



公司研究 | 深度报告 | 徐工机械 (000425.SZ)

徐工机械：新周期，“新徐工”价值重估进行时

报告要点

公司作为我国工程机械行业龙头制造商，在上轮上行周期中的估值属性具备典型的国内周期股特征。如今站在新一轮周期起点，混改后的“新徐工”重新出发，我们认为其有望摆脱以往国内周期股的估值框架并迎来价值重估，核心来源有三：1) 国际化：在国内周期外寻找需求增量；2) 产品拓展：挖机补短板，矿机做增量；3) 经营质量改善：盈利能力有望进一步提升，资产质量有望显著改善。当前工程机械行业国内、海外景气趋势向上，伴随公司国际化、拓品类、提质量多措并举，看好公司在新一轮上行期的价值重估潜力。

分析师及联系人



赵智勇

SAC: S0490517110001

SFC: BRP550



臧雄

SAC: S0490518070005

SFC: BVO790



曹小敏

SAC: S0490521050001



王硕

徐工机械（000425.SZ）

2025-04-15

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

徐工机械：新周期，“新徐工”价值重估进行时

引言：新周期，如何看待“新徐工”价值重估？

工程机械作为典型的资本品属性行业，需求侧分析一直是行业研究框架的重点。从企业估值体系来看，影响因素包括行业所处周期位置、需求增长动能以及公司自身 α 等（业务布局、产品线拓展及经营质量等）。站在当前时点，工程机械行业国内周期、全球化迎来新的发展阶段，如何展望后续国内、出口增长动能成为行业关键。同时，从徐工机械的角度，公司在混改后以“新徐工”的面貌重新出发，相比上一轮周期变化也非常显著。经历行业周期跌宕以及公司发展蝶变后，我们试图通过本篇报告，去探讨中长期公司成长持续性，以及在新的逻辑框架下，公司能否突破以往国内周期股的估值框架并迎来价值重估。

行业趋势：国内周期右侧拐点确立，全球化空间广阔成为长期增长动能

国内方面，当前正处于国内新一轮上行周期起点，短期来看，25Q1 国内挖机内销增长好于预期，且行业修复从挖机到非挖传导，由点及面开启复苏。中长期，行业新一轮更新替换周期迎来上行，目前，宏观层面财政政策逐步发力，专项债、化债以及农田水利建设等政策或对行业总体需求产生积极影响。海外方面，占出口接近 8 成的新兴市场基本盘需求有望延续向好趋势，同时，国产品牌在欧美市场基数、份额较低，有望伴随全球竞争力提升和布局加大继续突破，短期虽有关税扰动，但板块整体对美敞口较小。中长期看，全球工程机械市场空间广阔，国产品牌仍处海外拓展快速增长期，海外份额有所提升但依然较低。

国际化、拓品类、提质量多措并举，公司 α 增强助力价值重估

1) 国际化：在国内周期外寻找需求增量。当前公司的收入利润结构中，海外增量贡献占比越来越高，24H1 海外收入、毛利润占比分别提升至 44%、47%。公司坚定不移推进“国际化主战略”，形成了出口贸易、海外绿地建厂、跨国并购和全球研发“四位一体”的国际化发展模式，近年来海外份额有所提升但依然较低，全球化拓展空间广阔并有望带动盈利能力中枢提升。

2) 产品拓展：挖机补短板，矿机做增量。一方面，公司完成混改及整体上市后，核心品类挖掘机业务的整合为公司价值重估补充了短板。另一方面，矿山机械属于大空间高利润率市场，公司深入布局矿机领域，伴随产品力日益提升，近年来屡次获得海外头部大客户认可，公司矿机业务有望迎来收入、利润率双提升，为价值重估贡献新增量。

3) 经营质量改善：盈利能力提升，资产质量改善。公司盈利能力有望持续上行，或受益于上行期规模效应、产品结构向高端化调整、高毛利的海外收入占比提升、持续推进智改数转网联董事长“一号工程”及全价值链环节提质提效等。同时，近年来公司压实强控风险，通过优政策、联金融、压终端三大举措，逐步实现风险压降，资产质量有望持续改善，估值水平有望抬升。

综上，当前工程机械行业国内、海外景气趋势向上，伴随公司国际化、拓品类、提质量多措并举，有望迎来价值重估，预计 2024-2025 年公司分别实现归母净利润 61.24 亿、82.24 亿元，对应 PE 分别为 17 倍、12 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 稳增长政策落地低于预期，导致基建、地产投资增速下滑；
- 海外业务拓展不及预期；
- 国际贸易关税风险及汇率波动风险；
- 盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

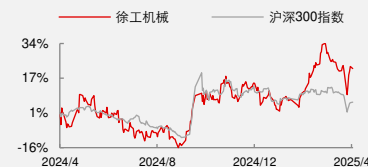
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	8.69
总股本(万股)	1,181,617
流通A股/B股(万股)	812,009/0
每股净资产(元)	4.98
近12月最高/最低价(元)	9.65/5.95

注：股价为 2025 年 4 月 14 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《徐工机械：拟回购 18-36 亿元股份用于激励，进一步激活发展动能》2025-04-09
- 《徐工机械 Q3 点评：出口或加速增长，经营质量显著改善》2024-11-05
- 《徐工机械 24H1 中报点评：国内逐步复苏，看好下半年国际化拓展提速》2024-08-29



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

引言：新周期，如何看待“新徐工”价值重估？	6
行业趋势：国内周期右侧拐点确立，全球化空间广阔成为长期增长动能	7
国内：内销超预期确立行业向上拐点，国内业绩弹性有望释放	7
海外：全球竞争力提升背景下海外份额扩张有望持续	11
徐工机械：国际化、产品线拓展及经营质量提升，公司α增强助力价值重估	13
国际化：全球竞争力夯实，在国内周期外寻找需求增量	13
产品线拓展：挖机资产注入补齐短板，矿机实力领先打造增量	17
经营质量改善：盈利能力提升，资产质量改善	21
投资建议	25
风险提示	26

图表目录

图 1：徐工机械历史股价与行业销量及公司业绩的关系	6
图 2：25Q1 我国挖机行业内销量同比+38.3%	7
图 3：25 年 2 月小松（中国）挖机开工小时数同比+100.7%	7
图 4：25 年 2 月我国汽车起重机单月内销量同比+10%	7
图 5：25 年 2 月我国履带起重机单月内销量同比+17%	7
图 6：25 年 2 月我国随车起重机单月内销量同比+33%	8
图 7：25 年 3 月我国装载机单月内销量同比+23%	8
图 8：24H1 我国混凝土搅拌车新能源渗透率快速提升至 43.8%	8
图 9：伴随更新向上，上一轮经历 2016-2020 年 5 年上行期	9
图 10：截至 2023 年我国挖掘机 8 年保有量 169.8 万台	9
图 11：我国挖机内销量分机型结构变化	9
图 12：我国各机型挖机内销量占比变化	9
图 13：2024 年我国水利管理业固定资产投资完成额同比+41.7%	10
图 14：2021-2024 年我国地方政府再融资专项债券发行额	10
图 15：上轮周期中，塔式起重机周期见底时间晚于挖机	10
图 16：上轮周期中，混凝土搅拌车周期见底时间晚于挖机	10
图 17：我国工程机械分区域出口金额同比及占比（按美元计算）	11
图 18：2021-2030E 年全球工程机械市场规模及预测	12
图 19：2023 年全球土方机械各市场规模占比（按销售额计算）	12
图 20：中国在海外重点国家挖机进口市场中的份额（按金额计算）	12
图 21：国内市场挖掘机国产化率已经达到较高水平	13
图 22：近几年我国挖机出口中，中大挖占比明显提升	13
图 23：2020 年后我国挖机行业出口占比快速提升	13
图 24：24H1 徐工机械主营业务中海外收入占比提升至 44%	14
图 25：24H1 徐工机械主营业务中海外毛利占比提升至 47%	14
图 26：徐工机械出海发展历程	15

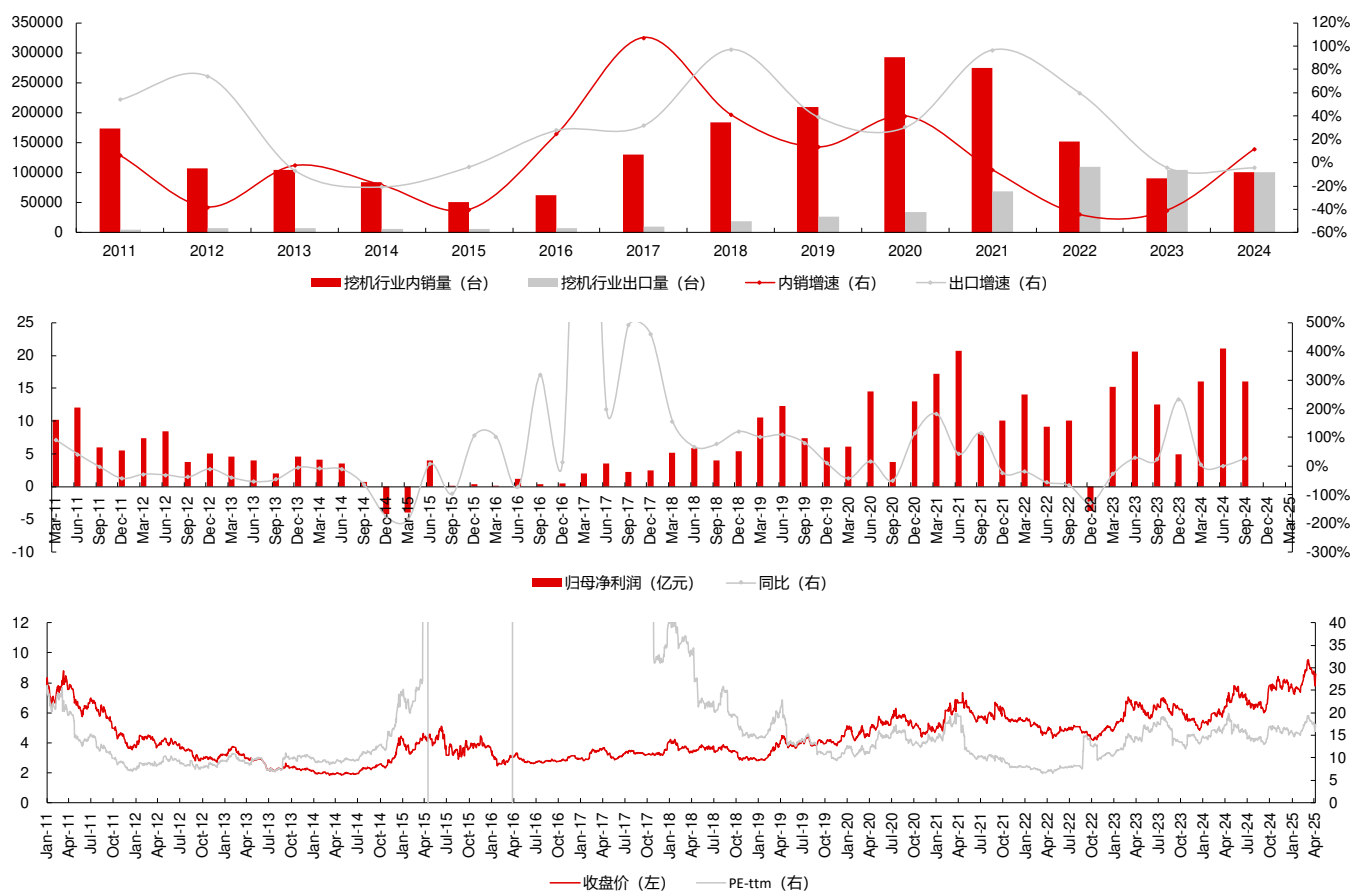
图 27: 2020-2023 年徐工机械海外收入 CAGR 达 83%	16
图 28: 2020-2023 年徐工机械海外毛利率累计提升 5.53pct	16
图 29: 2023 年徐工在全球工程机械 TOP50 中的份额约 5.3% (按销售额计算)	16
图 30: 2023 年公司挖掘机所在的土方机械板块毛利率显著高于整体	17
图 31: 2020 年公司营业收入结构	18
图 32: 2023 年公司营业收入结构	18
图 33: 2023 年卡特彼勒、小松的矿山露天挖运设备销售额接近挖掘机 (亿美元)	18
图 34: 全球矿山装备市场空间广阔	19
图 35: 2019-2026E 年我国露天煤矿矿卡数量规模及预测	19
图 36: 卡特彼勒矿山机械业务净利润率显著高于整体	19
图 37: 徐工露天矿山机械设备产品系列	20
图 38: 徐工地下非煤矿山成套化装备	20
图 39: 2023 年公司矿山露天挖运设备销售额位列全球第四	21
图 40: 24H1 公司矿业机械板块毛利率同比+7.67pct	21
图 41: 公司产能利用率上行或带来盈利能力提升	22
图 42: 2023 年公司多个产品线产能利用率有较大提升空间	22
图 43: 公司新能源代表产品	22
图 44: 2024 年公司“全球第一吊”XCA4000 轮式起重机亮相宝马展	22
图 45: 24H1 公司海外收入占比提升至 44%	23
图 46: 2012 年以来公司海外毛利率持续高于国内	23
图 47: 徐工挖机持续深度推进智改数转网联董事长“一号工程”	23
图 48: 公司表内外应收类风险敞口有望持续压降	24
表 1: 全国高标准农田建设目标	10
表 2: 徐工部分海外产品销售及服务布局情况 (不完全统计)	15
表 3: 公司矿山机械近年来多次获得海外头部矿企订单	21
表 4: 公司收入及利润敏感性分析 (百万元)	26

