

徐工机械（000425.SZ）

国之重器打造“中国名片”，巨擘智造“提速换挡”

2025 年 03 月 10 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

孟鹏飞（分析师）

罗悦（分析师）

mengpengfei@kysec.cn

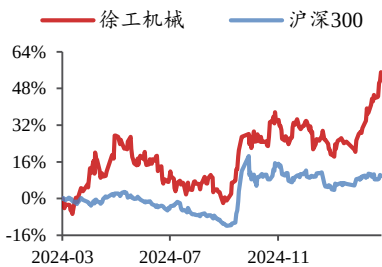
luoyue@kysec.cn

证书编号：S0790522060001

证书编号：S0790524090001

日期	2025/3/7
当前股价(元)	9.50
一年最高最低(元)	9.58/5.82
总市值(亿元)	1,122.54
流通市值(亿元)	771.41
总股本(亿股)	118.16
流通股本(亿股)	81.20
近 3 个月换手率(%)	63.08

股价走势图



数据来源：聚源

● 工程机械全品类龙头，混改助力问鼎全球，首次覆盖给予“买入”评级

公司为全品类工程机械龙头，在土方机械优势板块回暖基础上，新兴板块持续突破（矿山机械、高空作业平台）。公司受益行业复苏贝塔，同时矿山新产业、混改带来阿尔法，业绩进入新一轮成长期，稳定高分红提供可观的现金回报，常态化增持彰显大股东发展信心，形成正循环。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别 62/80/100 亿元，PE 分别 18.2/14.1/11.2 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 工程机械行业内外需“共振”，EPS 上行

随着国内市场保有量出清，存量替换需求拉动下，我们预计挖机内销年销量有望由 2024 年 10 万台，回归至中枢水平 15-20 万台，复合增速 10%-20%，大规模设备更新、城中村改造等政策端推进，赋予行业更高弹性。2023 年全球挖掘机销量为 54 万台，其中中国市场销量 9 万台，海外市场体量为国内市场五倍。分市场看，2024 年 1-9 月我国工程机械出口中，“一带一路”占比 84%。2023 年国产品牌挖掘机海外份额 23%，其中“一带一路”地区份额 39%，欧美澳日份额 3%。海外市场空间大、利润率高，成为本轮增长突破新高的关键。

● 矿山机械万亿蓝海市场蓄势待发，全球重大项目陆续突破

公司的矿山机械是未来核心增长板块之一，稳居国内第一，全球前五。2023 年全球矿山装备市场规模达 1183 亿美元，2009-2015 年为上一轮矿山设备更新高峰期，按平均更换周期 10-15 年，有望迎来更新替换潮。公司是全球少数能够研发制造成套大型矿山机械的企业，全球矿山机械市场持续取得突破。

● 混改助力问鼎全球，巨擘智造“提速换挡”

公司混改方案“三步走”，引进战投、整体上市及股权激励。在稳固基本面及业绩基础上，公司通过分红、增持及回购等方式持续深化改革，并发布未来三年回报计划（2025-2027 年），承诺每年不低于 40%的可分配利润用于分红、大股东常态化增持等，打造公司与投资者“命运共同体”。

● **风险提示：**行业周期性波动；宏观政策力度不及预期；海外拓展不及预期；行业竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	93,817	92,848	91,998	104,148	118,582
YOY(%)	-19.7	-1.0	-0.9	13.2	13.9
归母净利润(百万元)	4,312	5,326	6,184	7,968	10,043
YOY(%)	-47.5	23.5	16.1	28.8	26.0
毛利率(%)	20.2	22.4	23.8	24.4	25.2
净利率(%)	4.6	5.7	6.7	7.7	8.5
ROE(%)	7.9	9.1	10.0	11.6	13.0
EPS(摊薄/元)	0.36	0.45	0.52	0.67	0.85
P/E(倍)	26.0	21.1	18.2	14.1	11.2
P/B(倍)	2.1	2.0	1.9	1.7	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、徐工机械：工程机械全品类龙头，国之重器打造“中国名片”	4
1.1、工程机械全品类龙头，国之重器打造“中国名片”	4
1.2、传统优势板块稳步增长，矿山机械等新兴板块持续突破	7
1.3、混改大幅释放业绩弹性，海外市场高速拓展	9
2、工程机械行业内外需“共振”，EPS 上行	13
2.1、宏观经济晴雨表，景气筑底复苏	13
2.2、内需层面：新一轮更新周期渐近，政策赋予行业更大弹性	16
2.3、出海层面：本轮周期突破新高的关键	18
3、矿山机械：万亿蓝海市场蓄势待发，重大项目陆续突破	23
3.1、矿山设备迎新一轮更新浪潮，万亿蓝海市场蓄势待发	23
3.2、公司矿山机械全球布局持续突破，多个重大项目陆续签约	24
4、国企改革：混改助力问鼎全球，巨擘智造“提速换挡”	26
4.1、混改持续推进，盈利能力提升、报表改善	26
4.2、发布全球投资者未来三年回报计划，打造“命运共同体”	28
5、盈利预测与投资建议	30
6、风险提示	33
附：财务预测摘要	34

图表目录

图 1：公司主营工程机械主机制造及配件，产品谱系齐全	4
图 2：公司实控人为徐州市国资委（截至 2024 年三季报）	5
图 3：公司无人驾驶水平运输车、成套化解决方案及智慧工厂	6
图 4：2023 年公司国内挖掘机市占率 16.4%，稳居行业前二	7
图 5：2023 年公司国内装载机市占率 25.5%，跃居行业第一	7
图 6：2023 年公司起重机国内市场份额 45%，稳居第一梯队	8
图 7：2023 年徐工机械混凝土机械营收 104 亿，份额约 31%	8
图 8：2023 年公司全球高空作业平台份额 9%，全球第三，中国第一	9
图 9：2024 年公司前三季度收入 687 亿元，同比下滑 4%	10
图 10：2024 年前三季度公司归母净利润 53 亿元，同比增长 10%	10
图 11：公司业务结构相对分散，2023 年第一大业务板块为土方机械占比 24%	10
图 12：2023 年公司土方机械/起重机械毛利率 25.7%/22.6%	10
图 13：2023 年公司毛利率 22.4%、净利率 5.6%，盈利能力持续优化	11
图 14：2023 年公司期间费用率为 15.2%，费用控制良好	11
图 15：公司全球化布局完善	11
图 16：2023 年公司海外收入占比升至 40%，同比增长 10 个百分点	12
图 17：2023 年公司海外业务收入 372 亿元，同比增长 34%	12
图 18：2023 年公司海外业务毛利率 24%，高于国内业务 3pct.	12
图 19：工程机械下游广泛应用于基建地产、市政农村及采矿业	13
图 20：复盘挖机行业：本轮周期或提前筑底，迎来内外需共振	14
图 21：2018-2021 年三一重工 PE 稳定在 15-20 倍左右，估值变动不大	14
图 22：两三个季度以上利润正增长，市场表现积极	14

图 23: 工程机械板块 PE-TTM 为 19.7 倍, 位于历史中枢偏下水平 (截至 2024/12/19)	15
图 24: 2020-2023 年挖机内销累计回落 70%, 相当于上一轮周期最大降幅	16
图 25: 弹性看内销市场, 我们测算 2025-2029 年挖机行业迎新一轮更新周期	17
图 26: 2023 年全球挖掘机销量 54 万台, 近十年 CAGR 为 5%	18
图 27: 2023 年中国挖掘机内销 9.0 万台, 海外市场相当于国内市场五倍	18
图 28: 2023 年全球工程机械市场规模 2494 亿美元, 同比增长 8%	19
图 29: 2023 年国内工程机械主机厂收入 2592 亿元, 全球份额仅 15%	19
图 30: 全球工程机械市场集中在北美和欧洲	19
图 31: 2023 年挖掘机全球市场主要集中在欧美	19
图 32: 2024 年 1-9 月工程机械出口主要集中在“一带一路”地区, 占 84%	20
图 33: 2023 年国产品牌挖机海外整体份额仅 23%	20
图 34: 2023 年国产挖机欧美澳日份额 3%、“一带一路”地区份额 39%	20
图 35: 新兴国家以价值量更大的中大挖为主, 2023 年销售占比达 70%以上	21
图 36: 2024 年前三季度国内中大挖占比仅 26%, 机器替人下呈小型化趋势	21
图 37: 2024 年前三季度中大挖出口占比 54%, 主要用于新兴国家基建等建设	21
图 38: 2024 年上半年各公司海外收入占比高于国内市场	22
图 39: 2024 年上半年主机厂海外毛利高于国内市场	22
图 40: 2020-2023 年主机厂国内外收入情况, 海外拓展为本轮突破新高的关键 (单位: 亿元)	22
图 41: 世界矿业开发项目投资预算在 2023 年达到约 4500 亿美元	23
图 42: 2024 年全球矿山装备市场规模 1259 亿美元, 有望迎来更新替换浪潮	23
图 43: 露天矿山设备占矿山设备价值量 19%	23
图 44: 全球露天矿山挖运设备主要由矿挖、矿卡构成, 合计价值量占比 90%	23
图 45: 公司已形成了涵盖“钻、挖、运、破”全流程的成套化矿业机械产品群	24
图 46: 公司无人驾驶技术在工地施工	25
图 47: 徐工机械混改方案: 引进战略投资者, 吸收合并挖机等集团资产	26
图 48: 2021 年公司业务中起重机械位居榜首, 占比 32.27%	27
图 49: 2023 年公司收入结构更加多元, 土方机械占 24%为第一大业务	27
图 50: 2023 年限制性股票激励计划公司层面业绩考核要求	27
图 51: 2021 年以来徐工机械成长性始终优于行业	28
图 52: 2020-2023 年公司毛利率由 17.1%提升至 22.4%, 提升幅度高于行业	28
表 1: 2023 年徐工机械收入 129.6 亿美元, 全球份额 5.3%, 位列全球第三、中国第一	6
表 2: 公司位列 2023 年全球矿山露天挖运设备制造商排名第 5 名	9
表 3: 全球市场看, A 股工程机械估值水平较低 (截至 2024/12/19)	15
表 4: 设备更新、化债、城中村改造等相关政策梳理	18
表 5: 公司全球投资者回报规划 (2025-2027 年)	29
表 6: 2022-2026E 公司分业务拆分	31
表 7: 可比公司估值表	32

1、徐工机械：工程机械全品类龙头，国之重器打造“中国名片”

1.1、工程机械全品类龙头，国之重器打造“中国名片”

工程机械全品类龙头，国之重器打造“中国名片”。公司是全球工程机械制造商中品种最为丰富、系列最为齐全的企业之一，在稳固土方机械、起重机械及混凝土机械等传统支柱产业的同时，积极布局高空作业、矿业机械等新兴产业，推动业务结构优化升级。公司重视技术创新，拥有 34 个省级以上研发平台，并多次获得国家科技进步奖与专利金奖，形成了以技术为驱动的竞争优势。通过不断突破和提升技术创新能力，徐工机械已成功打造出一系列世界级装备，诸如全球最大塔吊、矿卡等多项首台（套）产品填补国内空白，成为“中国名片”的代表之一。

图1：公司主营工程机械主机制造及配件，产品谱系齐全

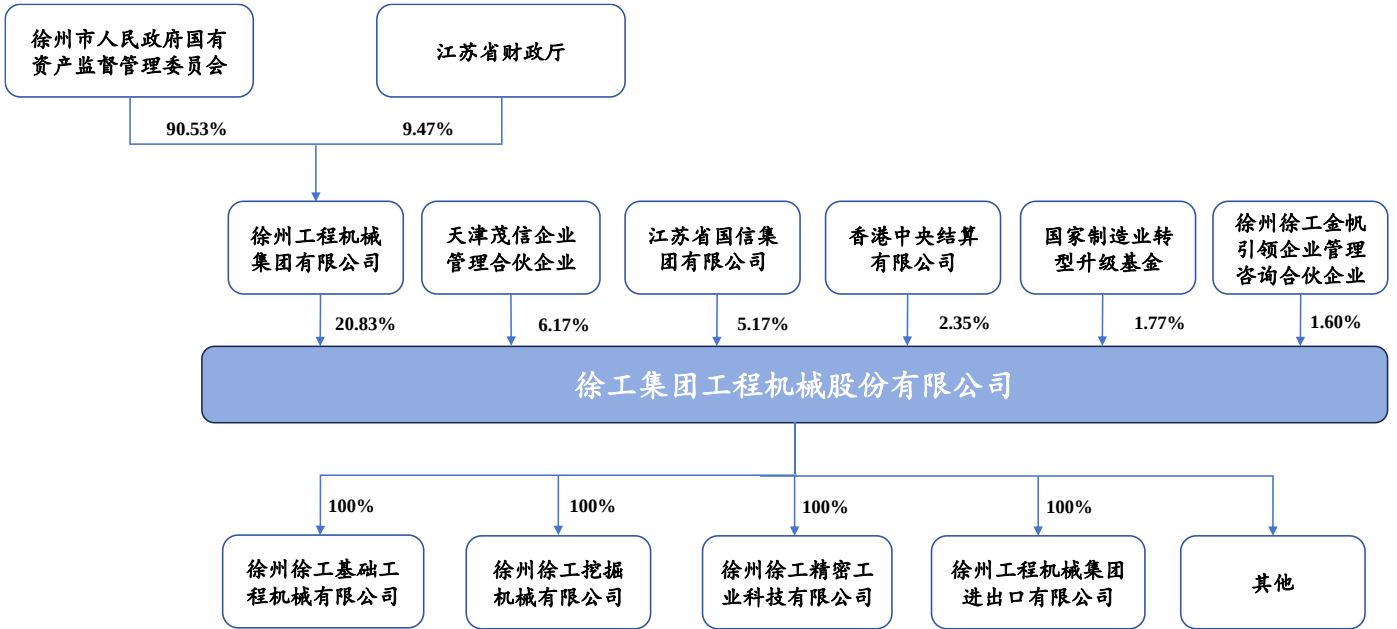


资料来源：公司官网、Wind、开源证券研究所

公司股权结构为地方政府与资本市场的深度融合典范。截至 2024 年 9 月 30 日，母公司徐工集团的控股股东为徐州国资委，持股比例 90.53%，江苏省财政厅持股 9.47%。通过徐工集团，地方政府间接持股徐工机械 20.83%，成为公司的实控人。此外，徐工机械的员工持股平台“徐工金帆”持股 1.60%，国家制造业转型升级基金持股 1.77%。在前十大股东中，除了控股股东外，其他股东的持股比例相对较低，且

