百万元）    | 5133.2  | 5860.7  | 8501.0  | 11551.7  | 15445.3  |
| yoy            |         | 14.2%   | 45.1%   | 35.9%    | 33.7%    |
| 毛利率            |         | 16.8%   | 25.0%   | 27.0%    | 28.4%    |
| 工程机械备件及其他（百万元） | 13329.0 | 16654.2 | 16071.6 | 17253.6  | 18681.0  |
| yoy            | -29.6%  | 24.9%   | -3.5%   | 7.4%     | 8.3%     |
| 毛利率            | 13.0%   | 18.4%   | 19.0%   | 19.5%    | 20.0%    |
| 桩工机械（百万元）      | 7769.9  | 3459.3  | 3120.1  | 3497.8   | 3877.8   |
| yoy            | -13.2%  | -55.5%  | -9.8%   | 12.1%    | 10.9%    |
| 毛利率            | 21.3%   | 21.0%   | 21.3%   | 21.8%    | 22.2%    |
| 高空作业机械（百万元）    | 6550.2  | 8883.2  | 7555.2  | 7934.5   | 8791.3   |
| yoy            | 31.0%   | 35.6%   | -14.9%  | 5.0%     | 10.8%    |
| 毛利率            | 28.4%   | 26.5%   | 31.3%   | 31.6%    | 32.0%    |

来源：公司公告，国金证券研究所

**费用率预测：**公司海外市场布局已基本成型，销售、管理人员扩张幅度不大，预计随着公司收入恢复，规模效应有望带动费用率下行，预计 24-26 年销售费用率为 6.8%/6.7%、6.6%、管理费用率为 2.9%/2.8%/2.6%。公司积极推进大型矿山机械、新能源工程机械的研发，预计 24-26 年研发费用率为 4.2%/4.1%/4.1%。

#### 4.5 投资建议

我们预计 24-26 年公司归母净利润为 59.46/77.99/102.63 亿元，对应 PE 为 19/14/11 倍。考虑到公司海外市场铺垫早，海外业务资本开支、人员扩充高峰已过。公司工程机械板块国内外共振，叠加矿山机械订单放量，收入增长带来规模效应，有望拉动公司净利率提升。



给予公司 25 年 17 倍估值，对应目标价为 11.22 元，目标市值为 1325.83 亿元，维持“买入”评级。

图表59：可比公司估值

| 证券代码      | 股票名称 | 股价（元） | EPS   |       |       |       |       | PE     |       |       |       |       |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |       | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2022A  | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 600031.SH | 三一重工 | 20.16 | 0.50  | 0.53  | 0.72  | 1.01  | 1.32  | 40.08  | 37.75 | 28.12 | 20.00 | 15.27 |
| 000157.SZ | 中联重科 | 8.22  | 0.27  | 0.40  | 0.45  | 0.59  | 0.75  | 30.90  | 20.35 | 18.31 | 14.00 | 10.90 |
| 000528.SZ | 柳工   | 12.72 | 0.31  | 0.44  | 0.68  | 1.06  | 1.43  | 41.42  | 28.60 | 18.71 | 12.00 | 8.90  |
| 300818.SZ | 耐普矿机 | 23.18 | 1.92  | 0.76  | 1.01  | 1.44  | 1.93  | 12.08  | 30.40 | 22.95 | 16.06 | 12.01 |
| 601608.SH | 中信重工 | 4.64  | 0.03  | 0.09  | 0.10  | 0.14  | 0.19  | 138.51 | 52.49 | 45.49 | 32.22 | 24.68 |
|           | 平均   |       | 0.61  | 0.45  | 0.59  | 0.85  | 1.12  | 52.60  | 33.92 | 26.71 | 18.86 | 14.35 |
| 000425.SZ | 徐工机械 | 9.39  | 0.36  | 0.45  | 0.50  | 0.66  | 0.87  | 13.91  | 12.11 | 18.66 | 14.23 | 10.81 |