引言：新周期，如何看待“新徐工”价值重估？

工程机械作为典型的资本品属性行业，需求侧分析一直是行业研究框架的重点，其在很大程度上影响着盈利的兑现节奏、增长空间并最终影响着行业的估值体系；而从企业的角度，业务布局、产品线拓展及经营质量等也在很大程度上决定着公司估值能力的高低。站在当前时点，工程机械行业国内周期、全球化迎来新的发展阶段，如何展望后续国内、出口增长动能成为行业关键。同时，从徐工机械的角度，公司在混改后以“新徐工”的面貌重新出发，相比上一轮周期变化也非常显著。

经历行业周期跌宕以及公司发展蝶变后，我们试图通过本篇报告，去探讨中长期公司成长持续性，以及在新的逻辑框架下，公司能否突破以往国内周期股的估值框架并迎来价值重估。

图 1：徐工机械历史股价与行业销量及公司业绩的关系



资料来源：Wind，CCMA，公司公告，长江证券研究所（注：部分数据显示不完全）

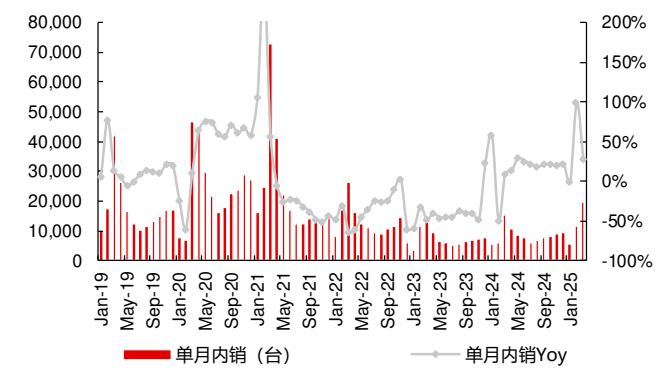
行业趋势：国内周期右侧拐点确立，全球化空间广阔成为长期增长动能

国内：内销超预期确立行业向上拐点，国内业绩弹性有望释放

短期：内销修复从挖机向非挖传导，行业由点及面开启复苏

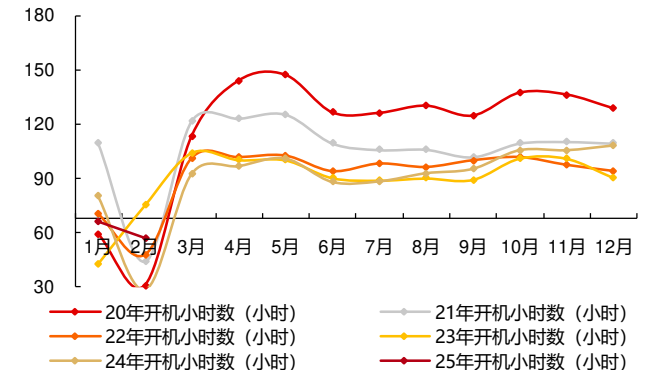
继 24 年挖机内销转正后，25Q1 挖机内销延续向上趋势，增速好于预期。21 年后国内工程机械行业经历大幅下滑，24 年挖机内销实现转正同比增长 12%。25Q1 我国挖机行业内销 36562 台，同比增长 38.3%，内销超预期或主要系：1) 国内市场存量设备规模庞大，且社会存量设备中需更新的比例提升，而二手机出海又加速了这一过程；2) 下游领域结构性景气，矿山、高标准农田、水利、市政等领域开工情况较好，拉动设备开工率回升；3) 行业经历大幅下滑后基数较低。

图 2：25Q1 我国挖机行业内销量同比+38.3%



资料来源：CCMA，长江证券研究所

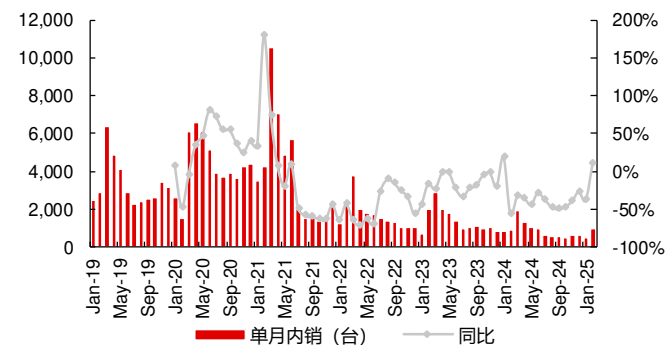
图 3：25 年 2 月小松（中国）挖机开工小时数同比+100.7%



资料来源：小松官网，长江证券研究所

行业修复从挖机向非挖设备传导。除挖机外，近期混凝土机械、起重机械等设备亦有修复迹象，或受益于低基数、新能源化等。25 年 2 月，我国汽车起重机、履带起重机、随车起重机制内销量同比分别+10%、+17%、+33%。对于混凝土机械而言，搅拌车新能源渗透率快速提升，或带动内销企稳修复。

图 4：25 年 2 月我国汽车起重机单月内销量同比+10%



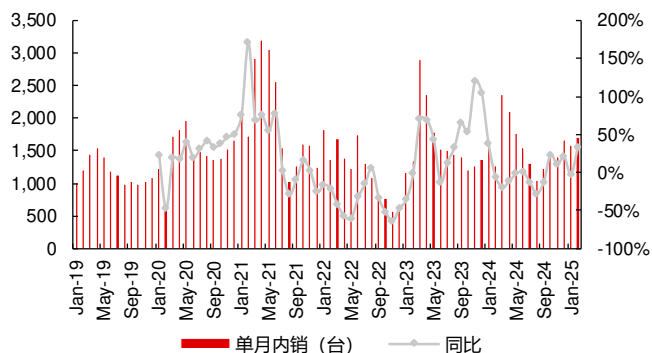
资料来源：CCMA，长江证券研究所

图 5：25 年 2 月我国履带起重机单月内销量同比+17%



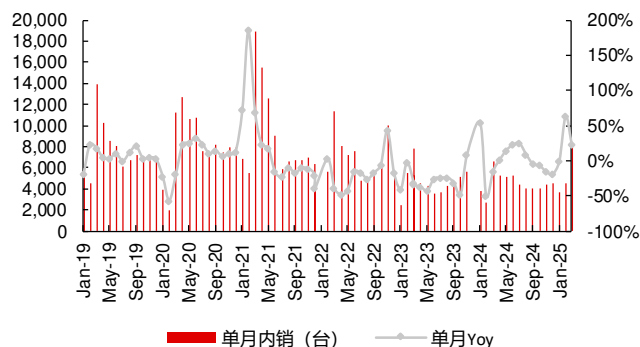
资料来源：CCMA，长江证券研究所

图 6：25 年 2 月我国随车起重机单月内销量同比+33%



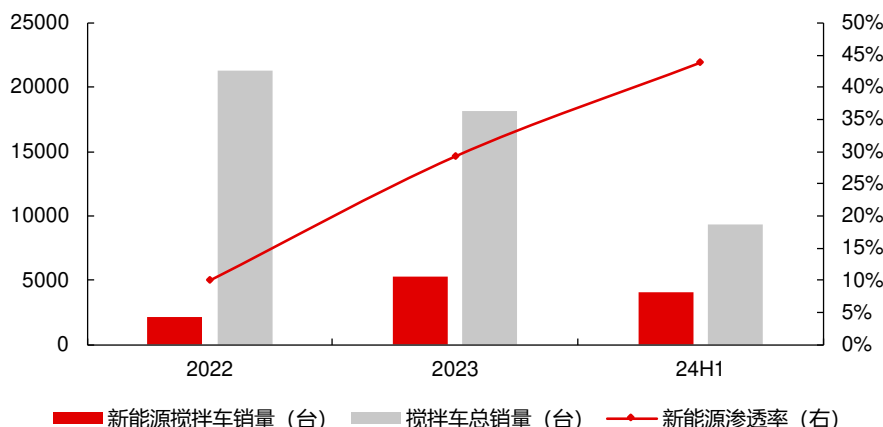
资料来源：CCMA，长江证券研究所

图 7：25 年 3 月我国装载机单月内销量同比+23%



资料来源：CCMA，长江证券研究所

图 8：24H1 我国混凝土搅拌车新能源渗透率快速提升至 43.8%

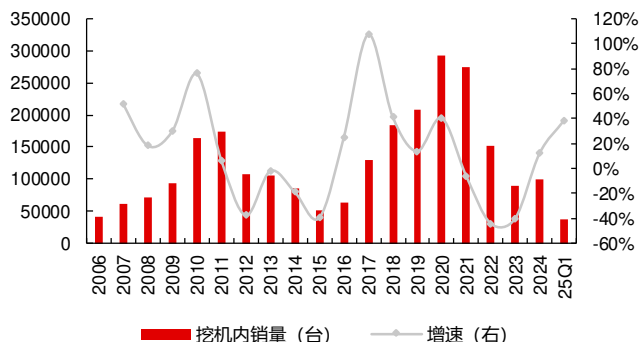


资料来源：汽车总站网，长江证券研究所

中长期：新一轮周期开启，内需政策发力助力周期上行

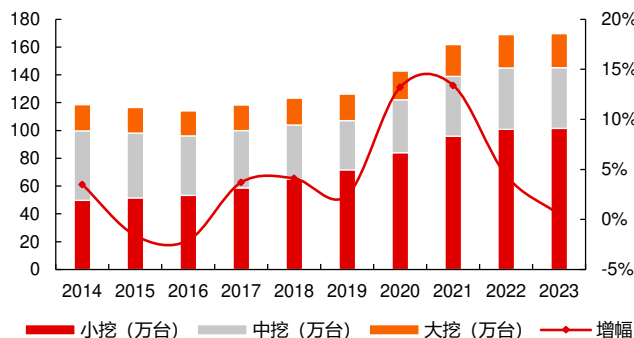
本轮周期中，更新需求释放成为行业修复的核心驱动。根据中国工程机械行业协会数据，截至 2023 年我国挖掘机 8 年保有量接近 170 万台，按照挖机平均 8 年的使用寿命，行业已进入新一轮更新替换周期。同时，21 年后伴随国产品牌海外拓展加速后品牌影响力提升，叠加性价比优势，二手机出口规模增长较快。通过二手机出口的方式，国内挖机保有量或实现部分出清，客观上有望加速国内更新需求释放。此外，设备更新政策刺激、环保及电动化趋势下，有望加速推动行业更新替换节奏。