多为机构投资者，有助于提升公司的透明度与治理规范性。总体来看，徐工机械的股权结构保持稳定，主要股东持股比例变化不大。通过引入新的股东及实施股权激励，公司股权结构有望进一步优化。

图2：公司实控人为徐州市国资委（截至 2024 年三季度）



资料来源：Wind、开源证券研究所

2023 年徐工机械收入 129.6 亿美元，全球份额 5.3%，位列全球第三、中国第一。据 KHL 发布的 Yellow Table 榜单，2023 年徐工机械收入为 130 亿美元，全球市占率 5.3%，位居全球第四，中国第一。2023 年，卡特彼勒以 410 亿美元收入和 16.8% 的全球份额继续稳居行业领导者。小松紧随其后，收入为 253 亿美元，占全球市场 10.4%。三一重工位列全球第六，收入为 102 亿美元，占全球市场 4.2%。凭借其国内市场的龙头地位和不断扩张的国际化布局，公司在全球市场的竞争力和影响力持续增强。

表1：2023 年徐工机械收入 129.6 亿美元，全球份额 5.3%，位列全球第三、中国第一

排名	公司	工程机械销售收入 (百万美元)	全球份额
1	卡特彼勒	41000	16.80%
2	小松	25302	10.4%
3	约翰迪尔	14795	6.1%
4	徐工机械	12964	5.3%
5	利勃海尔	10342	4.2%
6	三一重工	10224	4.2%
7	沃尔沃建筑机械	9892	4.1%
8	日立	9105	3.7%
9	JCB	8082	3.3%
10	斗山	7483	3.30%
11-50	山特维克、中联重科等	94288	38.64%
前 50 工程机械主机厂收入合计		244048	100%

资料来源：KHL、开源证券研究所

布局智能化、电动化，引领行业趋势。在智能制造方面，公司已建设 2 家智能制造能力成熟度四级工厂和 6 家三级工厂，推动生产线智能化提升。通过“智改数转”战略，徐工机械已实现关键工序自动化，挖掘机工厂的自动化率已达 90%以上，生产效率显著提升，每 8 分钟就能下线一台挖掘机。公司还采用先进技术，如数字孪生、3D 制造和全球规划排程系统，进一步提升了生产自动化水平。在电动化方面，徐工机械积极布局新能源产品，涵盖叉车、高空作业车、装载机、港口机械等多个领域，已推出超过 300 种电动化产品。2023 年，新能源产品收入同比增长 137%，工程机械与商用车的新能源渗透率达到 10%。随着电动化进程的加快，新能源产品的市场渗透率有望进一步提升。

图3：公司无人驾驶水平运输车、成套化解决方案及智慧工厂



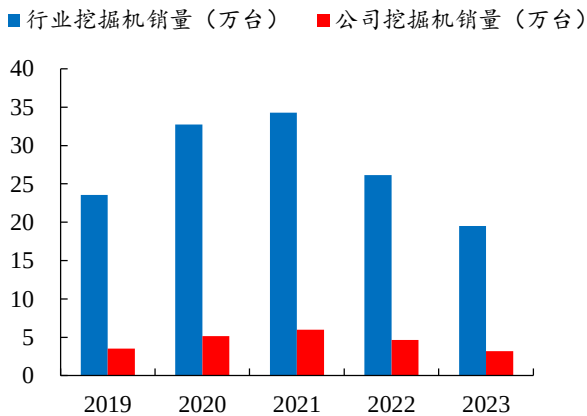
资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、传统优势板块稳步增长，矿山机械等新兴板块持续突破

传统优势板块与矿山机械、新兴高空作业平台协同布局。公司业务布局涵盖传统优势板块和新兴增长领域。在传统板块中，土方机械、起重机械和混凝土机械继续巩固公司市场领先地位。在新兴板块方面，徐工机械的高空作业平台在全球排名第三，稳居中国市场第一。矿山机械则成为公司未来增长的核心，稳居国内市场第一，全球前五。整体而言，公司业务布局呈现出传统业务稳步增长与新兴业务持续突破的趋势。

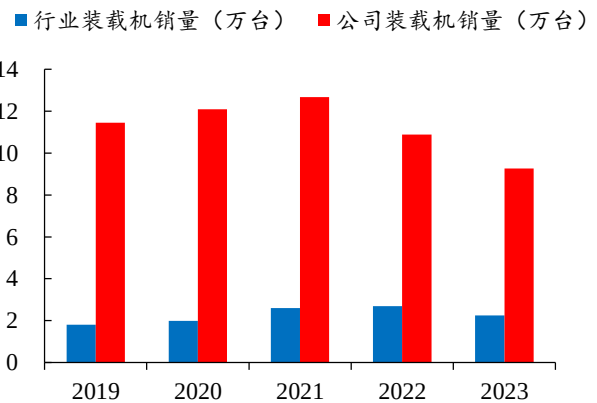
(1) 土方机械板块：挖掘机行业第二、装载机行业第一。2023 年，公司挖掘机市场份额达到 16.4%，位居国内第二，全球排名第六；装载机市场份额为 25.5%，位列国内第一、全球第二。土方机械作为徐工机械的传统优势板块，不仅在国内占据领先地位，全球竞争力也持续提升。在生产制造方面，徐工机械挖掘机工厂的关键工序自动化率已达到 90%以上，生产效率显著提高，每 8 分钟便可下线一台挖掘机。2024 年上半年，徐工机械的土方机械板块收入达到 139 亿元，同比增长 6.98%，显示出该板块强劲的增长势头和市场竞争力。

图4：2023 年公司国内挖掘机市占率 16.4%，稳居行业前二



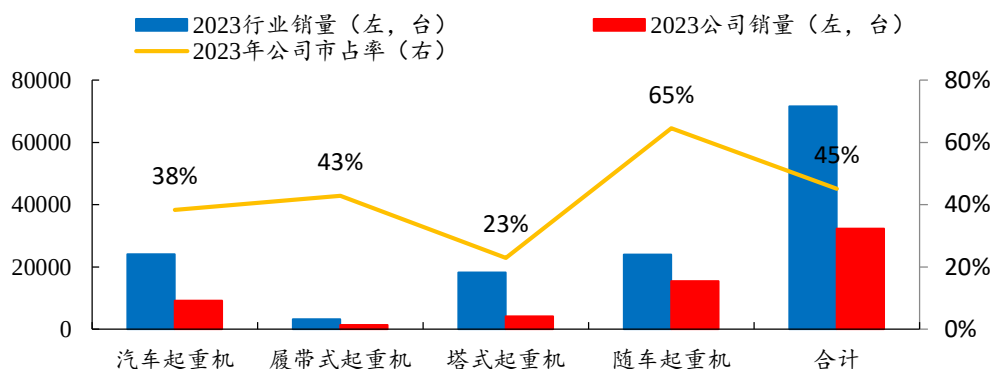
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2023 年公司国内装载机市占率 25.5%，跃居行业第一



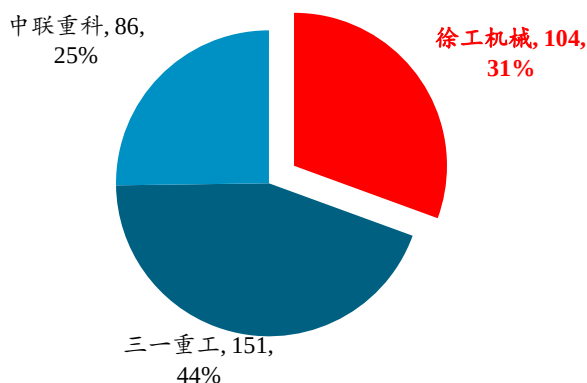
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 起重机械板块：公司最具竞争优势的产品之一。公司起重机械板块涵盖汽车起重机、全地面起重机、履带式起重机、随车起重机和塔式起重机等多个品类。2023 年，徐工机械起重机在国内市场份额达到 45%，稳居行业第一梯队。具体来看，徐工机械的汽车起重机、履带式起重机、塔式起重机和随车起重机的市场份额分别为 39%、43%、23%和 65%。在全球市场，徐工机械的汽车起重机稳居第一，随车起重机排名全球第三，塔式起重机也保持全球第三。

图6：2023 年公司起重机国内市场份额 45%，稳居第一梯队


数据来源：Wind、开源证券研究所

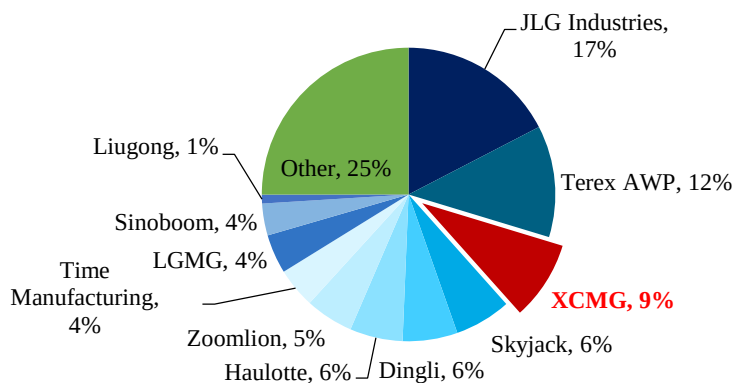
（3）混凝土机械：稳居全球第一阵营。公司混凝土机械产品涵盖泵车、搅拌车、搅拌站等，其中泵车市场呈现双寡头格局，搅拌车市场较为分散。自2012年收购全球混凝土机械领军企业德国施维英公司以来，徐工机械在全球混凝土机械行业的地位迅速提升，位列全球前三。2023年，徐工机械、三一重工和中联重科三家公司在混凝土机械市场的收入份额分别为44%、31%和25%，形成了“三足鼎立”的竞争格局。

图7：2023 年徐工机械混凝土机械营收 104 亿，份额约 31%


数据来源：Wind、开源证券研究所

（4）高空作业平台板块：全球第三、中国第一，海外市场持续突破。公司高空作业平台业务涵盖了多种类型，包括剪叉式、曲臂式、直臂式等，广泛应用于建筑、电力、设备维护等多个行业。根据《Access International》数据，2023年徐工机械的高空作业平台销售额达到15.02亿美元，全球市场份额为9%，排名全球第三，继续保持中国市场的领先地位。随着公司在技术创新和市场拓展方面的不断推进，徐工机械在全球高空作业平台市场的影响力不断增强。

图8：2023 年公司全球高空作业平台份额 9%，全球第三，中国第一



数据来源：KHL《Access International》、开源证券研究所

(5) 矿山机械板块：国内第一、全球前五，公司最具看点的板块之一。公司矿山机械业务产品主要包括矿用挖掘机、矿用铰接卡车等，在国内矿山机械市场稳居行业第一，全球前五，公司生产的矿山机械设备已经在南美、东南亚、澳大利亚等多个矿区投入使用。全球矿山机械市场与工程机械同为万亿级市场，行业技术及客户壁垒高，玩家数量固定，公司长期布局矿山机械领域，卡位全球头部矿山机械位置，目前收入体量不足百亿，成长空间广阔，是公司最具成长潜力、最具看点板块之一。

表2：公司位列 2023 年全球矿山露天挖运设备制造商排名第 5 名

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

资料来源：中国工程机械杂志、开源证券研究所

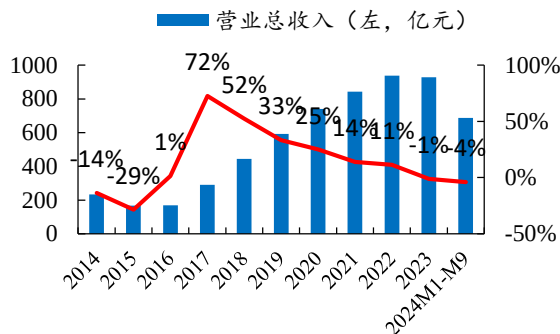
1.3、混改大幅释放业绩弹性，海外市场高速拓展

业绩拐点逐步显现，利润恢复正增长。自 2021 年二季度以来，受房地产等下游领域项目开工下降影响，国内工程机械市场需求收缩，公司面临一定的业绩压力。2023 年随着海外出口加速，公司经营状况有所改善。2024 年国内工程机械需求有望持续边际改善，尤其在政策加持下，内需逐步复苏。同时，公司在全球市场的竞争力持续增强，海外出口表现稳健。2024 年前三季度，公司实现营业收入 687.26 亿元，同比下降 4.11%；归母净利润 53.09 亿元，同比增长 9.71%。展望未来，随着行业复