来源：iFind，国金证券研究所 注：估值日期为 2025.3.12

## 5.风险提示

下游房地产、基建复苏不及预期。公司起重机、混凝土机械与房地产相关度较高，若下游房地产需求不及预期，或对该业务产生不利影响，进而影响公司业绩。

海外市场竞争环境恶劣风险。24H1 公司海外收入占比达 44.1%，收入占比较高，若海外市场竞争加剧，或对公司海外进展产生不利影响，进而影响公司业绩。

原材料上涨风险。公司原材料占营业成本的 80%以上，若原材料价格上涨，或对公司盈利能力产生不利影响。

汇率波动风险。24H1 公司海外收入占比达 44.1%，海外业务部分采用外币结算，若汇率产生大幅波动，或将对公司利润产生不利影响。

## 6.附录

吸收合并后徐工有限后，公司高管薪酬制度更加市场化。吸收合并之前，公司高管薪酬会更多参考行业对标公司；吸收合并后，公司对高管薪酬进行改革，高管薪酬构成为基本年薪+绩效年薪+任期激励，加强高管与公司利益绑定，激发管理人员活力。

图表60：改革后公司高管薪酬考核更加市场化

| 吸收合并前高管薪酬制度                |                          |                          |  | 吸收合并后高管薪酬制度                |                          |                         |  |
|----------------------------|--------------------------|--------------------------|--|----------------------------|--------------------------|-------------------------|--|
| 薪酬分类                       | 计算方式                     | 备注                       |  | 薪酬分类                       | 计算方式                     | 备注                      |  |
| 公司高管薪酬构成=①基本年薪+②岗位工资+③效益工资 |                          |                          |  | 公司高管薪酬构成=①基本年薪+②绩效年薪+③任期激励 |                          |                         |  |
| 年度基本工资                     | 年度标准基本工资×岗位系数            | 以行业对标公司为参考               |  | ①基本年薪                      | 年度目标全薪×基本年薪占比            | 以行业对标公司为参考，月发放为基本年薪÷12  |  |
| 年度岗位工资                     | 标准岗位：公司过往三年平均主营业务收入×提取比例 | 参考行业对标公司营收，提取比例不超过0.01%  |  | ②绩效年薪                      | 标准绩效年薪：年度目标全薪×绩效年薪占比     | 每年初签订，次年年初对业绩完成情况进行年度考核 |  |
|                            | 考核岗位：年度标准岗位工资×考核系数×岗位系数  | 考核系数根据公司及个人绩效考核结果确定      |  |                            | 考核绩效年薪：标准绩效年薪×年度考核系数     |                         |  |
| 年度效益工资                     | 标准岗位：过往三年平均利润总额×提取比例     | 参考行业对标公司利润总额，提取比例不超过0.2% |  | ③任期激励                      | 任期激励基数：年度目标全薪×年度任期激励基数占比 | 三年一定，任期满后对业绩完成情况进行任期考评  |  |
|                            | 考核岗位：标准效益工资×考核系数×岗位系数    | 考核系数根据公司及个人绩效考核结果确定      |  |                            | 考核任期激励：任期激励基数×任期考核系数     |                         |  |

来源：公司公告，国金证券研究所

公司于 23 年 2 月 20 日发布限制性股票激励，充分调动员工积极性。本计划激励对象包括公司董事、高级管理人员、中高层管理人员、核心技术及业务人员，共计不超过 2000 人，拟向其授予 11816.166 万股，约占公告日公司股本总额的 1%。


**图表61：公司针对各激励对象间的分配情况**

| 姓名                | 职务        | 获授的限制性<br>股票数量（万股） | 占授予限制性<br>股票总数的比例 |
|-------------------|-----------|--------------------|-------------------|
| 陆川                | 董事、总裁     | 110                | 0.93%             |
| 孙建忠               | 副总裁       | 70                 | 0.59%             |
| 王庆祝               | 副总裁       | 70                 | 0.59%             |
| 刘建森               | 副总裁       | 70                 | 0.59%             |
| 宋之克               | 副总裁       | 70                 | 0.59%             |
| 蒋明忠               | 副总裁       | 70                 | 0.59%             |
| 孟文                | 副总裁       | 70                 | 0.59%             |
| 于红雨               | 副总裁、财务负责人 | 70                 | 0.59%             |
| 费广胜               | 董事会秘书     | 70                 | 0.59%             |
| 中高层管理人员、核心技术及业务人员 |           | 10,249.03          | 86.74%            |

来源：公司公告，国金证券研究所

股权激励目标重视盈利能力，看好公司长期利润率提升。根据公告，股权激励计划业绩目标为 2023-2025 年净资产收益率不低于 9.0%/9.5%/10%，净利润不低于 53/58/65 亿元，分红比例不低于 30%。