图 9：伴随更新向上，上一轮经历 2016-2020 年 5 年上行期



资料来源：中国工程机械工业协会，长江证券研究所

图 10：截至 2023 年我国挖掘机 8 年保有量 169.8 万台



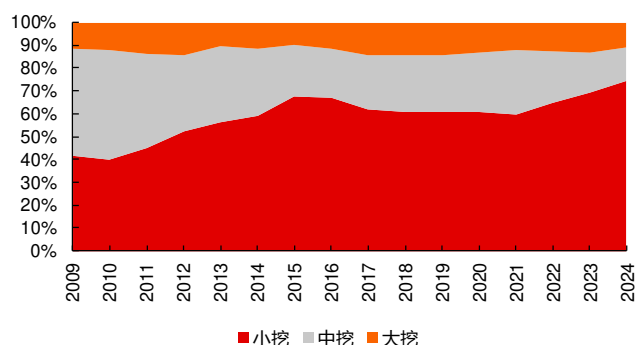
资料来源：CCMA，中国工程机械工业协会挖机分会，长江证券研究所

下游终端需求“去地产化”，关税扰动下宏观层面稳增长政策有望发力。工程机械作为专用设备，不同设备的应用场景存在差异，以挖机为例，小挖更多用于人工替代、农田建设等，中挖更多用于地产建设等，大挖更多用于基建、矿山开采等。从行业终端需求结构来看：

1) 国内需求呈现“去地产化”趋势，小挖销售占比提升明显，有望持续受益农田水利建设等政策及机器替人。从国内工程机械行业整体来看，2009 年我国挖机内销中，中挖销量占比约为 47%，而到 2024 年中挖占比下降至 14%，中挖销量占比萎缩明显，与此同时，小挖销量占比则从 2009 年的 41% 提升至 2024 年的 74%。侧面表明，地产在挖机终端应用中的需求比重是在持续下降的，而小挖应用相关的农田、水利、新农村等需求场景占比则提升，这也与中微观主体反馈的情况相一致。从政策端来看，一方面，农田、水利建设政策延续，有望持续推动小挖销量增长，如高标准农田新建及改造提升政策指引明确，且水利建设在政策引导下后续需求有望持续向好。

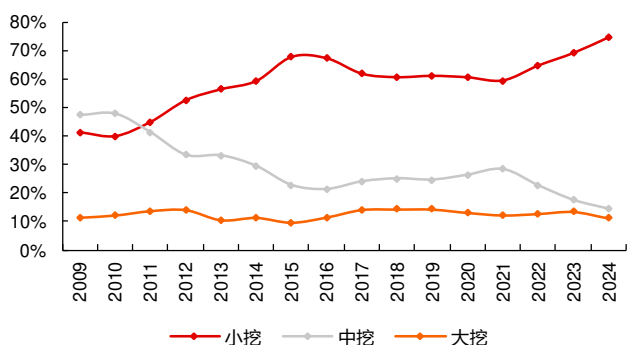
2) 关税扰动下，宏观层面稳增长政策有望发力，专项债、地方政府化债开启，基建、地产筑底企稳有望拉动中大挖修复。

图 11：我国挖机内销量分机型结构变化



资料来源：Wind，CCMA，长江证券研究所

图 12：我国各机型挖机内销量占比变化



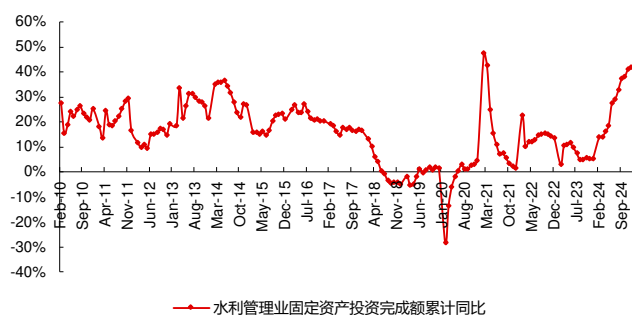
资料来源：Wind，CCMA，长江证券研究所

表 1：全国高标准农田建设目标

指标	目标值	属性
高标准农田建设	到 2022 年累计建成高标准农田 10 亿亩	约束性
	到 2025 年累计建成高标准农田 10.75 亿亩	
	到 2025 年累计改造提升高标准农田 1.05 亿亩	
	到 2030 年累计建成高标准农田 12 亿亩	
	到 2030 年累计改造提升高标准农田 2.8 亿亩	

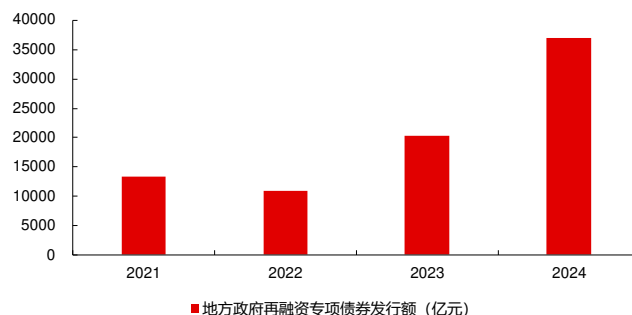
资料来源：《全国高标准农田建设规划（2021-2030 年）》，长江证券研究所

图 13：2024 年我国水利管理业固定资产投资完成额同比+41.7%



资料来源：Wind，国家统计局，长江证券研究所

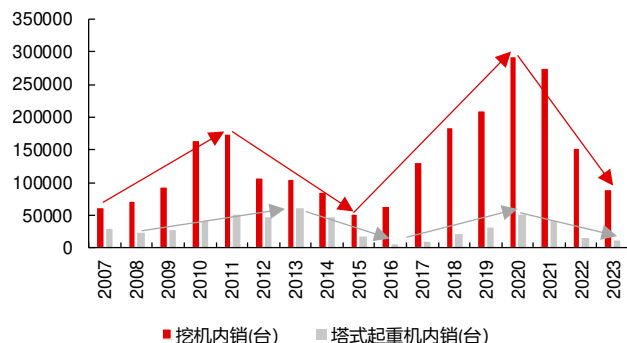
图 14：2021-2024 年我国地方政府再融资专项债券发行额



资料来源：Wind，长江证券研究所

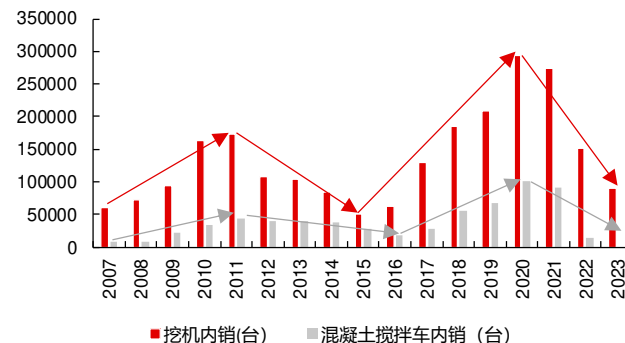
继挖机国内周期上行后，混凝土机械、起重机械等后周期品类更新周期亦有望向上。复盘上轮国内周期可见，挖机内销于 2015 年底，2016 年开始上行；而塔式起重机、混凝土搅拌车等后周期品类的见底时间为 2016 年，2017 年行业开始上行周期，或主要系：1）在更新主导的周期中，起重机械、混凝土机械的使用寿命比挖机更长，更新更加滞后；2）起重机械、混凝土机械等后周期设备偏施工端和竣工端，进场时间比挖机更晚。因此，继挖机国内周期上行后，混凝土机械、起重机械等后周期品类有望迎来新一轮更新周期，叠加地产宽松政策刺激，行业有望筑底修复。

图 15：上轮周期中，塔式起重机周期见底时间晚于挖机



资料来源：CCMA，长江证券研究所

图 16：上轮周期中，混凝土搅拌车周期见底时间晚于挖机



资料来源：CCMA，长江证券研究所

海外：全球竞争力提升背景下海外份额扩张有望持续

短期：关税有所扰动，但新兴市场出口基本盘景气持续

短期关税有所扰动，但工程机械对美敞口较低，出口基本盘的新兴市场景气持续。分出口区域来看，24 年以来亚非拉及中东地区为主要增长驱动，欧美澳高端市场有所下滑。根据海关总署，24 年我国工程机械出口金额合计 529 亿美元，同比+9%；分区域来看，占比较高且增长较快的区域为非洲、拉美、中东，24 年占比分别为 11%、11%、10%，同比分别增长 32%、25%、23%；而高端市场有所下滑，如西欧、北美、大洋洲同比分别-1%、-6.5%、-13%。25 年 1-2 月我国工程机械出口金额同比+7%，延续增长趋势，其中出口非洲金额同比+42%增速最快，中东、中亚、印尼同比增速均在 20%以上，25 年新兴市场基本盘需求有望延续向好；国产品牌在欧美市场基数、份额较低，有望继续伴随全球竞争力提升和布局加大实现突破，关税扰动或导致对美出口短期不确定增加，但目前板块对美敞口仅为个位数影响较小。

图 17：我国工程机械分区域出口金额同比及占比（按美元计算）

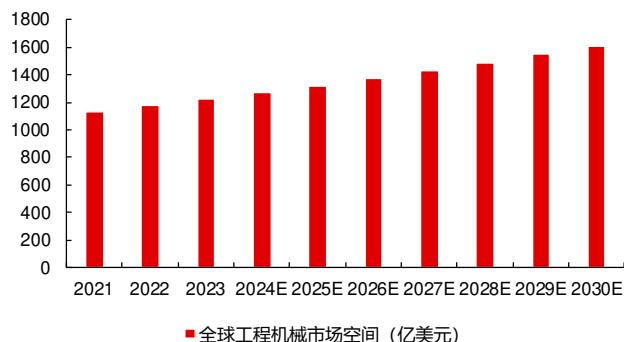
	2020	2021	2022	2023	2024	25M1-2	2024占比
北美	-12%	48%	33%	-7%	-6%	2%	9%
拉美	-9%	103%	51%	10%	25%	11%	11%
西欧	-11%	73%	27%	-4%	-1%	-16%	11%
东欧	15%	40%	-7%	17%	22%	25%	2%
俄罗斯	-11%	83%	70%	67%	5%	-19%	12%
非洲	-11%	60%	23%	17%	32%	42%	11%
中东	-3%	33%	46%	43%	23%	24%	10%
中亚	-36%	62%	34%	51%	2%	23%	4%
东南亚	-14%	51%	11%	-6%	13%	10%	10%
印尼	-33%	139%	67%	-15%	11%	20%	5%
南亚	-23%	53%	18%	13%	1%	10%	4%
东亚	-21%	65%	11%	-1%	-5%	-16%	6%
大洋洲	-5%	49%	34%	-3%	-13%	-3%	3%
其他	-9%	33%	0%	17%	18%	27%	2%
合计	-14%	62%	30%	10%	9%	7%	100%