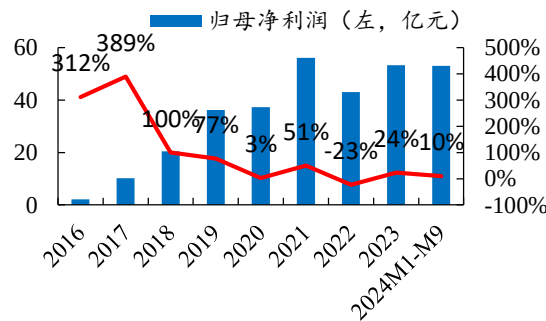
苏，公司混改成效释放，公司业绩弹性有望持续释放。

图9：2024 年公司前三季度收入 687 亿元，同比下滑 4%

图10：2024 年前三季度公司归母净利润 53 亿元，同比增长 10%



数据来源：Wind、开源证券研究所

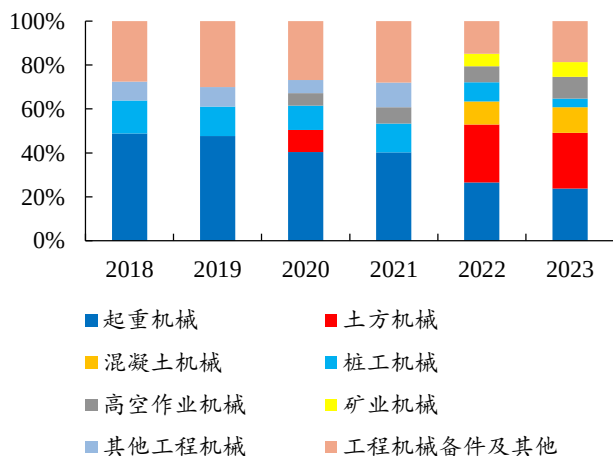


数据来源：Wind、开源证券研究所

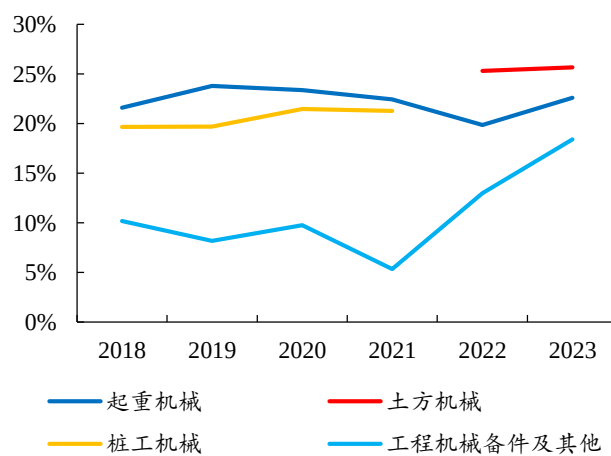
公司产品谱系全面，业务结构相对分散，第一大业务板块为土方机械，2023 年占营收比例 24%。从 2023 年公司收入结构看，土方机械 24%、起重机械 23%、混凝土机械 11%、桩工机械 4%、高空作业机械 10%、矿山机械 6%、道路机械 4%、工程机械备件及其他 18%。整体来看，徐工机械的业务结构较为多元化，既有传统的工程机械业务，也积极布局高空作业、矿山机械等新兴领域，且在新能源产品方面展现出较强的增长潜力。公司在各业务板块的毛利率水平差异也较大，2023 年公司土方机械、起重机械毛利率分别为 25.7%、22.6%，但全领域的业务布局为其提供了“1+1>2”的协同效应。

图11：公司业务结构相对分散，2023 年第一大业务板块为土方机械占比 24%

图12：2023 年公司土方机械/起重机械毛利率 25.7%/22.6%



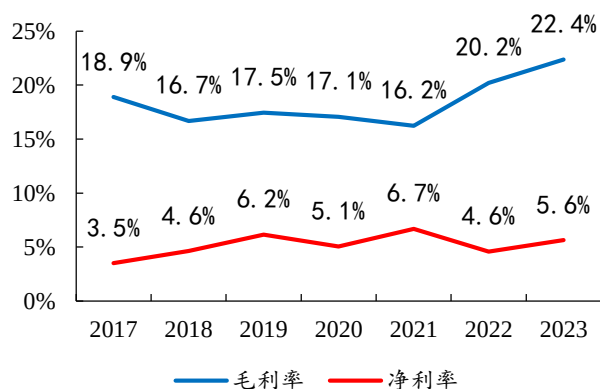
数据来源：公司年报、开源证券研究所



数据来源：公司年报、开源证券研究所

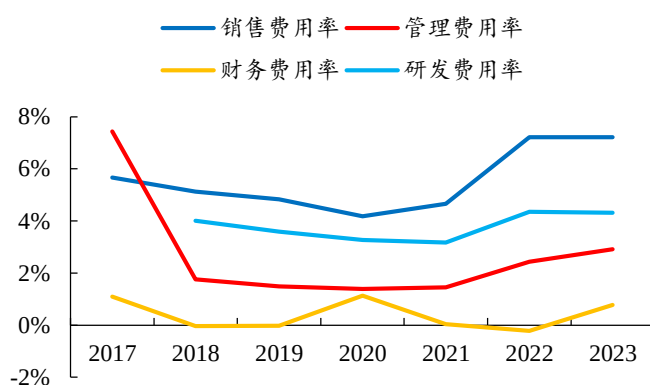
混改持续推进，盈利能力持续提升。2021-2023 年，公司毛利率由 16.24% 提升至 22.38%，实现了连续三年的增长。一方面主要得益于优质资产的注入，如挖掘机等高毛利率产品的引入，同时随着海外市场拓展和高毛利率产品销售占比的提升，推动了产品结构的优化；另一方面，公司混改后持续推进管理优化及降本措施，释放经营活力。2023 年公司毛利率 22.38%、净利率 5.6%，同比提升了 2.17 个百分点和 1.06 个百分点，盈利能力持续优化。

图13：2023 年公司毛利率 22.4%、净利率 5.6%，盈利能力持续优化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2023 年公司期间费用率为 15.2%，费用控制良好



数据来源：Wind、开源证券研究所

国际化布局稳步推进，海外业务网络逐步完善。公司积极推进国际化战略布局，全球范围内拥有 300 家海外经销商、40 个对外代表处、11 家海外制造基地与 KD 工厂、2000 个海外服务配件中心、30 个海外子公司和 6 个研发中心。公司成立了国际事业总部，打造了“1+14+N”的国际化运营体系，拥有 39 家海外子公司，40 个海外大型服务备件中心，营销网络已覆盖全球 193 个国家和地区。

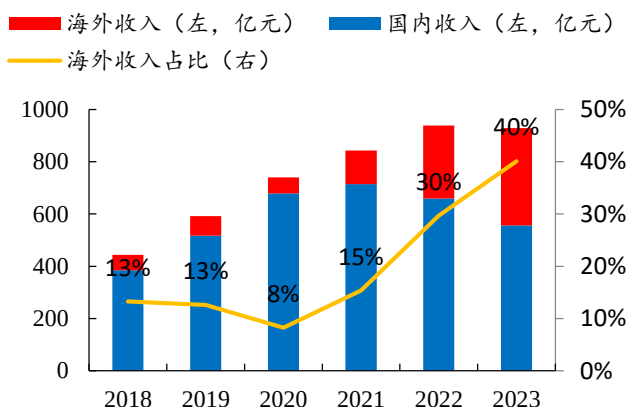
图15：公司全球化布局完善



资料来源：公司官网、开源证券研究所

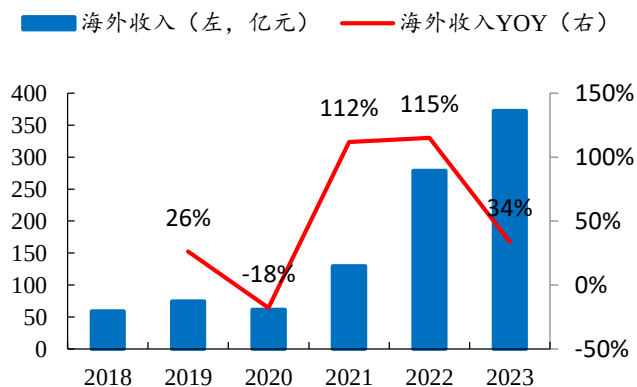
海外市场高速拓展，全球化再造“新徐工”。近年来公司海外业务增长迅速，2020年公司海外业务收入61亿元，2023年增长至372亿元，复合增速83%，2023年公司实现海外业务收入372亿元，同比增长34%，占总营收比例升至40%，同比增加10个百分点。此外，2023年公司海外业务毛利率24%，高于国内业务3个百分点，海外市场成为公司主要增量来源业绩增长点。

图16：2023 年公司海外收入占比升至 40%，同比增长 10 个百分点



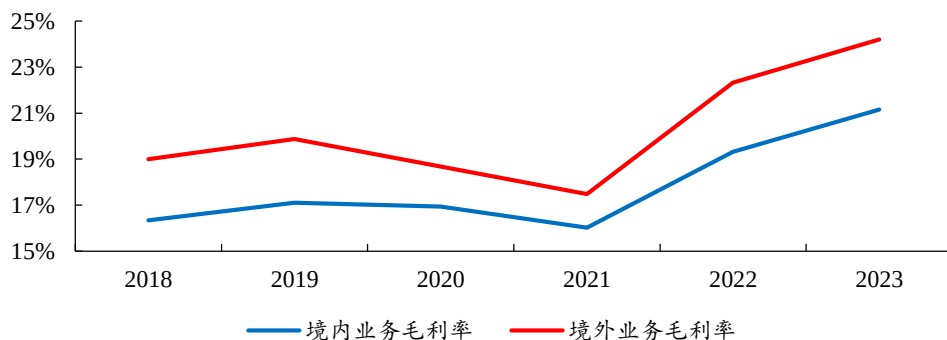
数据来源：公司年报、开源证券研究所

图17：2023 年公司海外业务收入 372 亿元，同比增长 34%



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图18：2023 年公司海外业务毛利率 24%，高于国内业务 3pct



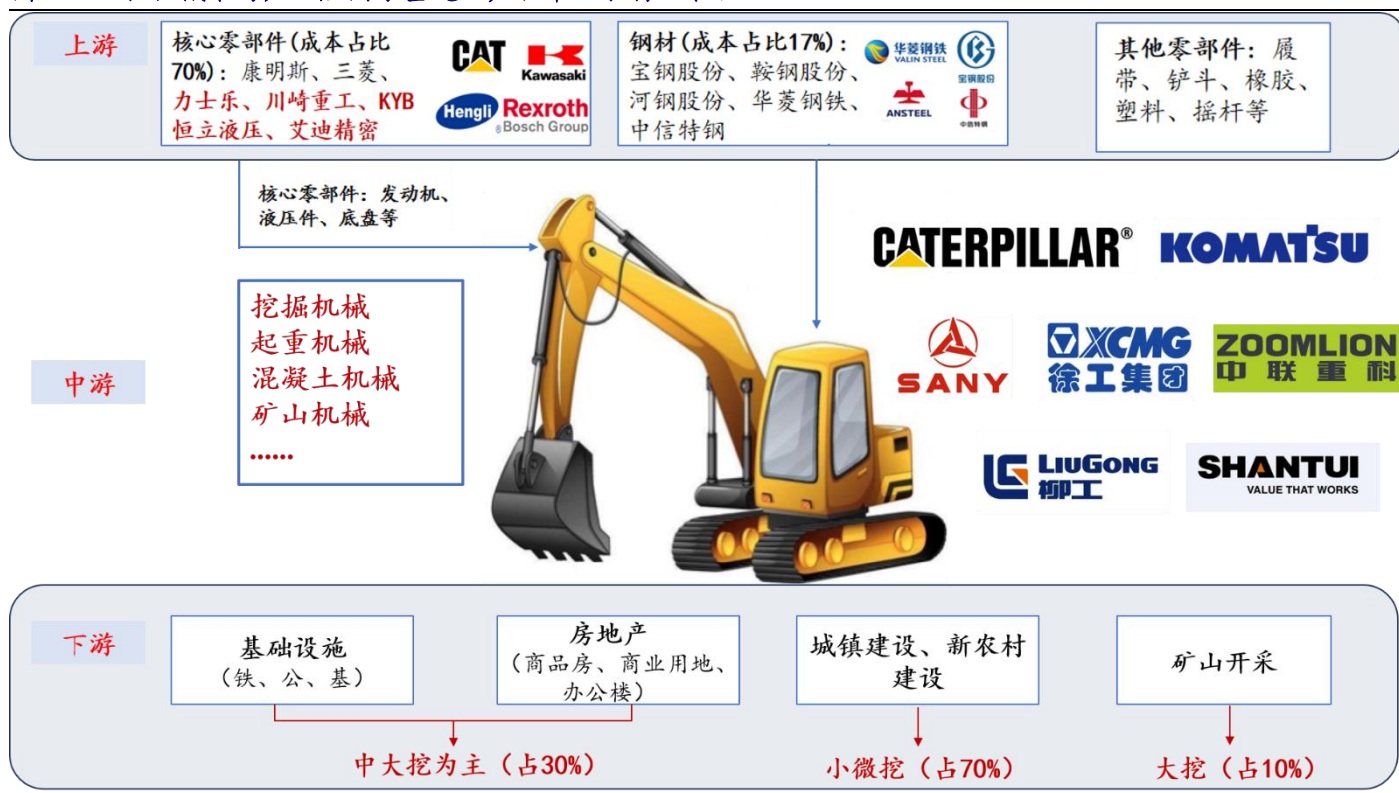
数据来源：公司年报、开源证券研究所

2、工程机械行业内外需“共振”，EPS 上行

2.1、宏观经济晴雨表，景气筑底复苏

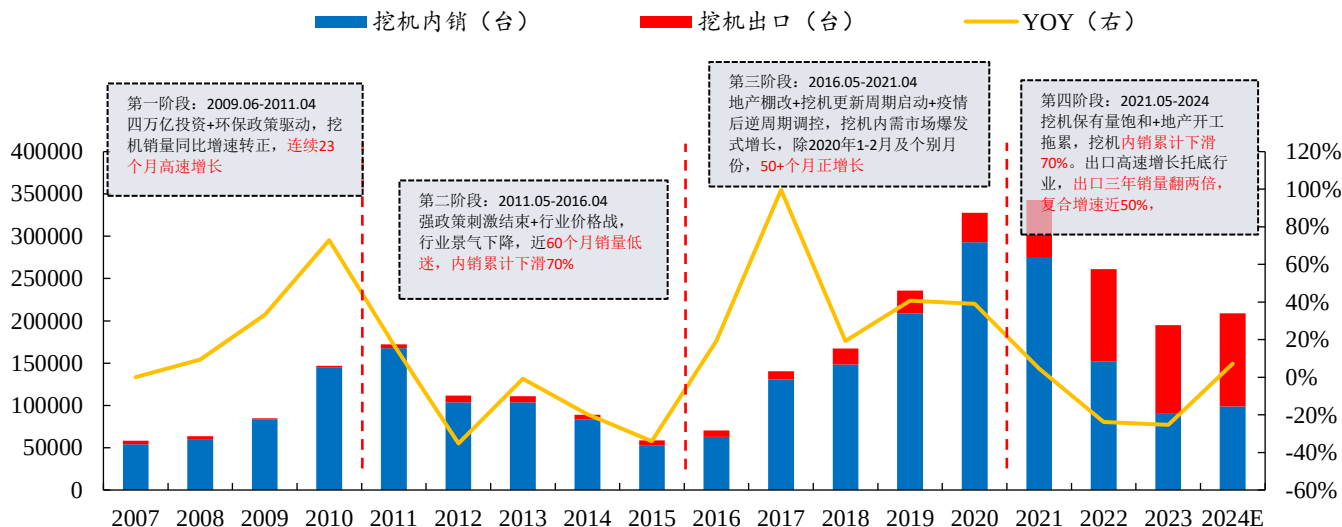
工程机械被广泛应用于基建、地产、市政、农村及采矿等领域，被视为经济的晴雨表。工程机械上游为钢材、核心零部件（液压系统、发动机等），下游应用为水利、电力和道路等基础设施建设，以及房地产开发、矿山开采等。工程机械的销量与经济活动热度相关，被视为宏观经济的晴雨表。

