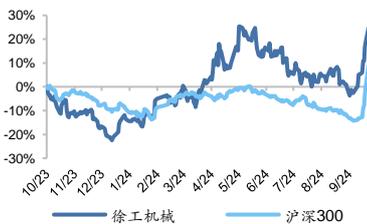


国企改革焕新能，新兴业务+出海双成长

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：	2024-10-06
收盘价（元）	7.77
近12个月最高/最低（元）	7.92/4.78
总股本（百万股）	11816.17
流通股本（百万股）	8120.09
流通股比例（%）	68.72
总市值（亿元）	918.12
流通市值（亿元）	630.93

公司价格与沪深300走势比较



分析师：张帆

执业证书号：S0010522070003

邮箱：zhangfan@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 深耕工程机械行业，多产品处于全球及国内领先地位

公司于1996年在江苏徐州成立，深耕行业多年，逐步成长为我国工程机械行业领军企业。公司产品品类丰富，多类产品处于全球及国内领先地位。根据公司2023年年报，公司汽车起重机、随车起重机、压路机等16类主机位居国内行业第一；公司起重机械、移动式起重机、水平定向钻持续保持全球第一；桩工机械、混凝土机械稳居全球第一阵营；道路机械、随车起重机、塔式起重机保持全球第三；高空作业平台进位至全球第三；矿山露天挖运设备保持全球第五，挖掘机位居全球第六、国内第二，装载机跃升至全球第二、国内第一。

● 2024年工程机械行业内需筑底企稳，海外市场持续增长

工程机械行业自2021年进入了本轮下行周期。综合宏观层面的基建、地产以及行业中观层面的设备更新与环保减排的趋势，我们认为2024年工程机械行业有望企稳回升。具体来看：

内需方面，挖掘机内需数据延续增长趋势。2024年3-8月国内挖掘机内销同比增速为正，且4月开始显现加速好转态势。随着下游基建项目进一步发力，行业有望于年内企稳，逐渐回升。

外销方面，从需求端看，海外市场空间更为广阔，成为国内行业厂商发展的主要增长动力。从供给端看，国内工程机械厂商近年来加速海外布局，积极推进国际化战略，海外营收占比有明显提升。由于前期高基数叠加疫情恢复，海外供应链恢复，因此自2023年6月以来，挖掘机月度出口数据同比下滑。但2024年8月，国内挖掘机出口同比转正，增长6.95%。国内工程机械通过多年持续的国际化布局，头部企业海外营收和订单均呈现高速增长，以产品优势持续获得海外市场份额。

● 新兴业务加速发展，海外市场大有可为

公司传统工程机械产品业务有望随着行业复苏加速发展，而新兴业务和海外市场方面也具备较大发展空间。具体来看：

1、矿机。矿机市场空间较大，增长态势明显。得益于国内基础设施建设和矿产资源开发的持续推进，以及政府对矿山机械行业的政策支持，国内矿机市场规模稳步增长。公司矿机业务布局完善，2019-2023年，徐工矿机营业收入由15.43亿元增长至58.61亿元，CAGR达39.61%，2024H1营收35.4亿元，占比为7.13%，有望成为徐工营收的新增长点。

2、高空作业机械。随着经济的发展和城镇化进程的推进，高空作业平台的需求将逐步释放。对标美国市场高空作业设备人均保有量，中国市场仍有较大增长空间。根据《Access International》杂志2023年数据，徐工机械以15.02亿美元的销售额排名第三。公司高机营业收入从2020年37.3亿到2023年的88.83亿，营收占比则从5.04%上升至9.57%，2024年H1营收约45.27亿元，营收占比9.12%。高机业务随着行业周期回升，有望实现营收新增长。

3、海外。公司海外市场布局多年，2023年公司海外实现营收372.2亿，同比增加33.7%，占比达40.1%。根据公司2024年半年报，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。2024年公司在日本、马来西亚等国家成立了贸易类子公司。

● 投资建议

我们看好徐工机械各类产品在国内及海外市场的持续发展，预计公司

2024-2026 年分别实现收入 989.70/1117.13/1269.89 亿元，同比增长 6.6%/12.9%/13.7%；实现归母净利润 64.70/83.18/105.26 亿元，同比增长 22%/29%/27%；2024-2026 年对应的 EPS 为 0.55/0.70/0.89 元。公司当前股价对应的 PE 为 14/11/9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

1) 国内行业需求不及预期；2) 海外市场拓展不及预期；3) 应收账款回收风险；4) 行业竞争加剧。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	92,848	98,970	111,713	126,989
收入同比 (%)	-1.0%	6.6%	12.9%	13.7%
归属母公司净利润	5,326	6,470	8,318	10,526
净利润同比 (%)	23.7%	21.5%	28.6%	26.5%
毛利率 (%)	22.4%	23.2%	24.0%	24.8%
ROE (%)	9.7%	10.9%	12.5%	13.8%
每股收益 (元)	0.45	0.55	0.70	0.89
P/E	17.24	14.19	11.04	8.72
P/B	1.64	1.47	1.29	1.13
EV/EBITDA	12.70	15.40	12.88	10.83

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 工程机械领域领军企业，改革实现新高度	6
1.1 深耕工程机械，积极推进革新	6
1.2 地方政府持股，管理层经验丰富	7
1.3 深耕工程机械，产品多元化发展	8
1.4 公司盈利能力稳中有升，海外业务稳定增长	10
1.5 稳步推进国企改革，股权激励彰显发展信心	13
2 行业层面：国内行业周期拐点将至，海外市场成为未来发展的重要引擎	15
2.1 内需方面：地产链企稳预期+基建改善+设备更新升级，2024 年有望企稳回升	15
2.2 出口方面：市场整体景气延续，国内厂商势头火热	19
3 新兴业务加速发展，海外市场前景广阔	22
3.1 新增长点一：矿机市场潜力较大，公司业务布局完善	22
3.2 新增长点二：高机产品线齐全，领跑国内企业	24
3.3 新增长点三：持续深耕国际市场，海外业务稳定增长	27
4 投资建议	29
4.1 基本假设与营业收入预测	29
4.2 估值和投资建议	30
风险提示	31

图表目录

图表 1 徐工机械发展历程.....	6
图表 2 公司股权结构（截至最新）.....	7
图表 3 主要管理人员简历.....	8
图表 4 公司部分产品图例.....	9
图表 5 徐工机械产品线重点事件梳理.....	10
图表 6 公司产品营收占比情况.....	10
图表 7 公司近年来营业收入及同比情况.....	11
图表 8 近年来公司归母净利润及同比情况.....	11
图表 9 近年来公司国内外营收情况.....	11
图表 10 近年来公司境内外毛利率情况.....	11
图表 11 公司销售毛利率和销售净利率情况.....	12
图表 12 公司研发费用及研发费用率情况.....	12
图表 13 2018 年-2023 年公司研发人员数及研发人员占比.....	12
图表 14 近年来公司三项费用率情况.....	13
图表 15 2023 年限制性股票激励计划公司层面业绩考核要求.....	14
图表 16 2023 年首次激励对象获授的限制性股票分配情况.....	14
图表 17 中国挖掘机销量当月同比增速情况.....	15
图表 18 挖掘机单月内销销量及同比情况.....	16
图表 19 挖掘机累计内销销量及同比情况.....	16
图表 20 2024 年 4-8 月国内装载机当月同比转正.....	16
图表 21 2024 年 8 月装载机累计内销销量同比转正.....	16
图表 22 房屋新开工面积累计同比情况.....	17
图表 23 基建固定资产投资（不含电力）完成额累计同比情况.....	17
图表 24 按排放标准划分的工程机械 HC 排放量构成.....	18
图表 25 按排放标准划分的工程机械 NOx 排放量构成.....	18
图表 26 按排放标准划分的工程机械 PM 排放量构成.....	19
图表 27 近年来国内工程机械整机厂商海外营收占比有明显提升.....	19
图表 28 2023 年我国工程机械出口到各大洲统计.....	20
图表 29 2023 年我国工程机械出口国别（地区）前二十.....	20
图表 30 2024 年 8 月，国内挖掘机出口同比增长 6.95%.....	21
图表 31 2024 年 8 月，装载机出口同比数据增长 21.8%.....	21
图表 32 近年全球矿山机械市场规模及增长率情况.....	22
图表 33 近年中国矿山机械市场规模.....	23
图表 34 近年中国矿山机械行业收入与利润情况.....	23
图表 35 主要公司矿山机械设备主要销售地区对比.....	23
图表 36 公司矿机业务营收以及同比情况.....	24
图表 37 公司矿机业务营收占比情况.....	24
图表 38 中国高空作业设备保有量情况（万台）.....	25
图表 39 美国/中国高空作业设备人均保有量（2022 年）.....	25
图表 40 2023 年主要企业高空作业平台设备销售额及占比.....	26
图表 41 近年高空作业平台营收及同比.....	26

图表 42 近年高空作业平台营收占比	26
图表 43 徐工海外布局发展	27
图表 44 徐工国外营业收入、同比增速变化及 2023 年海外各地区营收占比	28
图表 45 公司营业收入预测	30
图表 46 可比公司估值比较	30

1 工程机械领域领军企业，改革实现新高度

1.1 深耕工程机械，积极推进革新

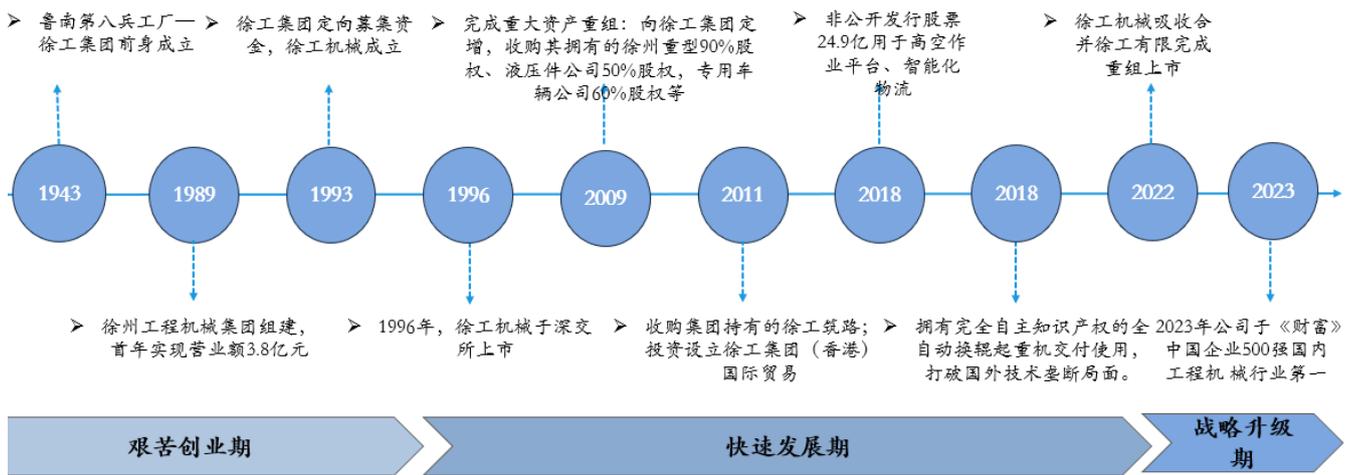
自 1996 年在江苏徐州成立以来，徐工机械逐步成长为我国工程机械行业领军企业，按其战略发展可分为三个阶段：

1) **初创探索期 (1943 年-1996 年)**：背靠徐工集团，徐工集团前身始于 1943 年创建的八路军鲁南第八兵工厂，是新中国第一台汽车起重机、第一台压路机的诞生地。经过多年的研发技术沉淀与后期改革和转型阶段的不断探索，徐工集团已成长为中国工程机械领军企业，是中国工程机械行业规模最大、产品品种与系列最齐全、最具竞争力和影响力的大型企业集团。徐工机械公司是徐工集团通过定向募集方式，于 1993 年发起设立的股份有限公司；1996 年，公司在深交所上市，成为集团唯一上市的子公司。

2) **业务拓展期 (1997-2021 年)**：此后，依托于实力强大的徐工集团，徐工机械多次获得集团的优质资产注入。2009 年向徐工集团定增，收购其拥有的徐州重型 90% 股权、液压件公司 50% 股权，专用车辆公司 60% 股权等，2011 年收购集团持有的徐工筑路；投资设立徐工集团（香港）国际贸易，2018 年，非公开发行股票 24.9 亿用于高空作业平台、智能化物流。

3) **改革扩张期 (2021 年至今)**：2021 年徐工机械开始着手合并徐工有限，并提出相关草案。2022 年 8 月 1 日，徐工机械重大资产重组完成资产交割，8 月 26 日，徐工机械通过向徐工有限全体股东发行股份实施吸收合并。8 月 29 日新增股份实现上市，吸收合并徐工有限事项完成。公司下属工程机械板块实现整体上市，本次重组完成后，有助于徐工机械打造更具国际竞争力的机械装备产业集群，进一步降低经营风险、提高公司的竞争优势，更好地参与全球化竞争，加速成为国际顶尖装备制造企业。2023 年 KHL 公布全球前 50 强工程机械制造商榜单，徐工机械以 134.07 亿美元的销售蝉联全球第三，国内第一。

图表 1 徐工机械发展历程

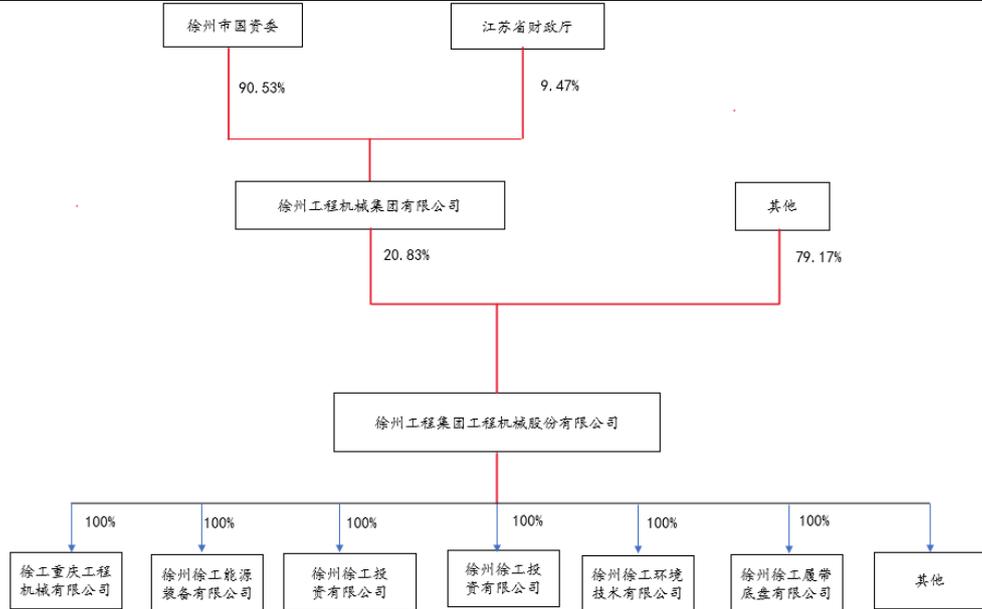


资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.2 地方政府持股，管理层经验丰富

公司是由徐工集团旗下唯一的上市公司，截止最新，徐州国资委持股徐工集团 90.53%，江苏省财政厅持股徐工集团 9.47%，进而地区政府间接持股徐工机械 20.83%，为公司的第一大股东。地方政府国资委控股有利于获得政府背书，优先享有政府财政倾斜和业务倾斜。

图表 2 公司股权结构（截至最新）



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司管理层拥有丰富的行业管理经验，对行业发展具有深刻的认识和前瞻性。公司高级管理人员大多出自徐工内部培养，且大都经过基层岗位的历练，技术与管理经验丰富，对行业独到深刻的理解有助于公司未来发展，为公司继续保持竞争优势和领军地位打下基础。

图表 3 主要管理人员简历

姓名	职位	简历
杨东升	董事长	硕士学位，正高级工程师职称。现任徐工集团、徐工机械党委书记、董事长。1989年8月参加工作，历任徐工机械科技分公司研究所技术员、助理工程师、传动室主任、工程室副部长、总经理助理、副总经理、总经理、党委书记，徐工机械筑路机械分公司副总经理，徐工机械副总裁、董事、党委副书记，徐工集团总经理、党委副书记、董事，徐工有限董事、总经理、党委副书记
陆川	总裁	硕士学位，工程师、高级经济师、教授级高级会计师职称，注册会计师职业资格。现任徐工机械董事、总裁、党委副书记。1988年8月参加工作，历任江苏省机电研究所技术员、工程师，徐工机械起重机械分公司总经理助理、财务审计部部长、总会计师，徐工机械建设机械分公司总经理、党委书记，徐州重型机械有限公司总会计师、总经理、党委书记，徐工起重机械事业部总经理、党委书记，徐工集团、徐工有限董事、党委副书记，徐工机械副总裁、董事、党委副书记、总裁
王庆祝	副总裁	正高级经济师、研究员级高级工程师职称。现任徐工机械副总裁、党委委员。1989年8月参加工作，历任徐州装载机厂装配车间检验员、生产处调度、物资处处长、工程室副部长兼生产处处长，徐工道路机械事业部总经理、党委书记，徐工集团副总经理，徐工有限副总经理，徐工机械总裁助理、副总裁、党委委员，徐工铲运机械事业部总经理等职务
宋之克	副总裁	正高级工程师职称。现任徐工机械副总裁，徐工挖掘机机械事业部总经理、党委书记、徐州徐工挖掘机机械有限公司总经理、党委书记。1994年8月参加工作，历任徐州工程机械制造厂摊铺机分厂开发部设计员、生产部业务员，徐州徐工挖掘机机械有限公司制造部部长、党支部书记、总经理助理、副总经理、总经理、党委副书记、党委书记，徐工挖掘机机械事业部副总经理、总经理、党委副书记、党委书记，徐工集团工程机械有限公司副总经理等职务
孙建忠	副总裁	博士学位，研究员级高级工程师职称。现任徐工机械副总裁、党委委员，徐工起重机械事业部总经理、党委书记，徐州重型机械有限公司总经理、党委书记。1988年8月参加工作，历任徐州重型机械厂设计所设计员，起重机械分公司开发部主任设计师、室主任、部长助理、生产制造部部长、总经理助理兼生产制造部部长，徐州徐工液压件有限公司总经理、党委书记，徐州徐工机械营销有限公司总经理，徐州重型机械有限公司副总经理、总经理、党委副书记、党委书记，徐工起重机械事业部总经理、党委书记，徐工机械副总裁、党委委员
刘建森	副总裁	博士学位，翻译、高级经济师职称。现任徐工机械副总裁、党委委员。1990年7月参加工作，历任广东大亚湾核电站设备部翻译兼调度，智通电脑有限公司总经理，徐工集团信息化管理部部长，徐工机械信息化管理部部长、市场部部长、总裁助理、副总裁、党委委员，徐州工程机械集团进出口有限公司总经理、党委副书记、党委书记等职务
单增海	副总裁	研究员级高级工程师职称。现任徐工机械副总裁、总工程师，徐工研究院党委书记。1994年9月参加工作，历任徐州重型机械厂结构分厂实习、技术员，开发部技术员、设计师、主任设计师，起重室主任，徐州重型机械有限公司技术中心起重研究所所长、技术中心副主任、主任、总经理助理、副总经理，徐工起重机械事业部副总经理等职务
于红雨	副总裁	现任徐工机械副总裁、财务负责人。2008年7月参加工作，历任徐工机械资产财务部实习、预算与税务管理主管，徐州徐工液压件有限公司财务部副部长，徐工机械经营管理部预算管理主管、财务部财务分析主管，徐工巴西制造有限公司财务总监，徐州工程机械集团进出口有限公司副总经理
孟文	副总裁	现任徐工机械副总裁，徐工营销有限公司总经理、党委书记。1991年8月参加工作，历任江苏省机电研究所热处理研究室技术员、组织人事处组织干事，徐工集团规划部技改管理主管，徐工集团营销公司信息中心主任、总经理助理兼市场研究部部长，徐工科技营销公司副总经理，徐州徐工随车起重机械有限公司副总经理，南京徐工汽车制造有限公司副总经理，徐工金融服务事业部副总经理，江苏徐工广联机械租赁有限公司总经理等职务
万广善	副总裁	现任徐工机械副总裁，江苏省国信集团有限公司财务部副总经理。2003年6月参加工作，历任江苏新海发电有限公司资产会计、成本会计、总账会计、财务部副主任；江苏省国信集团有限公司财务部副经理；江苏国信股份有限公司财务部（集团副经理级）、财务部（集团经理级）、财务部副总经理、审计部总经理
蒋明忠	副总裁	现任徐工机械副总裁。1995年8月参加工作，历任徐州工程机械制造厂实习、开发部设计员、组织部干事，徐工科技路面机械分公司政工处处长、商务处处长，徐工科技党政工作部部长、企业管理部部长兼第二党支部书记、挖掘机产品项目总经理，徐州徐工挖掘机机械有限公司管理部部长、副总经理，徐工机械经营管理部部长
闫君	副总裁	现任徐工机械副总裁。2008年7月参加工作，历任联想（北京）有限公司IT部助理工程师、工程师、高级工程师、高级经理；北京千丁互联科技有限公司流程与信息部高级经理；北京京邦达贸易有限公司京东云仓产品部实施运维负责人；联想（北京）有限公司IT总监兼数字供应链服务交付总经理
费广胜	董秘	现任徐工机械董事会秘书、证券部部长，徐州徐工投资有限公司总经理，徐州徐工股权投资有限公司总经理。1989年8月参加工作，历任徐州装载机厂结构车间技术员、技术处技术员、技术处处长助理、工程部部长助理，徐工科技证券审计部部长、董事会秘书、副总经理，江苏汉高信息产业股份有限公司副总经理，徐工机械科技分公司副总经理，徐工机械证券部部长、董事会秘书

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 深耕工程机械，产品多元化发展

公司深耕工程机械领域，通过优质产品和服务组合为客户提供全面的系统化解决方案。1993年公司成立之初，主营生产筑路机械和铲运机械两大业务。背靠徐工集团，公司不断拓展业务，随后多年，公司不断增添起重机、桩工机械和铲运机械等业务。2022年随着吸收合并事项结束，徐工机械获得大量徐工有限旗下挖掘机械、混凝土机械、矿业机械、塔式起重机等工程机械生产配套优质资产。徐工集团已是全球工程机械制造商中产品品种与系列最多元化、最齐全的公司。

图表 4 公司部分产品图例

起重机械  SC200JHS1 施工升降机	道路机械  XCL300R 沥青冷再生厂拌设备	混凝土机械  HB62VH (汕德卡微混) 微混泵车	桩工机械  XRT3200 全回转套管钻机
高空设备  XGS28D 船厂机型	土方机械  XE35E 新能源设备	消防机械  RXR-M80L-26 举高灭火机器人	矿业机械  EML360 连续采煤机 连续采煤机
环卫机械  DXA5160GPSSA6 绿化喷洒车	压实机械  XS225JSIV 单钢轮压路机	路面机械  XLZ2305S 路面冷再生机	铲运机械  XC958 系列 中型装载机

资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

公司坚持做强核心工程机械产业，做精零部件产业，培育战略新兴产业。在核心工程机械产业方面，徐工深耕起重机械、土方机械、混凝土机械等机械，稳中求进，2023 年营收分别实现 225.60、211.87、104.25 亿元，稳居世界前列，公司优势板块得到进一步巩固；在农机、矿机、环卫、高空作业机械等战略性新兴产业方面，公司积极布局，2023 年战略性营业同比增长 30%，营收占比 4.5%，贡献度超 20%，实现量质齐增。零部件产业方面，公司补短锻长。一方面加强研发投入，提升部件自主掌控能力，另一方面，徐工加强产品成本控制，提升产品盈利能力。经过多年布局，徐工打造出了“传统主机担当突破+战略新兴产业异军突起+核心零部件发力支撑”的最均衡、极具成长潜力的板块布局，支撑公司表现出更强大的逆周期抗风险能力。

综合来说，公司传统优势板块统筹速度与质量，营收增长但占比下降，继续发挥顶梁柱和压舱石的作用。新兴产业如高空机械等板块营收规模和占比持续上升，实现量、质的双速增长。

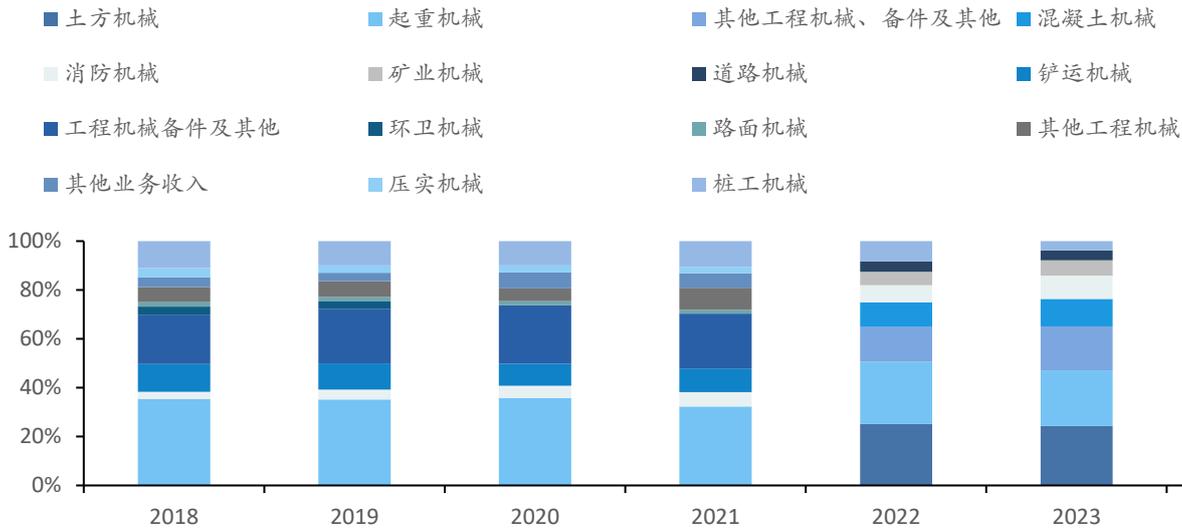
图表5 徐工机械产品线重点事件梳理

行业	起重机械	土方机械	混凝土机械	农业机械	高空机械	矿山机械	零部件业务
大事件	<ul style="list-style-type: none"> 1957年公司研制出第一台塔式起重机。 1963-1995年,徐工陆续研发出10吨蒸汽压路机、亚洲最大160吨全地面起重机。 2013年,徐工自主研发全球第一吊。 2021年,徐工XCA1800、XCC2000共用面市,标志徐工跻身国际一流水平 	<ul style="list-style-type: none"> 2013年铲运机械事业部成立,加速了徐工铲运机械发展 2018年“神州第一挖”徐工700吨级液挖装载机下线,标志着中国成为世界上第四个具备700吨级以上液挖装载机研发制造能力的国家89。 2022年,徐工机械吸收合并徐工有限,优质资产注入,提升盈利能力 	<ul style="list-style-type: none"> 上世纪80年代,徐工进军混凝土领域,研制出混凝土泵车 2012年,徐工集团并购全球混凝土机械领军企业——德国施维英公司 2014年:徐工巴西制造基地竣工投产,这是徐工机械混凝土机械业务国际化的重要里程碑 2024年,徐工HB62VH插混泵车荣获BICES 2023“产品质量金奖” 	<ul style="list-style-type: none"> 2020年,徐工正式进军农机产品。致力于农业产业高端化转型升级,助力农业生产高质量高效 	<ul style="list-style-type: none"> 2018年,公司高空机械平台在国难日排名进入前四强, 2020年,高空作业平台实现型谱全覆盖,成为国内第一品牌。 2024年,公司位列2022年“全球高空作业机械制造企业20强”第3 	<ul style="list-style-type: none"> 2018年徐工矿业机械从徐工挖掘机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 2021年:徐工持续加大技术、产品投入,成功突破了外资品牌垄断,成为中国矿山机械第一品牌 	<ul style="list-style-type: none"> 2013年7月16日,徐工欧研中心正式成立,徐工核心零部件开启了“全球协同+自主研发”的技术创新之路 2015年初,由徐工液压主持制定的《液压和气动系统用冷拔或冷轧精密无缝钢管》国家标准正式发布 2016年8月,徐工液压件公司与Permco(美国)签订长期战略合作协议基地。 2023年徐工高端零部件产业基地开工!
重点产品	 QY25K5C_2 汽车起重机	 XE205GA 中型挖掘机	 HLS240V 环保搅拌楼	 XT2004-6D 拖拉机	 XG1523ERT 越野剪叉	 煤矿掘锚机	 农业机械油缸

目前公司产品已涵盖起重机械,混凝土机械,土方机械,农业机械,消防设备等多条产品线。

资料来源:公司招股说明书,公司公告,公司官网,华安证券研究所整理

图表6 公司产品营收占比情况



资料来源:同花顺 iFinD, 华安证券研究所

1.4 公司盈利能力稳中有升, 海外业务稳定增长

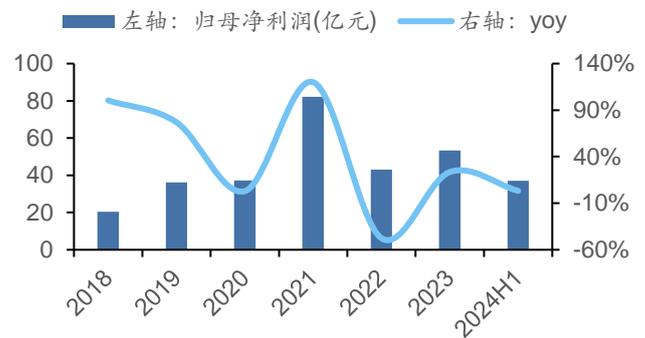
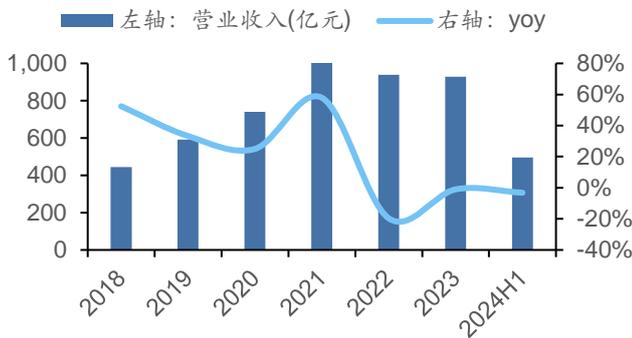
公司近年来盈利能力稳中有升。从营业收入来看, 2018-2021 年公司营收持续增长。2022 年, 受国内房地产行业低迷、国内土方机械需求下降以及疫情反复三重压力的影响, 公司收入出现小幅下降, 2023 年保持相对稳定, 收入达到 928.48 亿元。从归母净利润来看, 受公司吸收合并事件影响, 公司 2021 年归母净利润实现 82.08 亿元, 同比增长 120%, 但之后由于原材料价格上涨等多重因素影响, 2022 年公司净利润同比下降 47.53% 至 43.07 亿元。但 2023 年公司盈利能力恢复

迅速，净利润实现 53.26 亿元，同比增长 24%。2024 年 H1 公司营收达 496.32 亿元，归母净利润同比增长 3%至 37.06 亿元。

公司持续开拓海外市场，助力公司高质量发展。得益于公司多年的海外战略部署，2020 年至 2023 年，公司海外业务营收与占比均快速增长，营收从 2020 年的 61.09 亿元上升至 2023 年 372.20 亿元，营收占比则从 8.26%上升至 40.87%，海外新徐工应对行业周期性调整、国内需求不足等不利影响、促进公司高质量发展的重要增长点。**从境内外业务的毛利率角度来看**，近年来公司境内与境外毛利率整体呈增长态势，除 2020 年公司新吸收公司盈利能力不强以及 2022 年原材料上升等因素导致国内外毛利率有所下降，整体呈现增长态势，分别从 2018 年的 16.34%/19.00%升至到 2023 年的 21.16%/24.21%。

图表 7 公司近年来营业收入及同比情况

图表 8 近年来公司归母净利润及同比情况

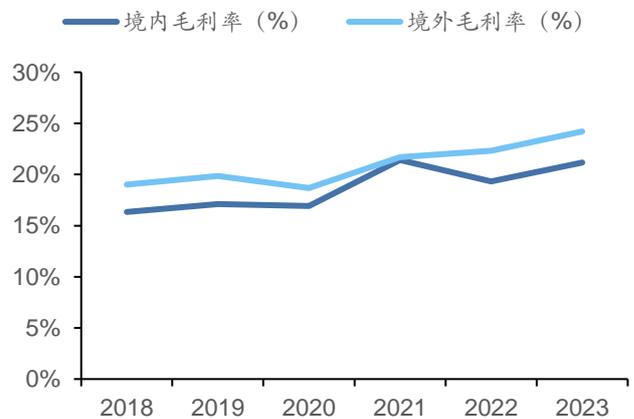
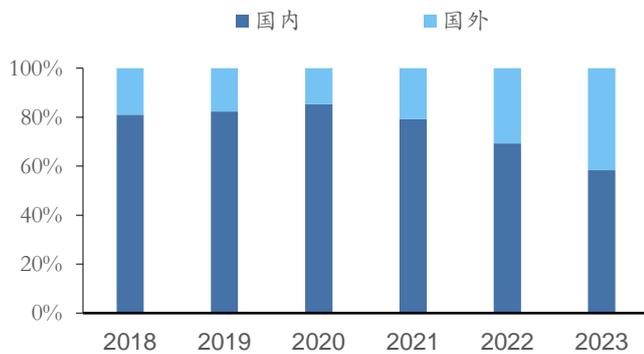


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 9 近年来公司国内外营收情况

图表 10 近年来公司境内外毛利率情况

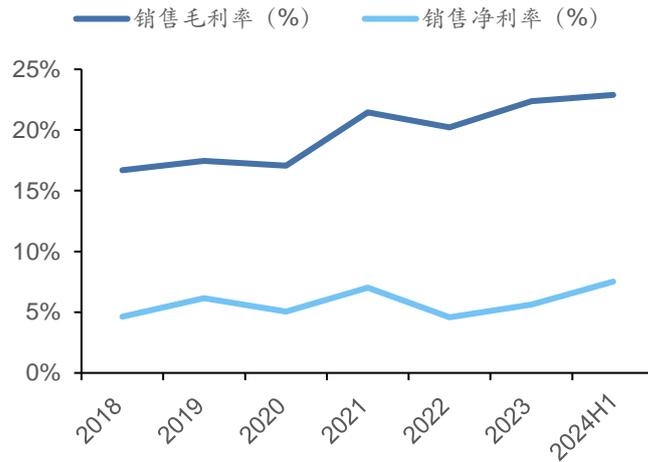


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

从公司销售毛净利率来看，公司销售毛利率整体呈现增长水平，由 2018 年 16.69%升至 2023 年 22.38%。而销售净利率呈现稳定态势。随着公司管理优化的提升、销售结构的优化以及布局的进一步深化，公司盈利能力预计进一步上升。2024H1 公司整体的毛利率和净利率分别为 22.89%和 7.52%。

图表 11 公司销售毛利率和销售净利率情况

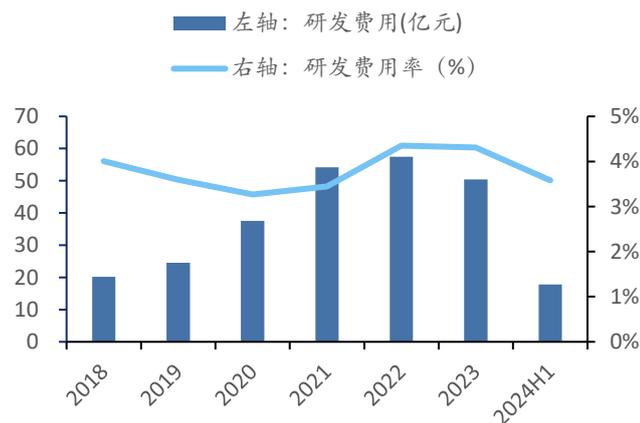


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

从企业研发费用角度来看，公司致力于不断探索工程科技创新，为全球工程建设和可持续发展提供解决方案。近些年来，公司坚定不移落地创新体系变革和科技成果转化，完成“1+6+N”技术创新体系的组织构建和资源重组。形成上下穿透、横向协同的创新机制。重视科研研发，企业的研发投入持续上升，研发费用由2018年的20.15亿提升至2023年的50.39亿，CAGR达到20.11%，研发费用率则由4.01%提升至4.31%。2024年H1公司研发费用率达3.58%。

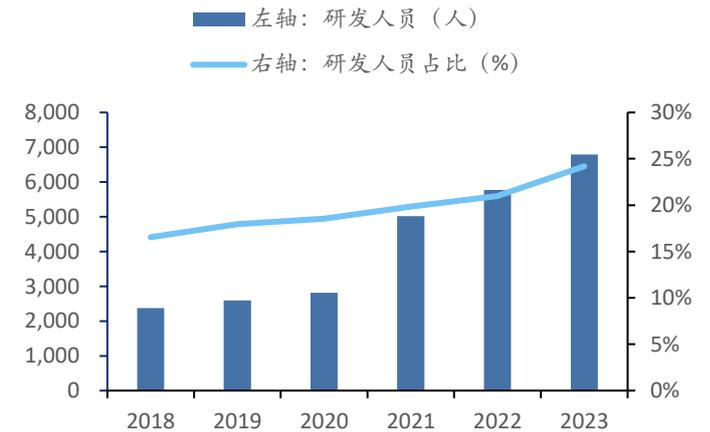
从研发人员角度来看，公司重视人才招聘和人才培养。公司以培养一流人才队伍为目标，着重立足人才自主培养，同时发起“全球精英猎聘计划”等。进而公司研发人员规模和占比均在持续提升，由2018年的16.55%提升至2023年的24.20%。截止到2023年底，公司已有6795名研发人员。

图表 12 公司研发费用及研发费用率情况



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

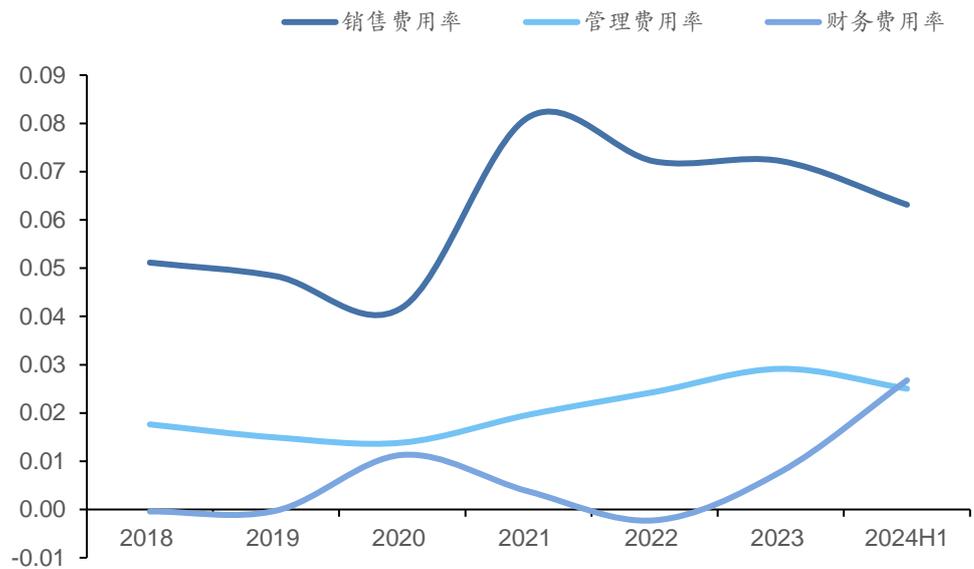
图表 13 2018年-2023年公司研发人员数及研发人员占比



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

从费用率的角度来看，公司各项费用率占比不高。2022年以来销售费用率相对稳定，管理费用率和财务费用率小幅提升。总体来看，公司具有较高的精益管理能力。

图表 14 近年来公司三项费用率情况



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

1.5 稳步推进国企改革，股权激励彰显发展信心

- 作为老牌国企，徐工集团彻底贯彻中央对国企的改革要求，公司积极开展混改。

2020年9月，徐工有限混合所有制改革经过“股权转让”和“引进战略投资者和员工持股平台”措施已全部完成。经此次混改后，国有持股占比保持在51%；12家战略投资者合计持股46.28%；员工持股平台持有股份2.72%。在保持国有控股的同时可以发挥市场投资者的优势，提高公司市场化程度。其次，2022年9月徐工机械吸收合并徐工有限，此次合并直接为徐工机械注入了包括挖掘机、塔式起重机、混凝土机械、矿业机械等在内的大量优质工程机械资产，经过此次合并，徐工各业务板块实现进一步发展，原有传统板块依旧保持强势，矿机、高机、混凝土机械、农机等业务快速发展，打开成长空间。公司盈利能力显著提升，2022年-2023年营业收入和归属股东净利润显著提升。

- 股权激励接力混改，传递未来公司优质发展信号。

2023年2月，上市公司首次发布限制性股票激励计划（草案）。具体，公司以自有资金在回购二级市场1.18亿股全部用于股权激励，授予价格3.09元/股（首次授予），激励对象1732名，覆盖中高层管理人员、核心技术和业务人员。激励考核条件有关净资产收益率、净利润或净利润累计值以及分红比例，将员工和公司的利益实现统一，一方面释放出徐工未来优质经营的信号，另一方面可以调动员工积极性，进一步促进徐工高质量发展。

图表 15 2023 年限制性股票激励计划公司层面业绩考核要求

解除限售期	业绩考核目标
首次及预留授予的限制性股票第一个解除限售期	①2023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； ②2023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； ③2023年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的30%。
首次及预留授予的限制性股票第二个解除限售期	①2024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； ②2024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； ③2024年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的30%。
首次及预留授予的限制性股票第三个解除限售期	①2025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； ②2025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； ③2025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，华安证券研究所

图表 16 2023 年首次激励对象获授的限制性股票分配情况

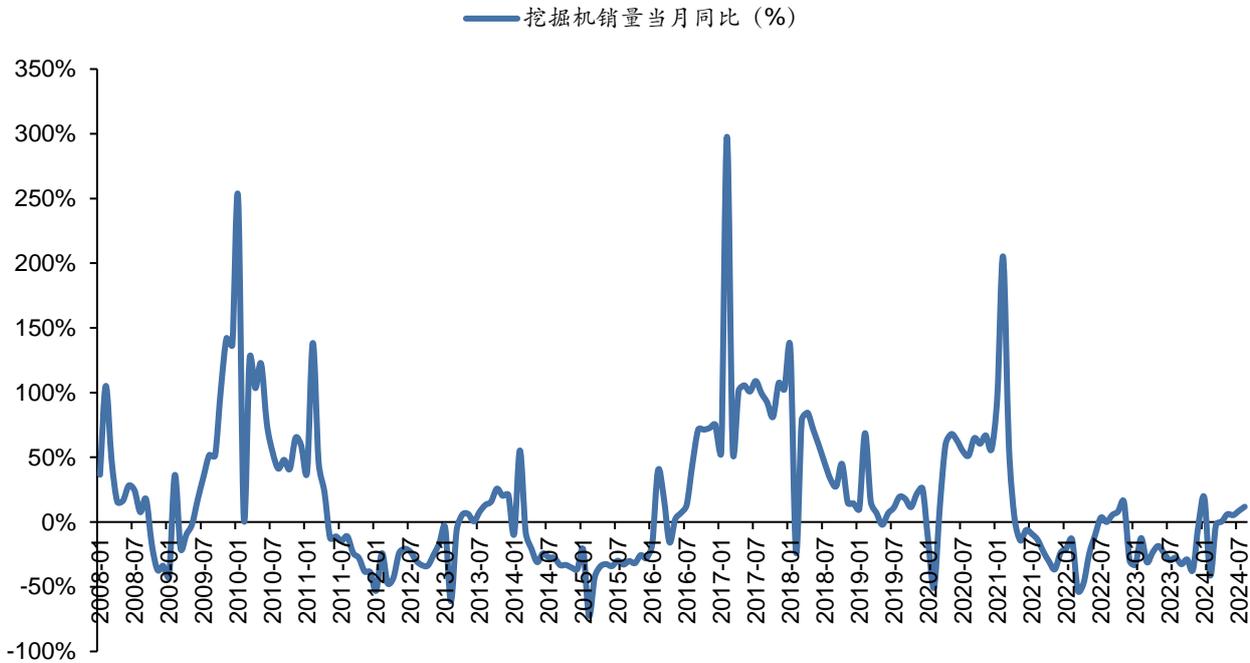
姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
陆川	董事、总裁	110	0.93%	0.009%
孙建忠	副总裁	70	0.59%	0.006%
王庆祝	副总裁	70	0.59%	0.006%
刘建森	副总裁	70	0.59%	0.006%
宋之克	副总裁	70	0.59%	0.006%
蒋明忠	副总裁	70	0.59%	0.006%
孟文	副总裁	70	0.59%	0.006%
单增海	副总裁	70	0.59%	0.006%
于红雨	副总裁、财务负责人	70	0.59%	0.006%
费广胜	董事会秘书	70	0.59%	0.006%
中高层管理人员、核心技术及业务人员（不超过1,990人）		10,249.03	86.74%	0.867%
预留部分		827.13	7.00%	0.070%
合计		11,816.17	100.00%	1.000%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 行业层面：国内行业周期拐点将至，海外市场成为未来发展的重要引擎

挖掘机是工程机械行业的重要设备类别，从挖掘机的销量来回顾工程机械行业的周期，可以清晰的发现，1) 第一轮上行周期 (2009.06-2011.04)：2008 年金融危机后，国内经济波动较大。受四万亿投资及国二标准的实施，2009 年 6 月开启工程机械行业上行周期，国内挖机销量同比持续 23 个月保持正增长。2) 第二轮上行周期 (2015.05-2021.04)：由于行业产能过剩及房地产调控等影响，2011 年 5 月后工程机械行业下行，而 2016 年作为“十三五”开局之年，智能制造加速，受国内外基建投资增速、设备更新升级、“一带一路”战略深入、国三升级等影响，工程机械行业恢复了高速增长。工程机械行业自 2021 年 5 月后就进入了下行周期。但从 2024 年 4-8 月数据来看，挖掘机销量同比增速为正，预计目前行业处于周期筑底阶段。

图表 17 中国挖掘机销量当月同比增速情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

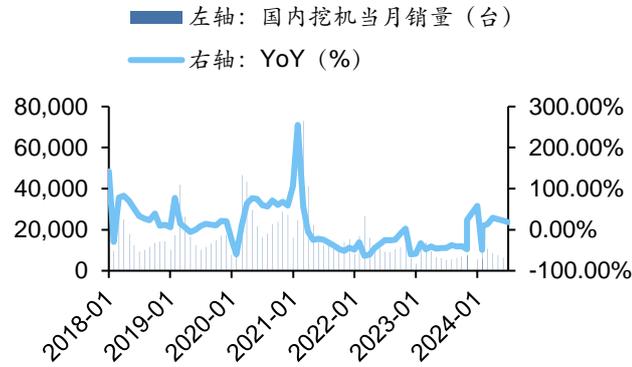
为更好的探究工程机械的周期情况，我们接下来将从内销和出口 2 个方面进行探究。

2.1 内需方面：地产链企稳预期+基建改善+设备更新升级，2024 年有望企稳回升

2024 年 3-8 月国内挖掘机内销同比增速为正，且 4 月开始显现加速好转态势。2023 年 12 月是 2023 年以来首次国内销量同比转正的月份，但究其原因，还是因为 2022 年 12 月受国四排放标准实施影响，基础较低；而 2024 年 1 月同比增速较好是因为同期受春节影响。根据过往年份经验，3 月通常为全年挖掘机销售旺月，

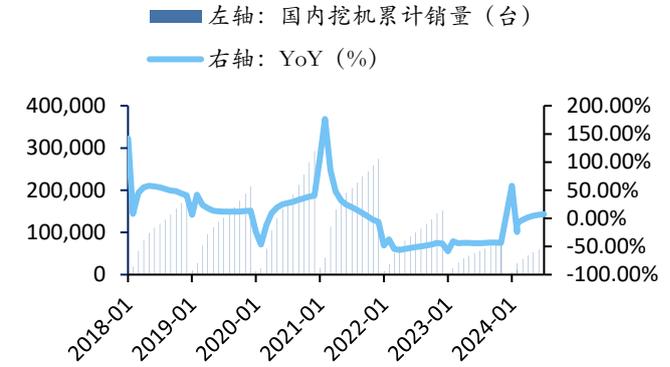
因此 2024 年 3 月国内挖掘机同比数据转正意义较大。并且，2024 年 3 月之后，挖掘机内销量同比增速均为正数。根据中国工程机械工业协会数据，2024 年 3-8 月国内挖掘机内销同比增速分别为 9.3%/13.3%/29.2%/25.6%/21.9%/18.1%。

图表 18 挖掘机单月内销销量及同比情况



资料来源：中国工程机械工业协会，华安证券研究所

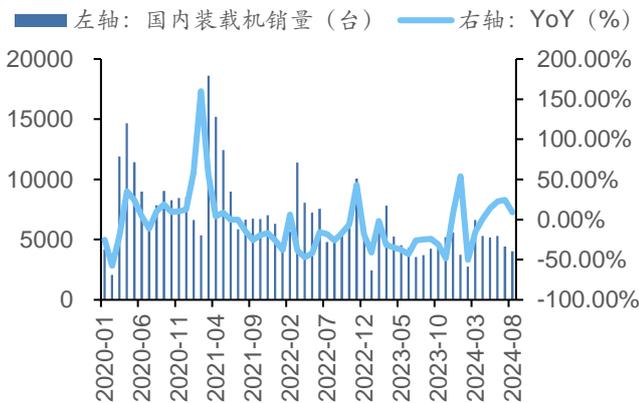
图表 19 挖掘机累计内销销量及同比情况



资料来源：中国工程机械工业协会，华安证券研究所

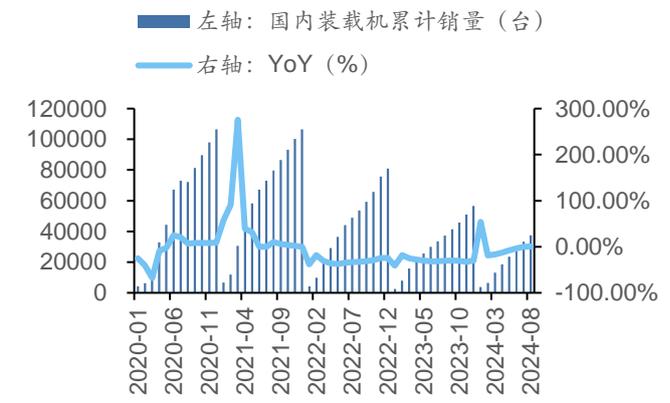
2024 年 4-8 月国内装载机当月同比转正。根据中国工程机械工业协会数据，2024 年 8 月国内装载机市场销量 4036 台，同比增长 8.99%；2024 年 1-8 月，国内市场共销售装载机 37388 台，同比增长 0.57%。

图表 20 2024 年 4-8 月国内装载机当月同比转正



资料来源：中国工程机械工业协会，华安证券研究所

图表 21 2024 年 8 月装载机累计内销销量同比转正



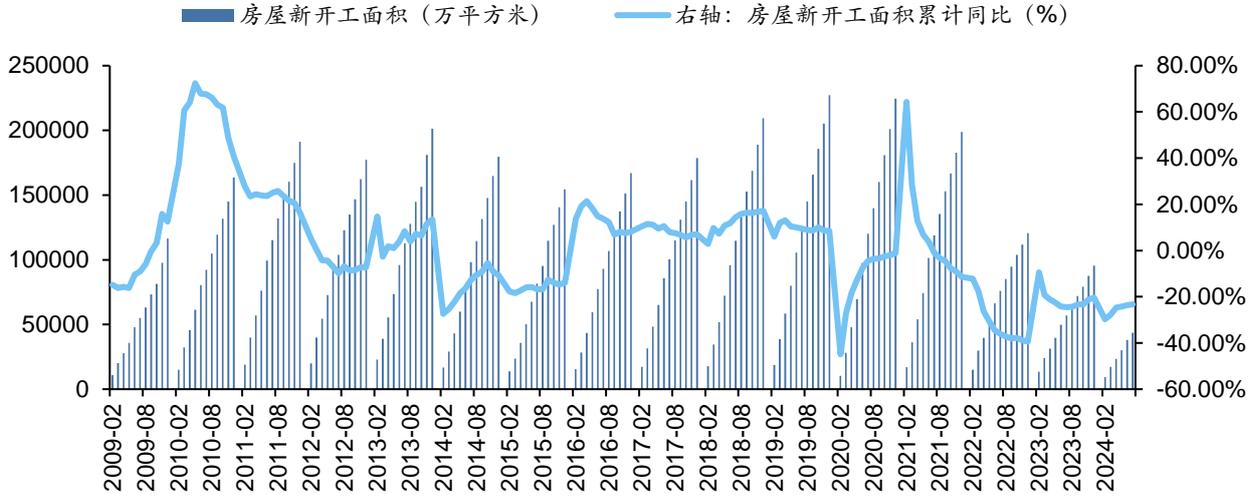
资料来源：中国工程机械工业协会，华安证券研究所

综合来看，我们认为 2024 年工程机械内需还是有望企稳甚至有可能出现回升，具体来看：

1) 地产链企稳回升：新建商品房情况不容乐观，但“三大工程”建设有望拉动工程机械设备开工。从工程机械行业的发展历史来看，很大一部分程度是受益于国内房地产行业的崛起。发展至今，房地产市场处于调整阶段。根据国家统计局数据，2023 年，全国房地产开发投资 110913 亿元，比上年下降 9.6%；其中，住宅投资 83820 亿元，下降 9.3%。从房屋新开工面积情况来看，2024 年 7 月累计新开工面积同比下降 23.20%，房地产开发投资持续承压，预计 2024 年新建商品房的情况仍不太乐观。但另一方面，全国住房城乡建设工作会议及 2024 年两会工作报告多次强调保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工

程”。“三大工程”建设是房地产发展新模式的关键环节，同样有望拉动工程机械设备开工，对冲新建住房开工面积下降带来的不利影响。

图表 22 房屋新开工面积累计同比情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

2) 基建改善：从政策端来看，《2024 年政府工作报告》中一方面提到“发挥好政府投资的带动放大效应，重点支持科技创新、新型基础设施、节能减排降碳，加强民生等经济社会薄弱领域补短板，推进防洪排涝抗灾基础设施建设”，另一方面继续推进城中村改造——“推进‘平急两用’公共基础设施建设和城中村改造”。从资金端来看，公共预算支出、专项债券、超长期特别国债等政策工具形成一套“组合拳”——“拟安排地方政府专项债券 3.9 万亿元（相比去年上升 1000 亿）”、“拟连续几年发行超长期特别国债，今年先发行 1 万亿元”、“赤字率拟按 3% 安排，赤字规模 4.06 万亿元”等。综合来看，2024 年两会政府工作报告从政策端和资金端都对基建工作给予了大力支持，而这必然对整个工程机械行业起到提振作用。

根据国家统计局数据，基础设施投资持续改善。2024 年 1-8 月基础设施建设投资同比增长 7.87%，基础设施建设投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长 4.4%。

图表 23 基建固定资产投资（不含电力）完成额累计同比情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

3) 设备更新升级——设备更新政策+环保排放升级驱动

➢ 设备更新政策

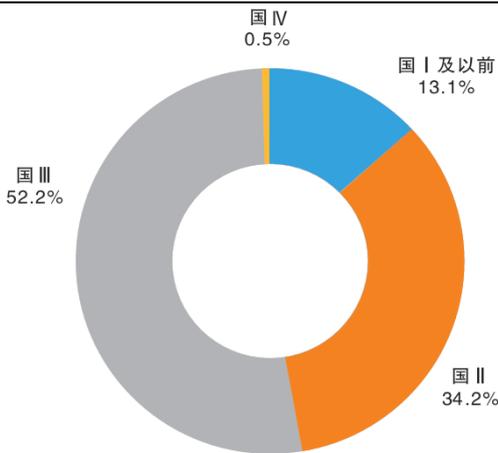
政策端方面，2024年3月13日国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，要求推动大规模设备更新和消费品以旧换新，未来政策端有望进一步印发更为详细的行业行动方案，有望促进老旧工程机械设备更新换代。2024年7月24日，国家发改委和财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知，统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。

除此之外，从产品设备更新的角度来看，以三一官网挖掘机的工作时长10000h为标准，根据2014年-2023年中国地区小松挖掘机月度开机小时数来看，每年挖掘机的工作时长大约在1000-1600h之间，取平均值为1300h/年，由此测算挖掘机的设备更新周期约为8年。但在使用时，实际寿命取决于机型、使用工况、工作强度、维护状况等因素，存在8-10年机型仍没有替换的情况。2015年为第二波上行周期的起点，以8年/9年的设备更换周期来算，目前已经进入设备的替换周期。

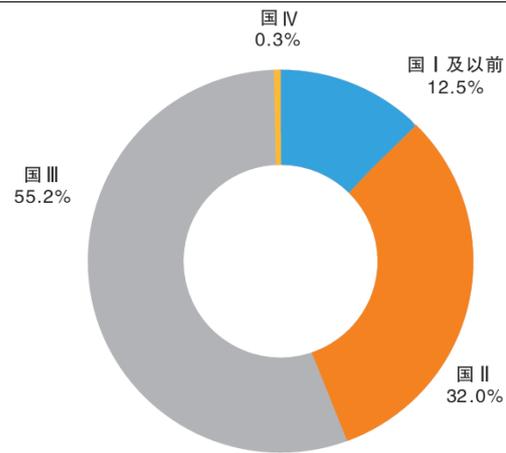
➢ 环保排放升级驱动

工程机械行业排放标准升级是必然趋势，“国四”排放标准有利于加速老旧设备更新换代。根据《中国移动源环境管理年报2023年》数据，从2022年工程机械的排放量来看，国II和国III机型是目前市场主流型号，但国I及以前机型占比也仍有10%以上。具体来看，在HC排放量构成中，国I及以前机型占比13.1%、国II占比34.2%、国III占比52.2%、国IV占比仅0.5%；在NOx排放量构成中，国I及以前机型占比12.5%、国II占比32.0%、国III占比55.2%、国IV占比仅0.3%；在PM排放量构成中，国I及以前机型占比14.0%、国II占比27.2%、国III占比58.7%、国IV占比仅0.1%。而2023年整体行业需求下行，“国四”机型切换的进度仍然较慢，因此在此轮设备更新的带动之下有望加速切换新机型。

图表 24 按排放标准划分的工程机械 HC 排放量构成



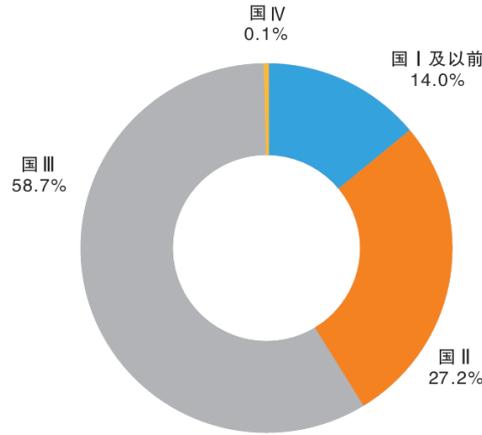
图表 25 按排放标准划分的工程机械 NOx 排放量构成



资料来源：中国移动源环境管理年报2023年，华安证券研究所

资料来源：中国移动源环境管理年报2023年，华安证券研究所

图表 26 按排放标准划分的工程机械 PM 排放量构成



资料来源：中国移动源环境管理年报 2023 年，华安证券研究所整理

2.2 出口方面：市场整体景气延续，国内厂商势头火热

中国是全球最大的工程机械市场，占据了全球市场份额的三分之一以上。但一方面，随着其他国家基建的不断推进，东南亚、非洲等新兴市场已成为工程机械的重要市场；另一方面，欧美成熟国家需求稳定且存在存量更新市场，随着国内整机厂产品的迭代更新及后市场服务的提升，因此欧美市场也仍有较大的发展机遇。除此之外，国外环保节能需求也在逐步提升，而国内厂商的电动化进程也处于行业前列。因此，从需求端看，海外市场需求饱满，空间较为广阔，成为国内行业厂商发展的主要增长动力。从供给端看，国内工程机械厂商近年来加速海外布局，积极推进国际化战略。因此，可以明显的发现近年来国内工程机械整机厂商海外营收占比有明显提升。

图表 27 近年来国内工程机械整机厂商海外营收占比有明显提升

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
柳工	28.79%	21.63%	19.03%	17.71%	14.69%	20.85%	32.80%	41.65%
三一重工	42.06%	32.08%	27.07%	21.02%	17.32%	26.35%	48.62%	59.93%
中联重科	10.81%	10.16%	12.51%	8.24%	5.89%	8.62%	24.00%	38.04%
徐工机械	16.43%	11.36%	13.27%	12.58%	8.26%	15.35%	29.67%	40.09%

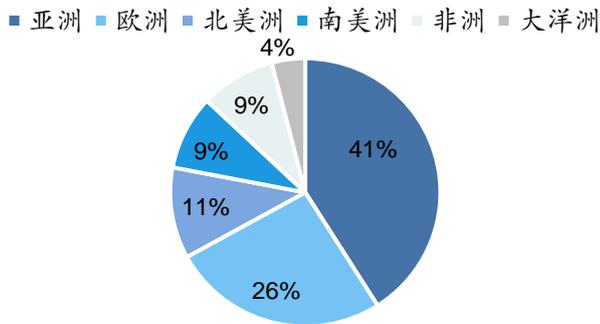
资料来源：Wind，华安证券研究所

工程机械出口持续增长，俄罗斯、印度及非洲拉美国家增速较高。据海关总署数据整理，2023 年我国工程机械产品出口达 485.52 亿美元，同比增长 9.59%。

1) 按各大洲来分，亚洲出口金额最高，金额达 196.49 亿元，占比 41%，同比增长 7.61%；出口欧洲 126.89 亿美元，同比增长 22.2%；出口北美洲 51.2 亿美元，同比下降 7.21%；出口南美洲 45.38 亿美元，同比增长 10.1%；出口非洲 44.75 亿美元，同比增长 15.6%；出口大洋洲 20.78 亿美元，同比下降 3.17%。

2) 对主要区域来看, 俄罗斯联邦、美国、印度尼西亚、日本、澳大利亚、印度出口额居前六。其中对俄罗斯联邦出口额 60.58 亿美元, 同比增长 66.5%, 占出口总额的 12.48%; 对印度出口额 17.8 亿美元, 同比增长 20.3%, 占总出口额的 3.67%; 而非洲拉美各国汇总来看, 对非洲拉美出口额 90.13 亿美元, 同比增长 12.8%, 占总出口额的 18.56%。以上这些区域是在全球经济低迷情况下, 支撑国内工程机械出口的重要动力。

图表 28 2023 年我国工程机械出口到各大洲统计



资料来源: 中国工程机械信息网, 华安证券研究所

图表 29 2023 年我国工程机械出口国别 (地区) 前二十

国别 (地区)	出口额 (万美元)	同比 (%)	国别 (地区)	出口额 (万美元)	同比 (%)
俄罗斯联邦	605834	66.50	韩国	103826	-7.21
美国	427945	-7.51	泰国	103067	-9.72
印度尼西亚	230965	-15.00	荷兰	96578	30.80
日本	183433	-7.41	越南	92926	-35.70
澳大利亚	179514	-2.95	菲律宾	92857	4.94
印度	177998	20.30	马来西亚	92078	10.80
巴西	146727	-4.87	墨西哥	91602	62.90
比利时	126238	-13.20	阿联酋	87425	51.70
沙特阿拉伯	123976	37.80	英国	85863	-6.29
土耳其	113480	88.00	加拿大	84243	-5.70

资料来源: 中国工程机械信息网, 华安证券研究所

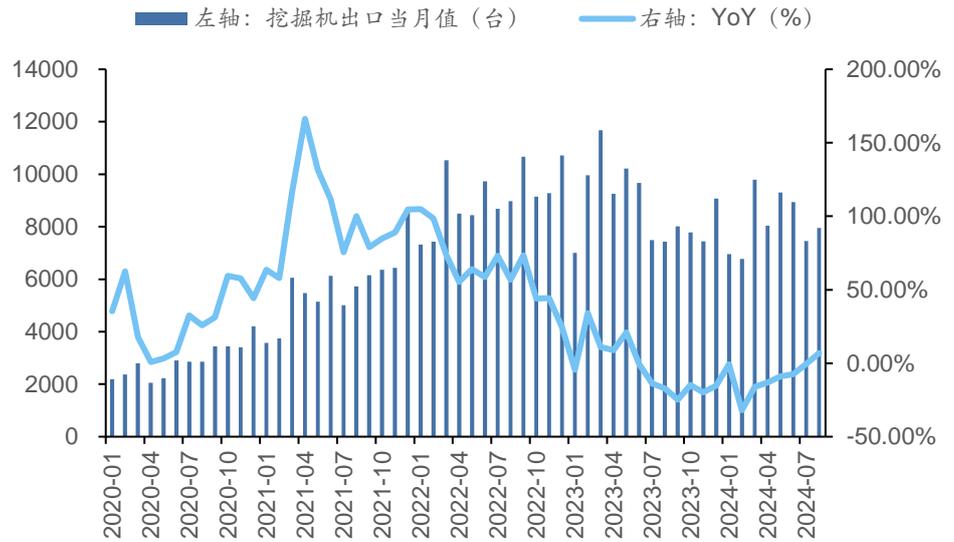
具体来看细分品类, 根据中国工程机械网数据统计, 按 2023 年出口额排序来看: 挖掘机主要出口国别有俄罗斯、比利时、印度尼西亚、美国、土耳其、沙特阿拉伯、菲律宾、越南、英国、荷兰等; 装载机主要出口国别有俄罗斯、美国、比利时、巴西、澳大利亚、哈萨克斯坦、沙特阿拉伯、印度尼西亚、南非等。

国内工程机械厂商海外发展势头较猛, 与国际巨头分庭抗礼。以东南亚市场来看, 根据第一工程机械网数据, 2022 年亚太地区市场卡特彼勒、小松、三一重工和徐工机械的市占率分别为 15.6%、7.8%、11.0%和 14.3%。从这一数据中, 可以发现, 国内工程机械厂商开拓东南亚市场势头迅猛, 份额已经超过小松, 正逐渐靠近国际巨头卡特彼勒。

➤ 为进一步探究主力品类挖掘机和装载机最新的出口状况, 我们拉取每月的出口数据进行分析, 可以发现:

2024 年 8 月当月挖掘机出口销量同比为正, 挖掘机出口累计销量同比阶段性承压, 国内厂商多年布局处于收获期。根据中国工程机械工业协会数据, 2024 年 8 月, 国内挖掘机出口 7953 台, 同比增长 6.95%; 2024 年 1-8 月, 累计出口 65215 台, 同比下降 10.3%。由于前期高基数叠加疫情恢复, 海外供应链恢复, 因此自 2023 年 6 月以来, 挖掘机每月出口数据同比均为负值。但从国内工程机械领军企业的业绩表现来看, 海外市场已成为重要发力点, 通过多年持续的国际化布局, 三一重工、柳工、中联重科和徐工机械等头部企业海外营收和订单均呈现高增速, 以产品优势持续获得海外市场份额。

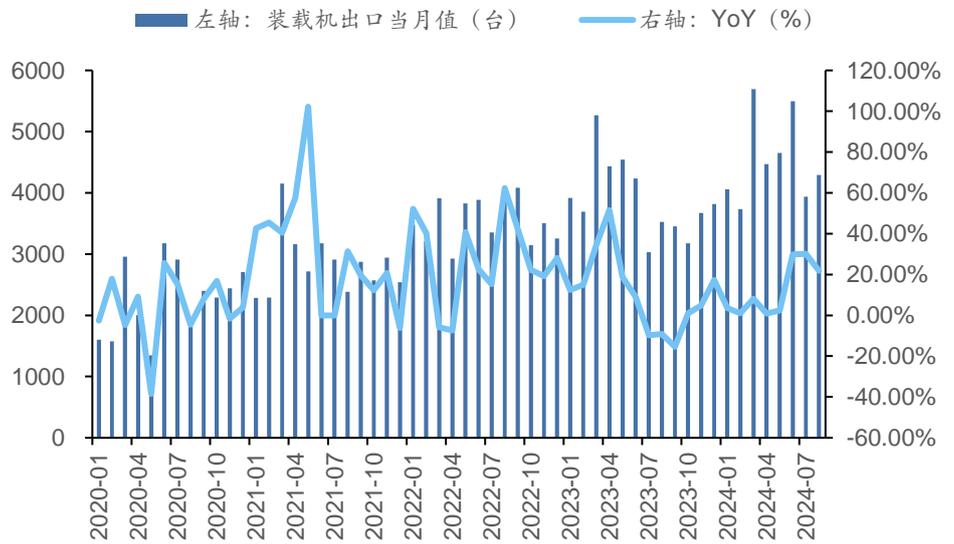
图表 30 2024 年 8 月，国内挖掘机出口同比增长 6.95%



资料来源：Wind，华安证券研究所整理

装载机海外市场持续火热，8 月同比数据增长 21.8%。根据中国工程机械工业协会数据，2024 年 8 月，国内装载机出口销量 4293 台，同比增长 21.8%；2024 年 1-8 月，共出口装载机 36338 台，同比增长 9.33%。在连续经历了几年海外强需求后，仍能保证出口数据亮眼，不仅体现了海外市场的需求较大，也说明了国内厂商产品的强竞争力。

图表 31 2024 年 8 月，装载机出口同比数据增长 21.8%



资料来源：Wind，华安证券研究所整理

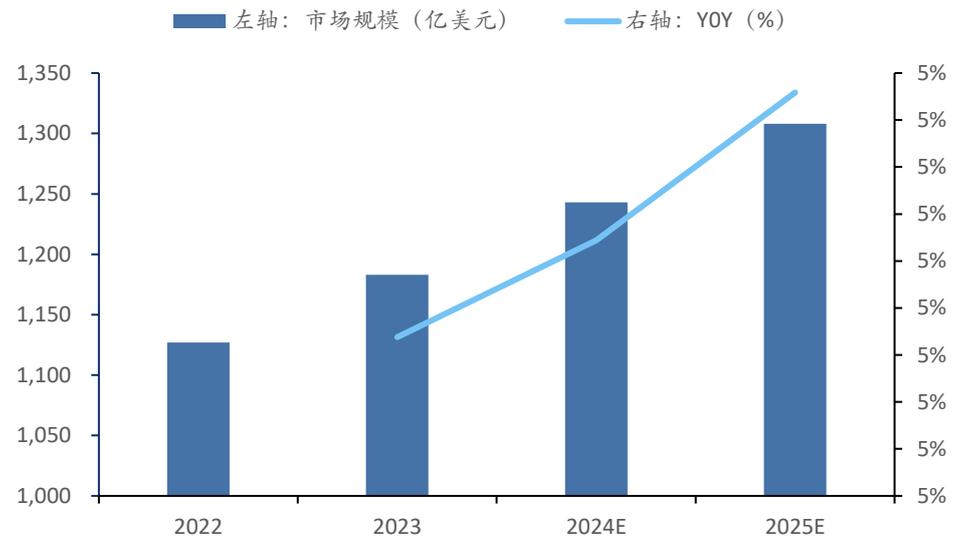
3 新兴业务加速发展，海外市场前景广阔

深耕行业多年，公司多类产品处于全球及国内领先地位。根据公司 2023 年年报，公司产品中汽车起重机、随车起重机、压路机等 16 类主机位居国内行业第一；公司起重机械、移动式起重机、水平定向钻持续保持全球第一；桩工机械、混凝土机械稳居全球第一阵营；道路机械、随车起重机、塔式起重机保持全球第三；高空作业平台进位至全球第三；矿山露天挖运设备保持全球第五，挖掘机位居全球第六、国内第二，装载机跃升至全球第二、国内第一。向未来看，我们认为公司传统工程机械产品业务有望随着行业复苏加速发展，而新兴业务和海外市场方面也具备较大发展空间。

3.1 新增长点一：矿机市场潜力较大，公司业务布局完善

矿机市场空间较大，增长态势明显。从全球市场上看，根据天津西青统计预测，全球矿山机械市场从 2022 年的 1127 亿美元增长到 2025 年的 1308 亿美元人民币，年均复合增长率（CAGR）达到 5% 以上。其增长主要受到全球矿产资源需求增加的驱动，尤其是基础设施建设、能源需求和工业生产等领域的推动，同时发达国家和新兴经济体均在扩大矿产开采和加工的投入，以满足经济发展的需要。

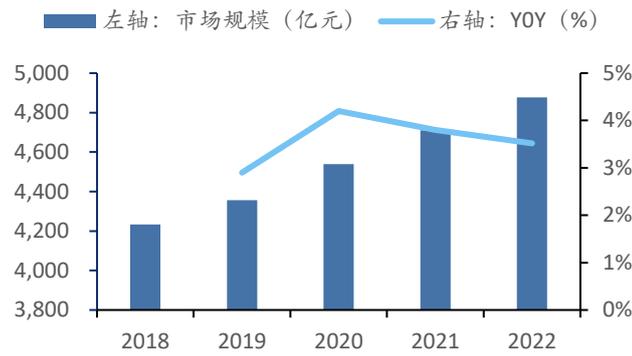
图表 32 近年全球矿山机械市场规模及增长率情况



资料来源：天津西青公众号，华安证券研究所

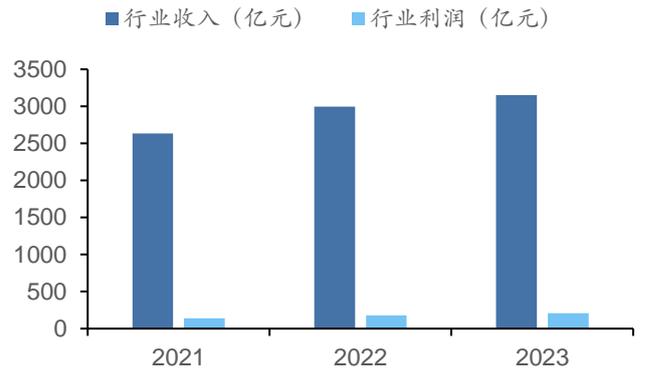
从中国市场上看，根据观研天下报告，矿山机械市场规模从 2018 年的 4232.94 亿元人民币增长到 2022 年的 4876.92 亿元人民币。同时，行业收入与利润均有不同程度增长，根据中国重型机械工业协会，2023 年矿山机械行业收入与利润分别为 2351 亿元/210 亿元。其增长主要得益于国内基础设施建设和矿产资源开发的持续推进，以及政府对矿山机械行业的政策支持，为市场提供了有力的保障。

图表 33 近年中国矿山机械市场规模



资料来源：观研天下，华安证券研究所

图表 34 近年中国矿山机械行业收入与利润情况



资料来源：中国工程机械信息网，华安证券研究所

矿机业务竞争激烈，全球市场集中度较高。全球矿山机械市场由几家大型跨国公司主导，如卡特彼勒 (Caterpillar)、小松 (Komatsu)、日立建机 (Hitachi Construction Machinery) 和山特维克 (Sandvik)。这些公司凭借其先进的技术、广泛的产品线和强大的品牌影响力，在市场上占据主导地位。其中全球前两大制造商卡特彼勒和小松的市场份额超过 50%，市场集中度较高；中国矿山机械市场除了全球巨头之外，还有一些本土企业在矿山机械市场上表现出色，如徐工集团、三一重工、中联重科、中信重工和北方重工，国内矿山机械行业市场化竞争较为充分，行业集中度较低。

图表 35 主要公司矿山机械设备主要销售地区对比

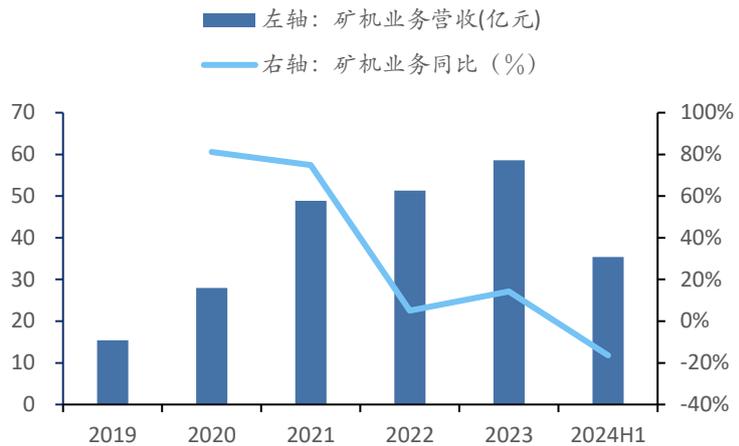
公司	矿山机械设备主要销售地区
卡特彼勒	北美、南美、亚太 (中国和澳大利亚)、非洲
小松	北美、亚洲
日立建机	北美、东南亚
山特维克	澳大利亚、加拿大
徐工集团	印度尼西亚、澳大利亚、中国
三一重工	巴西、印度、泰国、北美、欧洲、中国
中联重科	南美洲、非洲、中国
中信重工	南美洲 (如智利、秘鲁)、非洲 (如南非、刚果)、东南亚 (如印度尼西亚)、中国

资料来源：公司官网，百度百科，第一工程机械网，华安证券研究所

公司矿机业务布局完善，营收增长明显。徐工矿机布局方面，徐工矿机成立于 2015 年 10 月，2018 年 8 月徐工矿业机械脱离挖掘机械事业部开始独立运营，2019 年 12 月徐工矿业机械智能化制造基地正式投产运营，2023 年，徐工推出了 XE690DK 矿用挖掘机、XDR80TE-AT 自主电动自卸卡车和 XDE240 矿用自卸卡车，设备涵盖了矿山作业的全周期，从钻探到物流，都能提供高效的解决方案，此外徐工的无人矿山解决方案也在快速发展，利用 5G 和数字孪生技术，实现了矿山设备的自主化和智能化操作。

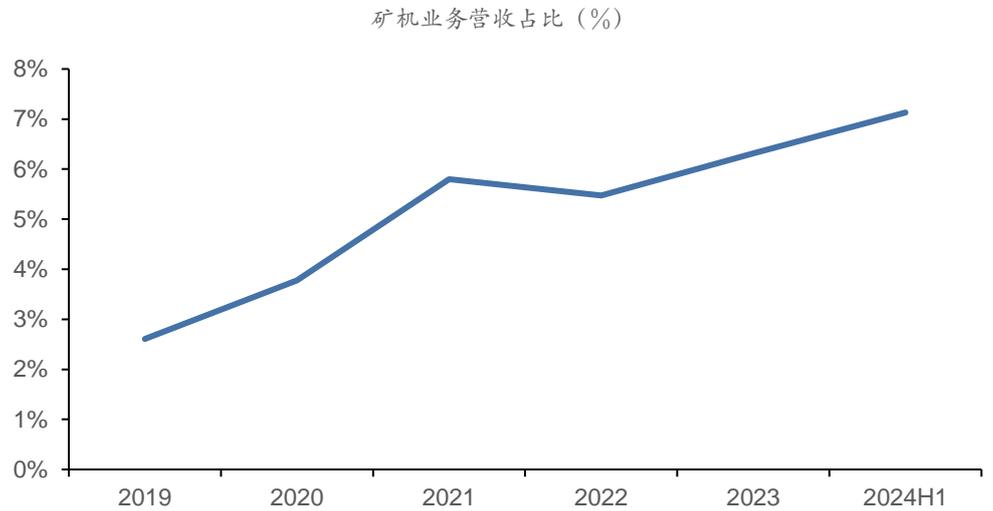
营收方面，2019-2023 年，徐工矿机营业收入由 15.43 亿元增长至 58.61 亿元，CAGR 达 39.61%，2024H1 营收 35.4 亿元，占比为 7.13%，矿机业务成为徐工营收的新增长点。

图表 36 公司矿机业务营收以及同比情况



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所整理

图表 37 公司矿机业务营收占比情况

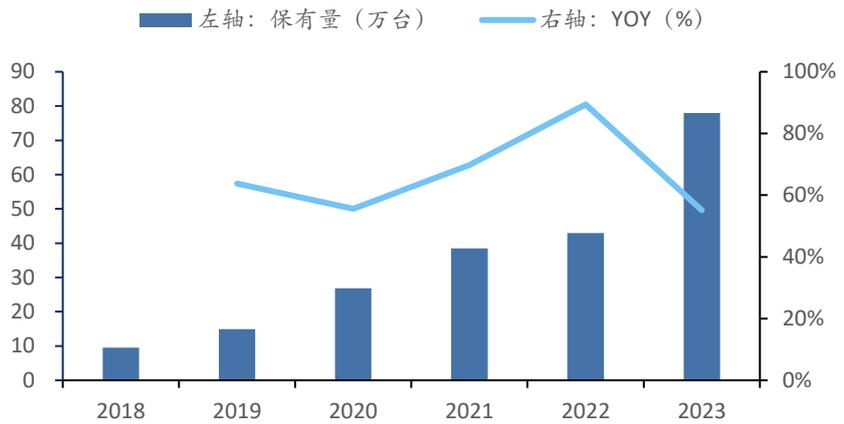


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所整理

3.2 新增长点二：高机产品线齐全，领跑国内企业

高空作业平台市场增长明显，国内人均保有量较低。从保有量上看，高空作业平台市场呈现出显著的增长趋势，特别是中国和美国，根据观研报告网，中国高空作业平台的保有量在 2018 年仅为 9.5 万台，但到 2023 年迅速增长至 78 万台，CAGR 为 52.36%，这表明中国市场对于高空作业平台的需求极其旺盛，主要系建筑业、制造业和维修服务行业的快速发展，以及安全意识的提高。

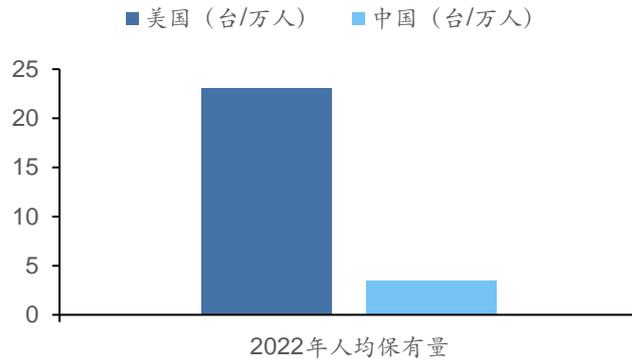
图表 38 中国高空作业设备保有量情况 (万台)



资料来源：观研报告网，华安证券研究所整理

对标美国市场，美国的人均保有量为 23.12 台/万人，而中国仅为 3.45 台/万人，这意味着未来中国市场仍有很大的增长空间，特别是在三线及以下城市和农村地区，随着经济的发展和城镇化进程的推进，这些地区对于高空作业平台的需求将逐步释放。

图表 39 美国/中国高空作业设备人均保有量 (2022 年)

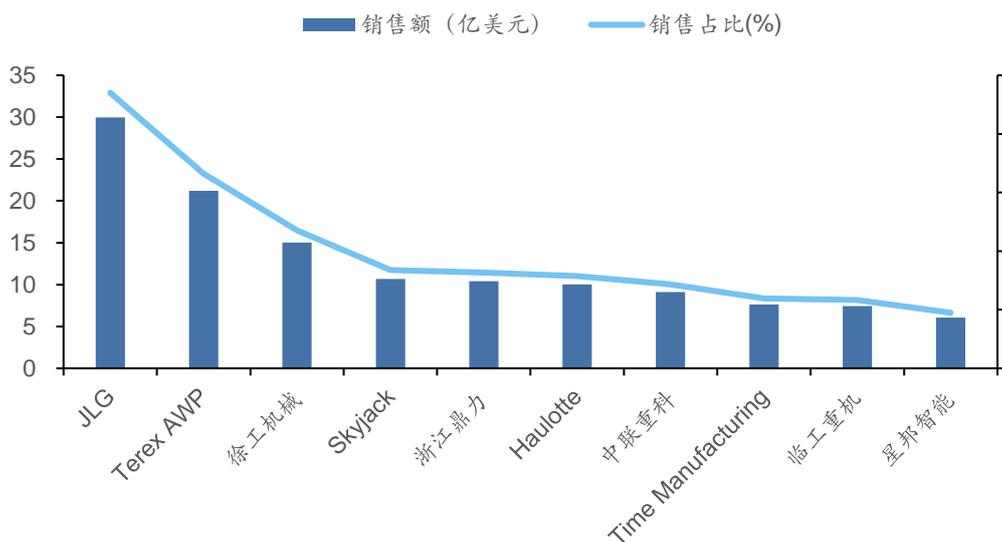


资料来源：中金企信，华安证券研究所整理

高机市场集中度较高，徐工领跑国内企业。全球高空作业平台市场由几家大型制造商主导，根据《Access International》杂志 2023 年数据，JLG 以 29.99 亿美元的销售额位居全球第一，Terex AWP 紧随其后，销售额为 21.18 亿美元，两家企业的合计市场份额接近 35%，市场集中度较高。

中国企业在全球高空作业平台市场中也占据重要地位，徐工机械以 15.02 亿美元的销售额排名第三，展示了其在全球市场中的强劲竞争力。浙江鼎力和中联重科分别以 10.42 亿美元和 9.12 亿美元的销售额位列第五和第七。这些企业的崛起标志着中国制造在高空作业平台领域的显著进步。

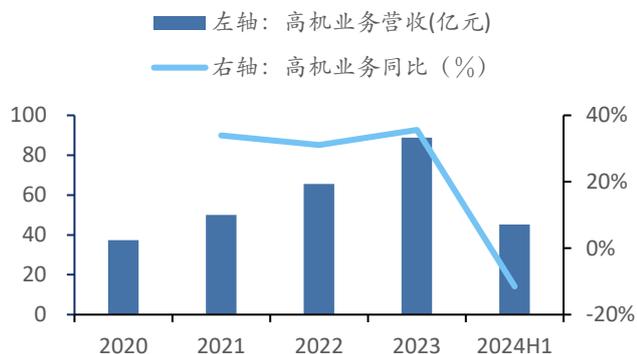
图表 40 2023 年主要企业高空作业平台设备销售额及占比



资料来源:《Access International》, 华安证券研究所

高机产品线齐全, 营收快速增长; 徐工高机布局方面, 2016 徐工高空作业平台产业正式成立, 2019 年徐工高空作业平台新厂区正式运营, 2021 年公司发布“灵云”K 系列高空作业平台产品, 2023 年徐工高空作业平台蝉联中国第一、全球第三。2024 年徐工机械的高空作业平台产品系列进一步丰富, 包括直臂式和曲臂式移动升降工作平台, 展现了其在产品创新和市场拓展方面的持续努力。未来, 随着全球对环保和智能化要求的提高, 徐工机械在高空作业平台领域的电动化和智能化布局有望进一步增强其市场竞争力, 推动企业持续高质量发展。**营收方面,** 高机营业收入从 2020 年 37.3 亿到 2023 年的 88.83 亿, 营收占比则从 5.04% 上升至 9.57%, 2024 年 H1 营收约 45.27 亿元, 营收占比 9.12%。高机业务随着行业周期回升, 有望实现营收新增长。

图表 41 近年高空作业平台营收及同比



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

图表 42 近年高空作业平台营收占比



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

3.3 新增长点三：持续深耕国际市场，海外业务稳定增长

公司深耕国际化发展布局，出海能力持续增强。近年来，国内工程机械下行周期明显，徐工作为行业领军企业，更加重视国际化发展布局。徐工已经由最初贸易出口的“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。根据公司 2024 年半年报，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。2024 年公司在日本、马来西亚等国家成立了贸易类子公司。

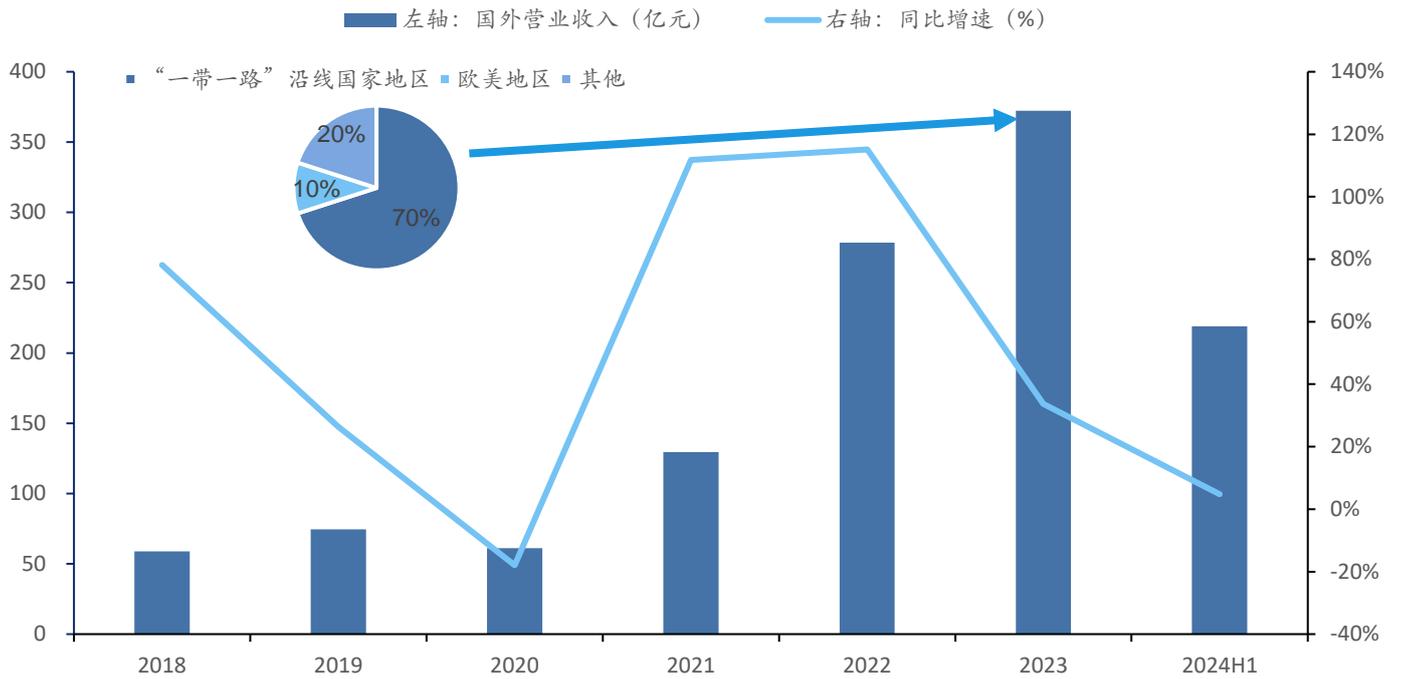
图表 43 徐工海外布局发展

时间	事件
1992	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
1995	100 台 CA25 振动压路机批量出口美国
1997	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
2005	XCG200-7、XCG210LC-7E、XCG240-7E、XCG220LC-7E，4 种品种挖掘机通过欧盟 CE 认证
2011	徐工总价值 48.42 亿元设备出口委内瑞拉
2012	徐工并购荷兰 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；建设徐工巴西制造基地
2013	德国杜塞尔多夫的徐工欧洲研究中心落成；徐工欧洲采购中心成立运行
2014	徐工首个海外全资子公司巴西制造基地竣工投产；位于美国明尼苏达州的徐工美国研究中心成立运行；在乌兹别克斯坦组建合资公司 UzXCMG
2015	2015 年徐工并购的德国施维英公司在亏损两年后于 2015 年实现盈利
2016	徐工集团推出 14 项全球公益项目，坚定走国际化、精准化特色公益之路，树立海外品牌形象
2017	2 亿欧元的海外项目，拿下中国大型成套矿业装备出口最大单
2018	徐工 650 吨级全地面起重机出口摩洛哥，成为中国出口海外最大吨位的全地面起重机
2019	徐工“世界第一吊”4000 吨级履带式起重机在沙特成功，一举吊起 1926 吨巨塔
2020	徐工巴西银行正式投入运营
2021	徐工机械出资 9900 万美元设立徐工美国公司及下属子公司
2023	公司分别在英国、新加坡、沙特、阿联酋、越南国家成立销售子公司
2024	徐工电动矿卡 XDR80TE、纯电动装载机 XC968-EV 和 XC975-EV 等绿色新能源产品亮相土耳其最大的工程机械展 KOMATEK 展览会

资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

公司海外业务收入稳定增长，海外市场分布广泛。营收上看，2018 年海外营收仅为 58.94 亿，到 2023 年公司海外实现营收 372.2 亿，国际化收入占比达 40%，复合增长率 CAGR 为 44.57%。2024 年 H1 海外实现营收 219.01 亿元，同比增加 4.8%。分区域看，目前，公司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，“一带一路”沿线国家和地区为公司主要出口区域，2023 年占总出口金额为 70% 左右，欧美区域销售收入占比例约为 10%。

图表 44 徐工国外营业收入、同比增速变化及 2023 年海外各地区营收占比



资料来源: ifind, 投资者关系活动记录表, 新浪财经, 中国一带一路, 华安证券研究所整理

4 投资建议

4.1 基本假设与营业收入预测

基本假设:

➤ 土方机械:

(1) 考虑到挖掘机等产品内销筑底,而海外市场随着经济和基建恢复,叠加国内厂商的强竞争力,工程机械厂商出海势头迅猛;假设 2024-2026 年该业务增速分别为 8%/10%/12%;

(2) 毛利率方面,延续之前趋势,公司该业务 2024-2026 年毛利率水平均有所提升。

➤ 起重机械:

(1) 起重设备广泛应用于工程建设、工业生产、物流运输、港口码头、能源开发等领域,是国民经济的重要支柱产业之一。国内制造业持续发展,但 2024 年内销承压,而海外市场依旧火热,综合来看假设 2024 年营收下降 12%,考虑到公司的强竞争力,假设 2025-2026 年营收分别增长 5%/8%;

(2) 毛利率方面,考虑到公司产品高端化及严控成本,延续之前趋势,假设 2024-2026 年小幅增长。

➤ 混凝土机械:

(1) 根据中商研究所预测,2024 年国内工程机械营收总规模 8766 亿元,考虑到行业周期 2024 年见底,假设国内工程机械市场规模 2025-2026 年分别增长 5%/8%;

(2) 根据中国路面机械网数据,2019 年混凝土机械占工程机械行业比重为 17%,但考虑到近几年工业车辆受物流业和制造业发展驱动,国内外销量迅猛提升,因此预计混凝土机械占工程机械行业比重会逐步减少,但 2025-2026 年考虑到混凝土行业的稳步发展,但结合工程机械行业整体上行,预计占整个工程机械的比重预计保持不变;

(3) 徐工深耕混凝土行业多年,核心竞争力不断增强,市占率稳步提升;

(4) 毛利率方面,延续前期提升趋势,假设 2024-2026 年小幅提升。

➤ 工程机械备件:

(1) 备件业务随着其他产品稳健发展,根据 2024 年中报同比增速,该业务总体发展势头较好,假设 2024-2026 年均增长 20%;

(2) 毛利率方面,延续前期提升趋势,假设 2024-2026 年小幅增长。

➤ 其他业务:

(1) 其他业务包括高空作业机械、矿业机械、道路机械和桩工机械;高空作业机械整体行业发展势头较好,公司也积极布局该业务出海,假设 2024-2025 年增速均为 15%,而 2026 年考虑到该业务基数变大,假设增速为 10%。矿业机械市场需求旺盛,公司产品积极推广,考虑到矿机成长性较大,假设 2024-2026 年该业务增速分别为 35%/30%/25%。道路机械总体发展稳定,结合 2024 年上半年增速,假设 2024-2026 年增速为 5%。桩工机械受宏观环境影响,预计 2024 年该

业务有所下滑，假设下滑 15%，而 2025 年和 2026 年随着行业周期见底回升，该业务增速均为 10%。

(2) 毛利率延续之前趋势，2024-2026 年小幅上涨。

图表 45 公司营业收入预测

公司业务分拆 (单位: 亿元)		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
土方机械	营业收入	236.39	225.60	243.65	268.02	300.18
	同比 (%)		-5%	8%	10%	12%
	毛利率 (%)	25%	26%	26%	27%	27%
起重机械	营业收入	238.60	211.87	186.44	195.77	211.43
	同比 (%)	-12%	-11%	-12%	5%	8%
	毛利率 (%)	20%	23%	23%	23%	24%
混凝土机械	营业收入	95.02	104.25	108.98	118.76	132.93
	同比 (%)		10%	5%	9%	12%
	毛利率 (%)	16%	18%	19%	20%	21%
工程机械备件	营业收入	133.29	166.54	199.85	239.82	287.78
	同比 (%)	-30%	25%	20%	20%	20%
	毛利率 (%)	13%	18%	19%	20%	20%
其他	营业收入	234.88	220.21	250.77	294.77	337.57
	同比 (%)		-6%	14%	18%	15%
	毛利率 (%)	21%	24%	25%	27%	28%
合计	营业收入	938.17	928.48	989.70	1117.13	1269.89
	同比 (%)	11%	-1%	7%	13%	14%
	毛利率 (%)	20%	22%	23%	24%	25%

资料来源: 华安证券研究所预测

4.2 估值和投资建议

我们看好徐工机械各类产品在国内及海外市场的持续发展，预计公司 2024-2026 年分别实现收入 989.70/1117.13/1269.89 亿元，同比增长 6.6%/12.9%/13.7%；实现归母净利润 64.70/83.18/105.26 亿元，同比增长 22%/29%/27%；2024-2026 年对应的 EPS 为 0.55/0.70/0.89 元。公司当前股价对应的 PE 为 14/11/9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

我们选取国内工程机械整机厂商中市值超过 200 亿（以 2024 年 9 月 25 日收盘价计算）的公司柳工、中联重科、三一重工、浙江鼎力及杭叉集团作为可比公司，从估值角度来看，徐工机械在国内工程机械整机厂中估值水平较低，考虑到行业周期上行时，公司有望充分受益。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 46 可比公司估值比较

公司	代码	2024/9/30	EPS (元)				PE (倍)				投资评级
		股价 (元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
三一重工	600031.SH	18.88	0.53	0.69	0.96	1.18	35.34	27.43	19.66	15.98	买入
柳工	000528.SZ	12.50	0.44	0.75	1.02	1.32	28.51	16.68	12.21	9.48	买入
中联重科	000157.SZ	7.58	0.40	0.49	0.62	0.79	18.95	15.47	12.23	9.59	买入
徐工机械	000425.SZ	7.77	0.45	0.55	0.70	0.89	17.24	14.19	11.04	8.69	买入
浙江鼎力	603338.SH	59.26	3.69	4.23	5.07	6.03	16.07	14.03	11.69	9.83	未评级
杭叉集团	603298.SH	21.74	1.31	1.57	1.80	2.06	16.55	13.83	12.09	10.56	买入

资料来源: 同花顺 ifind 一致预期, 华安证券研究所预测

风险提示

- 1) 国内行业需求不及预期;
- 2) 海外市场拓展不及预期;
- 3) 应收账款回收风险;
- 4) 行业竞争加剧。

财务报表与盈利预测:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	111,060	128,398	133,459	153,405	营业收入	92,848	98,970	111,713	126,989
现金	23,371	24,912	28,120	31,965	营业成本	72,064	76,037	84,926	95,528
应收账款	43,715	51,889	52,965	59,268	营业税金及附加	442	408	460	523
其他应收款	1,923	2,050	2,314	2,631	销售费用	6,702	7,125	8,008	8,977
预付账款	1,677	1,787	2,018	2,293	管理费用	6,705	7,049	7,844	8,790
存货	32,378	39,236	38,423	46,314	财务费用	726	569	670	768
其他流动资产	7,995	47,760	48,043	57,248	资产减值损失	1,471	1,758	1,763	2,037
非流动资产	50,935	57,537	65,538	74,744	公允价值变动收益	179	0	0	0
长期投资	4,510	4,735	4,972	5,221	投资净收益	(4)	(3)	(3)	(3)
固定资产	22,510	27,065	32,151	37,917	营业利润	5,640	6,798	8,784	11,083
无形资产	7,374	8,829	10,543	12,560	营业外收入	96	124	99	106
其他非流动资产	16,541	16,907	17,871	19,045	营业外支出	59	99	111	90
资产总计	161,995	185,935	198,997	228,149	利润总额	5,678	6,823	8,771	11,099
流动负债	86,366	103,946	108,831	127,636	所得税	442	462	594	752
短期借款	29,127	33,510	39,624	45,109	净利润	5,236	6,360	8,177	10,347
应付账款	46,552	56,802	53,980	65,398	少数股东损益	(90)	(110)	(141)	(179)
其他流动负债	10,687	13,634	15,227	17,128	归属母公司净利润	5,326	6,470	8,318	10,526
非流动负债	18,142	18,142	18,142	18,142	EBITDA	10,664	9,079	11,329	13,983
长期借款	12,515	12,515	12,515	12,515	EPS (元)	0.45	0.55	0.70	0.89
其他非流动负债	5,626	5,626	5,626	5,626					
负债合计	104,508	122,087	126,973	145,777					
少数股东权益	1,342	1,233	1,091	913	主要财务比率				
股本	11,816	11,816	11,816	11,816	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	16,395	18,285	20,714	23,787	成长能力				
留存收益	27,933	32,514	38,403	45,855	营业收入	-1.03%	6.59%	12.88%	13.67%
归属母公司股东权益	56,145	62,615	70,933	81,458	营业利润	10.97%	20.53%	29.21%	26.18%
负债和股东权益	161,995	185,935	198,997	228,149	归属于母公司净利润	23.67%	21.47%	28.56%	26.54%
					获利能力				
					毛利率(%)	22.38%	23.17%	23.98%	24.77%
					净利率(%)	5.74%	6.54%	7.45%	8.29%
					ROE(%)	9.74%	10.90%	12.46%	13.81%
					ROIC(%)	6.47%	7.08%	7.97%	8.74%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	64.51%	65.66%	63.81%	63.90%
					净负债比率(%)	31.78%	33.07%	33.35%	31.15%
					流动比率	1.29	1.24	1.23	1.20
					速动比率	0.91	0.86	0.87	0.84
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.57	0.58	0.59
					应收账款周转率	2.06	2.07	2.13	2.26
					应付账款周转率	1.41	1.47	1.53	1.60
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.45	0.55	0.70	0.89
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.47	0.57	0.80
					每股净资产(最新摊薄)	4.75	5.30	6.00	6.89
					估值比率				
					P/E	17.2	14.2	11.0	8.7
					P/B	1.6	1.5	1.3	1.1
					EV/EBITDA	12.70	15.40	12.88	10.83

资料来源: WIND, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张帆，华安机械行业首席分析师，机械行业从业2年，证券从业16年，曾多次获得新财富分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。