资料来源：海关总署，长江证券研究所（*注：“东欧”不含俄罗斯，“东南亚”不含印尼）

中长期：海外空间广阔，国产品牌份额提升空间大

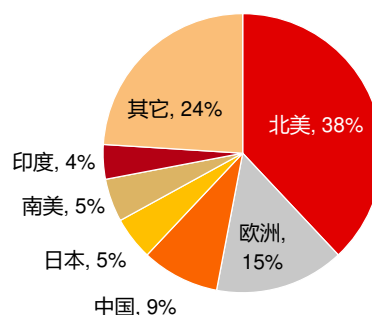
中长期看，全球工程机械市场空间广阔，国产品牌仍处海外拓展快速增长期，海外份额有所提升但依然较低。全球工程机械市场空间约万亿人民币，为中国厂商提供了广阔的成长空间。根据 Vision Research 数据，2023 年全球工程机械市场规模为 1221.5 亿美元，预计到 2030 年全球规模将达 1609 亿美元，2023-2030 年 CAGR 约 4%。分区域看，根据 Off-highway Research，2023 年全球土方机械市场中，北美市场规模占比约 38%，为全球最大市场区域；欧洲占比约 15%，仅次于北美。

图 18：2021-2030E 年全球工程机械市场规模及预测



资料来源：Vision Research，长江证券研究所

图 19：2023 年全球土方机械各市场规模占比（按销售额计算）



资料来源：Off-highway Research，长江证券研究所

当前中国制造的工程机械在新兴市场已占据一定份额但仍有提升空间，在欧美成熟市场的份额仍较低。根据 Trademap 数据，2023 年我国生产的挖掘机在巴西、印尼、菲律宾、土耳其进口额中占比已超过 50%，自 2016 年以来份额提升迅速。在马来西亚、南非、泰国等国家，我国生产的挖机占其进口的比例也已超过 30%。由于上述新兴市场本土较少有大型工程机械主机厂，其设备需求主要依赖进口，因此我国生产的设备已占据这些市场一定份额，但仍有提升空间。对于欧美成熟市场，我国工程机械的份额仍处于较低水平，未来有较大提升空间。

图 20：中国在海外重点国家挖机进口市场中的份额（按金额计算）

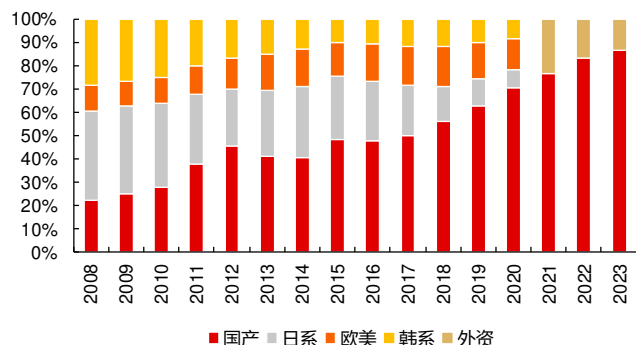
区域	国家	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
RCEP	印尼	14.6%	21.3%	26.3%	33.1%	54.9%	63.3%	64.2%	58.8%
	菲律宾	32.9%	22.5%	28.9%	33.1%	36.9%	37.2%	49.3%	52.0%
	马来西亚	14.0%	11.8%	15.8%	23.2%	23.2%	32.6%	44.2%	40.6%
	泰国	38.2%	26.7%	32.4%	34.5%	48.1%	47.2%	52.2%	32.4%
南亚	澳大利亚	1.0%	1.2%	2.1%	6.9%	10.2%	13.7%	24.6%	16.4%
	印度	11.4%	4.7%	5.7%	7.7%	27.1%	45.2%	43.1%	23.2%
中东	土耳其	4.7%	8.5%	19.4%	21.9%	30.3%	29.2%	37.3%	50.3%
非洲	南非	24.9%	30.6%	26.3%	28.0%	33.9%	44.1%	50.4%	39.8%
南美	巴西	4.2%	31.1%	23.6%	37.0%	26.7%	46.5%	66.9%	61.8%
欧洲	意大利	0.1%	0.8%	2.2%	3.6%	8.8%	10.3%	18.0%	14.3%
	德国	0.2%	0.8%	1.9%	5.1%	5.0%	8.6%	10.6%	5.1%
	英国	0.2%	0.6%	1.5%	3.9%	3.0%	6.4%	13.3%	15.1%
北美	美国	2.0%	3.6%	4.7%	6.0%	7.3%	6.7%	7.2%	4.9%
	加拿大	0.7%	3.6%	2.7%	2.6%	3.6%	5.7%	7.0%	8.4%

资料来源：Trademap，长江证券研究所（注：此数据包含外资在中国设立的工厂生产的挖机出口部分，故实际上中资品牌份额比图中数据略低）

伴随全球竞争力提升及产业链出海力度增强，海外提份额趋势依旧。国产工程机械出海步伐持续加快，主要体现在：一方面，国内龙头逐步具备全球领先的竞争实力——产品力、智能制造能力和完善的供应链体系。1) 产品力：从国内市场来看，国产品牌在大部分产品类型上基本实现国产化，重要品类如汽车起重机、混凝土机械等国产化率均在 90% 以上，挖机国产化率也超过了 86%，同时，近几年我国挖机出口中，中大挖占比明显提升；2) 智能制造能力：近几年龙头厂商通过灯塔工厂建设，生产制造智能化、数字化能力大幅提升；3) 完善的供应链体系：通过进口替代，建立了包括核心零部件（液压件、底盘、变速箱等）在内的完备供应链体系。另一方面，国内龙头主机厂已逐渐从出口国

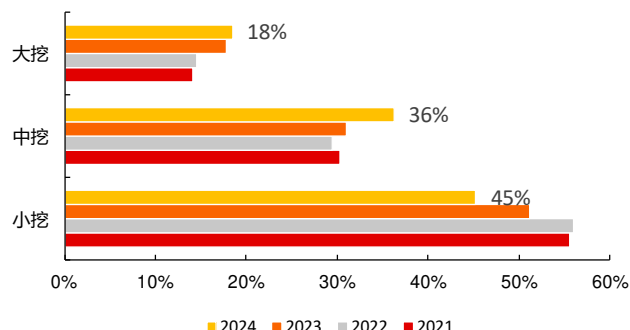
内制造产品的“产品出海”模式，转向海外生产制造、销售、服务、研发的“产业出海”模式，海外份额有望持续提升。

图 21：国内市场挖掘机国产化率已经达到较高水平



资料来源：中国工程机械行业协会挖机分会，长江证券研究所（注：协会自 2021 年起不再单独公布外资中日系、欧美、韩系的份额比例）

图 22：近几年我国挖机出口中，中大挖占比明显提升



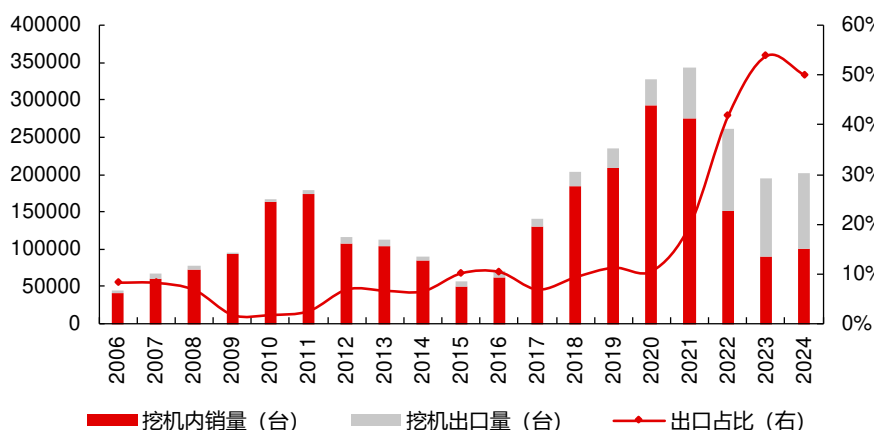
资料来源：Wind，长江证券研究所

徐工机械：国际化、产品线拓展及经营质量提升，公司α增强助力价值重估

国际化：全球竞争力夯实，在国内周期外寻找需求增量
相比上轮周期，公司海外贡献比重已升至 40%+

对比上轮周期，我国工程机械行业从“内需为主”转向“国内、出海并重”。2020 年以前，我国工程机械行业以国内销售为主，挖机出口台量占比仅 10%左右或更低。自 2021 年开始，出口占比快速提升，2024 年挖机出口台量占比达 50%。因此，我国工程机械龙头厂商也从以往的“内需为主”转向“国内、出海并重”的商业模式。

图 23：2020 年后我国挖机行业出口占比快速提升

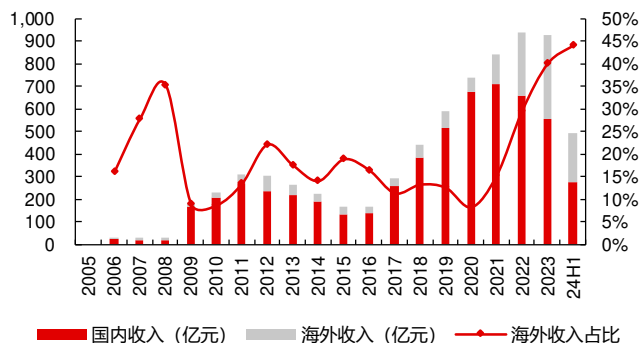


资料来源：CCMA，长江证券研究所

与行业趋势相对应，当前公司的收入、利润结构中，除了随国内周期波动的部分外，海外增量贡献占比越来越高，国际化有望成为公司价值重估的重要增量。2020 年公司主营业务中，国内收入、毛利润占比分别为 92%、91%，国内利润是支撑估值的主要贡献；

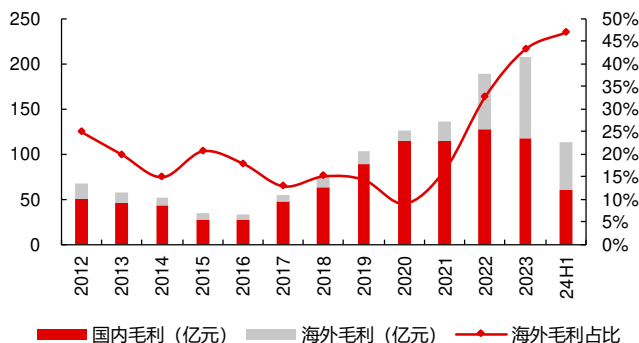
而 24H1 公司海外收入、毛利润占比分别提升至 44%、47%，同时海外收入规模实现明显增长，出口已成为当前公司利润的重要增量。

图 24：24H1 徐工机械主营业务中海外收入占比提升至 44%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 25：24H1 徐工机械主营业务中海外毛利占比提升至 47%