图19：工程机械下游广泛应用于基建地产、市政农村及采矿业



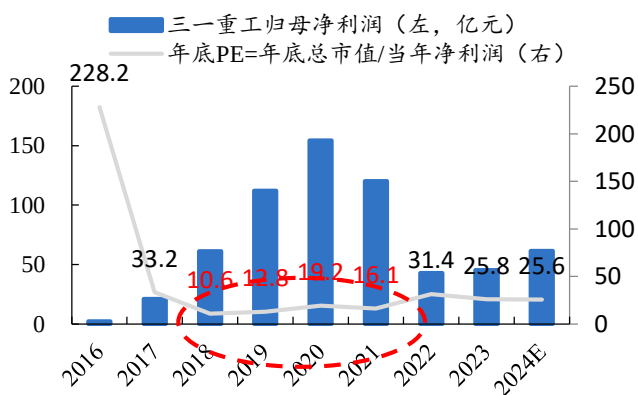
资料来源：中国工程机械工业协会、开源证券研究所

本轮周期提前筑底，我们判断未来三年维度板块处于景气上行期。复盘挖机周期来看，工程机械走完一轮完整周期大约需要十年，与挖机平均使用寿命接近。但本轮周期有望缩短，主要系 2016 年以来工程机械小型化及国产化率提升。此外，2021 年以来工程机械行业跌幅大、跌速快，2021 年至今挖机内销累计大幅下滑 70%，达到上一轮下行周期 2011-2016 年累计下滑幅度，导致本轮下行周期或提前筑底。2024 下半年，内需市场止跌转正、海外市场回暖，随着内需更新周期渐近、全球份额提升，工程机械板块有望迎来内外需共振上行，开启新一轮景气周期。

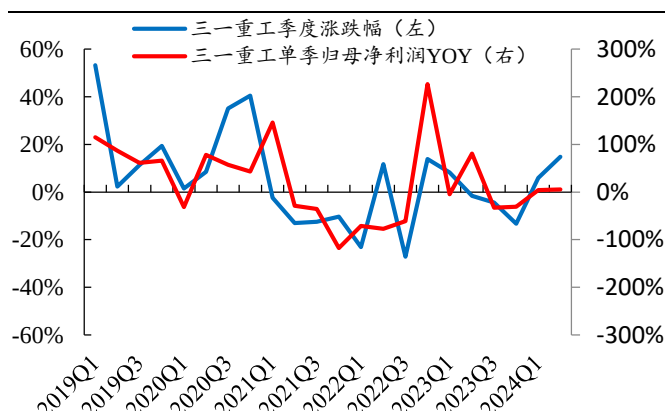
图20：复盘挖机行业：本轮周期或提前筑底，迎来内外需共振


数据来源：Wind、开源证券研究所

从历史复盘看，板块在盈利期估值变化不大，机会主要来自EPS增长。从工程机械历史市场表现看，板块更加注重盈利持续性。正常而言，两三个季度以上利润正增长，可初步判断周期趋势成立，市场表现予以正向反馈。以三一重工为例，在2018-2020年上一轮周期，三一重工年底PE稳定在15-20倍左右，估值变动不大；当公司连续三个季度利润正增长时，市值上涨。截至2024年11月25日，工程机械PE-TTM为19.6倍，位于十年历史估值中枢偏下位置，优选长期业绩具备弹性的标的，三一重工、恒立液压、徐工机械、中联重科、柳工、山推股份等。

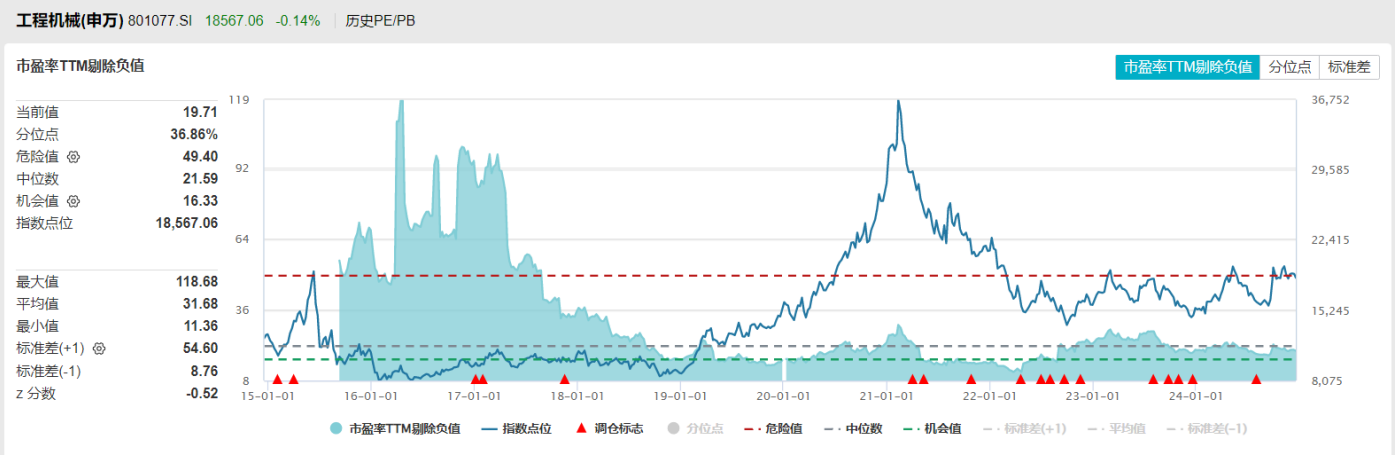
图21：2018-2021年三一重工PE稳定在15-20倍左右，估值变动不大


数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：两三个季度以上利润正增长，市场表现积极


数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：工程机械板块 PE-TTM 为 19.7 倍，位于历史中枢偏下水平（截至 2024/12/19）



数据来源：Wind

从全球水平看，A 股工程机械板块处于价值洼地。截至 2024 年 12 月 19 日，三一重工、徐工机械、中联重科等上市公司 PB（MRQ）仅为 1-2 倍，远低于卡特彼勒 PB（MRQ）9 倍。此外，A 股工程机械公司 PE 水平也较低，卡特彼勒 PE-TTM 为 16.5 倍，A 股工程机械主机厂 PE-TTM 普遍为 15 倍左右。考虑到工程机械内销市场处于底部回暖期，周期底部理应享有更高估值，且国产品牌海外份额提升潜力更大，全球范围内 A 股工程机械板块估值处于价值洼地。

表3：全球市场看，A 股工程机械估值水平较低（截至 2024/12/19）

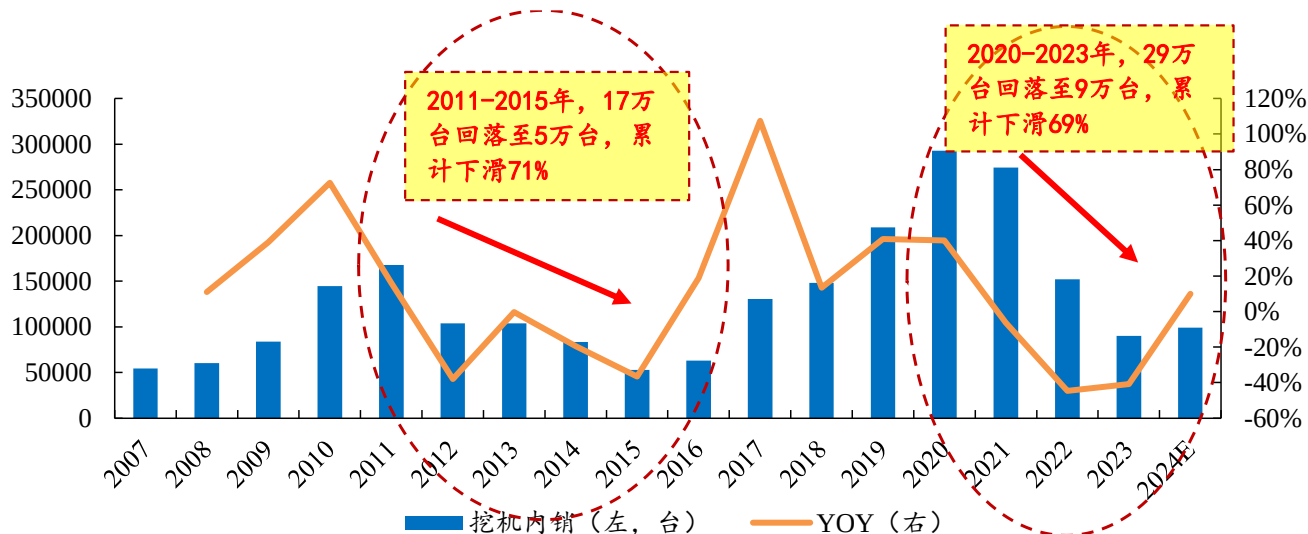
代码	证券简称	总市值 (亿元)	流通市 值(亿 元)	市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)	企业价 值(亿 元)	企业价 值/收入 (倍)	企业价值 /EBITDA(倍)	评级
				TTM	24E	25E					
CAT.N	卡特彼勒 (CATERPILLAR)	12628	12628	16.5	16.3	14.9	9.1	15284	3.3	12.0	未覆盖
6301.T	小松集团	1837	1837	10.0	10.5	11.2	1.3	2487	1.3	6.9	未覆盖
600031.SH	三一重工	1398	1398	26.1	22.7	17.5	2.0	1592	2.1	19.4	未覆盖
000425.SZ	徐工机械	935	935	16.1	14.6	11.6	1.6	1245	1.4	12.2	买入
601100.SH	恒立液压	711	711	28.0	27.1	22.9	4.7	712	7.5	24.9	买入
000157.SZ	中联重科	579	497	16.1	14.9	11.5	1.1	833	1.8	16.2	未覆盖
000528.SZ	柳工	224	224	16.5	14.6	10.8	1.3	317	1.1	17.8	买入
000680.SZ	山推股份	143	143	15.3	14.8	11.5	2.4	151	1.2	15.9	买入

资料来源：Wind、Bloomberg、开源证券研究所（注：以上均来自于 Wind、Bloomberg 一致预测）

2.2、内需层面：新一轮更新周期渐近，政策赋予行业更大弹性

当前挖掘机内销基数处于历史低位，进一步下滑空间有限。从历史数据看，中国市场内销已从2020年高峰期的30万台，大幅回落到2023年的9万台，降幅达69%，与2011-2015年挖掘机降幅相当（17万台下滑至5万台，累计下滑71%）。从全球视角比较，中国市场销量也显著低于欧美等发达地区：2023年中国内销9万台，仅占全球总销量的16%，而欧洲和北美分别达到16万台（28%）和13万台（23%）。

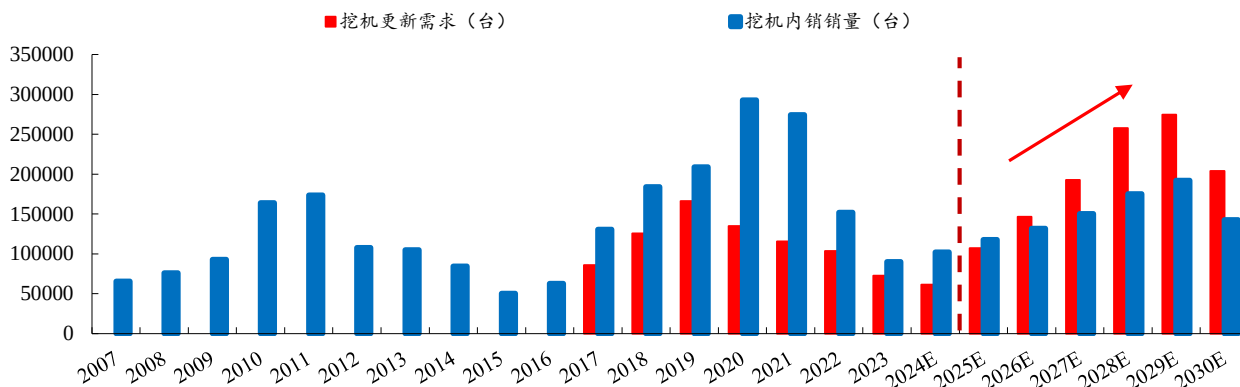
图24：2020-2023年挖机内销累计回落70%，相当于上一轮周期最大降幅



数据来源：Wind、开源证券研究所

弹性看内销市场，新一轮寿命替换大周期渐近。国内工程机械市场呈现较强周期性，相较海外市场份额提升，国内市场弹性更大。按照大、中、小挖使用寿命分别10/9/8年，结合2016-2020年上轮景气周期内销销量，我们测算2025-2029年起挖机行业迎来新一轮更新周期。考虑到下游地产需求收缩，我们谨慎预计仅70%挖机达到寿命需要更新。我们预计在存量设备寿命替换需求拉动下，2025-2029年挖掘机行业有望迎来新一轮更新周期，挖机内销年销量有望由2024年10万台，回归至中枢水平15-20万台，复合增速为10%-20%。