**图表62：公司授予的限制性股权激励考核标准**

| 考核年度   | 净资产收益率                       | 净利润                                                  | 分红比例                    |
|--------|------------------------------|------------------------------------------------------|-------------------------|
| 2023 年 | ≥9%，且不低于行业平均或对标企业 75 分位水平    | ≥53 亿元，且不低于行业平均或对标企业 75 分位水平                         | 分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30% |
| 2024 年 | ≥9.5%，且不低于行业平均或对标企业 75 分位水平  | ≥58 亿元或 23-24 年累计净利润不低于 111 亿元，且不低于行业平均或对标企业 75 分位水平 | 分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30% |
| 2025 年 | ≥10.0%，且不低于行业平均或对标企业 75 分位水平 | ≥65 亿元或 23-25 年累计净利润 176 亿元，且不低于行业平均或对标企业 75 分位水平    | 分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30% |

来源：公司公告，国金证券研究所



## 附录：三张报表预测摘要

### 损益表 (人民币百万元)

|              | 2021    | 2022    | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入       | 84,328  | 93,817  | 92,848  | 90,317  | 100,662 | 115,458 |
| 增长率          |         | -19.7%  | -1.0%   | -2.7%   | 11.5%   | 14.7%   |
| 主营业务成本       | -70,631 | -74,855 | -72,064 | -69,085 | -76,055 | -86,373 |
| %销售收入        | 83.8%   | 79.8%   | 77.6%   | 76.5%   | 75.6%   | 74.8%   |
| 毛利           | 13,697  | 18,962  | 20,784  | 21,232  | 24,607  | 29,084  |
| %销售收入        | 16.2%   | 20.2%   | 22.4%   | 23.5%   | 24.4%   | 25.2%   |
| 营业税金及附加      | -276    | -406    | -442    | -434    | -483    | -554    |
| %销售收入        | 0.3%    | 0.4%    | 0.5%    | 0.5%    | 0.5%    | 0.5%    |
| 销售费用         | -3,931  | -6,765  | -6,702  | -6,142  | -6,744  | -7,620  |
| %销售收入        | 4.7%    | 7.2%    | 7.2%    | 6.8%    | 6.7%    | 6.6%    |
| 管理费用         | -1,221  | -2,285  | -2,706  | -2,619  | -2,819  | -3,002  |
| %销售收入        | 1.4%    | 2.4%    | 2.9%    | 2.9%    | 2.8%    | 2.6%    |
| 研发费用         | -2,675  | -4,082  | -4,000  | -3,793  | -4,127  | -4,734  |
| %销售收入        | 3.2%    | 4.4%    | 4.3%    | 4.2%    | 4.1%    | 4.1%    |
| 息税前利润 (EBIT) | 5,594   | 5,423   | 6,934   | 8,244   | 10,434  | 13,174  |
| %销售收入        | 6.6%    | 5.8%    | 7.5%    | 9.1%    | 10.4%   | 11.4%   |
| 财务费用         | -36     | 211     | -726    | -1,039  | -772    | -653    |
| %销售收入        | 0.0%    | -0.2%   | 0.8%    | 1.1%    | 0.8%    | 0.6%    |
| 资产减值损失       | -611    | -1,131  | -1,471  | -1,540  | -1,707  | -1,893  |
| 公允价值变动收益     | 206     | -70     | 179     | 80      | 70      | 70      |
| 投资收益         | 655     | -24     | -491    | -50     | -50     | -50     |
| %税前利润        | 10.4%   | n.a     | n.a     | n.a     | n.a     | n.a     |
| 营业利润         | 6,182   | 5,083   | 5,640   | 6,424   | 8,436   | 11,108  |
| 营业利润率        | 7.3%    | 5.4%    | 6.1%    | 7.1%    | 8.4%    | 9.6%    |
| 营业外收支        | 106     | -70     | 37      | 50      | 50      | 50      |
| 税前利润         | 6,288   | 5,013   | 5,678   | 6,474   | 8,486   | 11,158  |
| 利润率          | 7.5%    | 5.3%    | 6.1%    | 7.2%    | 8.4%    | 9.7%    |
| 所得税          | -640    | -718    | -442    | -505    | -662    | -870    |
| 所得税率         | 10.2%   | 14.3%   | 7.8%    | 7.8%    | 7.8%    | 7.8%    |
| 净利润          | 5,647   | 4,295   | 5,236   | 5,969   | 7,824   | 10,288  |
| 少数股东损益       | 33      | -12     | -90     | 23      | 25      | 25      |
| 归属于母公司的净利润   | 5,615   | 4,307   | 5,326   | 5,946   | 7,799   | 10,263  |
| 净利率          | 6.7%    | 4.6%    | 5.7%    | 6.6%    | 7.7%    | 8.9%    |