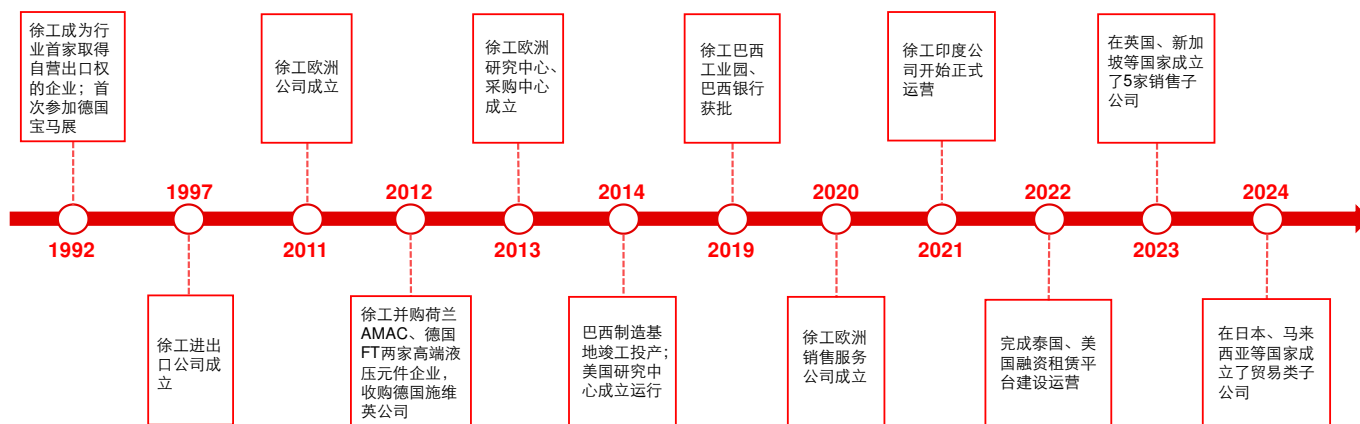


资料来源：Wind，长江证券研究所

公司国际化布局日趋完善，海外已成为重要增量空间

公司从上世纪 90 年代初，就已踏上国际化征程，经过 30 多年的探索实践，走出了一条独具特色的国际化之路。1992 年，徐工成为行业首家取得自营出口权的企业，正式拉开国际化序幕；同年，徐工代表行业首次参加德国宝马展。1997 年，经当时的中国对外经济贸易部批准，徐工进出口公司成立，初步统一了徐工集团的出口业务和国际化采购业务，以产品出口为重心的徐工国际化之路开始步入正轨。2011 年，徐工在北威州克雷菲尔德成立了徐工欧洲公司；2012 年，并购荷兰 AMAC、德国 FT 两家高端液压元件企业，收购全球混凝土机械领军企业德国施维英公司；2013 年，位于德国杜塞尔多夫的徐工欧洲研究中心落成，同年徐工欧洲采购中心成立运行。2014 年，徐工首个海外全资子公司巴西制造基地竣工投产，同年位于美国明尼苏达州的徐工美国研究中心成立运行。2019 年，徐工巴西工业园、巴西银行获批，印度挖机生产基地加速布局建设，各区域市场全线取得大幅增长。2020 年，成立徐工欧洲销售服务公司，在欧洲市场加快专业经销商、当地化服务备件网络、终端销售融资的布局；2021 年，徐工印度公司开始正式运营；2022 年，持续加强海外金融体系支撑，完成泰国、美国融资租赁平台建设运营。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。

图 26：徐工机械出海发展历程



资料来源：公司官网，公司官方公众号，公司公告，长江证券研究所

近年来，公司坚定不移推进“国际化主战略”，深耕国际化发展布局，已由最初贸易出口的“走出去”阶段，进入到深耕本地化的“走进去”，正加速向高质量发展“走上去”阶段迈进，形成了出口贸易、海外绿地建厂、跨国并购和全球研发“四位一体”的国际化发展模式。公司围绕“总部抓总、区域主战、产品线主建”的战略思想，打造了“1+14+N”的国际化运营体系，以区域经营实体化与职能管理平台化推动国际化能力提档升级，打造产品领先、客户亲密、运营卓越的国际竞争力。截至 24H1，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。

表 2：徐工部分海外产品销售及服务布局情况（不完全统计）

名称	简介	主营业务	产品	服务
徐工巴西	以徐工巴西为纽带，形成遍布南美地区的产业链，打造制造、科研、服务、金融为一体的多元价值创造体系	研发出了适应巴西市场的多款产品，这些设备广泛参与到巴西矿业、农业、基础设施、重大项目等各个领域的生产和建设中	生产起重机、挖掘机、装载机、压路机、平地机等类产品	徐工巴西银行可提供各类金融服务，促进徐工设备销售和服务，并为巴西社会提供消费信贷、融资租赁等
徐工美国	总投资额 9900 万美元，位于美国特拉华州	工程机械及成套设备研发、制造、销售、服务，技术服务，货物进出口，工程机械备件销售，融资租赁，投资	徐工的挖掘机械事业部成功研发出针对北美市场特性、符合北美用户需求的设备	具备研发、服务、销售、市场分析、融资租赁等团队；此前在美国已经建立了二三十家经销商和一两百个服务网点，并自建了 6 个服务和备件中心，为美国客户提供全面的支持和服务
徐工墨西哥	已在墨西哥投资建设现代化工程机械生产基地、销售、服务网络	高空作业平台的生产、销售、服务等	剪叉式、臂式高空作业平台等	已建立完备的销售与服务网络
徐工欧洲	全资子公司，位于德国克雷菲尔德市	包含徐工欧洲研发中心、徐工欧洲采购中心、徐工欧洲销售和服务中心	工程机械主机产品	覆盖研发、生产、采购、营销和服务全价值链
施维英	世界混凝土机械领域领先的德国跨国企业，德国、奥地利、巴西、美国和印度等地拥有混凝土设备制造基地	混凝土机械、挖机的研发、生产、销售和服务	混凝土机械、挖机及其他工程机械设备	成立备件中心、大力建设服务网点及大修厂、提高服务完工率、增加客户走访频次等
徐工印尼	为印尼客户提供更加完善的一站式体验，扶持经销商良性成长，促进徐工品牌在印尼可持续发展	工程机械设备贸易和租赁，备件销售，技术服务等	装载机、起重机、旋挖钻机、塔机、隧道掘进机等类产品	构建起全面的服务保障体系，提供全生命周期的成套化解决方案
徐工印度	除三个工厂外，还包括两个研发中心、一个培训中心	通过已收购的世界领先企业施维英加速印度市场的本地化建设和	徐工挖机围绕高温高湿、油效比、工况识别、维保等四大维	销售服务网络实现了印度全境覆盖，增幅居行业前列

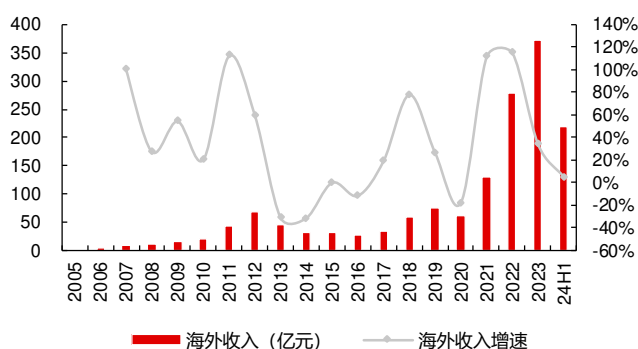
心(首个海外培训基地)和 布局, 现已建成集生产、销售、度, 相继研发出符合印度市场的
一个零配件中心 服务、备件为一体的, 可覆盖全 17 款定制化挖掘机, 涵盖从微
印度市场的营销网络 挖到大挖的全系列产品

徐工沙特 2023 年于沙特利雅得成 立 各类工程机械产品销售、服务等 符合沙特市场需求的高品质产品 建立完善的销售与服务网络体系, 助推
徐工融入沙特的本地化发展

资料来源: 公司官网, 公司官方公众号, 公司公告, 长江证券研究所

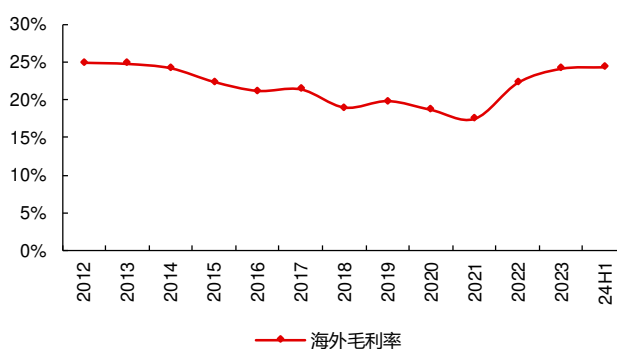
在国际化布局日趋完善、产品竞争力日渐提升趋势下, 公司近年来海外收入增长、毛利率快速提升。2023 年公司海外收入达 372 亿元, 2020-2023 年 CAGR 达 83%; 2023 年公司海外毛利率 24.21%, 2020-2023 年海外毛利率累计提升 5.53pct, 国际化布局成效显著, 海外业务收入利润增量贡献明显。

图 27: 2020-2023 年徐工机械海外收入 CAGR 达 83%



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

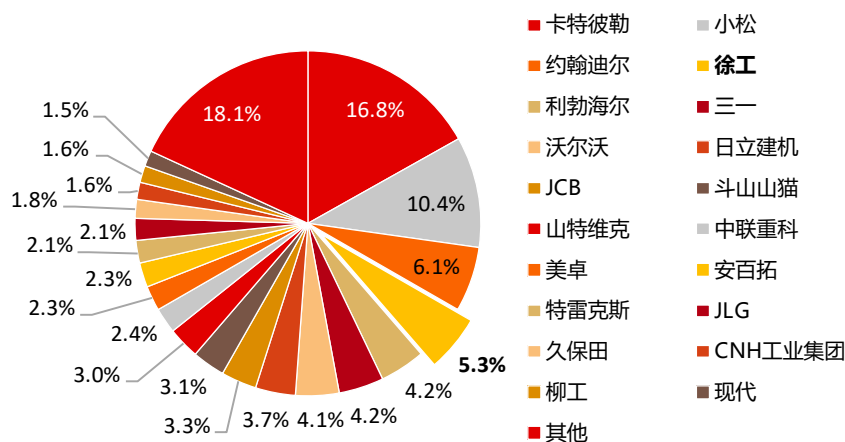
图 28: 2020-2023 年徐工机械海外毛利率累计提升 5.53pct



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

目前公司海外份额仍较低, 出海仍有较大成长空间, 是未来价值重估的重要增量。根据英国 KHL 集团旗下《International Construction》杂志发布的全球工程机械制造商 50 强排行榜 (Yellow Table), 全球工程机械龙头卡特彼勒 2023 年销售额达 410 亿美元, 位居全球第一, 在 TOP50 中的份额约 16.8%; 同期徐工销售额为 129.64 亿美元, 位居全球第 4 位, 在 TOP50 中的份额约 5.3%, 相比龙头卡特仍有较大成长空间, 国际化有望成为公司价值重估的重要增量贡献之一。

图 29: 2023 年徐工在全球工程机械 TOP50 中的份额约 5.3% (按销售额计算)