图25：弹性看内销市场，我们测算 2025-2029 年挖机行业迎新一轮更新周期



数据来源：中国工程机械工业协会、开源证券研究所

政策驱动下，工程机械行业有望迎来更大弹性空间。一系列潜在政策，如设备更新、城中村改造、农田水利建设以及逆周期调控等，赋予行业新增长动能，相关政策包括但不限于：

(1) 大规模设备更新政策：根据国务院《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，到 2027 年重点行业设备投资规模预计较 2023 年增长 25% 以上，将加速老旧设备的淘汰，直接推动工程机械的更新换代。

(2) 农田水利建设驱动小型设备需求：高标准农田建设及水利水务工程的推进，提振小型挖掘机需求，农村地区“机器替人”持续渗透。

(3) 地方化债缓解资金压力：地方债务“三箭齐发”政策将有效缓解地方政府融资压力，为基建项目的启动创造条件。

(4) 城中村改造带动多种设备需求：城中村改造广泛使用挖掘机、装载机、推土机及工程车辆，带动相关设备需求稳步提升。大城市危旧房改造潜力大，进一步拓宽市场空间。

在行业更新需求的基础上，上述政策大幅释放市场潜力，赋予工程机械行业更高的增长弹性。

表4：设备更新、化债、城中村改造等相关政策梳理

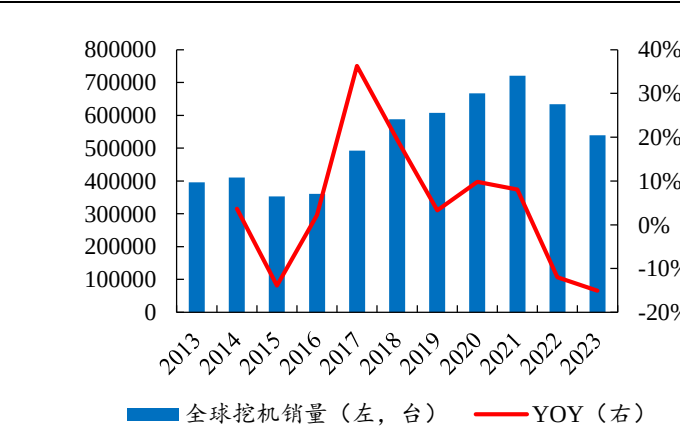
日期	来源	相关政策	主要内容
2023/10/26	人民日报	《增发1万亿元国债 主要用于8个方向》	中央财政将在2023年四季度增发2023年国债1万亿元，聚焦水利水灾后重建、高标准农田建设等领域。
2024/3/7	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	推进重点行业设备更新改造。围绕推进新型工业化，以节能降碳、超低排放、安全生产、数字化转型、智能化升级为重要方向，聚焦钢铁、有色、石化、化工、建材、电力、机械、航空、船舶、轻纺、电子等重点行业，大力推动生产设备、用能设备、发输配电设备等更新和技术改造。到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上
2024/10/17	新华社	《我国将新增实施100万套城中村改造和危旧房改造》	将通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。仅在全国35个大城市，需要改造的城中村有170万套；全国城市需要改造的危旧房有50万套。只要前期工作做得好，可以在100万套基础上继续加大支持力度
2024/11/8	新华社	《“6+4+2”万亿元！地方化债“三箭齐发”》	地方化债“三箭齐发”：安排6万亿元债务限额置换地方政府存量隐性债务；从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元；2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。三项政策协同发力后，地方化债压力将大大减轻。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

2.3、出海层面：本轮周期突破新高的关键

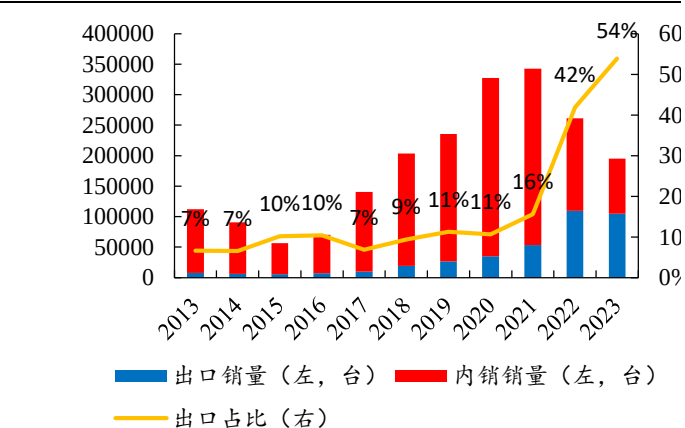
出海是工程机械长逻辑，也是本轮周期突破新高的关键驱动力。2023年全球挖掘机销量为54万台，其中中国内销市场销量9万台，海外市场销量45万台，海外市场为国内市场5倍。与此同时，2023年全球工程机械市场规模2494亿美元，同比增长8%，国内工程机械主机厂收入2592亿元，国内工程机械主机厂全球份额仅15%，竞争力与全球份额极不匹配。2024年上半年工程机械主要公司海外收入占比基本超50%，成为业绩重要驱动力。

图26：2023年全球挖掘机销量54万台，近十年CAGR为5%



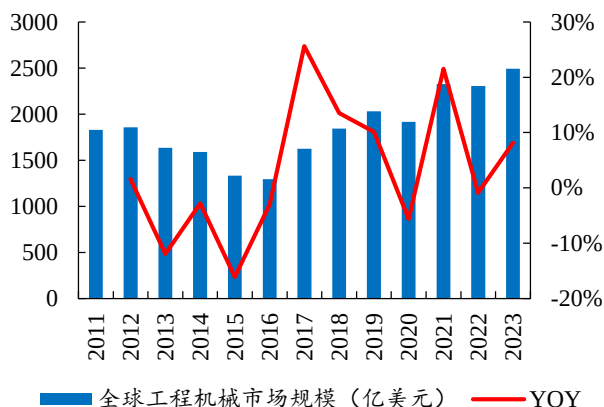
数据来源：中国工程机械工业协会、开源证券研究所

图27：2023年中国挖掘机内销9.0万台，海外市场相当于国内市场五倍



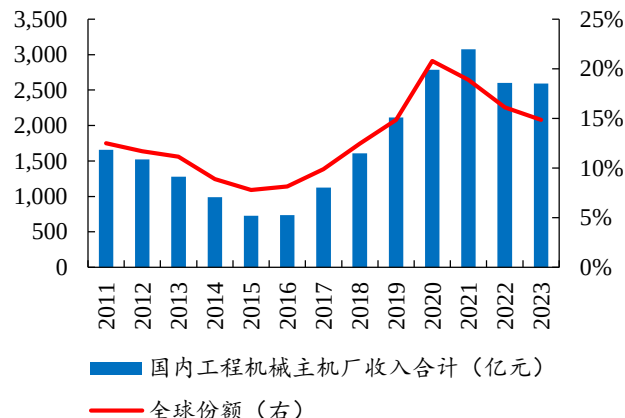
数据来源：中国工程机械工业协会、开源证券研究所

图28：2023 年全球工程机械市场规模 2494 亿美元，同比增长 8%



数据来源：KHL、开源证券研究所

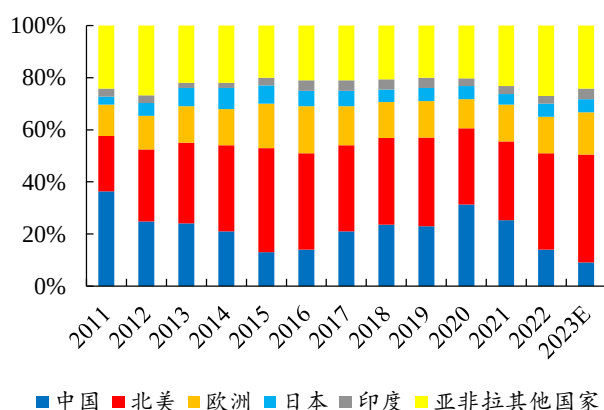
图29：2023 年国内工程机械主机厂收入 2592 亿元，全球份额仅 15%



数据来源：Wind、开源证券研究所

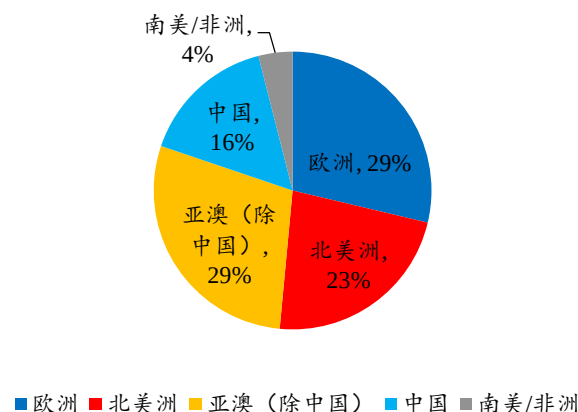
从全球市场分布看，工程机械海外市场集中在北美和欧洲，占据全球半壁江山。自 2011 年起，中国在全球工程机械市场的份额经历了波动，2020 年后有所下降。北美和欧洲合计占据了全球市场近一半的份额。根据 2022 年数据，中国、北美、欧洲、日本、印度及其他地区分别占全球工程机械市场份额为 14%、37%、14%、5%、3% 和 27%。2023 年挖掘机市场则以北美（23%）、欧洲（29%）和亚澳地区（29%）为主，中国市场份额为 16%。

图30：全球工程机械市场集中在北美和欧洲



数据来源：OFF-HIGHWAY、开源证券研究所

图31：2023 年挖掘机全球市场主要集中在欧美

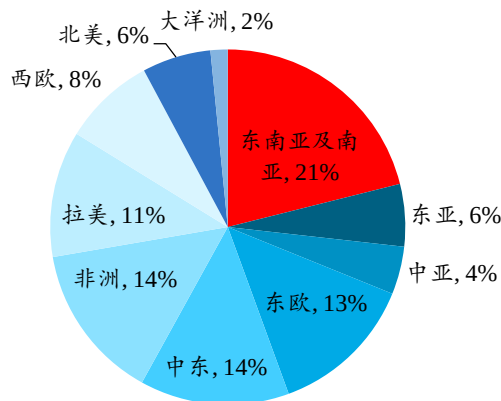


数据来源：中国工程机械工业协会、开源证券研究所

从出口分布看，我国工程机械出口主要集中在“一带一路”地区，2024 年 1-9 月占 84%。根据海关总署数据，2024 年 1-9 月，我国工程机械出口的最大市场集中在“一带一路”地区，占比高达 84%，这些市场与中国市场的需求特点相似，客户注重性价比，国产品牌具有优势。其中，东南亚和南亚地区是我国工程机械出口的

最大市场，占比 21%。此外，东亚、中亚和东欧合计占比 23%，中东地区占比 14%，非洲和拉美分别占比 14%和 11%。西欧和北美市场的出口占比较小，分别为 8%和 6%，大洋洲市场占比仅为 2%。

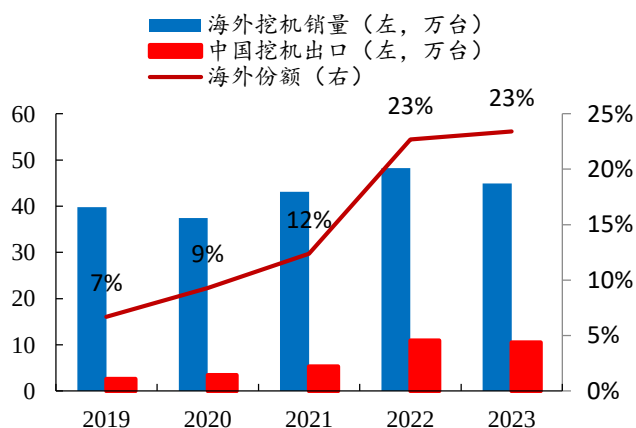
图32：2024 年 1-9 月工程机械出口主要集中“一带一路”地区，占 84%



