



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

老牌工程机械龙头焕新机，国际化+多元化领航成长

——徐工机械首次覆盖

买入 (首次)

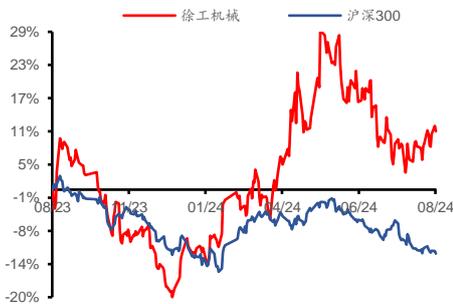
行业: 机械设备
日期: 2024年08月28日

分析师: 刘阳东
Tel: 021-53686144
E-mail: liuyangdong@shzq.com
SAC 编号: S0870523070002
分析师: 王亚琪
Tel: 021-53686472
E-mail: wangyaqi@shzq.com
SAC 编号: S0870523060007

基本数据

最新收盘价 (元)	6.69
12mth A 股价格区间 (元)	4.96-8.02
总股本 (百万股)	11,816.17
无限售 A 股/总股本	68.72%
流通市值 (亿元)	543.23

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

投资摘要

历史底蕴深厚，背靠徐工集团成长为工程机械行业龙头。徐工集团前身是1943年创建的华兴铁工厂，是中国工程机械产业奠基者和开创者，徐工机械作为集团唯一上市公司平台，承接集团优质产业资源。目前徐工机械是国内工程机械龙头企业，产品品种与系列齐全，涵盖起重机械、土方机械、混凝土机械、矿山机械和高空作业平台等，多项产品市占率领先。据英国 KHL 集团最新发布的全球工程机械制造商 50 强排行榜，徐工机械位居全球第四，在内资企业中排名第一，连续多年跻身全球行业第一阵营。

工程机械行业内需筑底企稳，全球化拓展仍是主旋律。1) 国内市场自 2021 年起因宏观经济增速放缓等因素进入下行调整期，2024 年行业周期或筑底企稳，近期边际改善信号明确，挖掘机和装载机内销数据逐月改善并实现正增长，随着更新替换窗口来临叠加大规模设备更新政策落地实施，国内工程机械行业有望开启新一轮上行周期。2) 近年来我国工程机械厂商积极开拓海外市场，完成从“产品出海”到“产业出海”的跨越，工程机械出口规模持续提升。2023 年，我国出口金额达到 785.52 亿美元，同比增长 9.59%。海外市场规模约国内 2 倍，市场开拓空间潜力大，国内企业持续推进全球化布局，随着产品品质提升，海外渠道布局日趋完善，服务后市场建设提速，国产品牌综合竞争力提升，海外市场渗透率有望延续增长。

体制焕新激发活力，国际化+多元化布局构建长期成长动力。近年来公司多项并举提高自身综合竞争力：1) 完成混改和集团优势资产整合，激发公司的运营活力和内生动力；建立中长期激励体系，助力公司长远发展。2) 公司做强传统优势产业，发展战略创新产业，保障长期成长动能，2023 年战略新兴产业收入增速近 30%，贡献占比超 20%，其中公司矿机和高机等新兴业务进展顺利，矿机/高机收入同比增长 14.17%/35.62%。3) 公司国际化布局实现由产品到人员再到资本“走出去”，进入到深耕本地化“走进去”，加速迈向高质量“走上去”阶段，现已形成海外营销、跨国并购、海外建厂和全球研发“四位一体”的国际化发展模式。2023 年公司境外销售收入达 372.20 亿元，同比增长 33.71%，海外收入占比达 40.09%。目前公司的全球市场份额仅 5.8%，随着全球战略布局体系不断深化，公司市占率有较大提升空间。

投资建议

徐工是国内工程机械龙头企业，随着国际化和多元化持续深化，我们预计 2024-2026 年公司实现营收分别为 1011.31/1132.20/1299.63 亿元，同比增长 8.92%/11.95%/14.79%；归母净利润分别为 64.61/79.82/99.43 亿元，同比增长 21.31%/23.53%/24.57%，当前股价对应 PE 为 12/10/8 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

市场需求不及预期风险、海外市场拓展不及预期风险、汇率波动风险、市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险等。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	92848	101131	113220	129963
年增长率	-1.0%	8.9%	12.0%	14.8%
归母净利润	5326	6461	7982	9943
年增长率	23.5%	21.3%	23.5%	24.6%
每股收益（元）	0.45	0.55	0.68	0.84
市盈率（X）	14.97	12.34	9.99	8.02
市净率（X）	1.42	1.32	1.21	1.05

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年08月27日收盘价）

目 录

1 工程机械行业老兵，混改焕发新活力	5
1.1 80 余年历史积淀，老牌徐工稳居龙头	5
1.2 混改释放经营活力，公司盈利能力持续提升	7
2 国内市场筑底企稳，全球化拓展仍是主旋律	9
2.1 国内周期筑底企稳，更新周期和政策共振	9
2.2 海外市场空间广阔，国产品牌走向全球	13
3 新徐工积厚成势，国际化+多元化谱新章	16
3.1 混改激发新活力，股权激励锚定高质量发展预期	16
3.2 多元化产品布局，守成出新打开成长空间	17
3.3 立足国际化主战略，持续全球布局提档升级	21
4 盈利预测与投资建议	24
5 风险提示：	25

图

图 1：公司历史沿革	5
图 2：2024 年工程机械全球前十名强份额	5
图 3：公司股权结构和下属公司情况	7
图 4：公司营业收入及增速（亿元、%）	7
图 5：公司归母净利润及增速（亿元、%）	7
图 6：徐工有限合并前的收入结构	8
图 7：徐工有限合并后的收入结构	8
图 8：公司毛利率与净利率变化情况	9
图 9：公司期间费用率变动情况	9
图 10：挖机行业周期复盘（万台）	10
图 11：中国基建投资额累计同比（%）	10
图 12：中国房地产投资完成额累计同比（%）	10
图 13：中国小松开工小时数数据（小时）	11
图 14：3-6 月庞源租赁塔吊吨米利用率降幅收窄	11
图 15：24M3-6 国内挖机销量同比转正（台）	11
图 16：6 月国内装载机销量同比+22.6%（台）	11
图 17：我国挖掘机 8 年保有量 169.8 万台（万台）	12
图 18：挖机更新需求测算（万台）	12
图 19：中国工程机械出口金额和同比（亿美元）	14
图 20：历年中国工程机械产品出口地区情况	14
图 21：挖掘机出口销量数据和同比变化（台）	15
图 22：部分工程机械品类的出口增速情况（%）	15
图 23：公司完成混改和资产重组前后的股权穿透图	16
图 24：公司起重机产品销售和市占率情况	18
图 25：2023 全球起重机制造商 10 强排行榜	18
图 26：公司矿山机械收入及同比变化（亿元）	19
图 27：公司高空作业机械收入及同比变化（亿元）	20
图 28：徐工农机产品图示	21

图 29: 徐工叉车产品图示.....	21
图 30: 公司全球化布局情况	23
图 31: 公司海外业务营收及同比 (亿元、%)	23
图 32: 徐工在海外营收占比持续提升.....	23

表

表 1: 公司主要的产品线情况.....	6
表 2: 上海市国二非道路机械更新补贴标准 (万元)	12
表 3: 2024 年 1-5 月主要出口国情况 (百万美元)	14
表 4: 2024 年 1-5 月各大洲市场情况 (百万美元)	14
表 5: 公司 2023 年限制性股权激励计划业绩考核目标	17
表 6: 徐工连续 5 年入选全球露天矿山挖运设备制造商榜单前 五强.....	18
表 7: 2022 全球高空作业机械制造商前 5 强情况.....	20
表 8: 徐工全球化布局进展	21
表 9: 公司并购海外标的介绍.....	22
表 10: 公司业绩拆分和盈利预测 (亿元)	24

1 工程机械行业老兵，混改焕发新活力

1.1 80 余年历史积淀，老牌徐工稳居龙头

脱胎于徐工集团，深耕厚植成长为工程机械龙头企业。徐工集团前身是 1943 年创建的华兴铁工厂，是中国工程机械产业奠基者和开创者，1989 年，徐工集团组建成立，成为国内行业首家集团公司。徐工机械成立于 1993 年，由徐州集团及其所属工程机械厂、装载机厂和营销公司合并出资组建，并于 1996 年在深圳证券交易所上市。徐工机械作为集团唯一上市公司，承接优质集团资源，2020 年，集团徐工有限完成混改并成功引资 210.56 亿；2022 年徐工机械吸收合并徐工有限旗下所有资产并完成重组整体上市，综合竞争实力不断提升。

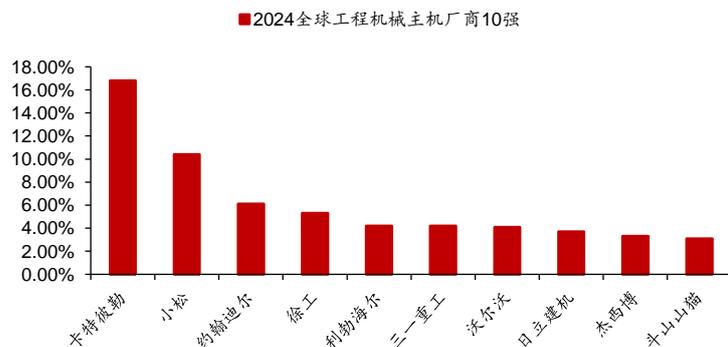
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，上海证券研究所

徐工 2023 年全球工程机械市场市占率达 5.3%，位居第四。英国 KHL 集团最新发布的 2024 全球工程机械制造商 50 强榜单中，徐工在全球工程机械市场的销售占比为 5.3%，位列全国第一，全球第四，连续多年跻身全球行业第一阵营。

图 2：2024 年工程机械全球前十强份额



资料来源：KHL，上海证券研究所

公司产品品类齐全，多项产品蝉联国内第一。公司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，产品包括土方机械、起重机械、桩工机械、混凝土机械、路面机械等传统支柱产业，以及矿业机械、高空作业平台、环卫机械、农业机械、港口机械、救援保障装备等战略新兴产业。2023 年公司产品中 16 类主机位居国内行业第一，其中起重机械保持全球第一；道路机械、随车起重机、塔式起重机、高空作业平台位列全球前三；挖掘机位居全球第六、中国第二；装载机跃升至全球第二、国内第一。

表 1：公司主要的产品线情况

产品领域	主要产品
起重机械	汽车起重机
	随车起重机
	履带式起重机
	塔式起重机
铲运机械	轮式装载机
	滑移装载机
	伸缩臂叉装机
	变形产品-装载机
土方机械	微型挖掘机
	小型挖掘机
	中型挖掘机
	大型挖掘机
	轮式挖掘机
桩工机械	矿用挖掘机
	旋挖钻机
	长螺旋钻机
	水平定向钻机
道路机械	单钢轮振动压路机
	双钢轮振动压路机
	轮胎压路机
	静碾滚筒压路机
路面机械	摊铺机
矿山机械	矿用挖掘机
	矿铰卡
	破碎筛分设备及备品备件
高空作业机械	高空作业平台
	高空作业车
其他产品	消防机械
	农机、叉车...

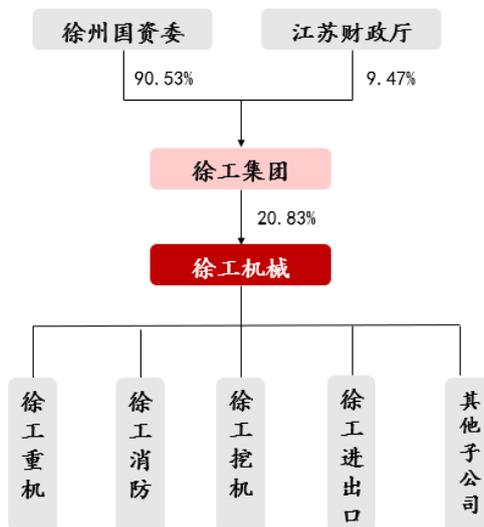
资料来源：公司公告，公司官网，上海证券研究所

公司实控人为徐工集团，混改注入新活力。公司于 2022 年完成混改并实现徐工集团核心主业整体上市，控股股东由“徐工有限”变更为“徐工集团”。截至 2023 年底，徐工集团持有公司 20.83% 股权。

公司下属全资子公司和控股子公司众多。公司下属全资子公司和控股子公司超 40 家，涉及业务众多，覆盖工程机械产品生产制造、贸

易、销售、技术服务、资产租赁等。公司的主要全资子公司包括徐州重型机械有限公司、徐州徐工挖掘机械有限公司、徐州工程机械集团进出口有限公司等。

图 3：公司股权结构和下属公司情况

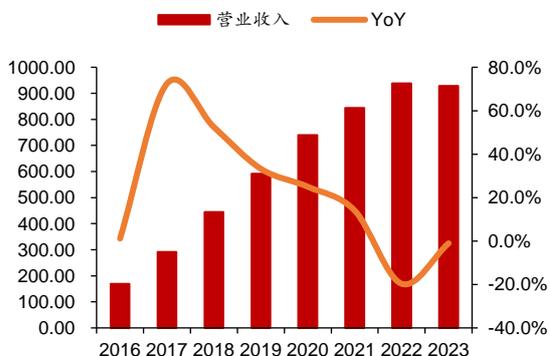


资料来源：公司公告，上海证券研究所

1.2 混改释放经营活力，公司盈利能力持续提升

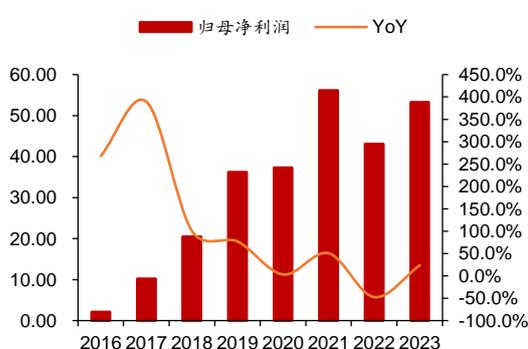
公司收入端和利润端实现双增。2016-2023 年公司营业收入 CAGR 为 27.56%，归母净利润 CAGR 为 58.86%。2016-2021 年公司经营业绩整体保持稳增态势，公司 2022 年完成整体上市后，持续深化内部改革、完成产品结构升级并顺利开拓海外市场，公司经营效率有所提升，2023 年公司实现营收 928.48 亿，同比-1.03%；实现归母净利润 53.26 亿，同比+23.51%。

图 4：公司营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

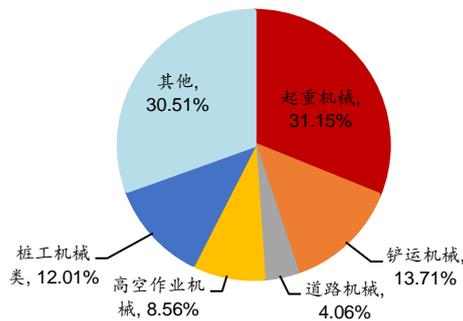
图 5：公司归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

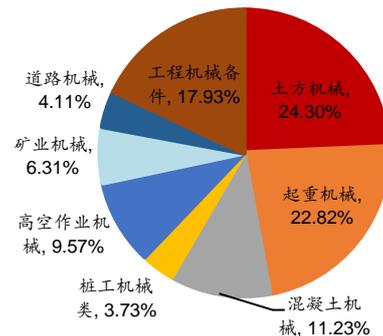
分产品来看，土方机械和起重机械贡献主要营收，23 年收入占比合计超 45%。22 年徐工机械合并徐工有限后，注入新业务如挖掘机、混凝土机械、矿业机械、塔式起重机等，并将主营业务重新分类，将挖掘机械和铲运机械合并为土方机械，将压实机械和路面机械合并为道路机械。从 2023 年收入结构来看，公司土方机械（挖掘机械和铲运机械）和起重机械为公司营业收入主要来源，分别占比为 24.30%和 22.82%。

图 6：徐工有限合并前的收入结构



资料来源：公司公告，上海证券研究所
注：2022H1 公司主营业务构成

图 7：徐工有限合并后的收入结构

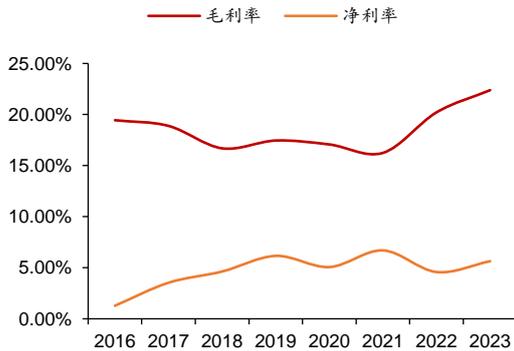


资料来源：公司公告，上海证券研究所
注：2023 年公司主营业务构成

公司盈利能力改善，23 年毛利率/净利率同比提升 2.17 个百分点/ 1.06 个百分点。2021-2023 年公司毛利率由为 16.24%提升至 22.38%，毛利率逐年提升，我们认为，公司毛利率提升，主因挖机、塔机等优质资产注入带动公司产品结构优化、海外高毛利率产品销售收入占比提高等。2023 年公司净利率同比提升 1.06 个百分点，主因系毛利率提升明显，以及公司费用管控合理。

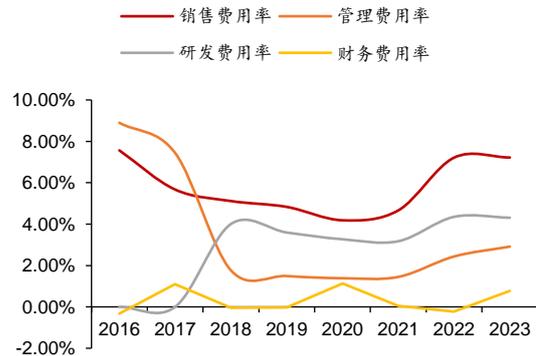
公司重视产品研发创新和海内外市场开拓，研发费用和销售费用占比均较高。公司重视技术创新和产品研发，研发费用率维持在 3%-4%。此外，公司持续加大市场开拓力度，近年来销售费用率保持较高水平。

图 8：公司毛利率与净利率变化情况



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 9：公司期间费用率变动情况



资料来源：公司公告，上海证券研究所

2 国内市场筑底企稳，全球化拓展仍是主旋律

2.1 国内周期筑底企稳，更新周期和政策共振

2.1.1 工程机械行业历史复盘

工程机械行业的下游主要是地产、基建，其行业景气度受国家固定资产和基本建设投资规模的影响较大。工程机械涉及 21 大品类，其中挖掘机是市场应用广泛且进场施工最早的设备，我们认为是衡量行业景气度的风向标，因此以挖掘机为代表，复盘国内工程机械行业周期：

1) 2008-2011H1：四万亿投资+国二环保标准切换驱动行业规模提升。“四万亿”投资计划刺激国内固定资产投资规模快速增长，带动工程机械行业发展。同时，国二环保政策实施，释放部分更新需求。

2) 2011H2-2016H1：宏观经济增速放缓，供需格局过剩引发价格竞争。国内房地产和基建投资增速降温，工程机械市场需求放缓，同时由于 11 年之前主机厂推出零首付和低首付等销售政策抢占市场，提前透支市场需求，市场销售规模下滑后，行业出现周期性和结构性产能过剩，行业进入深度调整期。

3) 2016H2-2021H1：新增需求叠加更新需求驱动，行业进入第二轮上行期。受益于基建投资加速、国二切国三、存量设备更新换代以及机器人趋势加快等多方因素影响下，工程机械行业景气度持续上升。

4) 2021H2-至今：宏观经济增速放缓叠加设备市场高存量，工程机械行业进入调整阶段。基建投资转弱、地产开工端加速下滑以及行业高存量影响国内挖机消费。

图 10: 挖机行业周期复盘 (万台)



资料来源: iFinD, 上海证券研究所

2.1.2 地产和基建端政策发力, 托底工程机械国内需求

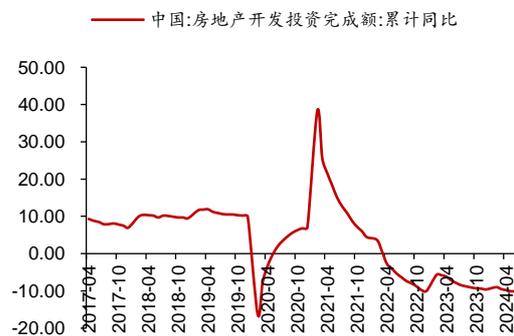
2022 年以来, 国内稳增长政策陆续出台, 地产和基建两端政策支持力度持续加码。地产端来看, 24M1-M6 房地产开发投资完成额累计同比下滑 10.1%, 降幅略有扩大, “三大工程” 配套政策着眼于房地产长期健康运行与稳定增长, 对于稳投资、稳需求等方面起到一定积极作用, 随着政策持续推进和落实, 地产端数据有望企稳。从基建端来看, 增发万亿国债项目逐步推进, 随着预算内资金拨付下达以及专项债发行加快, 形成更多实物工作量, 基建投资增速保持平稳增长, 24M1-M6 我国基础设施建设投资完成额 (不含电力) 同比+5.4%。我们认为, 随着工程建设项目企稳, 有望托底上游工程机械需求。

图 11: 中国基建投资额累计同比 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 12: 中国房地产投资完成额累计同比 (%)

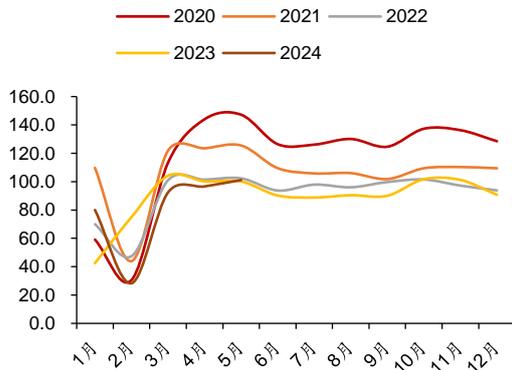


资料来源: Wind, 上海证券研究所

挖机月度销量持续正增长, 本轮周期底部特征明确。我们认为, 与上一轮周期相比, 本轮工程机械代表性产品挖机内销降幅

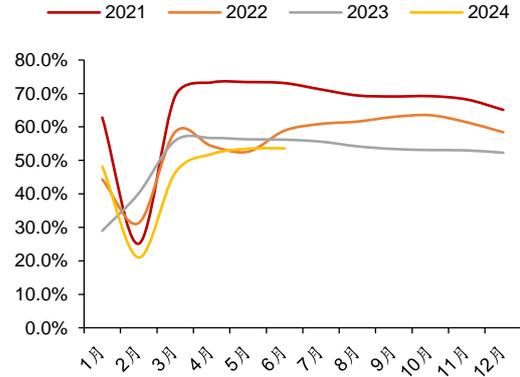
已经触达底部，23 年国内挖机销量约 9 万台，较 21 年下降 67.2%（2011-2016 年降幅约 62.8%）。从开工情况看，24M3-5，小松挖机在中国的平均开工小时数分别同比-11.3%、-3.6%、+1.0%，开工小时数逐月好转且 5 月实现转正，反映下游终端开工企稳。从销售数据来看，24M3-6 中国挖机内销数据分别同比 9.3%、13.3%、29.2%、25.6%，连续多月实现正增长；装载机内销同比增速逐月改善，6 月销量增速达 22.6%，我们认为，随着工程机械需求底部复苏，进场顺序晚的非挖类设备内销数据将持续改善。

图 13: 中国小松开工小时数数据 (小时)



资料来源: iFinD, 上海证券研究所

图 14: 3-6 月庞源租赁塔吊吨米利用率降幅收窄



资料来源: 庞源租赁, 上海证券研究所

图 15: 24M3-6 国内挖机销量同比转正 (台)



资料来源: iFinD, 上海证券研究所

图 16: 6 月国内装载机销量同比+22.6% (台)



资料来源: iFinD, 上海证券研究所

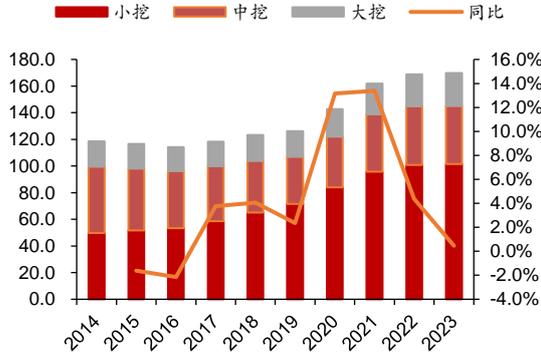
2.1.3 更新周期窗口来临叠加政策助力，新一轮周期将启动

工程机械产品的更新需求来源于两个方面：一是设备到达设计使用年限后，因老化和性能下降被淘汰，市场购入新机替代老机；二是因环保限制、政策补贴以及产品迭代升级等因素带动市场置换需求提前释放。

工程机械设备保有量规模大，24 年新一轮设备周期或将启动。据中国工程机械工业协会数据，挖掘机行业 8 年保有量超过 170 万

台，存量换新空间大。挖掘机的使用寿命为 8-10 年，我们假设 24 年挖掘机更新需求量为 14-16 年销量均值，并以此类推，预估 24-27 年挖机的更新需求量为 6.6/8.1/12.6/17.5 万台，2024 年有望进入新一轮更新替换周期。

图 17：我国挖掘机 8 年保有量 169.8 万台（万台）



资料来源：工程机械工业协会，上海证券研究所

图 18：挖机更新需求测算（万台）



资料来源：工程机械工业协会，上海证券研究所测算

大规模设备更新政策推进叠加环保要求趋严，加速老旧设备更新换代。今年以来，国务院、工信部等中央层面陆续出台设备更新相关政策，4 月住建部印发《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》，提到更新淘汰使用超过 10 年以上的建筑施工工程机械设备。此外，上海、浙江、山东等地陆续出台针对工程机械老旧设备更新替换的相关政策。随着设备更新政策的落地和实施，有望加速老旧机型逐步出清，带动工程机械的更新换代需求释放。

表 2：上海市国二非道路机械更新补贴标准（万元）

机械类型	机械分级	补贴金额	参考特征参数(燃油机械)	参考电池容量(新能源)
叉车	小型	1.9	P<37kW	C>10kWh
	中型	2.6	37kW≤P<75kW	C>15kWh
	大型	13.8	75kW≤P<130kW	C>50kWh
	特大型	36	P>130kW	C>180kWh
挖掘机	微型	2	P≤10kW	C>6kWh
	中小型	3.6	10kW<P≤40kW	C>20kWh
	大型	13.8	40kW<P≤100kW	C)100kWh
	特大型	36	P>100kW	C>400kWh 或拖电
装载机	小型	11	P≤75kW	C>50kWh
	中型	15.6	75kW<P≤130kW	C)100kWh
	大型	23.4	P>130kW	C>200kWh
高空作业车	微型	1.2	P≤10kW	C>5kWh
	小型	8.1	P<10kW	C>15kWh
港作机械	轮胎起重机	60	P>130kW	C>300kWh
	空箱堆高机	60	P>130kW	C)300kh
	集装箱正面吊	86.7	P>130kW	C>400kWh

机场地勤设备	飞机牵引车	30.3	P>70kW	C>130kWh
	行李传送车	10.8	P>37kW	C>50kWh
其他	小型	1.9	19kW≤P<37kW	C>10kWh
	中型	2.6	37kW≤P<75kW	C>15kWh
	大型	13.8	P>75kW	C>50kWh

资料来源：上海市生态环境局，上海证券研究所

我们认为，工程机械产品市场需求受国家固定资产投资规模影响较深，在经济低速增长叠加转型升级趋势下，未来新增需求空间小。目前国内地产和基建端政策托底国内工程机械产品市场需求，且我国工程机械保有量市场规模大，随着更新设备比例提升、环保要求趋严以及大规模设备更新政策落地实施，国内工程机械行业有望开启新一轮上行周期。

2.2 海外市场空间广阔，国产品牌走向全球

从产品出口到产业出海，我国工程机械海外开拓表现亮眼。我国工程机械在“一带一路”基建合作持续拉动下，通过对外承包工程方式搭车出海，经过多年发展，国内龙头厂家完成从“产品出海”到“产业出海”的跨越，全球化战略布局持续深化，国产品牌竞争力持续提升。2021年，疫情后海外市场需求加速恢复，我国工程机械厂商凭借其综合竞争力，把握出海机遇，工程机械出口规模持续提升。2021-2023年，我国出口金额提升至485.52亿美元，同比增长9.59%。

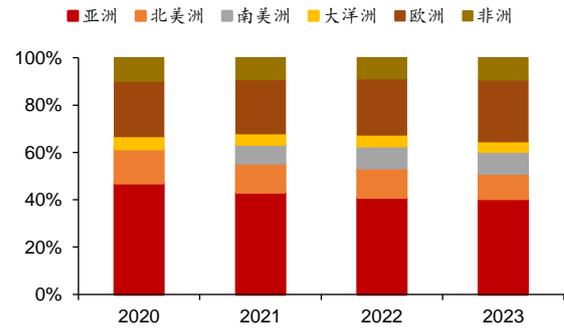
分出口地区来看，我国在亚洲/欧洲/北美地区出口金额分别占比40.47%/26.10%/10.55%。此外，“一带一路”沿线国家仍是国内工程机械出口的主要区域，23年“一带一路”沿线国家的出口额同比增长24.1%，占总出口额的47.2%。

图 19: 中国工程机械出口金额和同比 (亿美元)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 20: 历年中国工程机械产品出口地区情况



资料来源: Wind, 上海证券研究所

24M1-5 我国工程机械出口延续增长, 新兴市场贡献增量。据中国机电产品进出口商会, 24M1-5 我国工程机械主机和零部件累计出口 212.2 亿美元, 同比增长 3.74%。从出口区域来看, 一带一路沿线国家出口额合计占比达 61.35%, 较 23 年提升明显; 拉丁美洲和非洲地区出口规模占比高且提升明显, 24M1-5 分别同比增长 31.54%/19.97%, 是出口拉动的重要驱动力。

表 3: 2024 年 1-5 月主要出口国情况 (百万美元)

排名	国家	主机和零部件出口额	占比
1	俄罗斯	2398.02	11.3%
2	美国	1586.18	7.5%
3	印度尼西亚	899.75	4.2%
4	巴西	848.60	4.0%
5	印度	811.52	3.8%
6	沙特	720.94	3.4%
7	日本	673.64	3.2%
8	澳大利亚	635.50	3.0%
9	阿联酋	559.10	2.6%
10	荷兰	519.29	2.4%

资料来源: 中国机电产品进出口商会, 上海证券研究所

表 4: 2024 年 1-5 月各大洲市场情况 (百万美元)

大洲/地区	出口额	占比	累计同比	当月同比
全球	21216.2	100.00%	3.74%	4.80%
其中: 一带一路	13015.4	61.35%	7.12%	4.15%
RCEP10+4(无中国)	4951.5	23.34%	-3.61%	8.97%
亚洲	8806.5	41.51%	8.07%	14.63%
欧洲	5426.5	25.58%	-6.32%	-11.50%
拉丁美洲	2196.1	10.35%	31.54%	42.79%
非洲	2154.3	10.15%	19.97%	9.14%
北美洲	1881.6	8.87%	-14.91%	-13.82%
大洋洲	751.2	3.54%	-9.88%	4.80%

资料来源: 中国机电产品进出口商会, 上海证券研究所

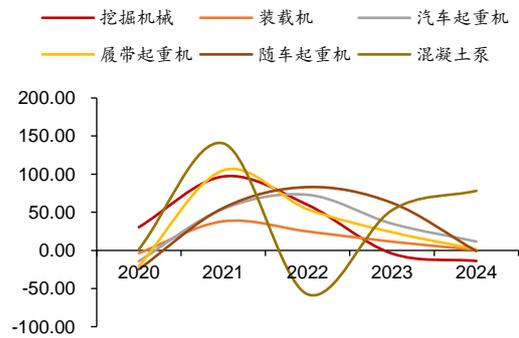
挖机出口销量降幅收窄，部分非挖设备品类延续增长。从出口产品结构来看，挖掘机、升降工作平台和装载机是主要的出口品类，2023年出口量占比分别为41%、30%和18%。24年以来，挖机产品因出口高基数和海外市场景气分化，出口销量有所承压，24M3-6我国挖机出口降幅持续收窄；起重机、装载机等保持正增长。近期国际贸易摩擦不断或对中国出口增速形成不利影响，而我国工程机械在供应链、产业链等方面的独特优势，有望对挖掘机等工程机械产品出口提高稳定支撑力。

图 21: 挖掘机出口销量数据和同比变化 (台)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 22: 部分工程机械品类的出口增速情况 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

海外市场空间广阔，国内主机厂出海仍是主旋律。从市场规模来看，根据中国工程机械工业年鉴数据进行测算，全球工程机械市场空间超8000亿元，海外市场规模约为国内2倍，市场待开拓空间广阔。我们认为，一带一路沿线许多国家处于工业化和城市化起步或加速阶段，基础设施建设需求空间广，仍是国产品牌出口的主力地区；欧美等发达经济体基建规模化改造和更新需求潜力大，长期来看，具备国际化战略布局和强品牌竞争力的企业有望受益。

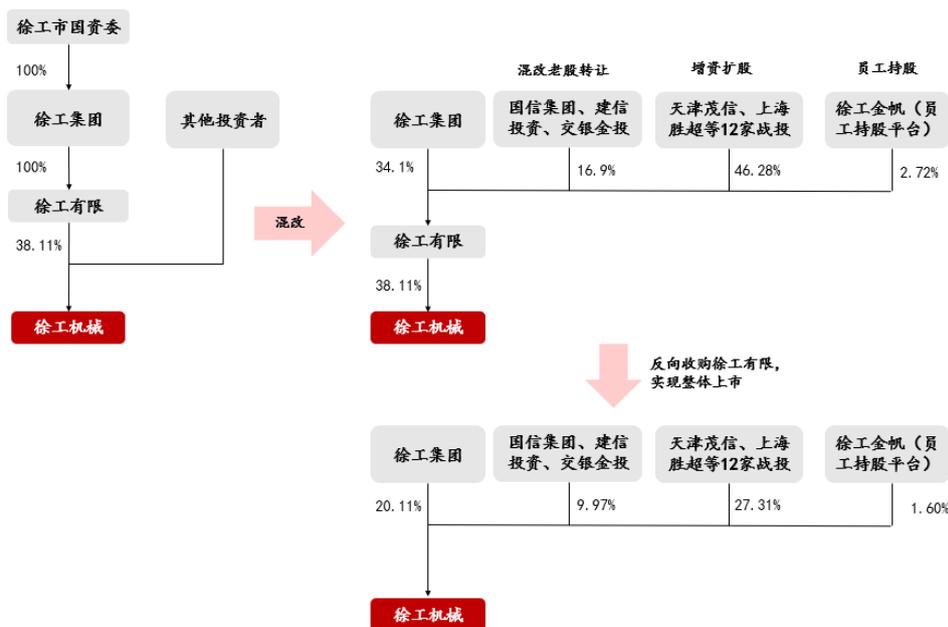
近年来，国产主机厂加快海外市场拓展，市场份额实现快速提升，且多家国产厂家进入KHL全球top10榜单。目前我国国产品牌徐工/三一/中联重科在全球的市场份额分别为5.3%/4.2%/2.4%，相较于卡特彼勒和小松的市场份额16.8%/10.4%，仍有较大份额提升空间。目前国内重点企业纷纷调整全球产能规划，落地本地化战略，加速全球化布局，随着产品品质提升，海外渠道布局日趋完善，服务后市场建设提速，国产品牌综合竞争力持续提升，海外市场渗透率有望保持增长趋势。

3 新徐工积厚成势，国际化+多元化谱新章

3.1 混改激发新活力，股权激励锚定高质发展预期

徐工混改效果显著，体制焕新释放活力。2020年9月，徐工有限完成混合所有制改革，通过存量老股转让、增资扩股引入战投和员工持股方式，形成“国有资本+民营资本+员工持股”的多元化股权结构。2022年8月，上市主体徐工机械吸收合并原控股股东徐工有限，徐工有限旗下挖掘机械、混凝土机械、矿业机械、塔式起重机等工程机械生产配套资产将整体注入徐工机械，实现徐工集团工程机械主业整体上市。徐工混改完成后，精简上市公司管理层级，优化治理结构，激发公司的运营活力和内生动力，同时徐工整合优势资产，综合竞争力和抗风险能力实现进一步提升。

图 23：公司完成混改和资产重组前后的股权穿透图



资料来源：公司公告，上海证券研究所

建立股权激励体系，形成利益共同体。2023年5月，公司股权激励计划首次授予完成，计划以3.09元/股的价格授予1732名激励对象共计109,219,000股限制性股票。本次股权激励计划覆盖面广，激励计划包括中高层管理人员及核心技术及业务人员，我们

认为，长期绑定公司核心人才，有利于激发人员积极性，助力公司长远发展。

股权激励考核要求明确，公司盈利能力有望进一步提升。根据公司发布的股权激励考核要求，业绩考核目标涉及考核净利润、盈利能力和分红比例：①23-25 年年度净利润不低于 53/58/65 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平（或者 23-24 年/23-25 年累计值不低于 111 亿元/176 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平）；② 23-25 年年度 ROE 不低于 9%、9.5%和 10%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；③23-25 年年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%。

表 5：公司 2023 年限制性股权激励计划业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	① 2023 年度净资产收益率不低于 9%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；② 2023 年度净利润不低于 53 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；③ 2023 年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%。
第二个解除限售期	① 2024 年度净资产收益率不低于 9.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；② 2024 年度净利润不低于 58 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；或 2023-2024 年净利润累计值不低于 111 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；③ 2024 年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%。
第三个解除限售期	① 2025 年度净资产收益率不低于 10%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；② 2025 年度净利润不低于 65 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；或 2023-2025 年净利润累计值不低于 176 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；③ 2025 年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%。

资料来源：公司公告，上海证券研究所

3.2 多元化产品布局，守成出新打开成长空间

做强传统优势产业，拓展创新边界，成长动能强劲。公司传统优势产业包括土方机械、起重机械以及混凝土机械等；战略新兴产业包括高空作业机械、矿山机械、农业机械等。公司坚持打造“传统主机担当突破+战略新产业异军突起+核心零部件发力支撑”的最均衡、极具成长潜力的板块布局：①在核心传统产业，持续深挖国内细分领域和存量市场机会，巩固优势板块领先优势，坚定质的有效提升；②在战略新产业，打造梯次发展格局，不断提升产业竞争实力，加速量的合理增长；③核心零部件产业补短锻长，支撑主机差异化发展。

3.2.1 传统主业竞争实力强，行业地位稳固

传统优势产业中，起重机械是公司最具竞争优势和规模优势的产品。2023 年公司优势产品汽车起重机、履带起重机、随车起重机在国内市占率分别为 38.39%、42.89%、64.53%。根据 2023 全球起重机制造商 10 强榜单，徐工位居全球第二。

图 24：公司起重机产品销售和市占率情况

产品	行业销量数据		公司销售数据		市占率	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
汽车起重机	25942	24077	11014	9244	42.46%	38.39%
履带式起重机	3215	3208	1671	1376	51.98%	42.89%
塔式起重机	21045	18282	6184	4193	29.38%	22.94%
随车起重机	17465	24005	10873	15491	62.26%	64.53%
合计	69689	71595	31764	32327	45.58%	45.15%

资料来源：公司公告，中国工程机械协会，上海证券研究所

图 25：2023 全球起重机制造商 10 强排行榜

2023全球起重机制造商10强						
排名	公司名称	国家	销售额 (亿元)	同比 (%)	市占率 (%)	同比 (%)
1	利勃海尔 (Liebherr Group)	德国	38.31	-2.10		
2	徐工 (XCMG)	中国	34.53	-33.90		
3	中联重科 (ZOOMLION Heavy Industry Science & Technology Co., Ltd.)	中国	27.47	-52.16		
4	马尼托瓦克 (Manitowoc Company)	美国	20.33	18.15		
5	三一重工 (Sany Heavy Industry Co., Ltd.)	中国	18.34	-46.69		
6	多田野 (Tadano Ltd.)	日本	14.48	-3.22		
7	住友重机械 (Sumitomo Heavy Industries)	日本	6.49	-6.63		
8	神户建机 (KOBELCO Construction Machinery Co., Ltd.)	日本	4.37	-9.73		
9	特雷克斯 (TEREX Corporation)	美国	3.05	7.02		
10	加藤制作所 (KATO Works Co., Ltd.)	日本	2.69	-16.79		
合计			170.05	-27.09		

资料来源：起重与吊装公众号，上海证券研究所

3.2.2 战略新兴产业蹄疾步稳，实现量、质双增

公司持续培育和发展矿机、高机、农机、叉车等战略新兴产业，打造新增长曲线。目前高机和矿机业务取得亮眼成绩，高空作业平台位居国内第一，全球第三，矿山露天挖运设备位列全球第五；叉车、港口机械以及农业机械仍处于培育阶段。

2023 年战略新兴产业增长势头强劲，收入高增近 30%，贡献度超 20%，占比提升 4.5 个百分点。高空作业机械收入同比 +35.62%；矿业机械收入同比+14.17%，其中新能源矿车增长 4 倍，矿挖内销市场份额提升 1.7 个百分点。

1) 矿山机械：后来居上，国产品牌领军者。徐工矿业机械起步较晚，于 2018 年 8 月从挖机事业部脱离出并开始独立运营；2019 年，徐工矿业机械智能制造基地建成投产；2020 年，成功交付中国首台大吨位矿用无人驾驶液压挖掘机，在无人矿山的建设领域初露锋芒。目前徐工矿业机械拥有 4 大品类、100 余种型号，覆盖“钻、挖、运、破”露天矿山全场景，成为“中国第一、全球前五”能够研独立发制造成套化大型露天矿业机械的企业。

表 6：徐工连续 5 年入选全球露天矿山挖运设备制造商榜单前五强

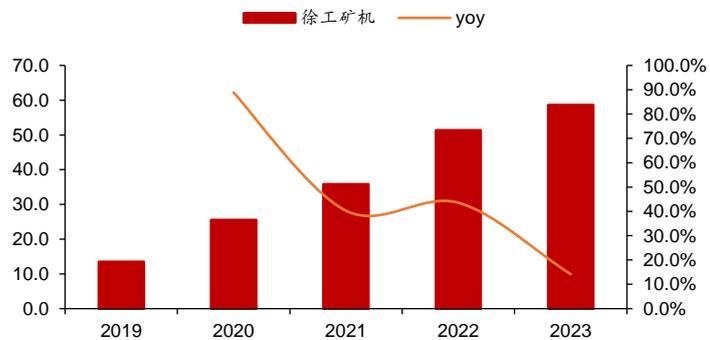
排名	公司	国家
Top 1	卡特彼勒	美国
Top 2	小松	日本

Top 3	日立建机	日本
Top 4	利勃海尔	德国
Top 5	徐工机械	中国

资料来源: KHL, 上海证券研究所

徐工矿山机械增长强劲, 20-23 年收入 CAGR= 31.97%。徐工矿机近年来发展迅速, 2020-2023 年收入规模实现高速增长, 由 25.50 亿元增长至 58.61 亿元, CAGR 达 31.97%。2022 年徐工有限旗下矿机业务并入上市公司主体后, 该业务实现协同, 运营效率提升, 盈利能力得到增长。据投资者交流公告, 2023 年, 徐工机械的矿山机械产品以矿挖、矿铰卡为主, 2023 年收入占比合计超 80%。

图 26: 公司矿山机械收入及同比变化 (亿元)



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

2) 高空作业机械: 多年深耕, 蝉联高位, 公司高机业务的运营主体是徐工消防安全装备有限公司 (前身为徐州重型机械有限公司消防车事业部)。1995 年, 徐工推出亚洲第一高 CDZ53 米登高平台消防车; 2008 年, 公司推出首台 GKS28 臂架式高空作业平台, 开启高空安全作业新征程。自 2010 年起, 公司以举高类消防车为主的产品群连续 5 年国内销量排名第一, 市场占有率超过 60%, 成为国内行业的领军企业。2016 年 2 月, 徐工机械正式成立徐工消防, 以快速实现高空作业平台产业布局。2019 年, 公司高空作业平台新工厂正式运营。2022 年, 公司在“2022 年全球高空作业机械制造企业 20 强”中排名再升两位, 跃居中国第一, 全球第三。2023 年, 公司实现高机收入 88.83 亿元, 同比增长 35.62%, 近 5 年年均复合增速达 38.47%, 实现高速增长。

海外市场方面, 徐工高空作业平台全系产品完成最严苛的欧洲 CE 认证、北美 ANSI 认证和澳洲 AS/NZS1418 认证, 并且产品已经相继出口印度尼西亚、俄罗斯等数十个国家和地区。

表 7：2022 全球高空作业机械制造商前 5 强情况

排名	公司	国家	22 年营收 (亿美元)
Top 1	捷尔杰	美国	24.02
Top 2	特雷克斯-吉尼	美国	18.01
Top 3	徐工	中国	10.58
Top 4	斯凯杰科	加拿大	9.06
Top 5	浙江鼎力	中国	8.71

资料来源：徐工集团官网，上海证券研究所

图 27：公司高空作业机械收入及同比变化（亿元）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

注：高机收入包含消防设备销售收入

3) 新品培育，成长可期：公司目前积极培育农机、叉车、港机产品，未来有望贡献业绩增量。

农机：徐工农业机械是该业务运营主体，成立于2020年6月，聚焦国内高端及国际中高端农机市场，面向主要农作物耕、种、管、收四大环节，产品涵盖拖拉机、收获机、植保机械、播种机械等产品。2023年农机公司以差异化技术和高可靠性奠定行业美誉度，拖拉机、收获机实现批量交付，收入增长10倍。

叉车：2023年公司合并成立叉车事业部，强化内部协同，收入增长近30%。

港机：徐工港机成立于2020年，主营流动式港口机械，针对沿海港口、内河港口、铁路及部分细分领域市场，围绕集装箱搬运、散改集、集改散等，同时兼顾港口和铁路散货抓运作业，成套化的满足市场及客户需求。

图 28：徐工农机产品图示



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 29：徐工叉车产品图示



资料来源：徐工叉车公众号，上海证券研究所

3.3 立足国际化主战略，持续全球布局提档升级

国际化主战略持续推进，全球产业布局进一步完善。徐工自上世纪 90 年代初就踏上国际化征程，经过 30 多年的探索实践，公司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。

表 8：徐工全球化布局进展

时间	事件
1992	徐工获得自营出口权，正式拉开国际化的序幕
2011	收购德国 FT 公司；收购荷兰 AMCA 公司
2012	收购欧美市场混凝土机械第一品牌德国施维英公司
2013	欧洲研究中心在德国成功建成启用，成为集团在欧洲的液压与传动高端技术中心、整机技术合作提升平台和顶级人才培育中心
2014	巴西制造基地正式投产
2014	建立美国研发中心
2014	乌兹别克斯坦组建合资公司 UzXCMG，在乌工程机械市场占有率连续多年稳居第一，并辐射至周边中亚国家
2016	建立印度制造基地
2020	徐工巴西银行正式投入运营，作为中国制造业首家海外金融机构，极大支撑工程机械在巴西乃至南美的稳健高质量发展。

资料来源：公司官网，上海证券研究所

1) 拥有完善的全球营销服务体系：公司品牌优势较强，营销体系完善，在持续强化在“一带一路”沿线国家布局优势的同时，加大在欧美等发达国家的营销渠道布局，拥有广泛的全球销售网络。截至 2023 年末，公司在拥有 39 家海外分子公司，40 个办事处、40 个大型备件中心和 300 多家海外经销商，营销网络覆盖全

球 193 个国家和地区，能够为全球客户提供全方位产品营销服务、全价值链服务及整体解决方案。

2) 构建“全球协同+自主研发”的创新体系：公司联合国内前沿技术研究中心和德国、美国、巴西、印度等海外研究中心的全球协同研发体系，充分高效利用国内外区域优势研发资源，开展前沿技术、基础技术、产业升级共性技术研究，核心零部件、全新产品开发。公司现已研发大批匹配当地使用需求的产品：适应湿热气候的东南亚型谱产品，适应寒冷气候的俄罗斯低温型谱产品（高寒起重机），适应沙尘、干热气候的中东型谱产品等。

3) 并购海外优质资源，实现产业提档升级：2011 年，徐工先后并购德国 FT 和荷兰 AMCA 两家零部件企业，使高端液压阀产品制造达到国际先进水平，实现进口替代；2012 年，徐工集团通过和施维英家族合资设立控股公司 XS，全资控股混凝土机械第一品牌供应商施维英，拓展欧洲销售网络。

表 9：公司并购海外标的介绍

时间	跨国并购标的	公司介绍
2011	德国 FT 公司	成立于 20 世纪 50 年代，主要为电子驱动和控制技术行业提供液压方案、为行走机械和固定设备提供系统整合，同时兼顾专用的物流方案。其核心业务为非标液压系统与液压插装阀的开发设计、生产与服务动力单元、液压插装阀等，产能覆盖 50~10000 套。
2011	荷兰 AMCA	成立于 20 世纪 60 年代，是世界上最早设计并生产负载敏感比例阀的企业之一，拥有丰富的底蕴和设计制造经验，致力于高端液压阀生产和研发，其负载敏感技术和模块化的产品结构得到市场的高度认可，APV 系列、HK 系列产品等广泛应用于工程机械、海工等领域。
2012	德国施维英	创建于 1934 年，主要业务包括混凝土搅拌站、混凝土搅拌车、混凝土泵和混凝土回收站等，是全球著名的混凝土成套设备领导者。公司在德国、美国、奥地利、印度、巴西等多个国家和地区都建立了生产基地，在法国、荷兰、奥地利、捷克、瑞典、韩国等地设有销售和售后服务中心，同时还拥有 100 多个国家的代理商队伍活跃于全球。

资料来源：工厂工程网，液压汇，上海证券研究所

4) 加强海外工厂建设，以点带面辐射区域市场：公司拥有 11 家海外制造基地和 KD 组装工厂，一方面，可享受当地关税等优惠政策；另一方面，能够以工厂为据点向周边市场进行辐射和延伸。

图 30: 公司全球化布局情况

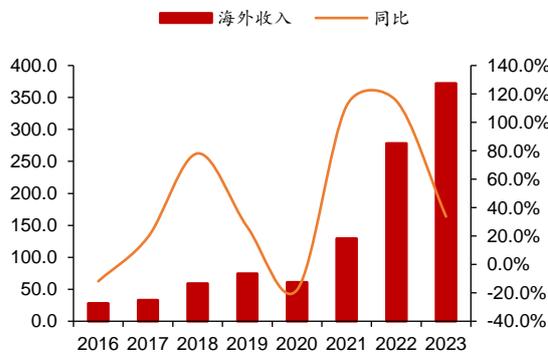


资料来源: 公司官网, 上海证券研究所

坚持推进“国际化主战略”，加速迈向高质量发展“走上去”阶段。徐工现打造“1+14+N”的国际化运营体系，计划以品牌赋能全球营销，实现从本土强势、全球知名品牌到全球信赖品牌再到世界一流品牌的“两步走”品牌跨越，打造世界级品牌竞争新优势。

海外体系布局收获成果，收入端实现高增。2021-2023 年，公司海外市场收入从 129.4 亿元提升至 372.2 亿元，CAGR=69.60%，出口收入持续创新高；海外收入占比由 15.35% 进一步提升至 40.09%。从出口区域来看，23H1 公司多数区域高速增长：西亚北非、中美洲增长超 200%，欧洲增长超 150%，中亚、北美增长近 100%；从产品出口增速来看，高空作业平台、铣刨机械、消防车增长超 300%，全地面、随车吊、港口吊、滑移装载机增长超 100%，履带吊、矿挖、压路机、摊铺机、混凝土搅拌车增长超 50%，挖掘机、越野吊增长超 20%。

图 31: 公司海外业务营收及同比 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 32: 徐工在海外营收占比持续提升



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

4 盈利预测与投资建议

我们预计，2024-2026年公司实现营收分别为1011.31/1132.20/1299.63亿元，同比增长8.92%/11.95%/14.79%，基于以下假设：

1) 起重机械：公司的传统优势产品，考虑到目前国内工程机械行业筑底和更新周期将启，海外出口市场景气持续，假设该业务24-26年收入增速为1%/6%/10%；毛利率分别为23%/24%/25%。

2) 土方机械：该业务包括挖机、装载机等，公司挖机和装载机业务在国内外市场均具有较强竞争实力，随着工程机械行业周期筑底向上，假设该业务24-26年收入增速为5%/8%/12%；毛利率分别为26%/26.5%/27%。

3) 混凝土机械：假设该业务24-26年收入增速为5%/6%/7%；毛利率分别为18%/18%/18%。

4) 高空作业平台：公司高空作业平台位居全球第三，假设该业务24-26年收入增速为25%/25%/25%；毛利率稳定在30%。

5) 矿业机械：公司积极发展矿机产业，假设24-26年收入增速为20%/23%/25%；毛利率稳定在20%。

6) 桩工机械：假设该业务24-26年收入增速为5%/5%/5%；毛利率分别为21%/22%/22%。

7) 道路机械：假设24-26年收入增速为5%/5%/5%；毛利率稳定在18%。

8) 其他工程机械、备件及其他：公司积极发展战略新兴产业，发展零部件业务，并持续布局后市场业务，假设24-26年收入增速为16%/18%/20%；毛利率分别为18%/18.5%/19%。

表 10：公司业绩拆分和盈利预测（亿元）

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计	营收	938.17	928.48	1,011.31	1,132.20	1,299.63
	yoy	11.3%	-1.0%	8.9%	12.0%	14.8%
	毛利率	20.21%	22.38%	22.50%	22.98%	23.43%
起重机械	营业收入	238.60	211.87	213.99	226.83	249.51
	yoy	-12.3%	-11.2%	1.0%	6.0%	10.0%
	毛利率	19.9%	22.6%	23.0%	24.0%	25.0%
土方机械	营业收入	236.39	225.60	236.88	255.83	286.54
	yoy		-4.6%	5.0%	8.0%	12.0%
	毛利率	25.3%	25.7%	26.0%	26.5%	27.0%
混凝土机械	营业收入	95.02	104.25	109.47	116.04	124.16
	yoy		9.7%	5.0%	6.0%	7.0%
	毛利率	16.3%	18.1%	18.0%	18.0%	18.0%
桩工机械	营业收入	77.70	34.59	36.32	38.14	40.05
	yoy	-13.2%	-55.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	业务比例	10.1%	11.2%	10.8%	10.2%	9.6%

	毛利率			21.0%	22.0%	22.0%
	业务比例	8.3%	3.7%	3.6%	3.4%	3.1%
高空作业机械	营业收入	65.50	88.83	111.04	138.80	173.50
	yoy	31.0%	35.6%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率			30.0%	30.0%	30.0%
	业务比例	7.0%	9.6%	11.0%	12.3%	13.3%
矿业机械	营业收入	51.33	58.61	70.33	86.50	108.13
	yoy		14.2%	20.0%	23.0%	25.0%
	毛利率			20.0%	20.0%	20.0%
	业务比例	5.5%	6.3%	7.0%	7.6%	8.3%
道路机械	营业收入	40.35	38.18	40.09	42.10	44.20
	yoy	14.0%	-5.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率			18.0%	18.0%	18.0%
	业务比例	4.3%	4.1%	4.0%	3.7%	3.4%
其他工程机械、备件及其他	营业收入	133.29	166.54	193.19	227.96	273.56
	yoy	-29.6%	24.9%	16.0%	18.0%	20.0%
	毛利率	13.0%	18.4%	18.0%	18.5%	19.0%
	业务比例	14.2%	17.9%	19.1%	20.1%	21.0%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

我们认为, 工程机械行业筑底企稳, 随着稳增长政策托底效应显现, 存量设备更新周期启动和大规模设备更新改造政策落地, 国内工程机械行业有望开启新一轮上新周期。此外徐工坚持国际化战略布局, 随着产品品质提升、海外渠道布局日趋完善、服务后市场建设提速, 公司海外市占率有较大提升空间。徐工是国内工程机械龙头企业, 我们预计2024-2026年公司营收分别为1011.31/1132.20/1299.63亿元, 同比增长8.92%/11.95%/14.79%; 归母净利润分别为64.61/79.82/99.43亿元, 同比增长21.31%/23.53%/24.57%, 当前股价对应PE为12/10/8倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

5 风险提示:

市场需求不及预期风险: 工程机械行业受基建和地产等投资影响较大, 目前国内工程机械行业周期筑底, 若市场需求复苏不及预期, 对公司经营将产生不利影响。

海外市场拓展不及预期风险: 若地缘冲突持续紧张或海外贸易摩擦等风险持续加剧, 对公司出口业务会产生不利影响, 进而影响公司经营业绩。

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

市场竞争加剧风险：工程机械行业竞争者众多，若行业竞争趋势持续加剧，或对公司盈利能力造成影响等。

原材料价格波动风险：原材料成本是工程机械行业生产成本的重要组成部分，若原材料和零部件价格若出现大幅度波动，对公司业绩将造成一定影响。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	23371	19724	18197	22128
应收票据及应收账款	43658	47597	53737	61416
存货	32378	33739	38642	43780
其他流动资产	11653	12629	13316	14228
流动资产合计	111060	113689	123892	141551
长期股权投资	4510	5529	6753	8060
投资性房地产	5	5	4	3
固定资产	22510	23108	22409	20614
在建工程	2923	3403	3796	4158
无形资产	7374	9051	10754	12319
其他非流动资产	13613	14029	14076	14106
非流动资产合计	50935	55126	57792	59262
资产总计	161995	168814	181684	200813
短期借款	13526	15028	15412	15426
应付票据及应付账款	41844	48441	53605	60718
合同负债	4708	4734	5563	6319
其他流动负债	26288	21340	22328	23737
流动负债合计	86366	89543	96907	106200
长期借款	12515	12515	12515	12515
应付债券	1998	1998	1998	1998
其他非流动负债	3628	3159	3159	3159
非流动负债合计	18142	17672	17672	17672
负债合计	104508	107216	114580	123872
股本	11816	11816	11816	11816
资本公积	16395	16430	16430	16430
留存收益	28223	32405	37992	47936
归属母公司股东权益	56145	60310	65897	75841
少数股东权益	1342	1289	1207	1101
股东权益合计	57487	61599	67104	76941
负债和股东权益合计	161995	168814	181684	200813

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	3571	16667	14457	17013
净利润	5236	6408	7900	9837
折旧摊销	3968	8754	10386	10724
营运资金变动	-7281	625	-4750	-4450
其他	1648	880	921	903
投资活动现金流量	1411	-13379	-12995	-12112
资本支出	-5903	-11898	-11899	-10946
投资变动	5272	-1020	-1223	-1308
其他	2042	-461	128	141
筹资活动现金流量	-7778	-6783	-2989	-970
债权融资	-3629	-3185	384	14
股权融资	441	-64	0	0
其他	-4590	-3535	-3373	-984
现金净流量	-2974	-3647	-1527	3931

资料来源: Wind, 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	92848	101131	113220	129963
营业成本	72064	78380	87199	99512
营业税金及附加	442	444	510	586
销售费用	6702	7393	8208	9487
管理费用	2706	2953	3283	3639
研发费用	4000	4450	4755	5328
财务费用	726	716	781	802
资产减值损失	-692	-68	-68	-57
投资收益	-4	161	128	141
公允价值变动损益	179	0	0	0
营业利润	5640	7539	9294	11573
营业外收支净额	37	0	0	0
利润总额	5678	7539	9294	11573
所得税	442	1131	1394	1736
净利润	5236	6408	7900	9837
少数股东损益	-90	-53	-82	-107
归属母公司股东净利润	5326	6461	7982	9943

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	22.4%	22.5%	23.0%	23.4%
净利率	5.7%	6.4%	7.0%	7.7%
净资产收益率	9.5%	10.7%	12.1%	13.1%
资产回报率	3.3%	3.8%	4.4%	5.0%
投资回报率	5.7%	6.9%	7.9%	8.9%
成长能力指标				
营业收入增长率	-1.0%	8.9%	12.0%	14.8%
EBIT 增长率	28.5%	32.0%	22.1%	22.8%
归母净利润增长率	23.5%	21.3%	23.5%	24.6%
每股指标 (元)				
每股收益	0.45	0.55	0.68	0.84
每股净资产	4.75	5.10	5.58	6.42
每股经营现金流	0.30	1.41	1.22	1.44
每股股利	0.18	0.18	0.20	0.00
营运能力指标				
总资产周转率	0.55	0.61	0.65	0.68
应收账款周转率	2.31	2.47	2.52	2.53
存货周转率	2.14	2.37	2.41	2.41
偿债能力指标				
资产负债率	64.5%	63.5%	63.1%	61.7%
流动比率	1.29	1.27	1.28	1.33
速动比率	0.82	0.79	0.78	0.83
估值指标				
P/E	14.97	12.34	9.99	8.02
P/B	1.42	1.32	1.21	1.05
EV/EBITDA	8.30	5.91	5.01	4.26

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	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
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。