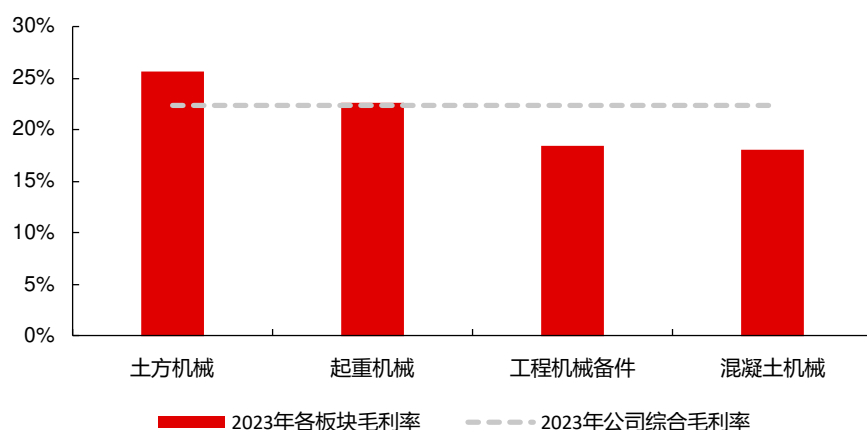
资料来源: KHL, 长江证券研究所

产品线拓展：挖机资产注入补齐短板，矿机实力领先打造增量

挖机：混改后整体上市，并入挖机优质资产

挖掘机属于工程机械行业中市场空间大、利润率高的优质资产，2022 年之前公司估值受到压制的原因之一或为挖机资产不在上市公司体内。挖机为工程机械行业最大品类产品，具有市场规模大、技术壁垒高、盈利能力强及人工替代属性较高的特点，使得挖机资产的估值能力相对较高。从 2023 年公司各业务板块毛利率对比来看，土方机械（含挖掘机）毛利率 25.7% 为最高，显著高于起重机械、混凝土机械、工程机械备件。上一轮周期中，挖机资产尚在集团旗下，但混改后挖掘机业务相关资产的整合并入，有望成为公司估值提升的重要因素之一。

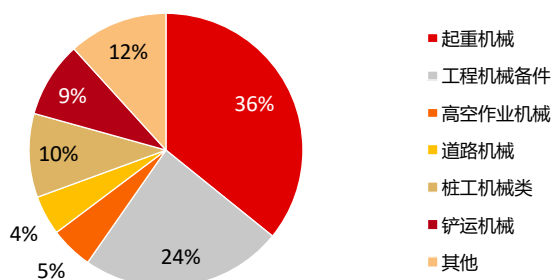
图 30：2023 年公司挖掘机所在的土方机械板块毛利率显著高于整体



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

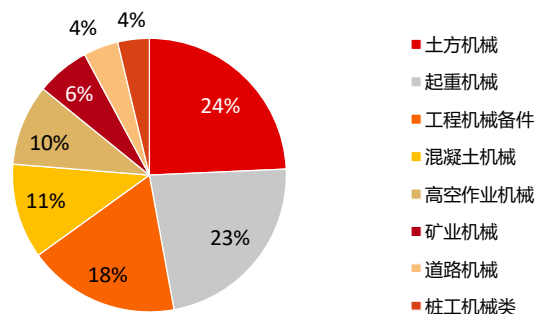
完成混改及整体上市后，挖掘机优质资产的整合为公司价值重估补齐了短板。2020 年徐工有限完成混改引入战略投资者，2022 年徐工机械吸收合并徐工有限实现整体上市，挖机、矿机、塔机、施维英等资产注入上市公司。从业务结构上看，2020 年公司起重机械收入占比 36%，为第一大品类；整体上市后，2023 年公司土方机械收入占比 24%，取代起重机械成为第一大品类。公司挖掘机市场竞争力强，截至 2024 上半年，公司挖掘机位居全球第六、中国前二，挖掘机优质资产的整合为公司价值重估补充了短板，伴随国内、海外挖掘机行业景气上行，公司挖机板块价值有望迎来上行通道。

图 31：2020 年公司营业收入结构



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 32：2023 年公司营业收入结构

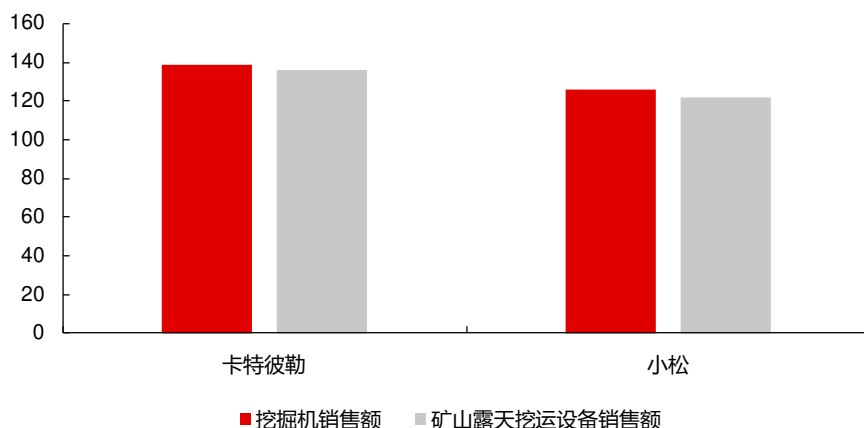


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

矿机：产品力获全球头部客户认可，大空间高利润率市场有望创造明显增量

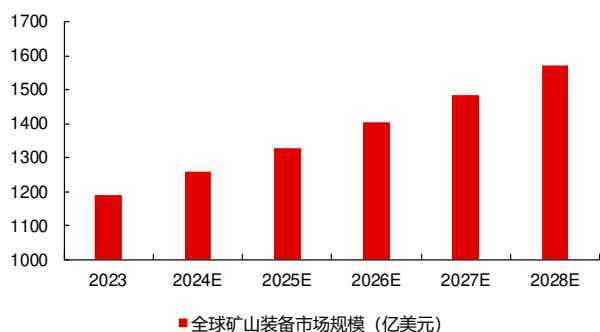
矿山机械市场空间广阔，其市场体量可比拟挖机，是工程机械制造商拓宽业务的优质赛道。以全球挖掘机两大龙头卡特彼勒、小松为例，2023 年卡特彼勒挖掘机销售额 139 亿美元，矿山露天挖运设备销售额为 136 亿美元，接近挖掘机销售规模；小松 2023 年挖掘机销售额 126 亿美元，矿山露天挖运设备销售额为 122 亿美元，同样接近挖掘机销售规模。根据 precedence research，2023 年全球矿山装备市场规模约 1191 亿美元，至 2028 年有望增长至 1572 亿美元，市场空间庞大。对于中国市场，露天煤矿开采需求是主导，其矿卡的规模随着我国对煤炭能源的需求增长正呈现逐年上升的态势，根据中国煤炭工业协会信息化分会，预计 2026 年我国露天煤矿矿卡数量将达 33000 台。

图 33：2023 年卡特彼勒、小松的矿山露天挖运设备销售额接近挖掘机（亿美元）



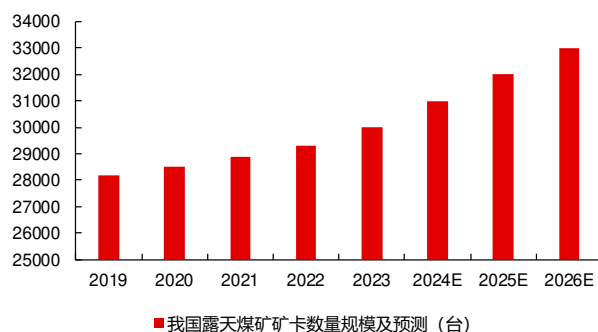
资料来源：工程机械 CCM 公众号，公司官方公众号，长江证券研究所

图 34：全球矿山装备市场空间广阔



资料来源：precedence research，长江证券研究所

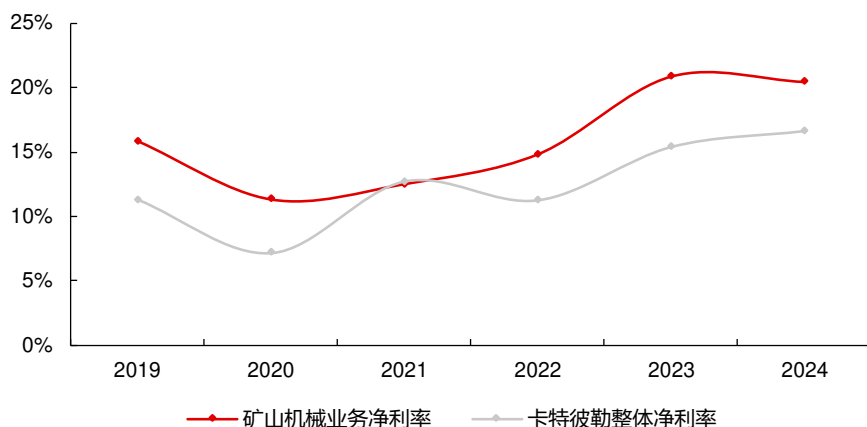
图 35：2019-2026E 年我国露天煤矿矿卡数量规模及预测



资料来源：中国煤炭工业协会信息化分会，今日工程机械公众号，长江证券研究所

矿山机械装备属于高利润率赛道，盈利贡献可观。以卡特彼勒为例，其矿山机械业务板块（“Resource Industries” 业务）2024 年净利率高达 20.4%，2019-2024 年（除 2021 年）卡特彼勒矿山机械板块净利率平均高出整体净利率 4.3pct。矿山机械的高利润率，或来自于其高技术壁垒、优质的客户群体、高价值量的后市场服务等，工程机械主机厂向矿山机械赛道拓展，有助于提升公司整体盈利能力。

图 36：卡特彼勒矿山机械业务净利率显著高于整体



资料来源：卡特彼勒定期财报，长江证券研究所

公司深入布局矿山机械领域，构建起涵盖露天开采、地下掘进、智慧矿山等全场景解决方案。一方面，在露天矿山机械方面，公司目前已经形成 70-700 吨矿用挖掘机、30-440 吨矿用自卸车、每小时 100-1000 吨移动式、1000-6000 吨固定式破碎筛分设备等产品系列，涵盖“钻、挖、运、破”露天矿山全场景，公司快速跻身“中国第一、全球前四”的大型露天矿业装备企业。

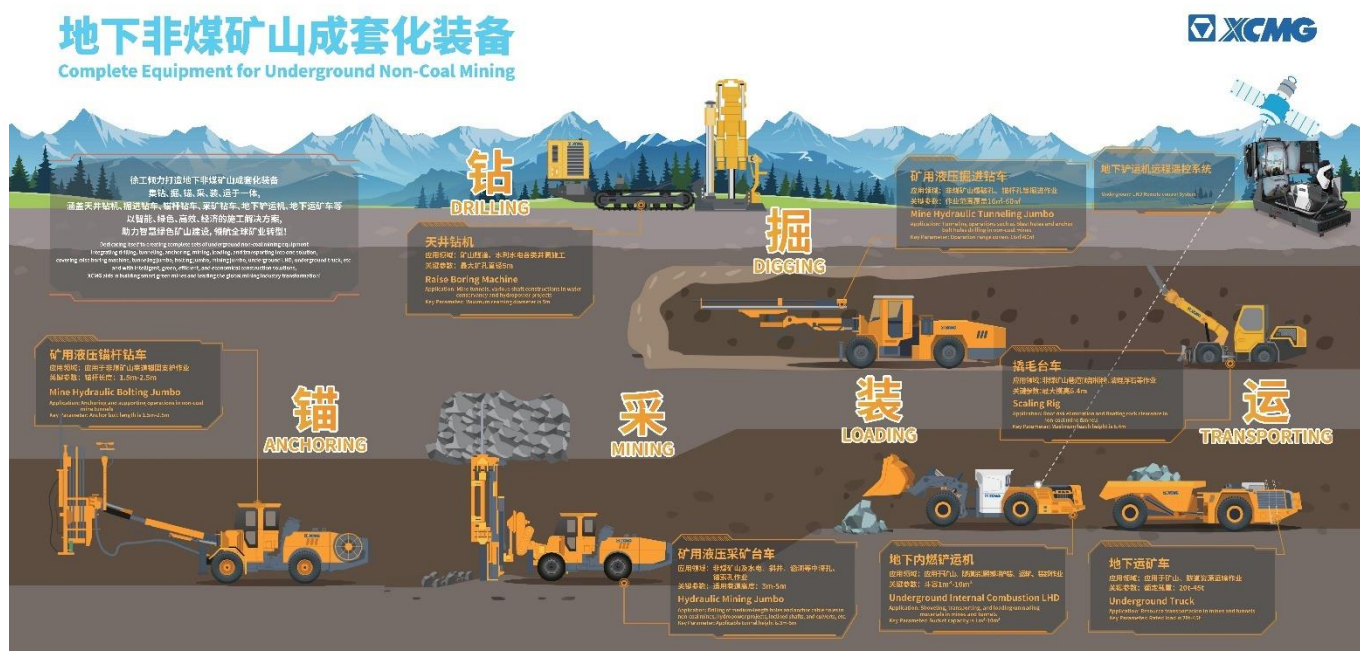
图 37：徐工露天矿山机械设备产品系列



资料来源：徐工矿机公众号，长江证券研究所

另一方面，徐工致力于地下矿山装备的研发与创新，成功打造集“掘、锚、采、装、运”于一体的矿山成套化装备，涵盖掘进钻车、锚杆钻车、地下铲运机等多种产品，产品远销至欧洲、非洲、南美等地区。在非煤矿山领域，徐工创新性地采用“数字孪生+远程操控”技术，实现井下无人化作业，推出徐工 XUL202A 地下内燃铲运机远程操控舱，实现了“人员地上遥操作、设备地下作业”，矿工安全风险降低 60%；在矿山掘进施工方面，徐工推出矿用液压掘进钻车，实现“1.5min 钻一个孔，单个班组 8 小时内可完成 3 个钻爆面施工”，大大提升矿山开采安全和生产效率。

图 38：徐工地下非煤矿山成套化装备



资料来源：徐工矿机公众号，长江证券研究所

伴随公司矿山机械产品力日益提升，近年来多次获得海外头部矿企大客户认可，意味着公司矿机正式位居全球高端矿山装备之列。如 2024 年 11 月徐工与全球最大的铁矿石生产商之一福德士河 (Fortescue) 签署了 30 亿人民币的潜在绿色矿山设备供货合同，成功突破海外高端矿山大客户，也代表了公司新能源矿山设备的优势所在。

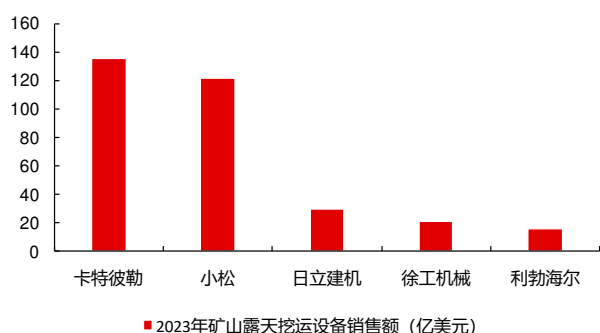
表 3：公司矿山机械近年来多次获得海外头部矿企订单

客户	地位	时间	交付地/项目内容	代表产品	价值量
福德士河 (Fortescue)	全球最大的铁矿石生产商之一	2024 年 11 月	潜在绿色矿山设备供货合同	电动化矿山设备等	30 亿元
力拓	全球最大的铁矿石生产商之一	2024 年 8 月	西芒杜项目矿山开采	数十台 230 吨矿用卡车、350 马力及 550 马力大型矿用平地机	近 8 亿元
		2021 年	-	矿用平地机 GR5505	-
淡水河谷	全球市值最高的金属和矿产品公司之一，世界上最大的铁矿石和镍的生产商之一	2022 年	巴西米纳斯吉拉斯州的阿瓜林帕矿区、印度尼西亚的索罗阿科矿区	纯电动矿车 XDR80TE	-
		2022 年 5 月	淡水河谷巴西运营区	5 台 GR3505 矿用平地机等	-
塞尔维亚某矿山客户	-	2024 年	塞尔维亚某矿	XDE150 双桥刚性矿车	-
		2022 年	塞尔维亚某矿	XDE260 双桥刚性矿车	-
世界知名矿业公司	-	2024 年	-	超大吨级矿用挖掘机 XE5600	-
大洋洲某客户	-	2024 年 9 月	-	XDE260 双桥刚性矿车	-

资料来源：公司官方公众号，长江证券研究所

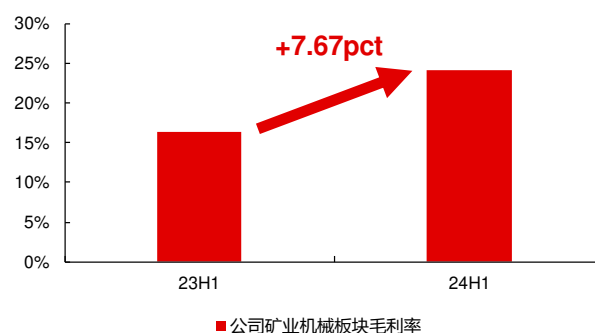
公司矿山机械业务有望迎来收入、利润率双提升，为价值重估贡献新增量。2023 年，公司矿山露天挖运设备销售额位列中国第一、全球第四，但规模仅不足卡特彼勒的 1/6，未来成长空间广阔。同时，伴随产品逐步受到全球头部大客户认可，公司矿业机械板块盈利能力已进入上行通道，24H1 板块毛利率 24.11%，同比+7.67pct，但从卡特彼勒的矿山机械业务盈利能力来看，矿机的利润率远不止于此，后续公司矿机业务盈利能力有望再上新台阶。

图 39：2023 年公司矿山露天挖运设备销售额位列全球第四



资料来源：公司官方公众号，长江证券研究所

图 40：24H1 公司矿业机械板块毛利率同比+7.67pct



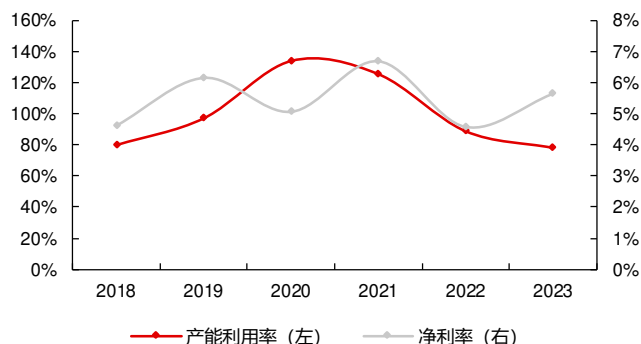
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

经营质量改善：盈利能力提升，资产质量改善

规模效应+产品结构优化+海外占比提升+降本提效，助力盈利能力提升

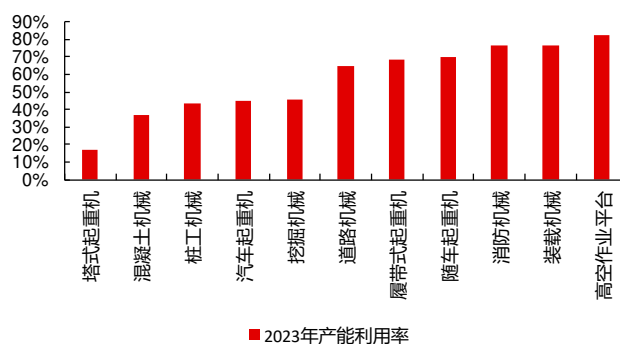
工程机械行业规模效应特征显著，伴随国内周期上行，产销量的提升有望摊薄固定成本费用，助力盈利能力上行。根据公司公告，2023 年国内行业经历连续大幅下滑后，公司产能利用率处于相对低位，如塔式起重机仅 16.94%、混凝土机械仅 36.86%、桩工机械 & 汽车起重机 & 挖掘机械均不足 50%，伴随国内周期上行，公司作为行业龙头有望快速提升产销量，规模效应助力盈利能力提升。

图 41：公司产能利用率上行或带来盈利能力提升



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

图 42：2023 年公司多个产品线产能利用率有较大提升空间



资料来源：公司公告，长江证券研究所

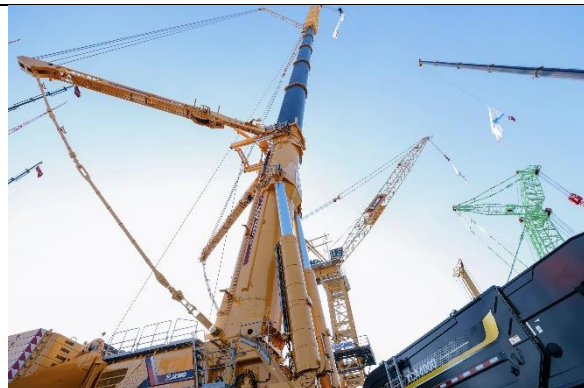
产品结构向高端化调整，有望带来更高附加值。24 上半年，公司高端产品收入同比增长 10%以上，占总收入比超 32%、同比增长 4pct，产品结构性调整成效明显。一方面，新能源产品进入快速增长通道，收入同比增长 26.76%，如新能源装载机收入同比增长近 2 倍，占总收入 23.3%，市占率领先；徐工消防、徐工特机、徐工施维英、徐工环境、徐工港机等事业部产品也在大幅向新能源渗透。另一方面，公司持续“三高一大”产品战略，即“高技术含量、高可靠性、高附加值、大吨位”，如 24 上半年公司百吨级及以上全地面起重机同比增长接近 30%，大马力矿用平地机收入占比较 23 年全年提升 6pct，100t 以上矿车收入占比较 23 年全年提高 12.8pct，挖机面向欧美澳高端市场的产品收入占比较 23 年全年提升 6pct；同时推出了打破世界纪录的 4000 吨级轮式起重机 XCA4000、全球首台矿用混动挖掘机 XE650GK HEV 等大国重器。随着公司产品结构向新能源、“三高一大”方向转型，高附加值产品占比有望持续提升，带动公司盈利能力提升。

图 43：公司新能源代表产品



资料来源：公司官方公众号，长江证券研究所

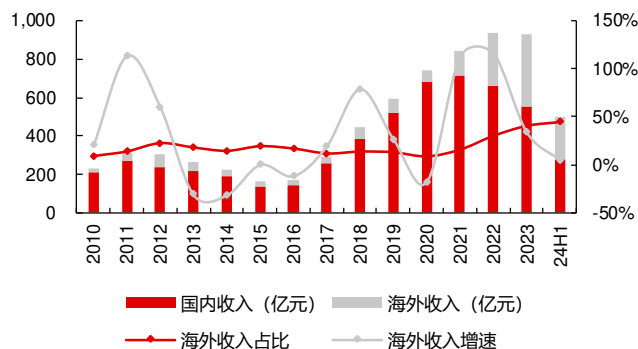
图 44：2024 年公司“全球第一吊”XCA4000 轮式起重机亮相宝马展



资料来源：公司官方公众号，长江证券研究所

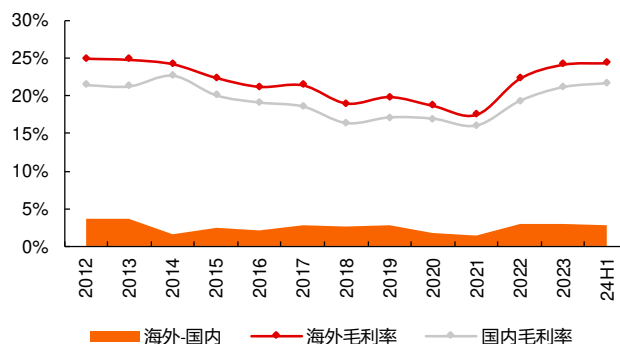
伴随公司产品力不断提升及国际化战略推进，公司海外收入占比提升有望进一步带动利润率上行。2020-2023 年公司海外业务收入从 61 亿元提升至 372 亿元，CAGR 高达 83%，海外业务进入收获期。从盈利能力来看，公司海外业务毛利率从 2021 年的 17.48% 持续提升至 24H1 的 24.41%，或受益于公司产品海外认可度提升、规模效应等。2012 年以来公司海外毛利率始终高于国内，且后续海外收入占比有望进一步提升，从而带动公司整体盈利能力上行。

图 45：24H1 公司海外收入占比提升至 44%



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 46：2012 年以来公司海外毛利率持续高于国内



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

公司持续推进智改数转网联董事长“一号工程”，并从全价值链环节提质增效，提升盈利能力。比如徐工挖机已经初步形成一套基于 IIoT 的生产制造指标运营体系，通过智能化改造、数字化转型、网络化联接“组合拳”，持续提升生产效率、压降制造成本、控制过程质量、改善盈利能力。此外，公司从全价值链环节提质增效，包括从设计源头端要效益、从生产制造端提效率、从采购供应端降成本、从管理销售端减费用、从政策支持端寻空间等，助力盈利能力不断上行。

图 47：徐工挖机持续深度推进智改数转网联董事长“一号工程”

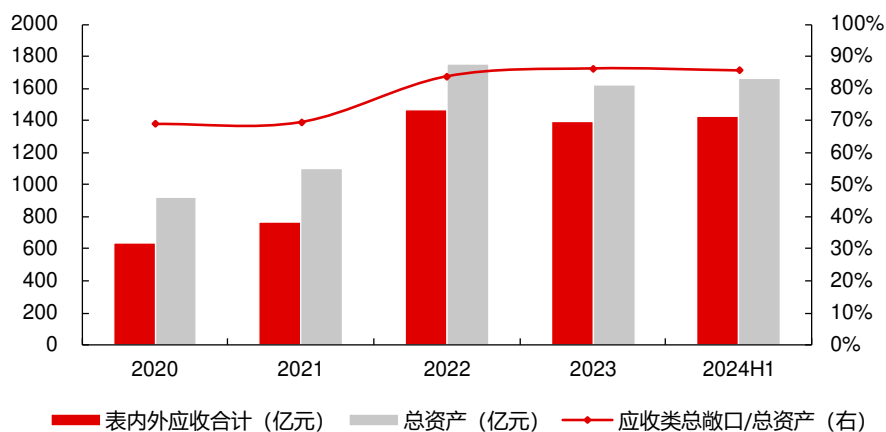


资料来源：公司官方公众号，长江证券研究所

资产质量改善，打造内涵式高质量发展模式

信用销售是工程机械行业特征之一，比如分期付款、按揭、融资租赁等销售方式会产生表内或表外风险敞口，进而影响公司资产质量。近年来公司压实强控风险，通过优政策、联金融、压终端三大举措，逐步实现应收类风险压降，如 24H1 公司表外应收类敞口相比 23 年末压降 44 亿，表内外应收类总敞口占总资产比例相较 23 年末下降 0.62pct，且仍有较大压降空间。伴随公司风险压降持续纵深推进，资产质量有望持续改善，市场估值水平有望抬升。

图 48：公司表内外应收类风险敞口有望持续压降



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

投资建议

从行业趋势来看，当前国内工程机械行业新一轮上行周期开启，海外增长持续。国内方面，短期来看，25Q1 挖机内销增长好于预期，板块从挖机到非挖，由点及面开启复苏。在本轮周期中，新增需求受终端羸弱拖累或相对明显，而更新需求则占据主导地位。目前，宏观层面财政政策逐步发力，方向较为明确但力度仍需跟踪，且专项债、化债以及农田水利建设等政策或对行业总体需求产生积极影响。海外方面，占出口接近 8 成的新兴市场基本盘需求有望延续向好趋势，同时国产品牌在欧美市场基数、份额较低，有望继续伴随全球竞争力提升和布局加大继续实现突破，短期虽有关税扰动但对美敞口较小。中长期看，全球工程机械市场空间广阔，国产品牌仍处海外拓展快速增长期，海外份额有所提升但依然较低。

公司作为我国工程机械行业龙头制造商，在上轮上行周期中的估值属性具备典型的国内周期股特征。如今站在新一轮周期起点，混改后的“新徐工”重新出发，我们认为其有望摆脱以往国内周期股的估值框架并迎来价值重估，核心来源有三：1) 国际化：在国内周期外寻找需求增量；2) 产品拓展：挖机补短板，矿机做增量；3) 经营质量改善：盈利能力有望进一步提升，资产质量有望显著改善。当前工程机械行业国内、海外景气趋势向上，伴随公司国际化、拓品类、提质量多措并举，看好公司在新一轮上行期的价值重估潜力。

风险提示

- 1、稳增长政策落地低于预期，导致基建、地产投资增速下滑。公司主导产品起重机械、挖掘机械、混凝土机械等与国内下游行业需求相关性较强且周期特征较为明显，若稳增长政策落地低于预期，导致基建、地产投资增速下滑，将直接影响公司主导产品销售表现，对公司经营状况造成不利影响。
- 2、海外业务拓展不及预期。公司近年来海外布局投资力度不断加强，出口成为公司业务增长重要驱动力，若海外市场拓展不及预期，将对公司业绩增长产生不利影响。
- 3、国际贸易关税风险及汇率波动风险。出口是公司的重要收入来源之一，但国际贸易存在不稳定因素，若产品遭遇国际贸易关税壁垒或汇率波动较大等因素，则会对公司工程机械产品出口产生不利影响。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，短期看，我们预计今年公司国内业务有望明显修复，海外业务预计增速提升。中长期看，国内工程机械行业有望迎来新一轮上行周期，公司有望充分受益；海外新兴市场景气持续，欧美高端市场空间广阔且公司份额有望取得突破。基于上述假设，我们预测 2024-2025 年公司营收分别为 916.38 亿元、1043.64 亿元，增速分别为-1%、14%；预计 2024-2025 年归母净利润分别为 61.24 亿元、82.24 亿元，同比增速分别为 15%、34%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等，悲观假设下，若国内市场修复不及预期、海外业务拓展不及预期，或受到汇率波动等国际贸易风险影响，则公司未来收入/业绩增速或受影响，假设悲观情况下，2024、2025 年公司营业收入同比增速分别降低至-4%、10%，毛利率分别降至 21.8%、21.7%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降低至 5%、24%。

表 4：公司收入及利润敏感性分析（百万元）

	基准情形			悲观情形		
	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
营业收入	92,848	91,638	104,364	92,848	89,134	98,048
YOY	-1.0%	-1.3%	13.9%	-1.0%	-4.0%	10.0%
毛利率	22.4%	22.2%	22.5%	22.4%	21.8%	21.7%
归母净利润	5,326	6,124	8,224	5,326	5,600	6,942
YOY	23.5%	15.0%	34.3%	23.5%	5.1%	24.0%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	92848	91638	104364	121492	货币资金	23371	23725	26330	30802
营业成本	72064	71276	80883	93355	交易性金融资产	39	39	39	39
毛利	20784	20362	23481	28138	应收账款	39998	35277	38426	44500
%营业收入	22%	22%	22%	23%	存货	32378	31678	35948	41491
营业税金及附加	442	423	486	564	预付账款	1677	2120	2319	2542
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	13597	17142	17282	19152
销售费用	6702	6231	6784	7776	流动资产合计	111060	109981	120345	138526
%营业收入	7%	7%	7%	6%	长期股权投资	4510	4610	4710	4810
管理费用	2706	2658	2818	3280	投资性房地产	5	5	5	5
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	22510	20096	17444	14884
研发费用	4000	3510	3653	4252	无形资产	7374	9037	9938	11041
%营业收入	4%	4%	4%	4%	商誉	0	0	0	0
财务费用	726	629	627	600	递延所得税资产	2711	3331	3331	3331
%营业收入	1%	1%	1%	0%	其他非流动资产	13826	14954	13718	13681
加: 资产减值损失	-692	-102	-76	-73	资产总计	161995	162013	169491	186277
信用减值损失	-779	-360	-350	-350	短期贷款	13526	13526	13526	13526
公允价值变动收益	179	-30	30	-10	应付款项	20964	19799	20221	23339
投资收益	-4	27	63	36	预收账款	0	0	0	0
营业利润	5640	6914	9313	11876	应付职工薪酬	437	428	485	560
%营业收入	6%	8%	9%	10%	应交税费	673	641	708	852
营业外收支	37	80	80	80	其他流动负债	50767	49569	51589	57799
利润总额	5678	6994	9393	11956	流动负债合计	86366	83964	86530	96076
%营业收入	6%	8%	9%	10%	长期借款	12515	12815	13315	14015
所得税费用	442	839	1127	1435	应付债券	1998	1498	998	1198
净利润	5236	6155	8266	10521	递延所得税负债	595	760	760	760
归属于母公司所有者的净利润	5326	6124	8224	10469	其他非流动负债	3033	2504	2504	2504
少数股东损益	-90	31	41	53	负债合计	104508	101540	104107	114553
EPS (元)	0.45	0.52	0.70	0.89	归属于母公司所有者权益	56145	59100	63969	70258
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	1342	1373	1414	1467
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	57487	60473	65384	71725
经营活动现金流净额	3571	10706	9577	13268	负债及股东权益	161995	162013	169491	186277
取得投资收益收回现金	533	27	63	36	基本指标				
长期股权投资	-2137	-100	-100	-100		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-5903	-5359	-3308	-4062	每股收益	0.45	0.52	0.70	0.89
其他	8918	39	820	-273	每股经营现金流	0.30	0.91	0.81	1.12
投资活动现金流净额	1411	-5392	-2525	-4398	市盈率	19.31	16.77	12.49	9.81
债券融资	2000	-500	-500	200	市净率	1.83	1.74	1.61	1.46
股权融资	441	0	0	0	EV/EBITDA	12.04	9.52	7.72	6.33
银行贷款增加 (减少)	36229	300	500	700	总资产收益率	3.1%	3.8%	5.0%	5.9%
筹资成本	-3266	-3542	-4385	-5307	净资产收益率	9.5%	10.4%	12.9%	14.9%
其他	-43183	-1076	-60	10	净利率	5.7%	6.7%	7.9%	8.6%
筹资活动现金流净额	-7778	-4818	-4446	-4397	资产负债率	64.5%	62.7%	61.4%	61.5%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-2796	495	2606	4472	总资产周转率	0.55	0.57	0.63	0.68

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。