数据来源：海关总署、开源证券研究所

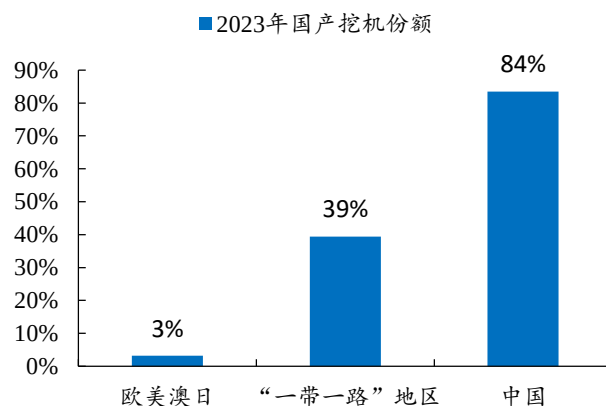
从份额来看，2023 年国产品牌挖机海外份额 23%，其中“一带一路”地区份额 39%，欧美澳日份额 3%。2023 年挖掘机中国市场销量约 9 万台，占全球市场的 16%；全球除中国外的市场销量约 49 万台，其中欧美、日本、澳洲合计为 33 万台，其他地区为 16 万台。同期中国对外出口挖掘机约 10 万台，其中国产品牌占比 75%，则国产品牌出口挖掘机约 7.2 万台。按此计算，2023 年国产挖掘机在全球市场的整体份额为 23%。其中在“一带一路”地区，国产挖掘机的份额约 39%，考虑到当地基本没有本土品牌，这一份额仍不算高，另外“一带一路”地区基础设施建设需求庞大，成长天花板较高，未来增长潜力较大。相对而言，欧美、日本、澳洲市场的份额仅为 3%，考虑到欧美市场占据全球约一半的市场，国产品牌份额及基数较低，持续保持高速增长。

图33：2023 年国产品牌挖机海外整体份额仅 23%



数据来源：中国工程机械工业协会、开源证券研究所

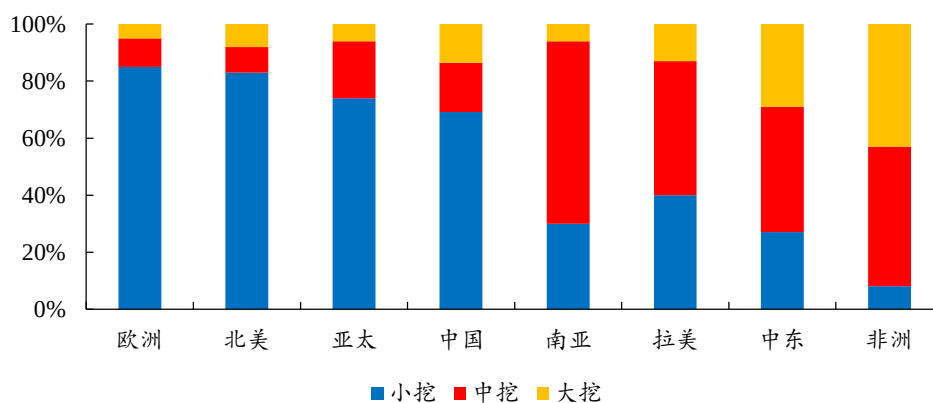
图34：2023 年国产挖机欧美澳日份额 3%、“一带一路”地区份额 39%



数据来源：中国工程机械工业协会、海关总署、开源证券研究所

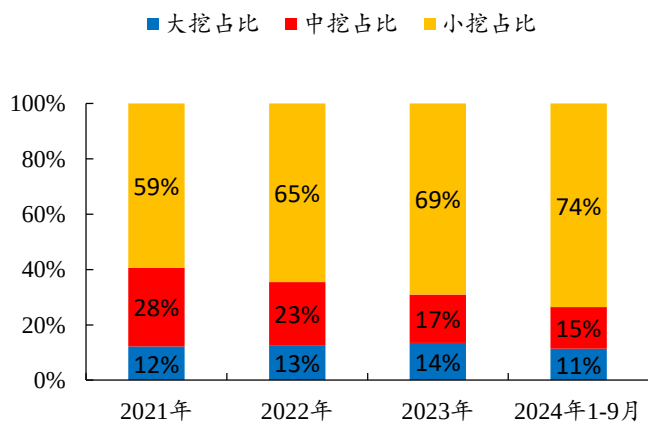
从出口机型分布看，出口产品大型化趋势显现，有助于提升产品均价和盈利能力。从全球各地区挖掘机市场来看，产品结构展现出鲜明的区域特点：（1）小型挖掘机主导市场：欧洲、北美和亚太地区以小挖为主，主要用于市政、农村等机器替人领域。（2）中型挖掘机占优：南亚和拉美市场主要需求集中在中挖，多用于基础设施建设。（3）大型挖掘机为主：中东和非洲市场以大挖为主，主要用于矿山开发等重型应用场景。2024 年前三季度国内中大挖占比仅 26%，而出口中大挖占比 54%，中大型挖掘机产品均价及利润率更高，有助于提升出口产品均价和盈利能力。

图35：新兴国家以价值量更大的中大挖为主，2023 年销售占比达 70%以上



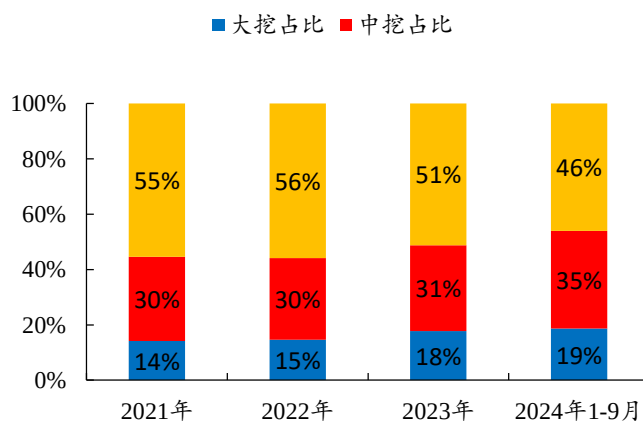
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：2024 年前三季度国内中大挖占比仅 26%，机器替人下呈小型化趋势



数据来源：中国工程机械工业协会、开源证券研究所

图37：2024 年前三季度中大挖出口占比 54%，主要用于新兴国家基建等建设

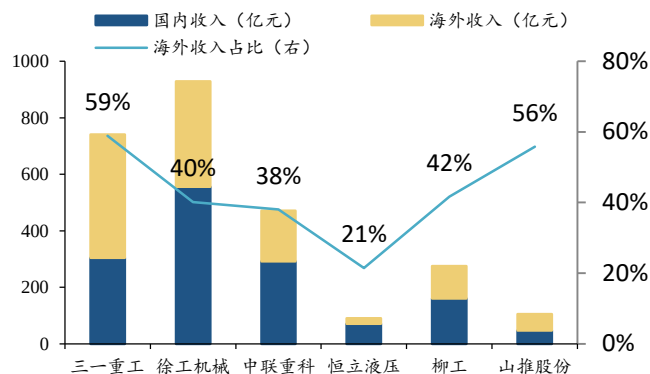


数据来源：中国工程机械工业协会、开源证券研究所

主要公司聚焦海外拓展，收入与利润率双提升。2024 年上半年，三一重工、徐工机械、中联重科、柳工和山推股份的海外收入占比分别达到 59%、40%、38%、42%

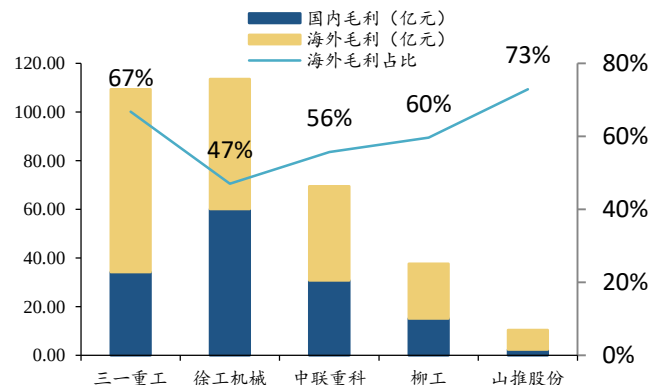
和 56%，海外业务毛利占比分别为 67%、47%、56%、60%和 73%，均显著高于国内水平。这一表现得益于海外市场竞争格局较好，同时市场需求稳步增长。海外市场已成为主要公司的利润核心驱动力。

图38：2024 上半年各公司海外收入占比高于国内市场



数据来源：Wind、开源证券研究所

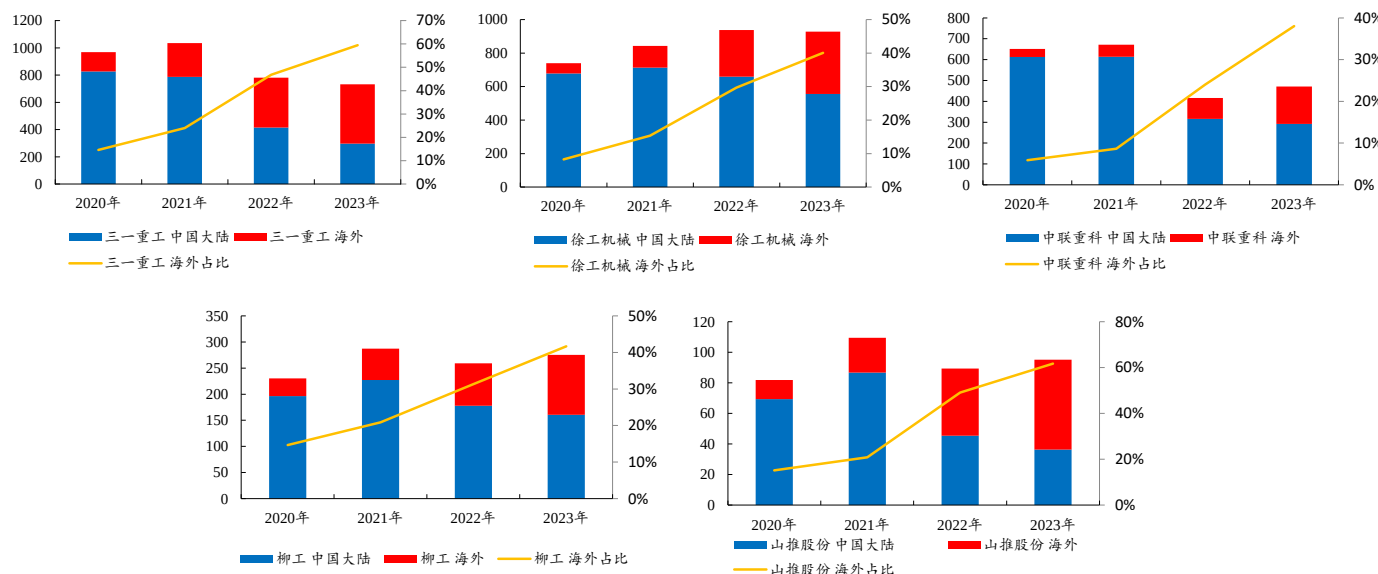
图39：2024 年上半年主机厂海外毛利高于国内市场



数据来源：Wind、开源证券研究所

海外拓展成为本轮周期突破新高的关键。2020-2023 年间，三一重工、徐工机械、中联重科、柳工和山推股份的总收入分别达上一轮高峰（2020 年）的 76%、126%、72%、120%、116%，显示出不同公司业务布局的分化。其中，海外市场表现尤为亮眼，五家公司海外收入分别是 2020 年的 3.1、6.1、4.7、3.4 和 4.7 倍，海外收入占比分别提升至 59%、40%、38%、42%和 62%。在内外需共振的背景下，国内市场贡献稳定增长，海外市场拓展则成为行业增长的主要增量来源，也是本轮增长突破上一轮新高的关键。

图40：2020-2023 年主机厂国内外收入情况，海外拓展为本轮突破新高的关键（单位：亿元）



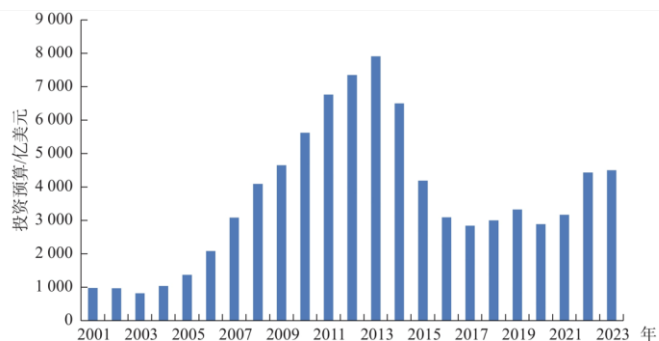
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、矿山机械：万亿蓝海市场蓄势待发，重大项目陆续突破

3.1、矿山设备迎新一轮更新浪潮，万亿蓝海市场蓄势待发

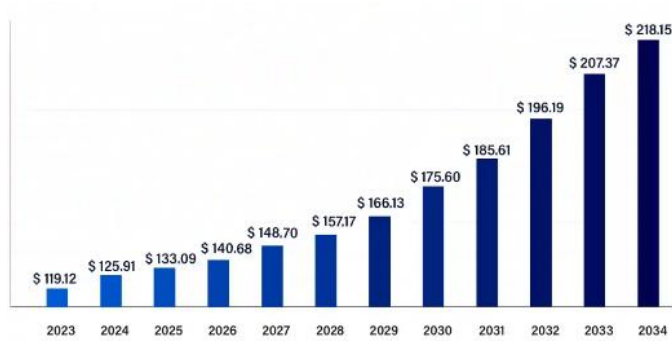
2024 年全球矿山装备市场规模 1259 亿美元，有望迎来更新替换浪潮。2009-2015 年为上一轮矿山设备更新高峰期，根据矿山设备的平均更换周期 10-15 年，2024-2030 年矿山机械设备有望迎来新一轮更新浪潮。据 Precedence Research 数据，2024 年全球矿山装备市场规模约为 1259 亿美元，预计到 2034 年将达到 2181 亿美元，年复合增长率为 5.6%。全球矿产资源开发的总产量呈现稳定增长趋势，2023 年全球矿业开发项目投资达到约 4500 亿美元，创下近年新高。随着战略性金属需求的增长、开采工艺向深部发展的推进，全球矿山设备景气度有望向好。