### 现金流量表 (人民币百万元)

|          | 2021   | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润      | 5,647  | 4,295  | 5,236  | 5,969  | 7,824  | 10,288 |
| 少数股东损益   | 33     | -12    | -90    | 23     | 25     | 25     |
| 非现金支出    | 2,013  | 4,700  | 5,439  | 5,441  | 6,063  | 6,817  |
| 非经营收益    | -359   | 496    | 176    | 708    | 1,219  | 1,182  |
| 营运资金变动   | 772    | -7,908 | -7,281 | -6,336 | -3,305 | -1,162 |
| 经营活动现金净流 | 8,073  | 1,583  | 3,571  | 5,782  | 11,801 | 17,124 |
| 资本开支     | -3,075 | -7,885 | -5,903 | -4,228 | -5,475 | -5,375 |
| 投资       | -1,296 | -1,877 | 5,272  | -66    | 70     | 70     |
| 其他       | -3,754 | 4,107  | 2,042  | -350   | -50    | -50    |
| 投资活动现金净流 | -8,125 | -5,655 | 1,411  | -4,644 | -5,455 | -5,355 |
| 股权募资     | 212    | 335    | 441    | -300   | 0      | 0      |
| 债权募资     | 4,477  | 5,578  | -3,629 | 3,131  | -427   | -3,007 |
| 其他       | -3,182 | -2,824 | -4,590 | -3,708 | -4,408 | -5,357 |
| 筹资活动现金净流 | 1,507  | 3,089  | -7,778 | -877   | -4,835 | -8,363 |
| 现金净流量    | 1,440  | -713   | -2,974 | 261    | 1,511  | 3,406  |

### 资产负债表 (人民币百万元)

|          | 2021    | 2022    | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金     | 23,077  | 27,827  | 23,371  | 23,606  | 25,097  | 28,489  |
| 应收款项     | 41,100  | 49,546  | 47,137  | 50,263  | 53,242  | 56,764  |
| 存货       | 16,828  | 35,099  | 32,378  | 32,457  | 34,796  | 37,521  |
| 其他流动资产   | 4,160   | 18,617  | 9,503   | 11,390  | 12,073  | 13,407  |
| 流动资产     | 85,165  | 131,089 | 112,389 | 117,716 | 125,208 | 136,182 |
| %总资产     | 77.4%   | 74.9%   | 69.4%   | 70.0%   | 71.1%   | 72.9%   |
| 长期投资     | 10,086  | 11,076  | 12,596  | 12,976  | 12,976  | 12,976  |
| 固定资产     | 9,592   | 21,850  | 25,433  | 25,107  | 25,327  | 25,173  |
| %总资产     | 8.7%    | 12.5%   | 15.7%   | 14.9%   | 14.4%   | 13.5%   |
| 无形资产     | 3,550   | 7,286   | 8,039   | 8,556   | 8,713   | 8,578   |
| 非流动资产    | 24,865  | 43,996  | 49,605  | 50,491  | 50,859  | 50,560  |
| %总资产     | 22.6%   | 25.1%   | 30.6%   | 30.0%   | 28.9%   | 27.1%   |
| 资产总计     | 110,029 | 175,086 | 161,995 | 168,207 | 176,067 | 186,743 |
| 短期借款     | 6,742   | 27,776  | 29,127  | 29,841  | 29,415  | 26,408  |
| 应付款项     | 46,904  | 55,638  | 48,880  | 50,273  | 53,192  | 59,925  |
| 其他流动负债   | 9,480   | 13,134  | 8,359   | 6,820   | 7,462   | 8,183   |
| 流动负债     | 63,126  | 96,549  | 86,366  | 86,935  | 90,068  | 94,516  |
| 长期贷款     | 4,149   | 15,507  | 12,515  | 12,515  | 12,515  | 12,515  |
| 其他长期负债   | 5,585   | 8,375   | 5,626   | 8,147   | 8,170   | 8,215   |
| 负债       | 72,860  | 120,431 | 104,508 | 107,597 | 110,753 | 115,246 |
| 普通股股东权益  | 36,444  | 53,254  | 56,145  | 59,244  | 63,924  | 70,081  |
| 其中：股本    | 7,834   | 11,816  | 11,816  | 11,816  | 11,816  | 11,816  |
| 未分配利润    | 21,654  | 22,569  | 25,797  | 29,365  | 34,044  | 40,202  |
| 少数股东权益   | 726     | 1,401   | 1,342   | 1,365   | 1,390   | 1,415   |
| 负债股东权益合计 | 110,029 | 175,086 | 161,995 | 168,207 | 176,067 | 186,743 |

### 比率分析

|             | 2021    | 2022    | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 每股指标        |         |         |        |        |        |        |
| 每股收益        | 0.717   | 0.365   | 0.451  | 0.503  | 0.660  | 0.869  |
| 每股净资产       | 4.652   | 4.507   | 4.752  | 5.014  | 5.410  | 5.931  |
| 每股经营现金净流    | 1.031   | 0.134   | 0.302  | 0.489  | 0.999  | 1.449  |
| 每股股利        | 0.060   | 0.100   | 0.230  | 0.201  | 0.264  | 0.347  |
| 回报率         |         |         |        |        |        |        |
| 净资产收益率      | 15.41%  | 8.09%   | 9.49%  | 10.04% | 12.20% | 14.64% |
| 总资产收益率      | 5.10%   | 2.46%   | 3.29%  | 3.53%  | 4.43%  | 5.50%  |
| 投入资本收益率     | 9.47%   | 4.56%   | 6.29%  | 7.01%  | 8.54%  | 10.48% |
| 增长率         |         |         |        |        |        |        |
| 主营业务收入增长率   | 14.01%  | -19.67% | -1.03% | -2.73% | 11.45% | 14.70% |
| EBIT 增长率    | -3.82%  | -3.06%  | 27.86% | 18.89% | 26.56% | 26.26% |
| 净利润增长率      | 50.57%  | -47.53% | 23.67% | 11.63% | 31.17% | 31.59% |
| 总资产增长率      | 19.86%  | 59.13%  | -7.48% | 3.83%  | 4.67%  | 6.06%  |
| 资产管理能力      |         |         |        |        |        |        |
| 应收账款周转天数    | 123.5   | 139.6   | 158.1  | 173.0  | 168.0  | 158.0  |
| 存货周转天数      | 77.2    | 126.6   | 170.9  | 172.0  | 168.0  | 160.0  |
| 应付账款周转天数    | 93.9    | 109.3   | 118.2  | 115.0  | 112.0  | 110.0  |
| 固定资产周转天数    | 37.3    | 73.8    | 88.5   | 84.8   | 72.5   | 58.3   |
| 偿债能力        |         |         |        |        |        |        |
| 净负债/股东权益    | -20.65% | 21.08%  | 35.19% | 38.54% | 32.83% | 21.04% |
| EBIT 利息保障倍数 | 153.8   | -25.8   | 9.6    | 7.9    | 13.5   | 20.2   |
| 资产负债率       | 66.22%  | 68.78%  | 64.51% | 63.97% | 62.90% | 61.71% |

来源：公司年报、国金证券研究所



#### 市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 3    | 7    | 9    | 20   | 65   |
| 增持 | 1    | 1    | 1    | 6    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.25 | 1.13 | 1.10 | 1.23 | 1.00 |

来源：聚源数据

#### 历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价   | 目标价       |
|----|------------|----|------|-----------|
| 1  | 2023-08-08 | 买入 | 6.76 | 8.10~8.10 |
| 2  | 2023-08-31 | 买入 | 5.98 | N/A       |
| 3  | 2023-10-30 | 买入 | 6.06 | N/A       |
| 4  | 2024-04-30 | 买入 | 6.91 | N/A       |
| 5  | 2024-08-29 | 买入 | 6.68 | N/A       |
| 6  | 2024-10-30 | 买入 | 7.54 | N/A       |

来源：国金证券研究所

#### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



#### 投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；  
增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；  
中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；  
减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



## 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                                | 北京                                | 深圳                                     |
|-----------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------------|
| 电话：021-80234211                   | 电话：010-85950438                   | 电话：0755-86695353                       |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn              |
| 邮编：201204                         | 邮编：100005                         | 邮编：518000                              |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号<br>新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心<br>18 楼 1806 |



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究