图41：世界矿业开发项目投资预算在 2023 年达到约 4500 亿美元



数据来源：中国矿业

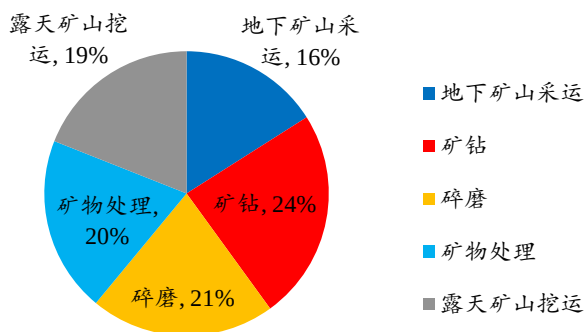
图42：2024 年全球矿山装备市场规模 1259 亿美元，有望迎来更新替换浪潮



数据来源：Precedence Research、开源证券研究所

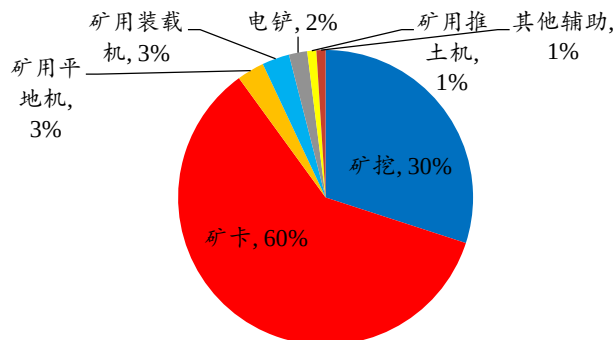
矿挖及矿卡为露天矿山主要挖运设备，占价值量 90%。从全球矿山设备产品价值量分布看，矿钻与凿岩设备占 24%，碎磨类设备占 21%，矿物处理设备占 20%，露天挖运设备占 19%，地下采运设备占 16%。在全球露天矿山挖运设备的收入构成中，矿用挖掘机占 30%，矿卡占 60%，矿用平地机、矿用装载机、电铲和矿用推土机分别占 3%、3%、2%和 1%，其他辅助设备占 1%。

图43：露天矿山设备占矿山设备价值量 19%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：全球露天矿山挖运设备主要由矿挖、矿卡构成，合计价值量占比 90%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、公司矿山机械全球布局持续突破，多个重大项目陆续签约

徐工机械是中国领先、全球少数能够研发制造成套大型矿山机械的企业。公司的成套露天矿山机械产品广泛应用于露天矿山、大型水利工程等领域，主要承担矿物料和土石方的挖掘、装载、运输及破碎筛分等作业。目前，徐工机械已形成了涵盖“钻、挖、运、破”全流程的成套化、专业化矿业机械产品群。其中，公司自主研发的 700 吨矿用挖掘机是中国最大吨位矿挖；440 吨矿用自卸车（双桥）则是全球最大吨位的矿用自卸车，填补了全球市场的空白。

图45：公司已形成了涵盖“钻、挖、运、破”全流程的成套化矿业机械产品群



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司矿山机械在全球市场、智慧绿色矿山领域持续取得突破，多个重大项目签约

(1) 力拓西芒杜项目：2024 年 8 月，徐工机械与力拓集团在几内亚成功签约，合计中标 40 台设备，包含 34 台矿卡和 6 台平地机，合同金额接近 8 亿元人民币，且涵盖全面的维保服务和备件供应。

(2) FMG 项目：2024 年 11 月，徐工机械在上海宝马展期间与澳大利亚第三大矿业公司 FMG 集团签署合作协议，提供百余台电动化设备，包括电动矿卡、电动装载机、电动轮推和电动平地机，合同金额超过 30 亿元人民币，这成为中国迄今为止最大一笔新能源出口订单。

(3) 新疆能源项目：2024 年 5 月，徐工机械中标国家能源新疆公司项目，提供 28 台液压挖掘机和 103 台 XDE130 矿车，总金额超过 10 亿元人民币。

(4) 淡水河谷项目：徐工机械与淡水河谷达成战略合作，就采矿和基建设备的潜在供应签署合作备忘录，包括零排放设备和自动驾驶设备。

(5) 无人驾驶技术：公司与多家企业开展合作，2019 年以来公司在内蒙古乌山矿自主开发了 3 台无人矿卡，成功应对极寒气候下的编组运行，并与中车、慧拓、盟识等公司合作开展无人驾驶项目，2022 年在平庄煤矿项目实现远程驾驶商用化，江铜和包钢也已应用挖掘机远程驾驶技术。

图46：公司无人驾驶技术在工地施工



资料来源：公司官网

4、国企改革：混改助力问鼎全球，巨擘智造“提速换挡”

4.1、混改持续推进，盈利能力提升、报表改善

2020 年集团推进混改，分为“三步走”：引入战略投资者、整体上市及股权激励。

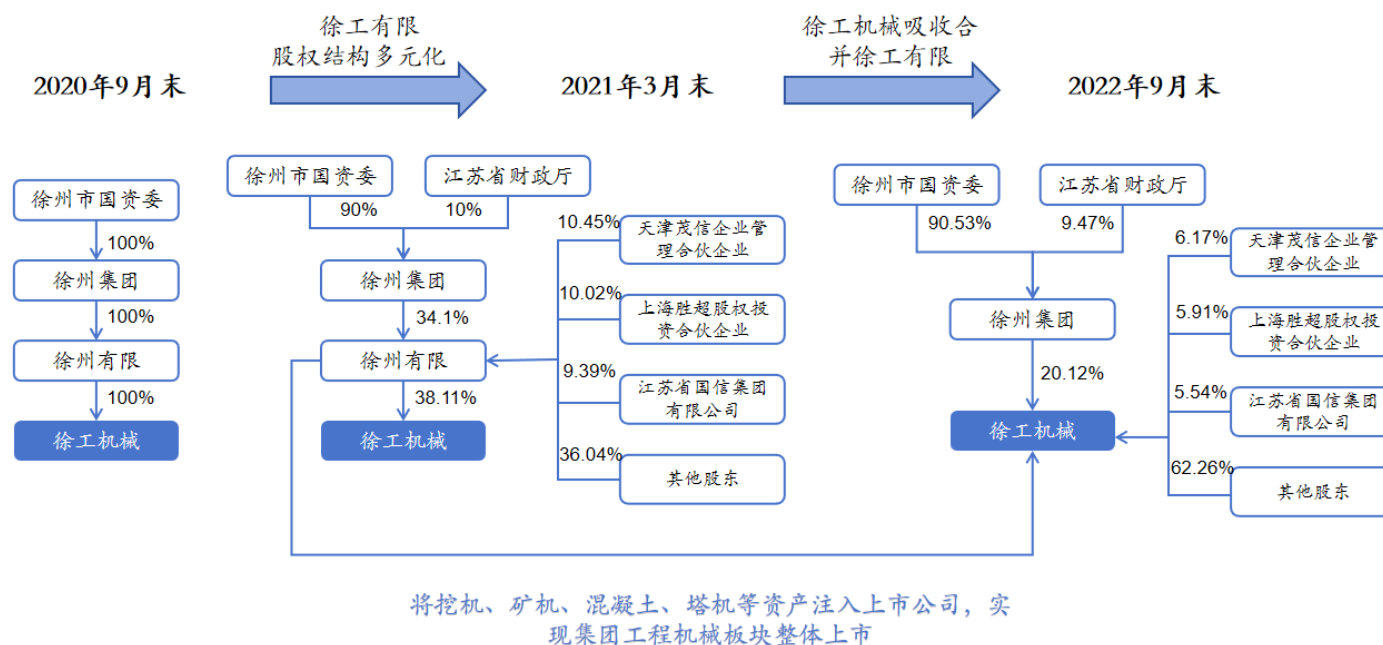
(1) 第一步：引入战投。2020 年，徐工集团按照中央国企改革要求，启动了徐工有限的混改，完成股权转让与战略投资者引入，徐工有限的注册资本从 12.53 亿元增至 24.57 亿元，保持国有控股地位，同时引入 12 名战略投资者和员工持股平台，国有资本与民间资本有效融合。

(2) 第二步：整体上市。2021 年，徐工机械通过吸收徐工有限及其下属资产，完成了并表，2022 年三季度实现全面整体上市，股权结构保持稳定，徐工集团仍为徐工机械的最大股东。

(3) 第三部：股权激励。2023 年，徐工机械进一步深化改革，发布了限制性股票激励计划。此次激励计划覆盖全体高管和中层干部，体现了公司将股东利益与员工利益深度捆绑。

值得注意的是，公司混改远未结束，仍在持续深化，在夯实基本面及业绩前提下，通过分红、增持及回购等方式持续深化改革，打造公司与股东、员工的“命运共同体”。

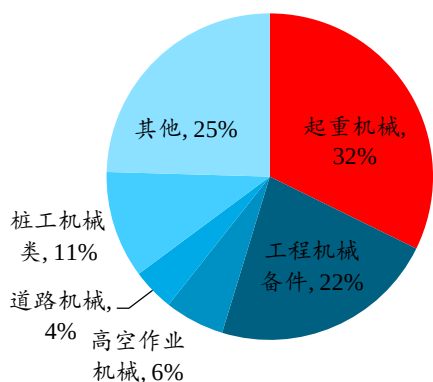
图47：徐工机械混改方案：引进战略投资者，吸收合并挖机等集团资产



资料来源：Wind、开源证券研究所

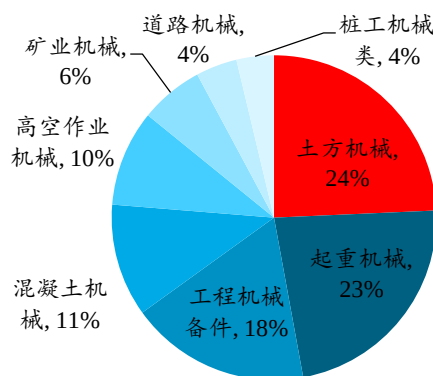
混改后，公司产品结构更加多元，资产质量提升。混改后，徐工机械新增了土方机械、矿业机械、混凝土机械等多个业务板块，推动了收入来源的多元化。2021年起重机械为公司第一大业务板块，收入占比为 32.3%，2023 年混改注入集团资产后，公司业务中土方机械占比上升至 24.3%，成为第一大业务板块，起重机械的占比则下降至 22.8%。此外，工程机械备件的占比也有所下降，从 2021 年的 22.5%降至 17.9%，混改后业务结构优化、资产质量提升。

图48：2021 年公司业务中起重机械位居榜首，占比 32.27%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：2023 年公司收入结构更加多元，土方机械占 24% 为第一大业务



数据来源：Wind、开源证券研究所

推出股权激励计划，“新徐工”不断焕发新活力。2023 年公司发布了限制性股票激励计划，拟向不超过 2000 名董事、高管、核心技术及业务人员授予 1.18 亿股（约占总股本的 1%）。股票来源为公司以自有资金通过二级市场回购，首次授予价格为 3.09 元/股。激励计划的业绩考核目标包括：①净资产收益率：2023-2025 年分别不低于 9%、9.5%、10%，且高于同行业平均水平；②归母净利润：2023 年不低于 53 亿元，2024 年不低于 58 亿元，2025 年不低于 65 亿元，且三年累计净利润不低于 176 亿元；③分红比例：2023-2025 年不低于当年可分配利润的 30%。本次股权激励计划综合考虑公司及所处行业发展状况等因素，助力公司全面实现高质量发展。

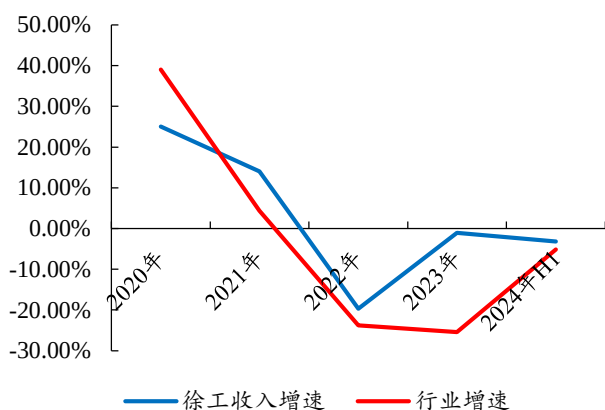
图50：2023 年限制性股票激励计划公司层面业绩考核要求

考核年份	业绩考核目标
2023 年	①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分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%。
2024 年	①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%。
2025 年	①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、开源证券研究所

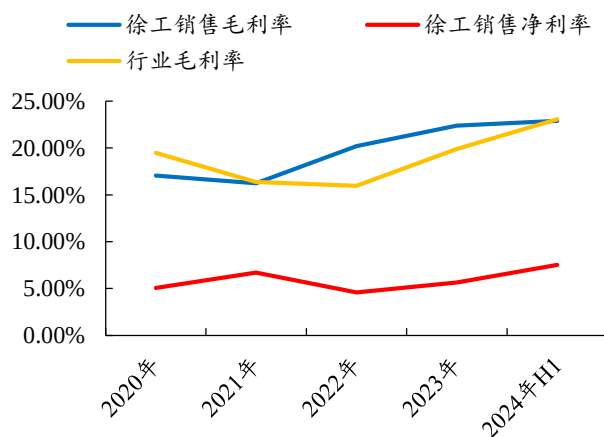
混改卓有成效，盈利能力提升、资产质量改善。从收入端来看，近年来徐工机械营收增速持续远超行业水平，2023 年和 2024 年 H1，随着行业景气筑底、行业增速放缓至-25.4%和-5.15%，而徐工机械受益份额提升、产品结构优化，营收同比分别-1.03%和-3.21%，高于行业水平。此外，2020-2023 年公司毛利率由 17.1%提升至 22.4%，行业毛利率由 19.5%提升至 20.1%，分别同比增加 5.3 个百分点和 0.6 个百分点，公司盈利能力提升幅度高于行业。

图51：2021 年以来徐工机械成长性始终优于行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

图52：2020-2023 年公司毛利率由 17.1%提升至 22.4%，提升幅度高于行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、发布全球投资者未来三年回报计划，打造“命运共同体”

公司高度重视股东回报，打造与投资者“命运共同体”。2022 年公司完成了整体上市和董事会换届，管理层高度重视投资者回报，通过增持、回购和现金分红等方式增强投资者信心，打造“命运共同体”。过去三年，公司累计现金分红 66.16 亿元，实施了两次回购，总金额达到 11.52 亿元，大股东徐工集团增持 1 次，金额为 5.4 亿元。

发布全球投资者未来三年（2025-2027）回报计划，配置价值凸显。2024 年 11 月 27 日，公司发布《全球投资者未来三年(2025-2027)回报计划》，高度重视股东回报，打造公司与投资者“命运共同体”，主要措施包括：

(1) 持续、稳定的现金分红：积极探索年内多次分红，未来三年(2025-2027 年度)，公司每年度累计现金分红总额(含股份回购注销)不低于当年实现可供分配利润的 40%。

(2) 常态化增持：控股股东每年获得的上市公司现金分红不低于 20%的额度用于增持上市公司股票。

(3) 投资者回报：持有徐工机械股票满三个月的投资者/委派代表，每年有两次机会以员工内部价购买徐工机械文创产品(如徐工机械产品模型)；徐工机械体验厅和徐工机械智能化领航工厂每年暑假或寒假可为当年持股满三个月的投资者/委派代表及其子女免费提供一次“研学游”参观学习机会。

我们认为，公司既有行业复苏的上行贝塔，又有矿机新产业及混改带来的阿尔法，业绩有望进入新一轮成长期；在业绩增长基础上，公司稳定高分红为投资者提供可观的现金回报，常态化增持彰显大股东发展信心，有助于市值稳定增长，形成正循环。

表5：公司全球投资者回报规划（2025-2027 年）

规划方向	具体内容
1、持续、稳定的现金回报	积极探索年内多次分红，未来三年(2025-2027 年度)，公司每年度累计现金分红总额(含股份回购注销)不低于当年实现可供分配利润的 40% 。
2、控股股东常态化增持	每年获得的上市公司现金分红不低于 20% 的额度用于增持上市公司股票
3、加强投资者关系管理	拓宽投资者沟通渠道，建立多层次良性互动机制；董事长/公司高管出席定期报告业绩说明会；及时回应投资者关心的“热点”问题；加强对国际投资者的沟通交流工作
4、制定市值管理制度	积极响应监管要求，建立科学、规范、有效的市值管理机制，加强与资本市场良性互动；明确市值管理责任部门、董监高职责、股价剧烈波动的应对措施等内容
5、提升规范运作水平	坚持以优秀的公司治理推动实现高质量发展；积极拓宽投资者参与公司治理的渠道，引导中小投资者积极参加股东大会
6、提高信息披露质量	连续 7 年获信息披露考核最高等级 A，所有 A 股上市公司前 3.21%；严格精准开展信息披露工作，强化主动信息披露
7、其他回报措施	(1) 持有徐工机械股票满三个月的投资者/委派代表，每年有两次机会以员工内部价购买徐工机械文创产品(如徐工机械产品模型) (2) 徐工机械体验厅和徐工机械智能化领航工厂每年暑假或寒假可为当年持股满三个月的投资者/委派代表及其子女免费提供一次“研学游”参观学习机会

资料来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

我们对公司业务核心假设如下：

(1) 土方机械：考虑到挖掘机等土方机械产品内销筑底、更新周期渐近，海外市场随着经济恢复，叠加国内厂商的强竞争力，工程机械厂商出海逻辑持续，我们预计 2024-2026 年该业务增速分别为 10%/15%/15%；毛利率方面，受益规模效应和产品结构优化，预计 2024-2026 年分别为 28.0%/29.0%/30.0%。

(2) 起重机械：受下游地产开工压制，内销起重机仍有一定下滑，出口增速较快但基数低，综合来看我们预计 2024-2026 年营收同比分别-20%/10%/10%；毛利率方面，主要受规模影响，我们预计 2024-2026 年分别为 21.0%/22.0%/23.0%。

(3) 混凝土机械：与起重机械类似，混凝土机械主要受下游地产拖累，国内仍有下滑。我们预计 2024-2026 年板块收入分别同比-10%/10%/10%，毛利率主要受规模影响，我们预计 2024-2026 年分别为 16.0%/17.0%/18.0%。

(4) 矿山机械：公司矿山机械国内及海外需求旺盛，作为公司重点新兴板块之一，未来有望成为业绩重点增长点。我们预计 2024-2026 年板块收入分别同比 40%/30%/25%，毛利率随着规模提升预计 26.0%/27.0%/28.0%。

(5) 工程机械备件：随着其他产品稳健发展，该业务 总体发展势头较好，我们预计 2024-2026 年分别同比增长 8%/15%/15%，毛利率稳定在 20%。

表6：2022-2026E 公司分业务拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
一、土方机械（亿元）	236.39	225.60	248.16	285.38	328.19
YOY	-25%	-5%	10%	15%	15%
毛利率	25.3%	25.7%	28.0%	29.0%	30.0%
二、起重机械（亿元）	238.60	211.87	169.50	186.45	205.09
YOY	-28%	-11%	-20%	10%	10%
毛利率	19.9%	22.6%	21.0%	22.0%	23.0%
三、混凝土机械（亿元）	95.02	104.25	93.83	103.21	113.53
YOY	-15%	10%	-10%	10%	10%
毛利率	16.3%	18.1%	16.0%	17.0%	18.0%
四、高空作业机械（亿元）	65.50	88.83	79.95	79.95	87.94
YOY	31%	36%	-10%	0%	10%
毛利率			31%	31%	31%
五、矿业机械（亿元）	51.33	58.61	82.05	106.67	133.34
YOY		14%	40%	30%	25%
毛利率			26.0%	27.0%	28.0%
六、道路机械（亿元）	40.35	38.18	38.18	42.00	46.20
YOY	14%	-5%	0%	10%	10%
毛利率			27%	27%	27%
七、桩工机械类（亿元）	77.70	34.59	38.05	41.85	46.04
YOY	-13%	-55%	10%	10%	10%
毛利率			22%	23%	24%
八、工程机械备件（亿元）	133.29	166.54	179.86	206.84	237.87
YOY	-33%	25%	8%	15%	15%
毛利率	13.0%	18.4%	20%	20%	20%
总收入（亿元）	843.28	938.17	929.57	1052.35	1198.20
YOY	-20%	11%	-1%	13%	14%
毛利率	20.2%	22.4%	23.8%	24.4%	25.2%

资料来源：Wind、开源证券研究所

综上所述，我们预计公司 2024-2026 年分别实现收入 929.57/1052.35/1198.20 亿元，同比-1%/+13%/+14%；实现归母净利润 61.84/79.68/100.43 亿元，同比增长 16%/29%/26%，公司当前股价对应的 PE 为 18.2/14.1/11.2 倍。

可比公司方面，我们选取同属于工程机械行业的三一重工、恒立液压、中联重科、柳工、山推股份作为可比公司，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。受益行业复苏上行贝塔，矿机增长及混改赋能带来的阿尔法，另有稳定高分红及常态化增持的配置价值，首次覆盖给予“买入”评级。

表7：可比公司估值表

2025/3/10		收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE				评级
代码	公司			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
600031.SH	三一重工	19.86	1,683	45.3	61.3	80.5	102.2	37.2	27.5	20.9	16.5	未评级
601100.SH	恒立液压	95.00	1,274	25.0	15.39	20.3	27.1	51.0	82.8	62.8	47.0	买入
000157.SZ	中联重科	8.28	682	35.1	39.7	52.2	65.7	19.5	17.2	13.1	10.4	未评级
000528.SZ	柳工	12.99	262	8.7	15.3900	20.3	27.1	30.2	17.0	12.9	9.7	买入
000680.SZ	山推股份	10.54	158	7.7	9.2	12.4	15.1	20.7	17.1	12.8	10.5	买入
可比公司平均								31.7	32.3	24.5	18.8	
000425.SZ	徐工机械	9.50	1,123	53.3	61.8	79.7	100.4	21.1	18.2	14.1	11.2	买入

资料来源：Wind、开源证券研究所（注：徐工机械、柳工、山推股份为开源预测，三一重工、中联重科为 Wind 一致预测）

6、风险提示

1、行业周期性波动。工程机械行业周期性较强，如果基建、房地产投资不及预期，或行业周期大幅度波动，可能对公司产品需求产生影响。

2、宏观政策力度不及预期。工程机械对宏观经济政策较为敏感，若宏观政策力度不及预期，可能对行业下游开工不利，进而对产品销售产生影响，

3、海外市场拓展不及预期。公司出口业务较多，国际贸易存在诸多不稳定因素，包括国际政治环境、经济发展状况、行业政策、汇率政策、海运情况，以上因素可能导致公司出海面临不确定性。

4、行业竞争加剧。国内工程机械主机厂出海加速，若海外市场竞争加剧风险，可能导致行业整体利润率下滑，进而影响公司经营成果。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	129118	111060	68615	79325	85972	营业收入	93817	92848	91998	104148	118582
现金	27827	23371	23157	26215	29849	营业成本	74855	72064	70140	78689	88718
应收票据及应收账款	46478	43658	0	0	0	营业税金及附加	406	442	373	432	513
其他应收款	1912	2072	1876	2593	2495	营业费用	6765	6702	6440	6770	8064
预付账款	2471	1677	2433	2220	3077	管理费用	2285	2706	2944	3124	3320
存货	35099	32378	33297	40384	42688	研发费用	4082	4000	3680	4166	4743
其他流动资产	15331	7905	7853	7913	7863	财务费用	-211	726	947	1362	1139
非流动资产	46041	50935	51532	54442	57712	资产减值损失	-326	-692	-500	-602	-705
长期投资	2373	4510	6958	9385	11788	其他收益	462	724	628	622	609
固定资产	18956	22510	20323	20174	20234	公允价值变动收益	-70	179	120	142	93
无形资产	7257	7994	8613	9329	10194	投资净收益	194	-4	410	311	228
其他非流动资产	17455	15920	15637	15554	15497	资产处置收益	-6	5	-56	-25	-20
资产总计	175159	161995	120147	133767	143684	营业利润	5083	5640	6927	8879	11211
流动负债	96549	86366	44319	53977	57801	营业外收入	105	96	120	134	114
短期借款	17598	13526	28130	34172	39763	营业外支出	176	59	89	100	106
应付票据及应付账款	50383	41844	0	0	0	利润总额	5013	5678	6958	8912	11219
其他流动负债	28567	30996	16189	19805	18038	所得税	711	442	787	975	1240
非流动负债	23949	18142	14297	11592	8998	净利润	4302	5236	6171	7938	9979
长期借款	18222	14513	10669	7963	5369	少数股东损益	-11	-90	-13	-30	-64
其他非流动负债	5726	3628	3628	3628	3628	归属母公司净利润	4312	5326	6184	7968	10043
负债合计	120497	104508	58616	65568	66799	EBITDA	10017	10722	11429	14130	17031
少数股东权益	1402	1342	1329	1299	1235	EPS(元)	0.36	0.45	0.52	0.67	0.85
股本	11816	11816	11816	11816	11816	主要财务比率					
资本公积	16784	16395	16395	16395	16395	成长能力					
留存收益	24664	28223	32820	38643	45300	营业收入(%)	-19.7	-1.0	-0.9	13.2	13.9
归属母公司股东权益	53259	56145	60202	66899	75650	营业利润(%)	-44.1	11.0	22.8	28.2	26.3
负债和股东权益	175159	161995	120147	133767	143684	归属于母公司净利润(%)	-47.5	23.5	16.1	28.8	26.0
现金流量表(百万元)						获利能力					
经营活动现金流	1583	3571	8175	8313	9903	毛利率(%)	20.2	22.4	23.8	24.4	25.2
净利润	4302	5236	6171	7938	9979	净利率(%)	4.6	5.7	6.7	7.7	8.5
折旧摊销	3570	3968	3253	3525	3955	ROE(%)	7.9	9.1	10.0	11.6	13.0
财务费用	-211	726	947	1362	1139	ROIC(%)	5.4	6.1	6.9	8.2	9.2
投资损失	-194	4	-410	-311	-228	偿债能力					
营运资金变动	-7426	-6951	-2872	-5258	-5948	资产负债率(%)	68.8	64.5	48.8	49.0	46.5
其他经营现金流	1542	588	1085	1057	1006	净负债比率(%)	40.4	39.7	34.3	31.4	27.1
投资活动现金流	-5655	1411	-3376	-6007	-6926	流动比率	1.3	1.3	1.5	1.5	1.5
资本支出	7986	5967	1402	4008	4823	速动比率	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6
长期投资	-1821	5272	-2448	-2427	-2403	营运能力					
其他投资现金流	4152	2106	475	428	300	总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
筹资活动现金流	3089	-7778	-19617	-5289	-4936	应收账款周转率	2.4	2.3	0.0	0.0	0.0
短期借款	5942	-4072	14604	6042	5591	应付账款周转率	3.1	3.1	6.7	0.0	0.0
长期借款	2755	-3709	-3844	-2706	-2594	每股指标(元)					
普通股增加	3982	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.36	0.45	0.52	0.67	0.85
资本公积增加	-3873	-389	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.30	0.69	0.70	0.84
其他筹资现金流	-5717	391	-30376	-8625	-7933	每股净资产(最新摊薄)	4.51	4.75	5.09	5.66	6.40
现金净增加额	-713	-2974	-14818	-2983	-1958	估值比率					
						P/E	26.0	21.1	18.2	14.1	11.2
						P/B	2.1	2.0	1.9	1.7	1.5
						EV/EBITDA	12.9	12.7	11.8	9.5	7.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn