徐开四海业，工铸重器魂

——优质国资/央企深度推荐系列（四）

公司深度

● 公司概况：立足传统优势，改革驱动成长

徐工机械是全球工程机械产品族群化最为齐全的企业之一。公司传统的优势产品如起重机、装载机等持续保持全球领先，同时 2020 年公司启动混合所有制改革，2022 年完成挖掘机、矿机等优质资产整体上市，构建了多元产业体系。虽然短期内规模扩张导致公司风险敞口有所扩大，但随着公司持续贯彻“高质量、控风险、世界级、稳增长”发展方针，公司经营质量有望进一步提升。公司积极布局全球化战略，境外业务占比从 2020 年的 8.3%提升至 2024 年的 45.5%，并带动公司整体盈利能力稳中有进。在 2025 年全球工程机械制造商 50 强榜单中，徐工机械位居全球第四，中国第一，全球市场份额约 5.4%。

● 行业分析：工程机械全球万亿人民币级市场空间，行业景气度边际向上

国内工程机械行业由于已基本完成进口替代，整体国产化率高，未来主要跟随国内建造支出周期波动，目前观测周期上行的趋势并未改变。海外市场则具备“大空间、弱周期、长期向上”等特点。全球工程机械外资龙头对 2025 年行业景气度持总体乐观态度。分行业来看，卡特彼勒、约翰迪尔等认为 2025 年建筑机械景气度有望与 2024 年基本持平；卡特彼勒、日立建机和安百拓认为矿用机械需求旺盛。分地区来看，美国《基础设施投资和就业法案》很大程度上拉动了相关需求；欧洲经济依然疲软，但是有望小幅复苏；中国需求在政府刺激房地产和建筑行业政策的支持下持续增长；亚洲经济持续疲软，关注印尼等矿业需求；拉美整体需求将温和下降，增长点主要来自巴西和阿根廷；中东和非洲建筑需求持续强劲。

● 土方机械：国内看基建力度+更新需求，海外看“一带一路”协同出海

2025M1-6，国内挖机销量达到 12.05 万台，yoy +16.80%，销量实现大幅增长，呈筑底上行趋势，我们认为主要受益于国内外两大市场需求共振。

国内市场：房地产开发景气度仍然偏弱，基建投资完成额稳步增长，基本抵消了地产偏弱的不利影响，2025M1-5 地产+基建合计投资完成额达 12.14 亿元，yoy +3.14%，增速创 2021 年以来新高；挖机还面临着规模庞大、持续性强的更新需求。根据我们的测算，在假设挖机平均更新周期为 8 年的情况下，2023 年为挖机更新需求低点，新一轮更新周期已经启动，仅 2028 年一年即有望释放 25.73 万台更新需求（约为 2024 年国内挖机总销量的 2.5 倍）。行业整体触底回升的势头明显。

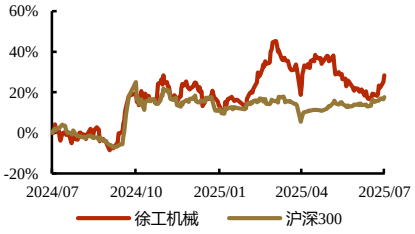
海外市场：①受全球政治经济局势冲击影响，2025M1-6 出口占比略下滑至 45.54%。从月度数据来看，2025M6 出口占比已恢复至 56.73%，若贸易环境压力得到缓解，挖机出口比例有望继续回升。**②新兴市场是我国工程机械产品出口的稳定增长动力。**中国工程机械工业协会数据显示，2024 年我国工程机械对“一带一路”沿线出口额占比 46.2%，较 2023 年提升 2.8pct，主要系受益于“一带一路”工程承包带动国内工程机械整机出海，可见新兴国家是

推荐（首次评级）

范云浩（分析师）
fanyunhao@cctgsc.com.cn
证书编号：S0280524010001

市场数据	时间 2025/7/10
收盘价(元):	8.28
一年最低/最高(元):	5.95/9.65
总股本(亿股):	117.54
总市值(亿元):	973.21
流通股本(亿股):	80.97
流通市值(亿元):	670.42
近 3 月换手率:	52.89%

股价一年走势



我国工程机械产品出口的稳定增长动力。

● **起重机械：工程起重机有望回暖，建筑起重机景气度仍依赖出口**

汽车起重机： 2025M1-5 汽车起重机内外销合计 9103 台，yoy -8.94%，降幅有所收窄。汽车起重机作为工程起重机代表，有望直接受益于国内外大规模基建项目建设。

塔式起重机： 2025M1-5 塔式起重机内外销合计 2334 台，yoy -36.56%，降幅较 2024 年全年水平有所收窄。随着新兴国家房地产需求持续增加，塔机出口或延续增长态势，带动内外销结构进一步优化。

● **混凝土机械：全球市场空间与竞争格局都较稳定，业绩主要跟随β波动**

全球混凝土机械市场集中度高，格局稳定。2024 年全球混凝土机械市场空间约为 480 亿元，目前普茨迈斯特、希法、施维英（徐工机械旗下）、利勃海尔在全球范围内处于第一梯队，品牌格局稳定，业绩主要跟随β波动。

从销量数据来看：①混凝土机械在内销方面有望筑底。以泵车为例，伴随房地产逐步止跌企稳、基建项目规模持续扩大两大利好因素，泵车内销同比增速由 2022 年的-70%收窄至 2023 年的 0%，2024 年总体止跌。**②2020 年来泵车出口量持续增长。**2024 年同比大幅增长 83.3%，主要出口亚洲、中东地区。

● **矿业机械：全球矿业需求高涨，下游标杆客户彰显公司强大产品力**

全球矿业机械市场规模超 700 亿美元，是仅次于土方机械的第二大市场。据不完全统计，全球矿山机械核心厂商小松和卡特彼勒在收入体量上处于第一阶梯，2024 年矿机营收均为 125 亿美元水平，其中小松矿机约占总营收 47%、卡特约占 20%，印证矿机业务是工程机械厂商产品族群化的必争之地。

需求端来看：①2024 年国内矿机行业营收盈利均创新高，主要受益于采矿业固定资产投资完成额加速增长；②全球平均铜价涨幅和代表性矿山机械企业营收增速呈现明显正相关关系，背后逻辑是铜供需偏紧支撑采矿业上游景气度。2024 年铜价涨幅为 7.68%，新一轮上涨有望支撑矿山机械企业营收增速；③2017 年来中国对外采矿业直接投资流量总体呈上升趋势，中国代表性矿企海外收入持续增长，为中国矿山装备制造商提供了巨大的市场机遇；④后市场营收在小松和安百拓矿机营收结构中占比超 2/3，印证后市场是矿机企业保持营收水平长期稳定的重要环节。

徐工矿机是公司努力培育和发展的重要增长曲线。凭借国企资质优势，徐工矿机与业内大型央企深度合作，同时加紧攻关传统海外矿业巨头，成功打入必和必拓、力拓、淡水河谷等龙头的供应链；徐工矿机重视后市场业务，着力打造矿山机械全生命周期服务基地，业绩持续性有望得到增强。

● 盈利预测、估值与评级

盈利预测：在全球工程机械行业景气度总体向上的背景下，考虑到徐工机械产品谱系不断拓宽、产品力不断增强、矿业机械业务逐步打入龙头矿企供应链、风险管控能力不断提升等因素，我们预计 2025-2027 年，公司分别实现营业收入 1003.16/ 1106.37/ 1218.52 亿元，yoy +9.4%/ 10.3%/ 10.1%，分别实现净利润 80.15/ 89.01/ 99.66 亿元，yoy +34.1%/ 11.1%/ 12.0%，对应 PE 分别为 12.1/ 10.9/ 9.7X。

投资评级：首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示：全球宏观扰动因素加剧，或将对公司业绩产生扰动；国内宏观经济下行风险；公司矿业机械业务增长不及预期

财务摘要和估值指标（2025 年 7 月 10 日）

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	92,848	91,660	100,316	110,637	121,852
增长率(%)	-1.0	-1.3	9.4	10.3	10.1
净利润(百万元)	5,326	5,976	8,015	8,901	9,966
增长率(%)	23.7	12.2	34.1	11.1	12.0
毛利率(%)	22.4	22.5	23.6	24.0	24.2
净利率(%)	5.7	6.5	8.0	8.0	8.2
ROE(%)	9.1	9.9	12.0	12.0	12.1
EPS(摊薄/元)	0.45	0.51	0.68	0.75	0.84
P/E	15.0	17.6	12.1	10.9	9.7
P/B	1.2	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源：Wind、诚通证券研究所预测，股价时间为 2025 年 7 月 10 日

目　录

1、 公司概况：立足传统优势，改革驱动成长 7
1.1、 业务构成：多元布局夯实竞争优势，全品类平台型企业全球领先 7
1.2、 发展历程：混改重塑治理结构，资产注入完善产品版图 8
1.3、 财务分析：治理体系重塑，经营质效与财务稳健并进 10
1.4、 风险敞口：高市占率与高风险敞口互为表里，2022 年后风险敞口比总体下降 12
2、 行业分析：全球 1.7 万亿人民币市场，2025 年景气度存在支撑 14
3、 土方机械：国内看基建力度+更新需求，海外看“一带一路”协同出海 16
3.1、 行业特征：土方机械是工程机械之首，挖机是最重要细分产品 16
3.2、 成长逻辑：国内外需求共振，2025 年景气度有望向上 17
3.2.1、 国内市场：稳地产、强基建、快更新，挖机销量有望筑底回升 17
3.2.2、 海外市场：重视新兴国家需求对于我国工程机械出口的拉动作用 21
3.3、 徐工机械：产品力+全球化，助力公司进入全球挖机制造商前十名 28
4、 起重机械：工程起重机有望回暖，建筑起重机景气度仍依赖出口 29
4.1、 行业特征：全球 426 亿美元市场，2024-2029 年 CAGR≈6.26% 29
4.2、 竞争格局：徐工机械是全球第四大起重机生产商 30
4.3、 成长逻辑：工程起重机有望回暖，建筑起重机景气度仍依赖出口 31
5、 混凝土机械：全球市场空间与竞争格局都较稳定，业绩主要跟随 β 波动 32
5.1、 行业特征：全球市场空间波动较小，中国市场占比约 35.9% 32
5.2、 竞争格局：全球三大巨头已被中企收购，品牌格局稳定 32
5.3、 成长逻辑：内销降幅同比收窄，泵车出口持续上升 33
6、 矿业机械：全球矿业需求高涨，下游标杆客户彰显公司强大产品力 34
6.1、 行业特征：市场空间巨大，增长性确定 34
6.2、 竞争格局：双巨头格局，小松和卡特彼勒营收处于第一梯队。 35
6.3、 成长逻辑：全球矿业高景气下，中国矿企带动矿机协同出海 36
6.3.1、 国内市场：采矿业资本开支回升，矿山机械行业营收盈利创新高 36
6.3.2、 海外市场：资源品涨价利好矿机需求，中国矿企出海带来新机遇 37
6.4、 徐工机械：矿机是公司重要增长曲线，全球大客户拓展成效显著 39
7、 投资建议 40
7.1、 徐工机械营业收入拆分表 40
7.2、 可比公司估值表 41
7.3、 投资建议 41
7.4、 风险提示 42
附：财务预测摘要 43

图表目录

图 1： 徐工产品涵盖挖机、起重机、混凝土机械、矿机等多个门类 7
图 2： 内生驱动与外延扩张并重，塑造徐工高质量发展路径 9
图 3： 徐工机械混合所有制改革与整体上市股权结构演变 9
图 4： 徐工最新股权结构（截至 2025 年 6 月） 10
图 5： 2015-2025Q1 公司营收情况 10
图 6： 2023Q1-2025Q1 公司分季度营收情况 10
图 7： 2015-2025Q1 公司归母净利润情况 11
图 8： 2023Q1-2025Q1 公司分季度归母净利润情况 11

图 9： 2015-2025Q1 公司境外营收情况 11
图 10： 2015-2025Q1 公司境外营收占比情况 11
图 11： 公司销售费用率处于可比公司低位 12
图 12： 公司管理费用率处于可比公司低位 12
图 13： 2015-2025Q1 公司费用率情况 12
图 14： 2015-2025Q1 公司利润率情况 12
图 15： 2020-2025Q1 经营活动现金净流量/归母净利润 13
图 16： 2020-2025Q1 应收账款周转率 13
图 17： 2022-2025M5 挖机内销市占率对比 13
图 18： 2014-2025Q1 风险敞口/净资产对比 13
图 19： 徐工机械提供成套的房建和园区建设解决方案 14
图 20： 2025 年 13 家中国工程机械企业跻身 50 强榜单 15
图 21： 2024 年全球土方机械市场规模约为 1190.3 亿美元 16
图 22： 2024 年中国工程机械分产品销量占比（不含工业车辆） 17
图 23： 2025M1-6 国内挖机总销量 yoy +16.80% 17
图 24： 2024 年来国内挖机月度总销量总体得到改善 17
图 25： 2025M1-6 挖机内销 yoy +22.90% 18
图 26： 2024 年来挖机月度内销总体得到改善 18
图 27： 2024 年中国城镇化率达 67% 18
图 28： 2025M1-5 房地产开发投资完成额 yoy -10.70% 18
图 29： 2025M1-5 房屋新开工面积 yoy -22.80% 18
图 30： 2024 年 5 月以来国房景气指数上升 1.81 点 19
图 31： 2025M1-5 基建投资完成额 yoy +10.42% 19
图 32： 2025M1-5 地产基建合计投资完成额 yoy +3.14% 19
图 33： 国内挖机更新需求测算显示，新一轮更新需求已经开始加速释放 20
图 34： 2025M1-5 全国设备工器具购置投资 yoy +17.3% 20
图 35： 2025M1-2 小松中国挖机开工小时数 yoy +13.4% 20
图 36： 排除春节效应影响，2024M8-2025M2 小松中国挖机开工小时数保持 8 个月正增长 20
图 37： 2024 年挖机出口占比达 50.01% 21
图 38： 2025M1-6 挖机出口占比经历了较大波动 21
图 39： 2025M1-5 挖机出口 yoy +8.20% 22
图 40： 2024M8 以来挖机月度出口连续 10 个月保持正增 22
图 41： 2023 年北美工程机械市场占全球 29%份额 22
图 42： 2025M1-4 挖机出口分地区占比 22
图 43： 2024 年美国建造支出 yoy +6.56% 22
图 44： 2025M1-4 美国建造支出 yoy +1.37% 22
图 45： 2025M1-5 小松北美挖机开工小时数 yoy -0.57% 23
图 46： 预计 2025-2030 年美国工程机械销量将保持增长 23
图 47： 2025M1-4 中国对欧出口工程机械 yoy -14.50% 23
图 48： 2025M1-5 小松欧洲挖机开工小时数 yoy +2.33% 23
图 49： 联合国预测数据显示新兴国家城镇化率仍有提升空间 25
图 50： 印尼铜矿、镍矿产量正在快速提升 25
图 51： 2025M1-5 小松印尼挖机开工小时数 yoy +2.58% 25
图 52： 2024 年印度进口装载机数量（蓝色柱）及金额（灰色线）月度情况 26
图 53： 2024 年中国对巴工程机械出口额 yoy +45.50% 26
图 54： 2024 年巴西月度挖掘机进出口情况 26

图 55： 徐工机械全球布局 29
图 56： 徐工机械 100 吨新能源汽车起重机 30
图 57： 徐工机械全球最大 760 吨塔式起重机 30
图 58： 2024 年各类起重机销量占比结构图 31
图 59： 2024M9 后汽车起重机月度内销同比降幅收窄 31
图 60： 2025M5 汽车起重机月度出口 yoy -13.48% 31
图 61： 2024M10 后塔式起重机月度内销同比降幅收窄 32
图 62： 2025M5 塔式起重机月度出口 yoy +67.35% 32
图 63： 2022 年来海外混凝土机械市场规模约 300-330 亿元，占总规模约 62% 32
图 64： 全球混凝土机械集中度高，格局稳定 33
图 65： 中国泵车行业内销销量情况（单位：台） 33
图 66： 中国泵车行业出口销量情况（单位：台） 33
图 67： 徐工机械产品涵盖“钻、挖、运、破”全环节的矿山机械设备 34
图 68： 徐工机械露天矿开采解决方案 34
图 69： 露天挖运设备占矿山机械总规模的 19% 35
图 70： 矿卡和矿挖合计占露天挖运设备规模的 90% 35
图 71： 预计未来全球采矿机械市场规模将保持增长 35
图 72： 2024 年代表性矿山机械制造企业相关业务营收情况 36
图 73： 2018 年来中国矿山机械行业收入稳步增长 36
图 74： 2018 年来中国矿山机械行业利润稳步增长 36
图 75： 国内采矿业固定资产投资完成额累计增速图 37
图 76： 我国矿山机械产品出口额持续增长 37
图 77： 全球铜价与矿机企业营收同向变动 38
图 78： 2017 年来中国对外采矿业直接投资流量总体呈上升趋势 38
图 79： 中国代表性矿企海外收入持续增长 38
图 80： 小松建设机械（含矿机）后市场营收占比超 65% 39
图 81： 2025Q1 安百拓后市场营收占比达 67% 39

表 1： 徐工机械业务结构概览 8
表 2： 2022 年以来徐工机械风险敞口不断收缩 13
表 3： KHL 发布 2025 年全球工程机械 50 强榜单（节选前 10 名，亿美元） 15
表 4： 全球工程机械外资龙头最新研判 15
表 5： 2018-2025M2 小松中国挖机开工小时数据 21
表 6： 2024 年工程机械出口额中“一带一路”国家占比 46.2%，yoy +2.8pct 24
表 7： 2024 年及 2025M1-2 中国工程机械出口国家排名 24
表 8： 近年来中资企业参与沙特电力能源项目进展情况（部分） 27
表 9： 近年来中资企业参与南非电力能源和交通运输项目进展情况（部分） 27
表 10： 全球挖掘机制造商排行榜 28
表 11： KHL 发布 2024 年全球起重机械 20 强榜单 30
表 12： 2024 全球矿山露天挖运设备制造商 5 强 39
表 13： 徐工矿机与部分全球矿业巨头合作情况 39
表 14： 徐工机械各项业务历史及未来收入拆分表 40
表 15： 徐工机械可比公司估值表（2025 年 7 月 10 日） 41

1、 公司概况：立足传统优势，改革驱动成长

1.1、 业务构成：多元布局夯实竞争优势，全品类平台型企业全球领先

徐工机械是全球工程机械产品族群化最为齐全的企业之一。自成立以来，公司始终坚持多元化、全品类发展战略，逐步建立起覆盖土方机械、起重机械、混凝土机械及矿山机械等领域的完整产品体系，成为全球工程机械产业链最为齐全的平台型企业之一。公司 2024 年年报披露，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；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、高空作业平台保持全球第三，矿山露天挖运设备进位至全球第四，挖机位居全球第六、国内第二，装载机跃居国内第一，新能源装载机全球第一。公司在传统强项如起重机、装载机领域持续巩固领先地位，同时加快在挖掘机、高空作业平台、矿山机械等新兴板块的布局，通过产品结构优化与技术创新，不断提升整体竞争力。

图1： 徐工产品涵盖挖机、起重机、混凝土机械、矿机等多个门类

资料来源：徐工机械公司官网，诚通证券研究所

①土方机械：2024 年实现营收 240.11 亿元，营收占比 26.20%，毛利率 26.20%。在土方机械领域，公司产品涵盖微型、小型、中型、大型及超大型挖掘机，吨位段从 1.5 吨到 700 吨全面覆盖，能够满足城市建设、基础设施、矿山开采等多元作业需求，并持续推进新能源与智能化挖掘机布局，提升产品竞争力和附加值。

②起重机械：2024 年实现营收 188.98 亿元，营收占比 20.62%，毛利率 22.35%。在起重机械领域，公司拥有汽车起重机、履带起重机、随车起重机、塔式起重机等完整谱系，覆盖 8 吨至 2000 吨级全系列产品，广泛应用于基建、能源、石化、风电等重点行业，其中大吨位产品技术水平领先，具备超大臂长、超高起重能力及智能操控等核心优势。

③混凝土机械：2024 年实现营收 94.08 亿元，营收占比 10.26%，毛利率 14.99%。在混凝土机械领域，公司形成了混凝土泵车、搅拌运输车、混凝土搅拌站、混凝土喷浆车、混凝土布料机等产品体系，泵送高度、搅拌方量等关键指标不断提升，能够广泛适配城建、基建、隧道、水利等施工场景，新能源产品布局持续加速。

④矿业机械：2024 年实现营收 63.62 亿元，营收占比 6.94%。在矿业机械领域，公司覆盖 70 吨至 700 吨级矿用挖掘机、60 吨至 400 吨级矿用自卸车，并配套破碎筛分设备、钻机、矿卡等成套施工装备，构建了涵盖“钻、挖、运、破”全流程的大型露天矿山成套解决方案，持续提升国产矿山机械的全球影响力。

⑤其他板块：在其他板块，公司还积极布局高空作业平台、农业机械、港口机械、环卫机械、特种装备等领域，其中高空作业平台已形成剪叉式、曲臂式、直臂式等系列产品，作业高度覆盖 6 米至 68 米，农机产品则包括大中型拖拉机、收获机械等，开辟了新的成长曲线。

表1： 徐工机械业务结构概览

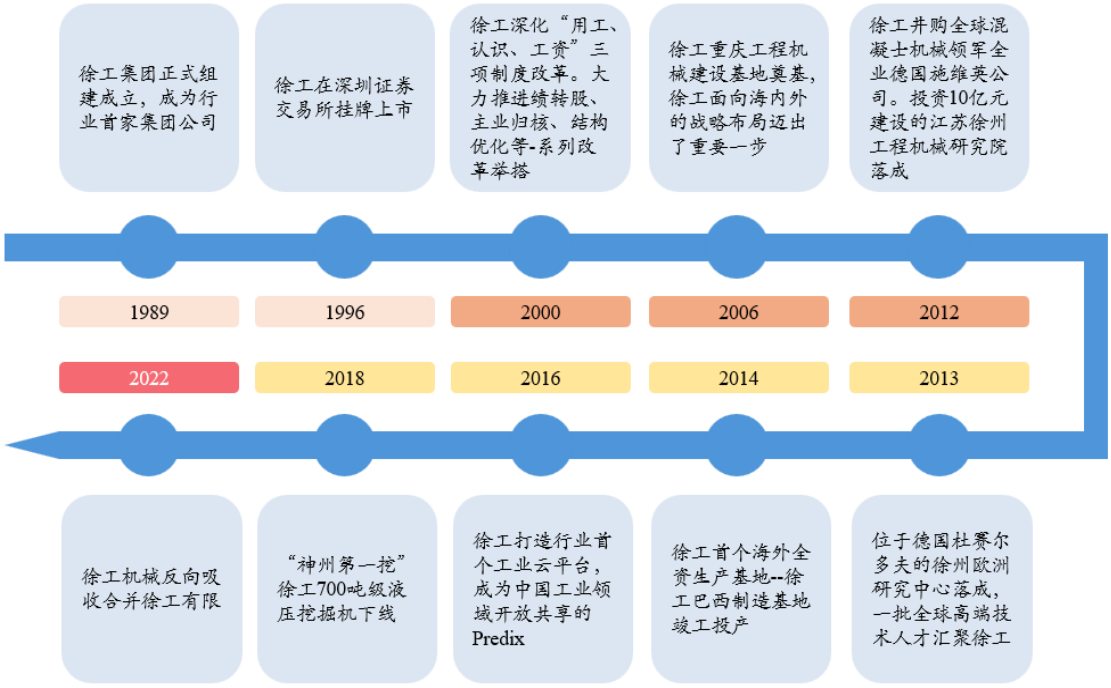
单位：亿元	2023					2024				
	营收	yoy	毛利率	yoy	营收占比	营收	yoy	毛利率	yoy	营收占比
土方机械	225.6	-4.56%	25.69%	+0.37pct	24.30%	240.11	6.43%	26.20%	+1.75pct	26.20%
起重机械	211.87	-11.20%	22.60%	+2.73pct	22.82%	188.98	-10.80%	22.35%	+0.61pct	20.62%
工程机械备件	166.54	24.95%	18.41%	+5.42pct	17.94%	152.16	-8.63%	19.07%	+3.72pct	16.60%
混凝土机械	104.25	9.72%	18.05%	+1.72pct	11.23%	94.08	-9.76%	14.99%	-2.71pct	10.26%
高空作业机械	88.83	35.62%	/	/	9.57%	86.78	-2.31%	/	/	9.47%
矿业机械	58.61	14.17%	/	/	6.31%	63.62	8.55%	/	/	6.94%
桩工机械类	34.59	-55.48%	/	/	3.73%	50.23	45.21%	/	/	5.48%
道路机械	38.18	-5.37%	/	/	4.11%	40.63	6.42%	/	/	4.43%
内销	556.28	-15.69%	21.16%	+1.84pct	59.91%	499.72	-10.17%	20.19%	+0.46pct	54.52%
外销	372.2	33.70%	24.21%	+1.88pct	40.09%	416.87	12.00%	25.38%	+2.97pct	45.48%
合计	**928.48**	**-1.03%**	**22.38%**	**+2.17pct**	**100%**	**916.6**	**-1.28%**	**22.55%**	**+0.17pct**	**100%**

资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.2、 发展历程：混改重塑治理结构，资产注入完善产品版图

自成立以来，徐工机械紧随国家产业政策导向，依托自主创新与外延并购，完成了从地方骨干企业到全球工程机械龙头的跨越式发展。公司前身可追溯至 1943 年创办的华兴铁工厂，1989 年以“三厂一所”为核心组建徐工集团，1993 年设立徐工机械并上市。2009 年起，通过吸收集团核心资产实现整体上市，业务布局不断完善。2020 年启动混合所有制改革，2022 年完成挖掘机、矿机等优质资产整体上市，构建了以土方、起重、混凝土、矿业机械为核心，涵盖高空作业平台、农业机械等新兴业务的多元产业体系。2023 年，公司收入位居全球工程机械行业第四，中国第一，产业链全球化布局不断加速，治理体系、产业体系与国际化体系协同升级。

图2： 内生驱动与外延扩张并重，塑造徐工高质量发展路径

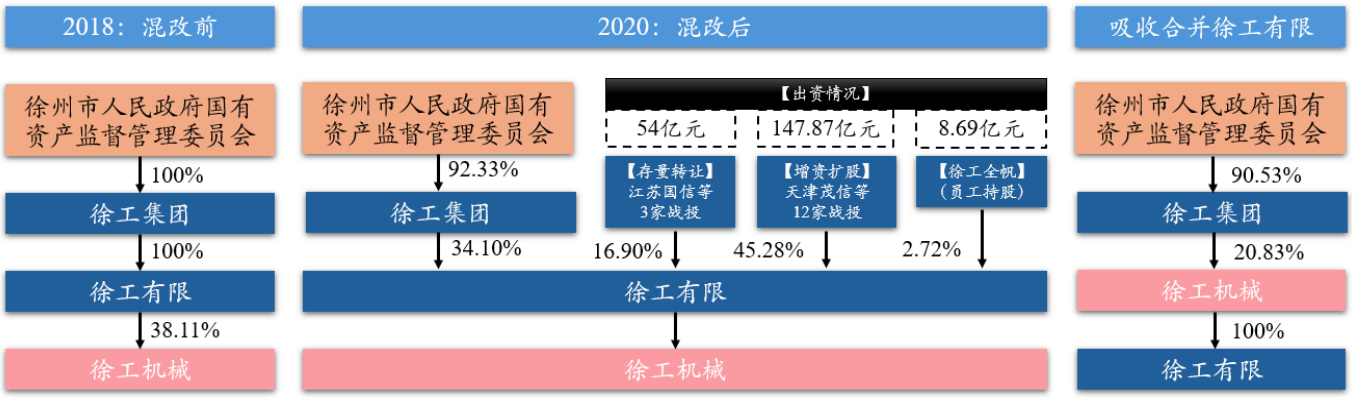


资料来源：公司公告，诚通证券研究所

徐工机械作为工程机械行业龙头，近年来持续推进公司治理体系优化，完成了具有示范意义的混合所有制改革。2018 年，徐工集团被纳入“双百行动”试点，启动徐工有限混改。至 2020 年，徐工有限成功引入包括江苏国信、天津茂信等 15 家战略投资者及员工持股平台，合计募集资金逾 210 亿元，确立了国有资本控股、多元资本参股的股权格局。2022 年，徐工机械通过发行股份吸收合并徐工有限，整合挖掘机械、矿业机械、混凝土机械、塔式起重机等优质资产，工程机械主业实现整体上市，治理结构进一步市场化、规范化，经营活力显著提升，标志着徐工机械成为具备全谱系产品能力的综合工程机械龙头。

徐工机械在吸收合并徐工集团（徐工有限）前，2021 年总资产为 1100.29 亿元，营业收入 843.28 亿元；合并后 2022 年总资产增至 1750.86 亿元，增长 59.1%，营业收入增至 938.17 亿元，增长 11.2%；合并后徐工机械资产规模为原来的 1.59 倍，营收规模为原来的 1.11 倍。2024 年，徐工机械营收占徐工集团总营收的比例约为 89.65%（即徐工集团总营收是徐工机械的约 1.12 倍）。

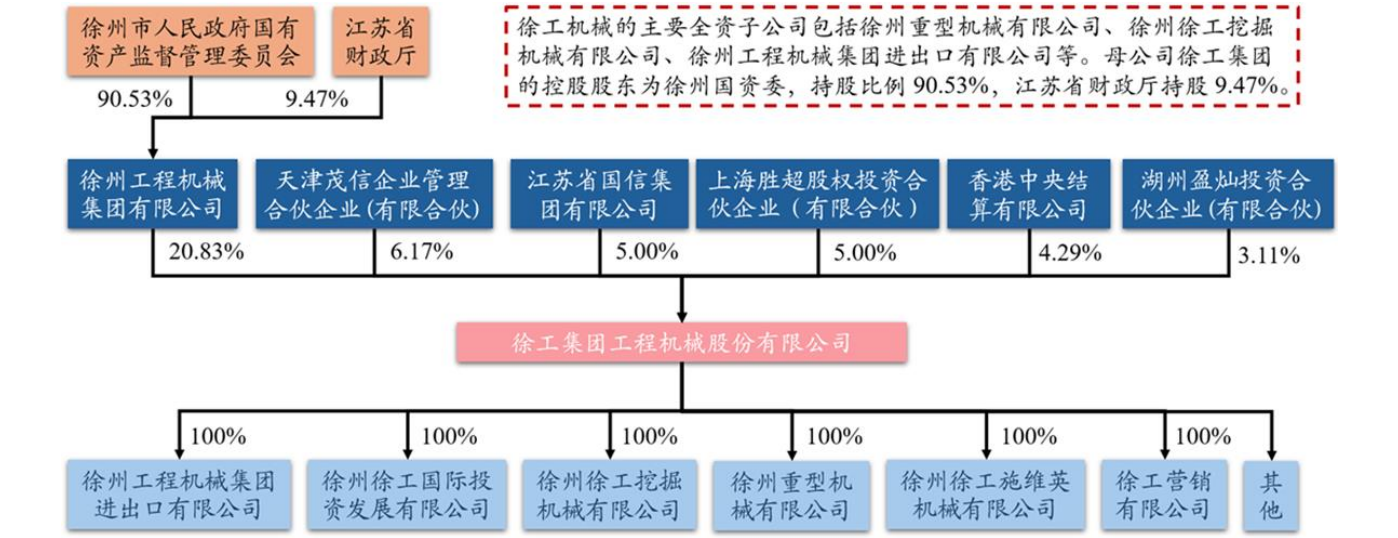
图3： 徐工机械混合所有制改革与整体上市股权结构演变



资料来源：Choice，公司公告，诚通证券研究所

混改及整体上市完成后，徐工机械的股权结构实现优化。截至 2025 年 6 月，公司控股股东为徐工集团，持股比例 20.83%，实际控制人为徐州市国资委，通过持有徐工集团 90.53%的股权实现最终控制。公司前十大股东中包含国家制造业转型升级基金、江苏省国信集团等多元主体，机构投资者占比较高，股东结构多元化、治理机制市场化程度持续提升。公司在保持国资背景优势的同时，充分引入市场化运营理念与资本市场约束，治理体系与治理能力现代化水平稳步提升，为后续全球化布局与新兴业务扩张提供了坚实支撑。

图4： 徐工最新股权结构（截至 2025 年 6 月）

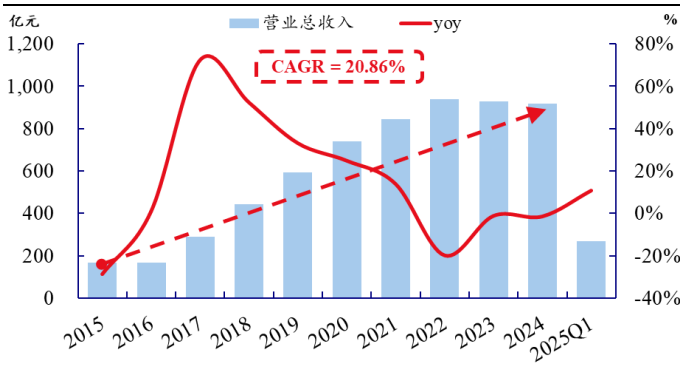


资料来源：Choice，诚通证券研究所

1.3、 财务分析：治理体系重塑，经营质效与财务稳健并进

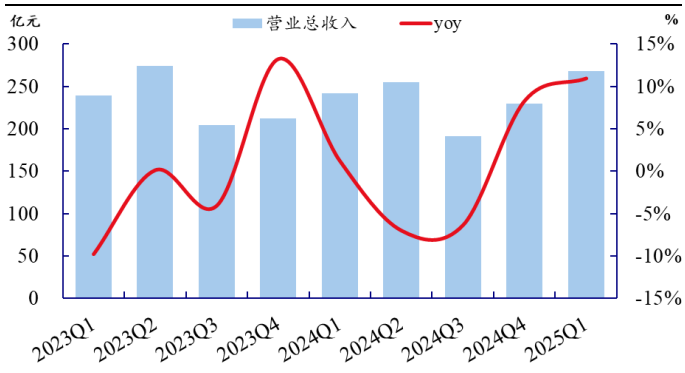
徐工机械整体经营规模实现稳步扩张，盈利能力波动中持续提升。2015-2024 年，公司营业收入由 166.58 亿元增长至 916.60 亿元，CAGR≈20.86%，我们判断主要是受益于国内基建需求回暖及公司自身产品体系的不断完善。期间收入增速呈现阶段性波动，2017-2018 年伴随行业复苏及公司市场份额提升，收入同比大幅增长 72.46%、52.45%；2020 年后受疫情及周期波动影响，增速有所回落，但整体保持稳健，2024 年收入同比微降 1.28%。2025Q1，公司实现营业收入 268.15 亿元，yoy +10.92%，呈现筑底复苏迹象。

图5： 2015-2025Q1 公司营收情况



资料来源：Wind，诚通证券研究所

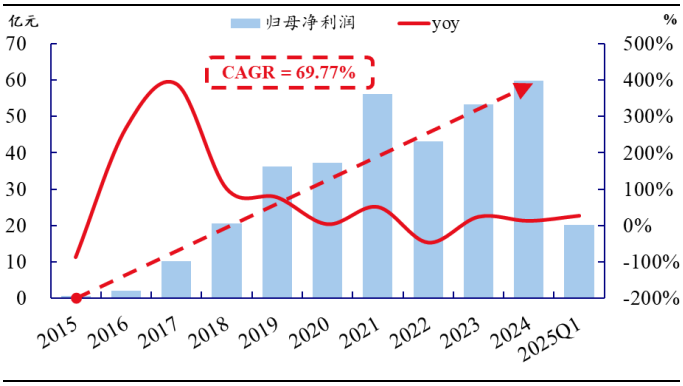
图6： 2023Q1-2025Q1 公司分季度营收情况



资料来源：Wind，诚通证券研究所

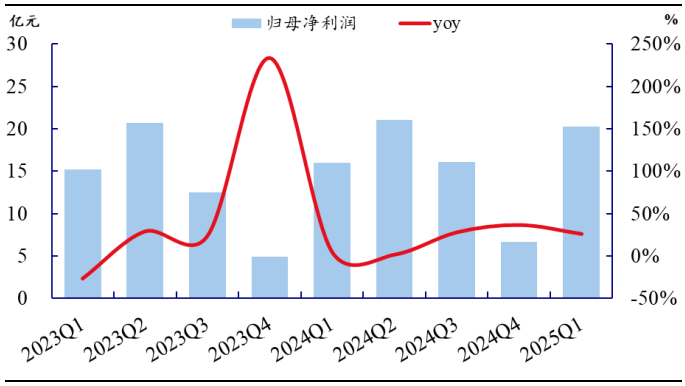
归母净利润方面，公司盈利能力呈现明显提升趋势。2015-2024 年间，归母净利润由 0.51 亿元快速增长至 59.76 亿元，CAGR 高达 69.77%。其中，2017 年起受益于行业上行与公司自身降本增效，利润同比增长率连续三年高位运行。2022 年由于混改整合影响及行业整体下行，公司净利润同比下降 23.29%，但 2023 年迅速恢复增长 23.67%、2024 年增长 12.20%，显示出公司强韧的盈利恢复能力。2025Q1 归母净利润为 20.22 亿元，yoy +26.37%，经营韧性进一步得到验证。

图7： 2015-2025Q1 公司归母净利润情况



资料来源：Wind，诚通证券研究所

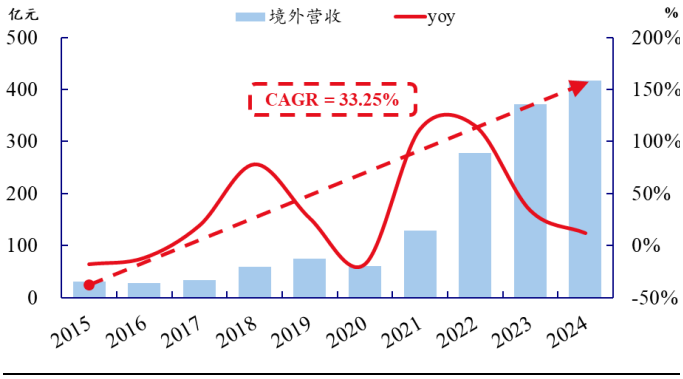
图8： 2023Q1-2025Q1 公司分季度归母净利润情况



资料来源：Wind，诚通证券研究所

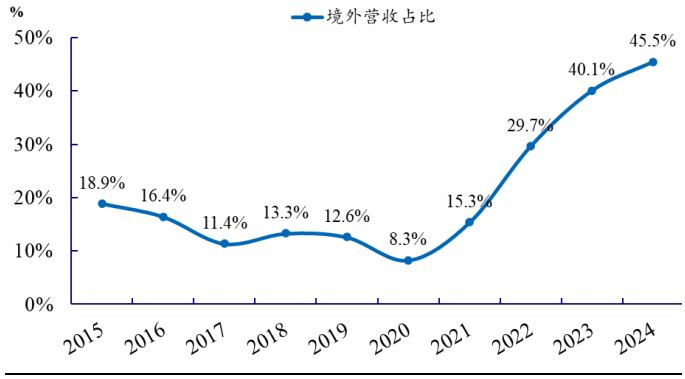
境外业务方面，公司国际化进程持续加速，成为业绩增长的重要引擎。2015-2024 年间，公司境外营收从 31.47 亿元增长至 416.87 亿元，CAGR≈33.25%。2017-2018 年，公司积极拓展“一带一路”等新兴市场，带动境外收入同比增长 19.24%、78.12%；2021 年起伴随全球供应链重构，境外业务进入快速扩张阶段，2021-2022 年连续两年实现同比增长超过 100%。2023 年境外营收同比增长 33.7%、2024 年同比增长 12.00%，继续保持高增长态势，反映出公司在海外渠道、品牌与产品力方面的持续强化，有效对冲了国内周期波动风险。

图9： 2015-2025Q1 公司境外营收情况



资料来源：Wind，诚通证券研究所

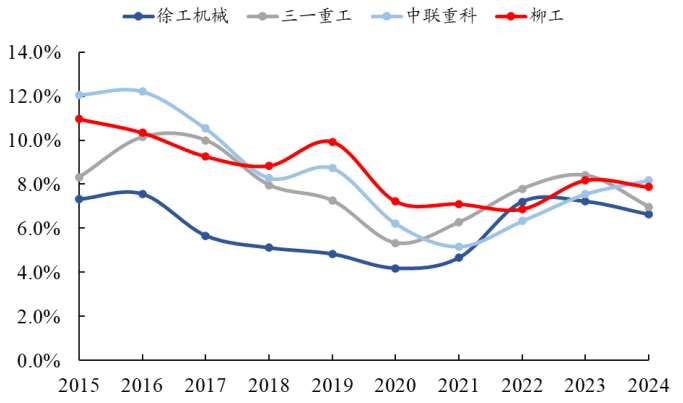
图10： 2015-2025Q1 公司境外营收占比情况



资料来源：Wind，诚通证券研究所

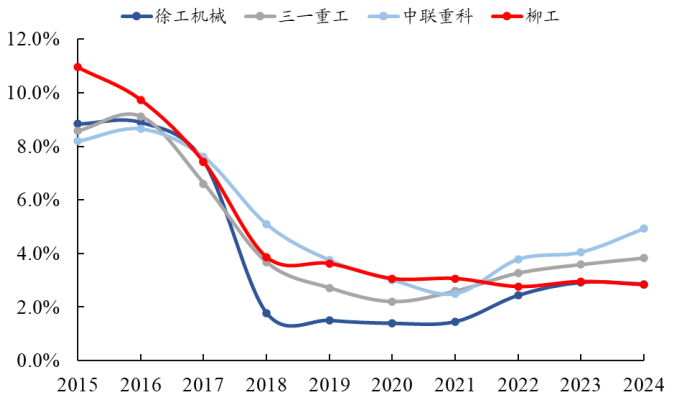
徐工机械销售费用率与管理费用率整体保持行业领先水平，费用控制能力优于主要可比公司。近年公司通过加强销售精细化管理、推动组织扁平化改革，销售费用率与管理费用率持续处于较低水平。2024 年公司期间费用率为 15.05%，2025Q1 期间费用率为 12.03%，整体控制水平稳中有降，反映出公司在国际化扩张与规模增长过程中，依然保持了良好的费用投放纪律和成本管控能力。整体来看，徐工机械精细化管理能力持续提升，费用率优化有望进一步支撑公司盈利能力的稳定增长。

图11： 公司销售费用率处于可比公司低位



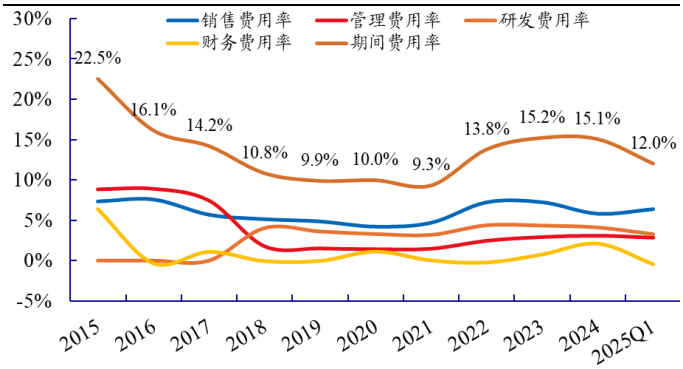
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图12： 公司管理费用率处于可比公司低位



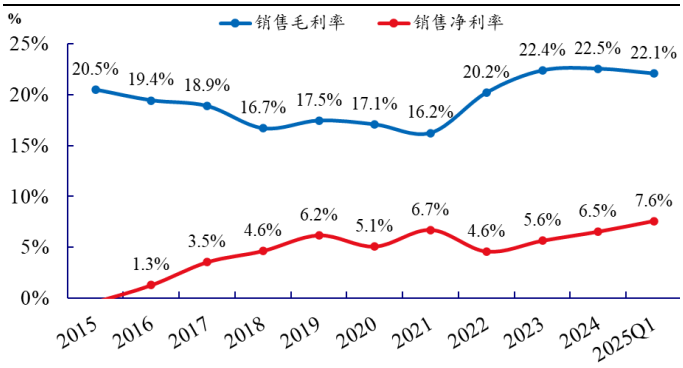
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图13： 2015-2025Q1 公司费用率情况



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图14： 2015-2025Q1 公司利润率情况



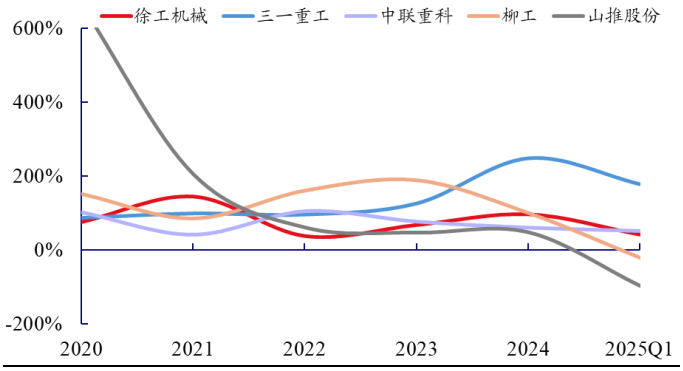
资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.4、 风险敞口：高市占率与高风险敞口互为表里，2022 年后风险敞口比总体下降

从经营活动现金净流量/归母净利润这一指标看，徐工机械在近两年表现波动较大，2022 年降至 0.37，2023 年回升至 0.67，2025Q1 再次回落至 0.41，说明其盈利质量仍有提升空间。

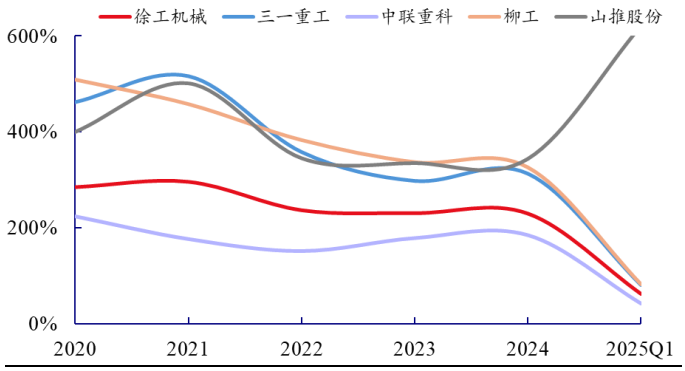
应收账款周转率方面，徐工自 2020 年的 2.85 下滑至 2025Q1 的仅 0.63，连续五年低位运行，显示出应收账款周转有所放缓、回款周期持续拉长。综合来看，徐工当前在追求市占率与多品类扩张过程中，或对渠道赊销与账期管理存在一定放松，造成其回款周期拉长、现金流转化效率有所下降，一定程度上需关注其应收账款风险及资产减值准备动态。

图15： 2020-2025Q1 经营活动现金净流量/归母净利润



资料来源：Wind，诚通证券研究所

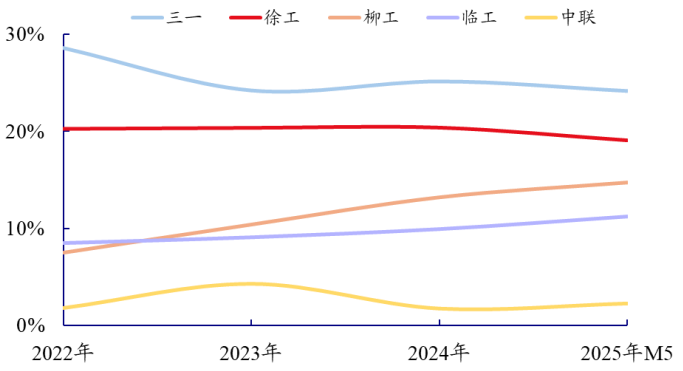
图16： 2020-2025Q1 应收账款周转率



资料来源：Wind，诚通证券研究所

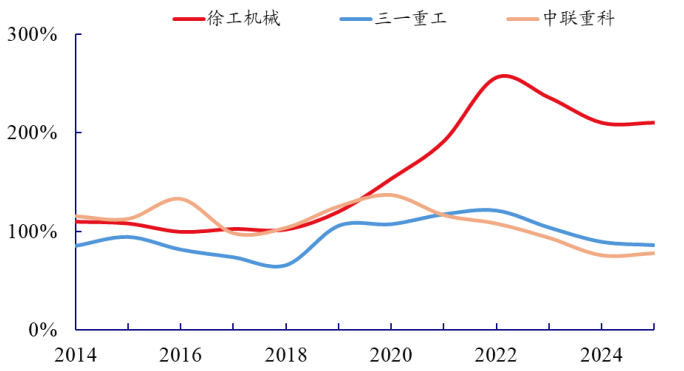
徐工机械在挖掘机等核心产品上维持高位市占率，2024 年全年内销份额达 20.4%。市占率优势的背后，或一定程度上依赖于更强的产能投入、较为激进的销售策略及更长账期的渠道政策。反映在财务端，公司过去数年风险敞口比（=风险敞口/净资产）持续攀升：2022 年高达 2.56，2023 年虽有所回落至 2.10，2025Q1 维持高位（2.10）。这意味着徐工在追求收入规模与产品市占率的过程中，也承担了更高的杠杆运营压力，盈利能力易受下游波动及回款周期影响。

图17： 2022-2025M5 挖机内销市占率对比



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图18： 2014-2025Q1 风险敞口/净资产对比



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2022 年以来徐工机械风险敞口不断收缩，未来风险管控有望进一步增强。2022 年吸收合并徐工有限导致公司风险敞口增长 86.17%至 1249.04 亿元。但公司通过全面落实人单合一、合同穿透性管理、强化资产抵押等贷后管理措施加强风险控制，截至 2024 年底风险敞口降至 1118.35 亿元，较 2022 年减少 10.46%。未来随着公司持续贯彻“高质量、控风险、世界级、稳增长”发展方针，风险敞口有望持续收缩。

表2： 2022 年以来徐工机械风险敞口不断收缩

亿元	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
应收账款	200.35	180.29	154.14	144.86	180.55	260.87	257.80	312.88	404.57	399.98	397.76
一年内到期的非流动资产								17.33	29.23	26.65	17.29
长期应收款							35.98	34.91	41.50	43.79	47.39
客户贷款担保	28.77	13.38	16.48	32.70	38.70	29.62	37.99	50.72	100.99	99.42	88.48
自营融资租赁担保	151.69	89.87	66.10	67.62	86.72	106.65	184.52	255.09	672.75	629.29	567.43
风险敞口合计	**380.81**	**283.54**	**236.72**	**245.18**	**305.97**	**397.14**	**516.29**	**670.93**	**1,249.04**	**1,199.13**	**1,118.35**
yoy		**-25.54%**	**-16.51%**	**3.57%**	**24.79%**	**29.80%**	**30.00%**	**29.95%**	**86.17%**	**-4.00%**	**-6.74%**

资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、 行业分析：全球 1.7 万亿人民币市场，2025 年景气度存在支撑

工程机械主要包括土方机械、起重机械、混凝土机械、矿业机械、路面机械等产品，下游应用涵盖房地产建设、基础设施建设、矿山开采等领域。其中土方机械、起重机械、混凝土机械等用于工程和城乡建设的机械也被统称为建筑机械。工程机械各产品之间存在一定协同关系，根据常规房建和园区建设项目入场及施工顺序，首先入场的是土方机械（用于地基相关施工）；其次是用于基础施工的起重机械（用于预制件和大型物料吊装）和混凝土机械（开始浇筑建筑主体）；随着建筑高度增加，塔式起重机、高空混凝土泵车等结构施工设备也将陆续进场。在主体建筑完成后，使用路面机械和高空作业设备等进行配套工程施工。

图19： 徐工机械提供成套的房建和园区建设解决方案

资料来源：徐工机械官网，诚通证券研究所

全球工程机械市场空间巨大、成长性较强。不同机构测算口径有一定差异，其中英国 KHL 在 2025 年 5 月末发布的全球工程机械制造商 50 强榜单中，对全球工程机械企业相关业务营收加总为 2376 亿美元，yoy -2.39%，短期来看主要系欧美权重市场需求下滑所致；根据 Statista 数据及预测，2023 年全球工程机械市场空间超 1500 亿美元，预计 2024-2026 年将稳定增长，长期来看在 2028 年有望超过 2000 亿美元，CAGR≈6%，成长性较强。

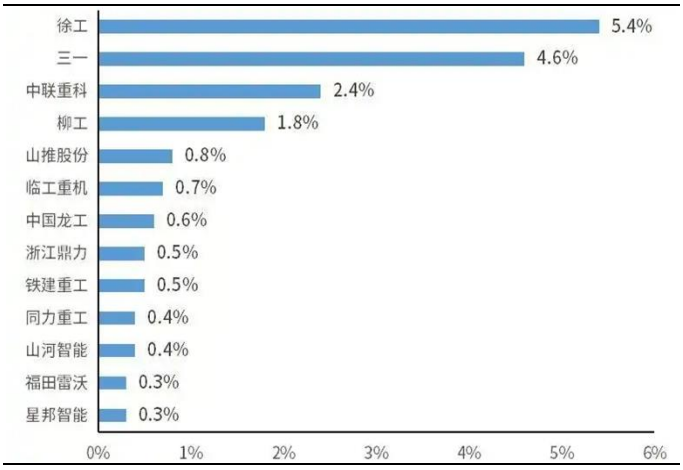
全球工程机械企业竞争格局较为激烈，市场集中度较高。KHL 发布的 2025 年全球工程机械制造商 50 强榜单显示，全球市场份额最高的企业为卡特彼勒（15.9%），其次是小松（11.2%）、约翰迪尔（5.5%），前 3 家企业占据全球市场份额 32.6%、前 10 家企业占据全球市场份额 61.1%。中国共有 13 家企业跻身 50 强榜单，合计市场份额为 18.7%，yoy +1.5pct，市场份额进一步提升；其中徐工机械以 127.69 亿美元的销售收入位居全球第四，市场份额 5.4%，连续多年蝉联中国第一。

表3： KHL 发布 2025 年全球工程机械 50 强榜单（节选前 10 名，亿美元）

排名	变化	公司	总部所在地	销售收入	市场份额
1	-	卡特彼勒	美国	378.44	15.9%
2	-	小松	日本	266.24	11.2%
3	-	约翰迪尔	美国	129.56	5.5%
4	-	徐工	中国	127.69	5.4%
5	-	利勃海尔	德国	124.20	5.2%
6	-	三一	中国	108.34	4.6%
7	↑1	日立建机	日本	91.04	3.8%
8	↓1	沃尔沃建筑设备	瑞典	83.53	3.5%
9	-	杰西博	英国	74.11	3.1%
10	↑1	山特维克	瑞典	69.74	2.9%

资料来源：KHL，我的钢铁网，诚通证券研究所

图20： 2025 年 13 家中国工程机械企业跻身 50 强榜单



资料来源：KHL，我的钢铁网，诚通证券研究所

全球工程机械外资龙头对 2025 年行业景气度持总体乐观态度。分行业来看，卡特彼勒、约翰迪尔、日立建机、沃尔沃认为 2025 年建筑机械景气度有望与 2024 年基本持平；卡特彼勒、日立建机和安百拓认为矿用机械需求旺盛。分地区来看，美国《基础设施投资和就业法案》很大程度上拉动了相关需求；欧洲经济依然疲软，但是有望小幅复苏；中国需求在政府刺激房地产和建筑行业政策的支持下持续增长；亚洲经济持续疲软，关注印尼等矿业需求；拉美整体需求将温和下降，增长点主要来自巴西和阿根廷；中东和非洲建筑需求持续强劲。

表4： 全球工程机械外资龙头最新研判

公司	核心产品	最新市场研判
卡特彼勒	挖机 矿机	**1. 订单层面：**2025Q1 积压订单增长、建筑行业和资源行业终端用户设备销售好于预期。在不考虑关税影响的“税前情景”下，预计 2025 年全年销售和收入与 2024 年基本持平。假设 2025 年下半年经济负增长的情景下，预计 2025 年全年销售和收入相比 2024 年仅略有下降。 **2. 需求层面：①建筑行业：**北美建筑支出保持健康水平，由《基础设施投资和就业法案》资助的基础设施项目继续推进；亚太地区（除中国）经济会持续疲软；中国 10 吨以上挖掘机行业虽呈现积极势头，但整体活动水平仍处于低位；欧洲经济依然疲软；非洲和中东建筑需求持续强劲；与 2024 年相比，预计拉丁美洲 2025 年建筑活动将温和下降。**②资源行业：**2025 年 Q1 积压订单增长显著，尤其是大型矿用卡车领域。设备翻新业务预计保持活跃。客户设备利用率维持高位，机队使用年限较长，且客户对自动化解决方案接受度日益提高。相信不断演变的能源格局将长期支撑大宗商品需求增长，为长期盈利性增长提供更多机会。 **3. 库存层面：**预计全年经销商库存基本持平。
约翰迪尔	土方机械	**1. 25 年展望：** **①美国和加拿大建筑设备行业**销量预计低于 2024 年。宏观经济不确定性和高抵押贷款利率导致独栋住宅新开工量预期放缓，租赁销售持续疲软，高利率抑制多户住宅和商业地产市场，这些不利因素预计将被美国政府高水平的基础设施支出部分抵消。 **②全球林业市场：**受全球市场环境挑战，预计持平或下降。 **③全球筑路市场：**在全球终端市场强劲需求及欧洲市场情绪改善的支撑下，预计总体持平。 **2. 建筑和林业业绩指引：**预计 25 年销量持平或下降。
日立建机	挖机 矿机	预计 FY25(25/4-26/3)销售额和调整后营业利润将分别较上年同期略有增长。 **北美：**受持续高利率等因素影响，以北美为中心的新车销售环境将依然严峻。 **东南亚：**新车需求正逐步回暖。 **采矿领域：**尽管随着世界经济放缓，煤炭、铁矿石等资源价格走势不明朗，但铜价持续保持坚挺。预计采矿产品的新车需求整体将有所减少，而在用设备的维护需求则有望继续保持旺盛。
沃尔沃	挖机	**1. 25Q1 市场情况：**整机市场总量与去年同期持平。包括中国在内的亚洲市场和南美市场实现增长，而欧洲和北美市场出现收缩。 **①北美市场**从极高水平回落，经销商和租赁车队的库存补充继续趋于正常化。受车队重新配置和市场前景不确定性影响，终端客户需求有所下降。 **②欧洲市场**总量下滑，原因是终端客户需求仍处于饱和状态。 **③南美市场**增长主要由巴西推动，同时阿根廷和智利的商业情绪改善也起到了促进作用。

		④中国市场在政府刺激房地产和建筑行业政策的支持下持续增长。 **⑤亚洲市场**略有上升，印度尼西亚因采矿业恢复活力以及韩国市场的良好发展而实现增长。印度、土耳其和中东市场则主要由于政府调整了基础设施投资而出现下滑。 **2.25 年各市场指引：**①欧洲，维持预期-5%至+5%（25Q1 -18%）。②北美，下调预期至-15%至 5%（此前预期-10%至 0%，25Q1-14%）。③南美，维持预期-5%至+5%（25Q1+12%）。④亚洲（除中国），维持预期-5%至+5%（25Q1+1%）。⑤中国，维持预期 0%至+10%（25Q1+42%）。
安百拓	矿山机械 建筑机械	25 年预期：矿业客户需求强劲。短期内预计设备和售后市场的基础矿业需求将维持高位，而建筑需求预计持续疲软。
帕尔菲格	随车吊	**欧洲地区，**预计 2025 年欧洲经济将小幅复苏。 **北美地区，**随着特朗普政府的新任期，有望实现更强劲的国内经济，进而带来更高的订单量，这一趋势已在 2024 年第四季度显现。 **拉丁美洲，**基于巴西和阿根廷的经济发展，预计将实现进一步增长。 **亚太地区，**印度和越南正在成为增长的主要驱动力。

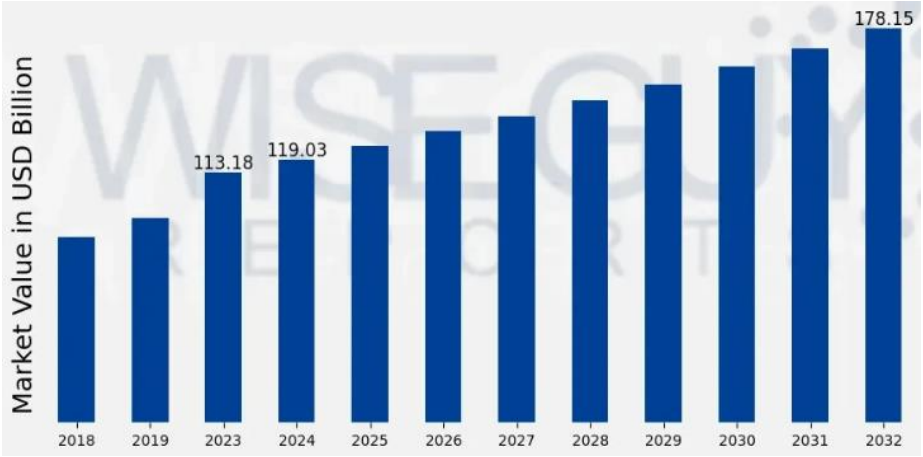
资料来源：Wind，诚通证券研究所

3、 土方机械：国内看基建力度+更新需求，海外看“一带一路”协同出海

3.1、 行业特征：土方机械是工程机械之首，挖机是最重要细分产品

土方机械是挖掘、铲运、推运或平整土壤和砂石等的机械，是份额占比最高的一类工程机械产品，细分产品包括挖掘机、装载机、推土机等。从市场规模来看，WGR 数据显示 2024 年全球土方机械市场规模约为 1190.3 亿美元，预计 2032 年或增至 1781.5 亿美元，2025-2032 年 CAGR≈5.17%，成长空间广阔。从份额占比来看，若与 KHL 口径全球工程机械市场空间相比，则 2024 年全球土方机械市场在工程机械市场中的份额约为 50.1%，是份额占比最高的一类工程机械产品。

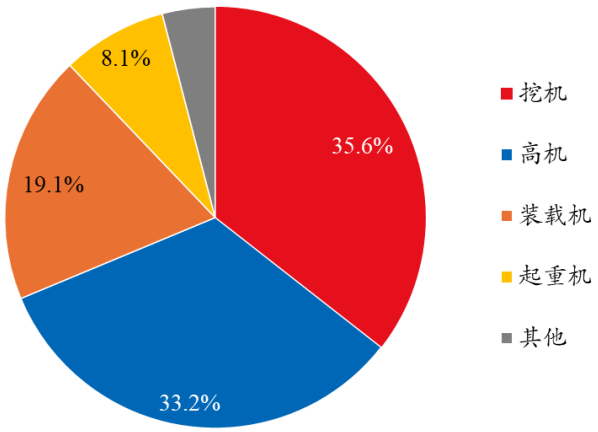
图21： 2024 年全球土方机械市场规模约为 1190.3 亿美元



资料来源：WISE GUY REPORTS，诚通证券研究所

挖机是研究工程机械市场时最重要的细分产品之一。首先，从国内份额来看，根据中国工程机械工业协会数据，排除工业车辆（叉车）后挖机销量（包含内外销）占比约 35.6%，市场份额占比居所有工程机械产品之首。同时，从进场和施工顺序来看，挖机作为常规建筑项目中最早进场及施工的工程机械产品，对全行业发展趋势的敏感度更高，往往被认为能够较早地对全行业景气度作出反应。因此，我们将挖机作为研究土方机械乃至整个工程机械行业发展规律的主要抓手。

图22： 2024 年中国工程机械分产品销量占比（不含工业车辆）



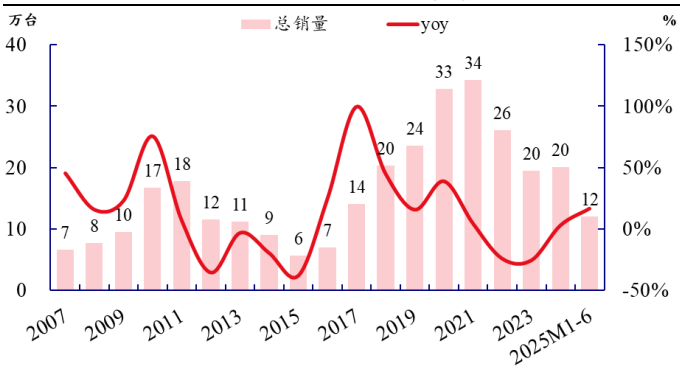
资料来源：中国工程机械工业协会，诚通证券研究所

3.2、 成长逻辑：国内外需求共振，2025 年景气度有望向上

3.2.1、 国内市场：稳地产、强基建、快更新，挖机销量有望筑底回升

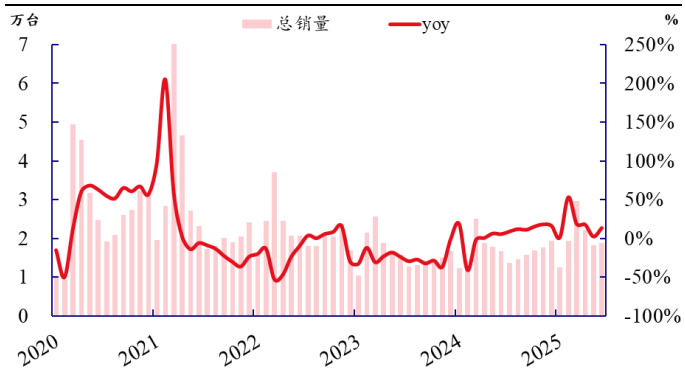
2024 年以来，国内挖机销量数据呈现复苏迹象。2024 年国内挖机销量（包含内外销）为 20.11 万台，yoy +3.13%，是 2022 年（yoy -23.86%）、2023 年（yoy -25.28%）之后增速首次转正。2025M1-6，国内挖机销量达到 12.05 万台，yoy +16.80%，销量实现大幅增长，呈筑底上行趋势，我们认为主要受益于国内外两大市场需求共振。

图23： 2025M1-6 国内挖机总销量 yoy +16.80%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

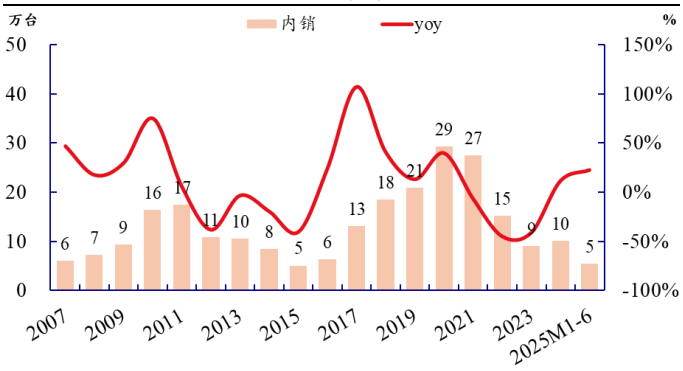
图24： 2024 年来国内挖机月度总销量总体得到改善



资料来源：Wind，诚通证券研究所

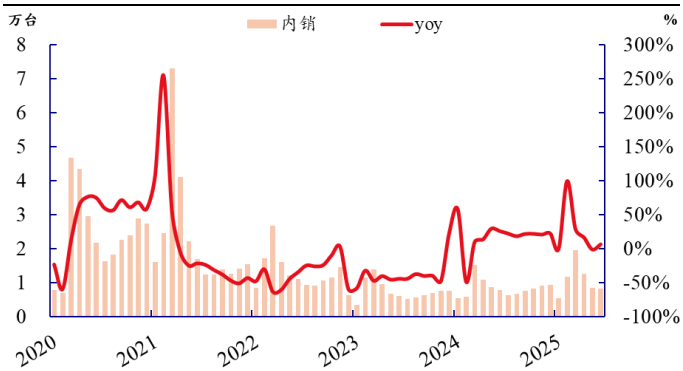
从销量端来看，国内挖机内销销量有望筑底回升。2024 年，国内挖机内销 10.05 万台，yoy +11.74%，结束了 2021-2023 年连续 3 年的下滑趋势。2025M1-6，国内挖机内销销量达 5.49 万台，yoy +22.90%，增长势头强劲。

图25： 2025M1-6 挖机内销 yoy +22.90%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

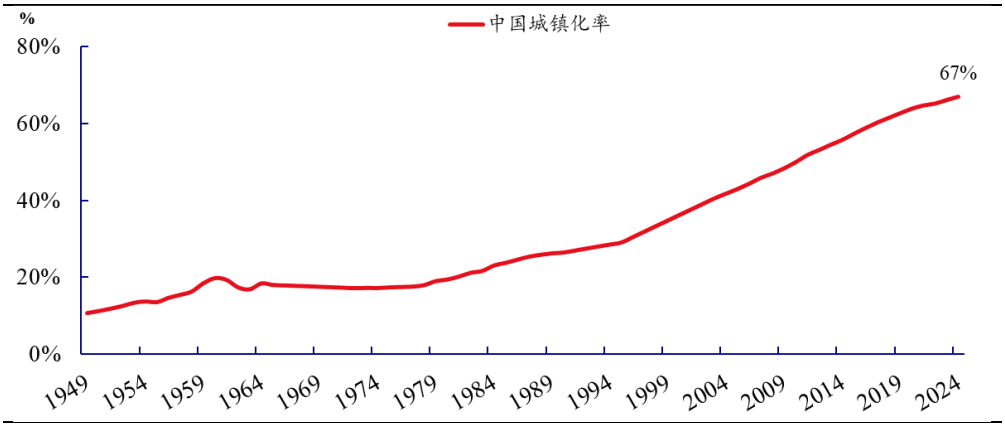
图26： 2024 年来挖机月度内销总体得到改善



资料来源：Wind，诚通证券研究所

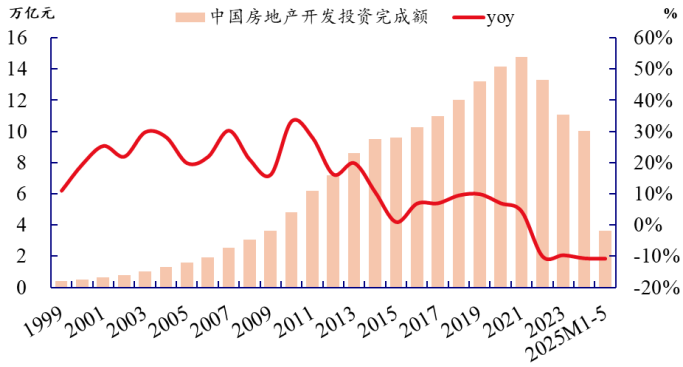
从需求端来看，房地产开发仍然偏弱。2024 年，中国城镇化率达 67%，yoy +0.84pct，增速较上一年放缓 0.10pct、较 2010-2019 年十年平均增速水平低 0.60pct，说明国内城镇化水平上升趋势渐缓，城镇房地产建设需求动力减弱。2024 年全年房地产开发投资完成额 10.03 万亿元，yoy -10.60%；2024 年中国房屋新开工面积 7.39 亿平方米，yoy -23.00%，房地产开发景气度仍然偏弱。

图27： 2024 年中国城镇化率达 67%



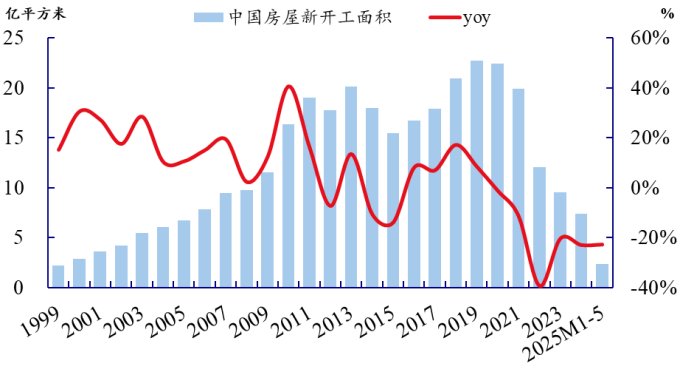
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图28： 2025M1-5 房地产开发投资完成额 yoy -10.70%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图29： 2025M1-5 房屋新开工面积 yoy -22.80%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

但在政策扶持下，房地产开发景气度存在一定支撑，2025M5 全国房地产开发景气指数同比回升 1.81 点。仅梳理 2025 年内中央层面政策：2 月 28 日中共中央政治局会议强调“稳住楼市”；3 月 5 日国务院 2025 年政府工作报告表示将“持续用

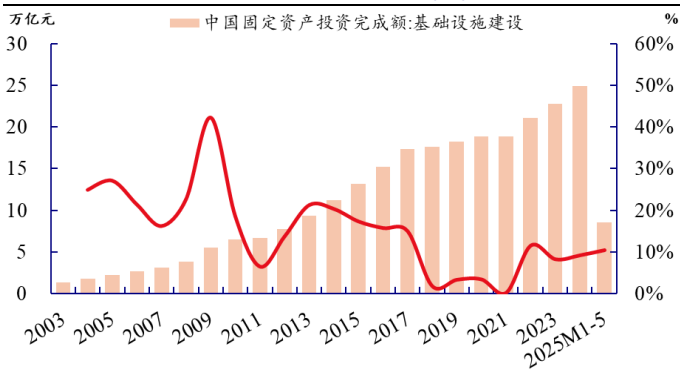
力推动房地产市场止跌回稳”；3 月 16 日中共中央、国务院发布《提振消费专项行动方案》，强调房地产止跌回稳、实施城中村和危旧房改造、允许专项债券支持城市政府收购存量商品房用作保障性住房等；4 月 8 日金融监管总局《关于促进金融资产管理公司高质量发展 提升监管质效的指导意见》中提到“支持受困房企项目纾困化险，促进房地产市场平稳健康发展”；4 月 25 日中共中央再次召开政治局会议，强调持续巩固房地产市场稳定态势。在一系列政策的促进下，2025 年 5 月全国房地产开发景气指数报 93.72 点，yoy +1.81pct，改善明显。

图30： 2024 年 5 月以来国房景气指数上升 1.81 点

资料来源：Wind，诚通证券研究所

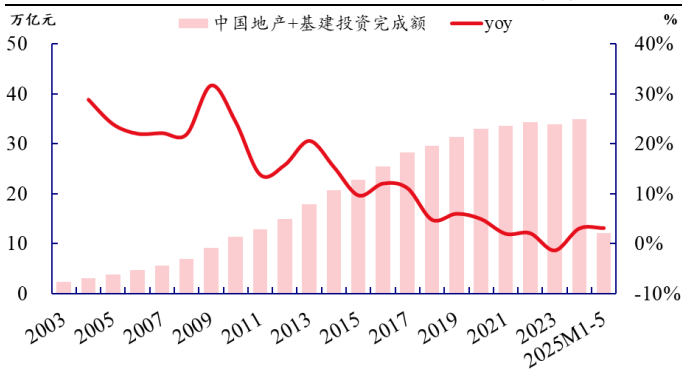
基建投资完成额稳步增长，基本抵消了地产偏弱的不利影响。2025M1-5 全国基础设施建设投资完成额达到 8.52 万亿元，yoy +10.42%，规模是同期房地产投资完成额的 2.35 倍。2025M1-5 地产+基建合计投资完成额达 12.14 亿元，yoy +3.14%，增速创 2021 年以来新高。政策方面，2025 年 5 月 20 日国家发改委表示将力争 6 月底前下达完毕今年全部“两重”（国家重大战略实施和重点领域安全能力建设）建设项目清单；在项目建设方面，2025 年内拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元（同比增加 3000 亿元），支持沿长江交通基础设施、农业转移人口市民化、高标准农田、城市地下管网、“三北”工程等一批重大项目建设。在超强政策支持力度下，我国基础设施建设有望进一步快速增长，基建仍将是拉动工程机械需求的主要增长动力。

图31： 2025M1-5 基建投资完成额 yoy +10.42%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图32： 2025M1-5 地产基建合计投资完成额 yoy +3.14%

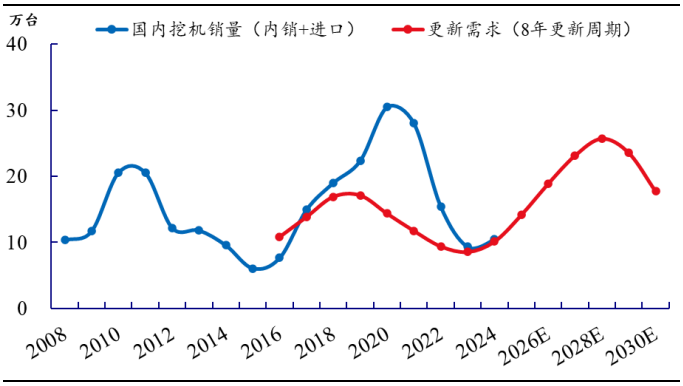


资料来源：Wind，诚通证券研究所

除了地产和基建的增量需求，挖机还面临着规模庞大、持续性强的更新需求。根据我们的测算，在假设挖机平均更新周期为 8 年（第 T 年销售的挖机在 T+6 至 T+10 年分别更新 10%/ 20%/ 40%/ 20%/ 10%）的情况下，2023 年为挖机更新需求低点，新一轮更新周期已经启动，仅 2028 年一年即有望释放 25.73 万台更新需求。2023-2024 两年国内挖机销量仅与更新需求基本持平，后续仅靠更新需求即可拉动

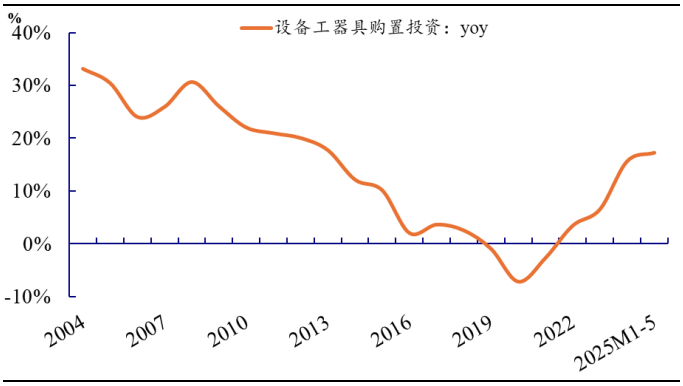
国内挖机销量触底回升。同时，在国家加力扩围实施“两新”（大规模设备更新和消费品以旧换新）政策的推动下，2025M1-5 全国设备工器具购置投资 yoy +17.3%，与工程机械直接相关的装备制造业投资 yoy +7.3%，高机龄、高能耗、重污染、低安全性的老旧挖机更新需求有望加速释放。

图33： 国内挖机更新需求测算显示，新一轮更新需求已经开始加速释放



资料来源：Wind，诚通证券研究所

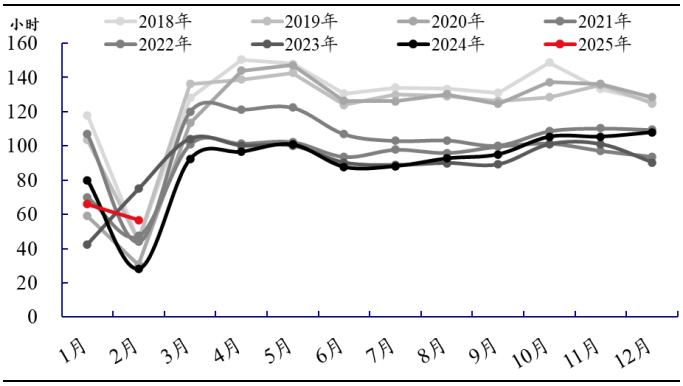
图34： 2025M1-5 全国设备工器具购置投资 yoy +17.3%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

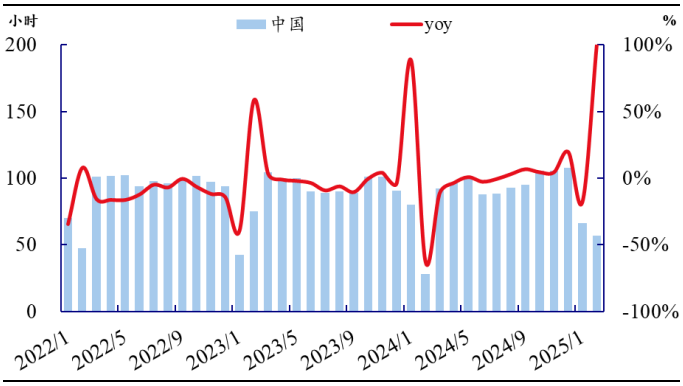
开工端数据也呈现积极迹象。小松官网最新数据显示，2025M1-2 小松中国挖机开工小时数合计 122.8 小时，yoy +13.4%，小时数和增速都是 2022 年来最好水平。若排除春节效应影响，2024M8-2025M2 小松中国挖机开工小时数已连续 7 个月保持正增长（见表 5 标红数据），一定程度上反映了下游各行业建设活动回暖。

图35： 2025M1-2 小松中国挖机开工小时数 yoy +13.4%



资料来源：小松官网，诚通证券研究所

图36： 排除春节效应影响，2024M8-2025M2 小松中国挖机开工小时数保持 8 个月正增长



资料来源：小松官网，诚通证券研究所

表5： 2018-2025M2 小松中国挖机开工小时数据

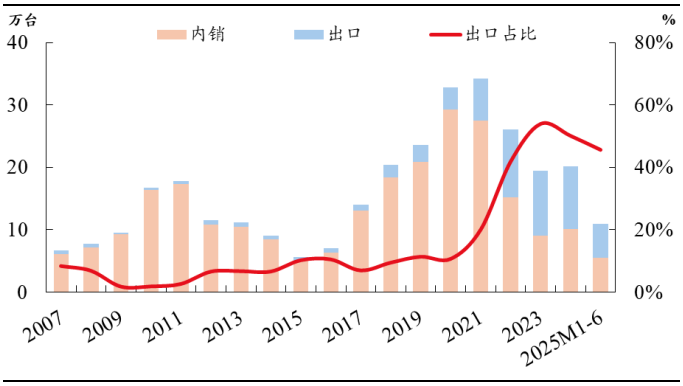
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2018年	117.8	44.9	128.0	150.4	148.1	130.7	134	133.4	131.1	148.7	133.1	126
2019年	103.4	44.9	136.3	138.9	142.7	124	130	129.2	126.3	128.4	135.5	124.7
yoy	*-8.9%*		*6.5%*	*-7.6%*	*-3.6%*	*-5.1%*	*-3.0%*	*-3.1%*	*-3.7%*	*-13.7%*	*1.8%*	*-1.0%*
2020年	59.1	30.6	113.4	144	147.2	126.4	126.1	130.1	124.6	137.3	136.3	128.5
yoy	*-39.5%*		*-16.8%*	*3.7%*	*3.2%*	*1.9%*	*-3.0%*	*0.7%*	*-1.3%*	*6.9%*	*0.6%*	*3.0%*
2021年	106.9	44	120.1	121.2	122.4	106.9	103	103.3	100.3	108.7	110.3	109.4
yoy	*68.2%*		*5.9%*	*-15.8%*	*-16.8%*	*-15.4%*	*-18.3%*	*-20.6%*	*-18.3%*	*-20.3%*	*-19.1%*	*-14.6%*
2022年	70	47.4	101	101.4	102.3	93.7	97.9	96	99.7	101.5	97.2	93.8
yoy	*-22.2%*		*-15.9%*	*-16.3%*	*-16.4%*	*-12.3%*	*-5.0%*	*-7.1%*	*-0.6%*	*-6.6%*	*-11.9%*	*-14.3%*
2023年	42.5	75	104.2	100.2	100.1	90.2	88.8	90	89.2	101	101	90.4
yoy	*0.1%*		*3.2%*	*-1.2%*	*-2.2%*	*-3.7%*	*-9.3%*	*-6.3%*	*-10.5%*	*-0.5%*	*3.9%*	*-3.6%*
2024年	80	28.3	92.4	96.6	100.8	87.7	88.2	92.7	95.1	105.4	105.4	108
yoy	*-7.8%*		*-11.3%*	*-3.6%*	*0.7%*	*-2.8%*	*-0.7%*	***3.0%***	***6.6%***	***4.4%***	***4.4%***	***19.5%***
2025年	66	56.8										
yoy	***13.4%***											

资料来源：Wind，诚通证券研究所

3.2.2、 海外市场：重视新兴国家需求对于我国工程机械出口的拉动作用

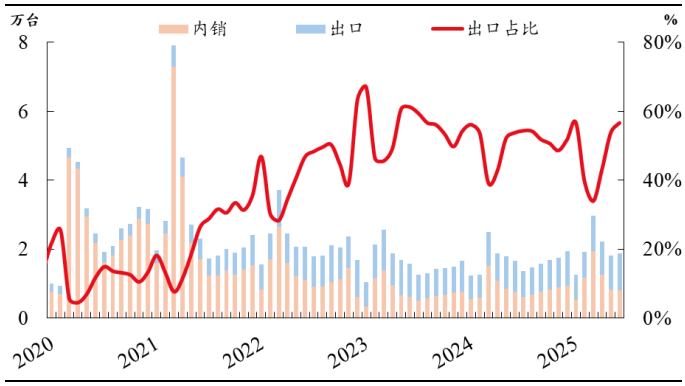
海外是挖机的重要市场，2024年挖机出口占比50.01%。受全球政治经济局势冲击影响，2025M1-6 出口占比略有下滑，为 45.54%。从月度数据来看，2025M3 出口占比仅为 34.04%，2025M6 已恢复至 56.73%。若贸易环境压力得到缓解，挖机出口比例有望继续回升。

图37： 2024年挖机出口占比达50.01%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

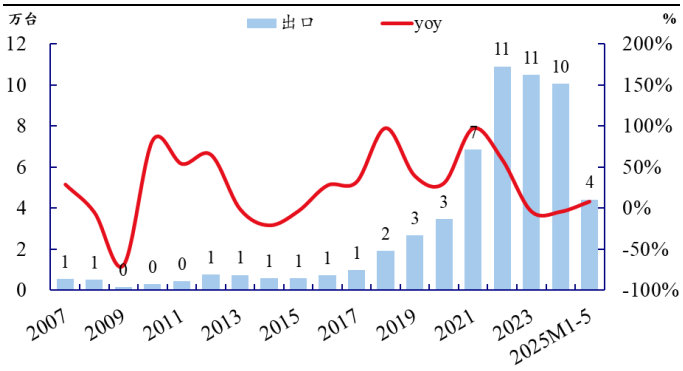
图38： 2025M1-6 挖机出口占比经历了较大波动



资料来源：Wind，诚通证券研究所

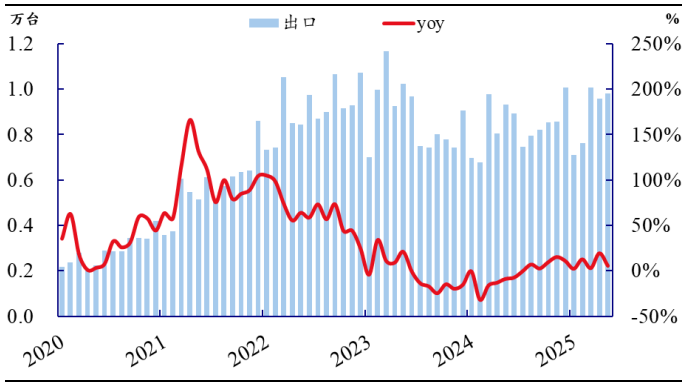
从外销数量来看，2024年挖机出口数量小幅下滑，2024M8以来挖机月度出口连续11个月保持正增，出口形势有所改善。

图39： 2025M1-5 挖机出口 yoy +8.20%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

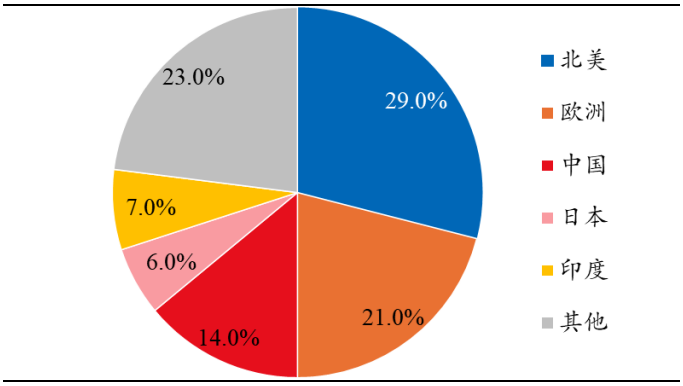
图40： 2024M8 以来挖机月度出口连续 10 个月保持正增



资料来源：Wind，诚通证券研究所

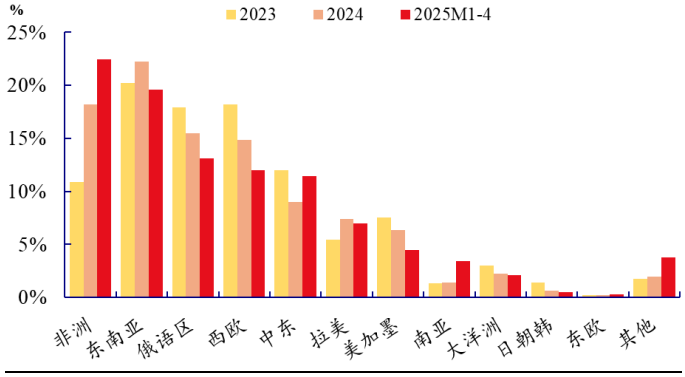
从分地区市场份额来看，Statista 数据显示 2023 年北美工程机械市场份额为 29%，是全球最大市场。同时根据中国海关总署数据，2025M1-4 中国出口挖机地区占比最高的是非洲、东南亚、俄语区、西欧等地。

图41： 2023 年北美工程机械市场占全球 29%份额



资料来源：Statista，诚通证券研究所

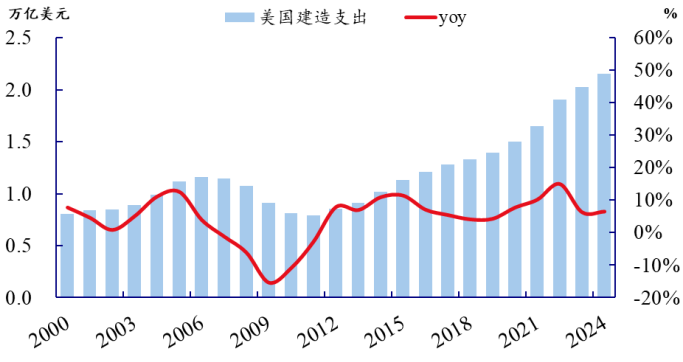
图42： 2025M1-4 挖机出口分地区占比



资料来源：中国海关总署，诚通证券研究所

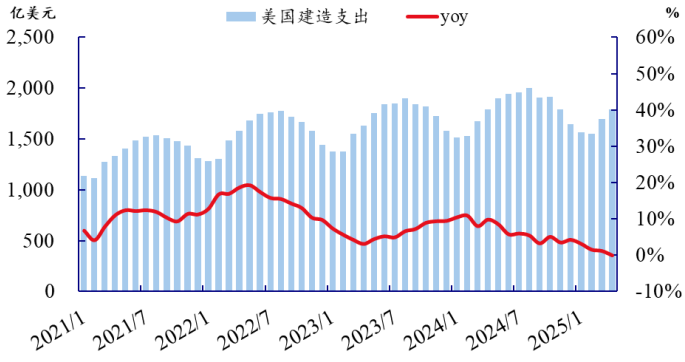
美国地产建造支出向上有利于拉动工程机械需求，但中国挖机在美主要目标是提升市占率水平。需求层面：2024 年美国建造支出创历史新高，2.16 万亿美元 yoy +6.56%；受美国国内政策波动影响，2025M1-4 建造支出同比增速有所放缓，4 个月合计 yoy +1.37%。展望 2025，在《基础设施投资和就业法案》和《“大而美”法案》等政策持续鼓励基础设施建设、美联储降息概率进一步提升的背景下，美国基建与地产有望同步回暖，卡特彼勒预计美国 2025 年全年建造支出将保持健康水平。

图43： 2024 年美国建造支出 yoy +6.56%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

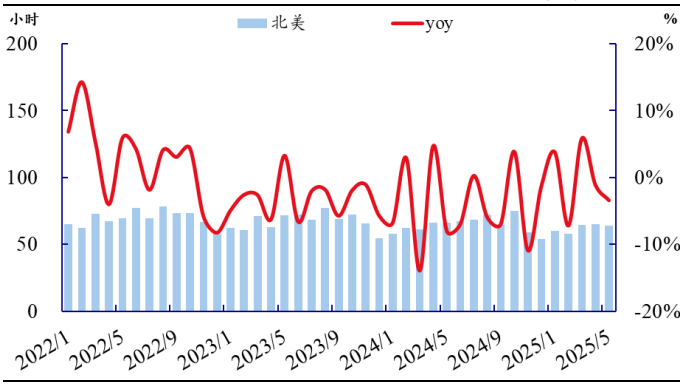
图44： 2025M1-4 美国建造支出 yoy +1.37%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

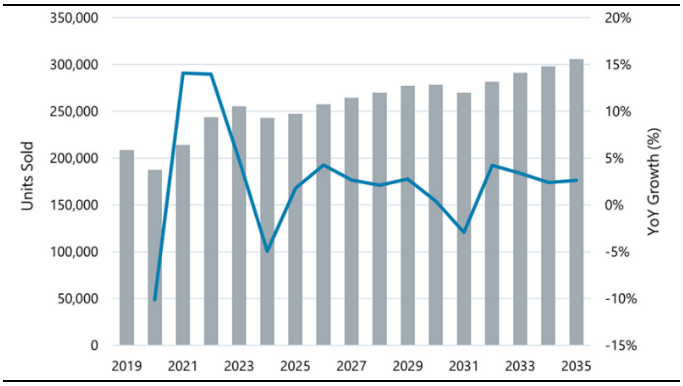
开工层面：2025M5 小松北美区域挖机开工小时数 yoy -3.40%，2025M1-5 开工小时数 yoy -0.57%，小幅度下滑。**销量层面：**Interact Analysis 预计美国 2025 年将销售 24.7 万台工程机械，yoy +1.8%，并将在 2025-2030 年呈现正向增长。**市占率层面：**但在美国占全球工程机械市场 29%份额的背景下，2024 年中国对美出口挖机占总出口量的比值不足 5%，侧面说明中国挖机在美市占率水平较低，中国挖机在美主要目标是实现市占率的提升。

图45： 2025M1-5 小松北美挖机开工小时数 yoy -0.57%



资料来源：小松官网，诚通证券研究所

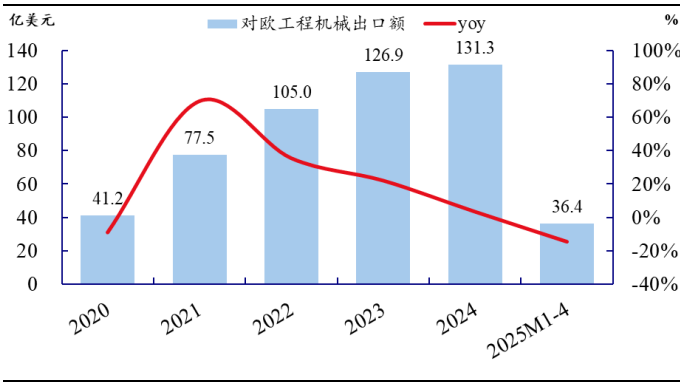
图46： 预计 2025-2030 年美国工程机械销量将保持增长



资料来源：Interact Analysis，诚通证券研究所

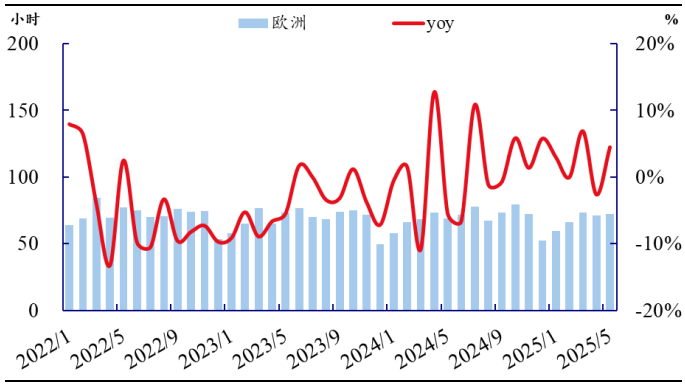
欧洲经济有待恢复，开工端数据相对稳定。根据卡特彼勒和沃尔沃在 2025 年一季报中的展望研判，2025 年欧洲经济仍较疲软，与 2025M1-4 中国对欧工程机械出口额下滑 14.50%的数据相匹配。从开工端数据来看，2025M1-5 欧洲挖机开工小时数 yoy +2.33%，开工数据稳中有升。

图47： 2025M1-4 中国对欧出口工程机械 yoy -14.50%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图48： 2025M1-5 小松欧洲挖机开工小时数 yoy +2.33%



资料来源：小松官网，诚通证券研究所

“一带一路”沿线国家和地区、金砖国家等新兴市场是我国工程机械产品出口的稳定增长动力。中国工程机械工业协会数据显示，2024 年我国工程机械总出口额为 554.50 亿美元，其中对“一带一路”沿线国家和地区出口额为 255.96 亿美元，yoy +11.8%，占比 46.2%，较 2023 年提升 2.8pct；中国机电产品进出口商会数据口径下，2024 年我国工程机械及零部件对“一带一路”沿线国家和地区出口占比更是高达 62.97%。我国向“一带一路”沿线国家和地区出口工程机械占比持续提升，主要系受益于“一带一路”工程承包带动国内工程机械整机出海。在欧美工程机械权重市场出口额表现平平的情况下，“一带一路”沿线国家和地区、金砖国家、东盟、非洲、拉美等新兴国家是我国工程机械产品出口的稳定增长动力，是国内工程机械制造企业逆势增长的宝贵机遇。

表6： 2024 年工程机械出口额中“一带一路”国家占比 46.2%，yoy +2.8pct

亿美元	2021	yoy	2022	yoy	2023	yoy	2024	yoy
一带一路	143.63	60.0%	189.64	32.0%	210.55	24.1%	255.96	11.8%
金砖国家	46.95	86.9%	73.01	55.5%	99.20	35.9%	147.09	18.3%
东盟	63.40	68.6%	79.74	25.8%	71.60	-10.2%	80.38	12.3%
欧盟	51.52	69.5%	64.57	25.3%	62.65	-3.0%	55.40	2.5%
非洲拉美	58.57	78.6%	79.91	36.4%	90.13	12.8%	115.58	28.2%
美加墨自贸区					60.38	-0.7%	58.95	-2.4%
总体	340.26	62.3%	443.02	30.2%	485.52	9.6%	554.50	8.6%
一带一路占比	42.2%		42.8%	+0.6pct	43.4%	+0.6pct	46.2%	+2.8pct

资料来源：中国工程机械工业协会，诚通证券研究所

具体国家数据同样印证新兴国家需求对于我国工程机械出口增速的拉动作用。2024 年出口份额占比较高的国家有俄罗斯、美国、印尼、巴西、印度、沙特等国，前 10 大国家里除美国、日本、澳大利亚、比利时 4 国出口额下滑外，其余 6 国均是新兴经济体；2025M1-2 除俄罗斯需求低迷外，前 10 大国家中的新兴国家均取得大幅增长。新兴国家兼具市场规模大、增速快两大特点，为我国工程机械出口贡献了强劲动能。

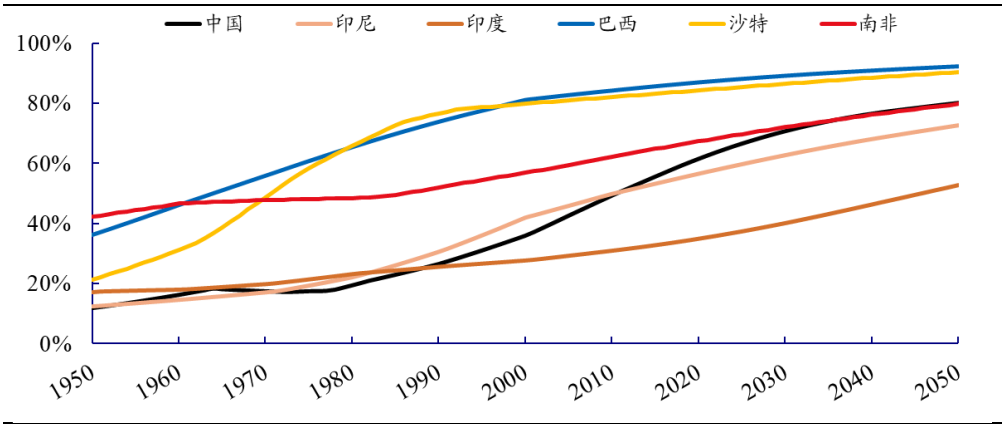
表7： 2024 年及 2025M1-2 中国工程机械出口国家排名

亿美元	2024			2025M1-2		
排名	国家	出口额	yoy	国家	出口额	yoy
1	俄罗斯联邦	63.62	**5.02%**	俄罗斯联邦	6.28	-18.80%
2	美国	40.55	-5.25%	美国	6.06	**4.84%**
3	印度尼西亚	25.60	**10.80%**	印度尼西亚	4.07	**20.10%**
4	巴西	21.36	**45.50%**	印度	3.31	**10.60%**
5	印度	19.87	**11.70%**	巴西	3.30	**7.14%**
6	沙特阿拉伯	18.28	**47.50%**	沙特阿拉伯	2.93	**30.20%**
7	日本	15.52	-15.40%	澳大利亚	2.48	-4.40%
8	澳大利亚	15.10	-15.90%	阿联酋	2.39	**45.30%**
9	阿联酋	13.55	**55.00%**	日本	2.36	-13.70%
10	比利时	11.53	-8.64%	马来西亚	1.88	**32.10%**
11	越南	11.36	**22.20%**	泰国	1.67	-0.77%
12	墨西哥	11.08	**21.00%**	比利时	1.65	-7.66%
13	泰国	10.79	**4.66%**	土耳其	1.58	-11.50%
14	马来西亚	10.53	**14.30%**	越南	1.40	4.57%
15	菲律宾	9.20	-0.96%	德国	1.40	-11.60%
16	土耳其	8.99	-20.80%	菲律宾	1.37	**7.35%**
17	韩国	8.99	-13.40%	荷兰	1.35	-39.20%
18	荷兰	8.71	-9.81%			
19	意大利	8.56	**25.10%**			

资料来源：中国工程机械工业协会，诚通证券研究所

新兴国家发展起步较晚、城市化率较低，具有广阔的发展空间。我们选取了印尼（东南亚）、印度（南亚）、巴西（南美）、沙特（中东）、南非（非洲）作为新兴国家代表。对比中国的城市化水平，印尼、印度的城市化水平偏低，预计未来仍有提升空间；南非作为非洲较早发展的国家，城市化水平与中国相近，增长潜力主要来自于矿业而非城市化建设；巴西由于早期大量人口涌向城市导致过度城市化（也称虚假城市化），沙特由于人口主要居住在沙漠边缘而导致城市化水平较高，两国情形与其他国家略有不同，但同样可以看出一定增长趋势。

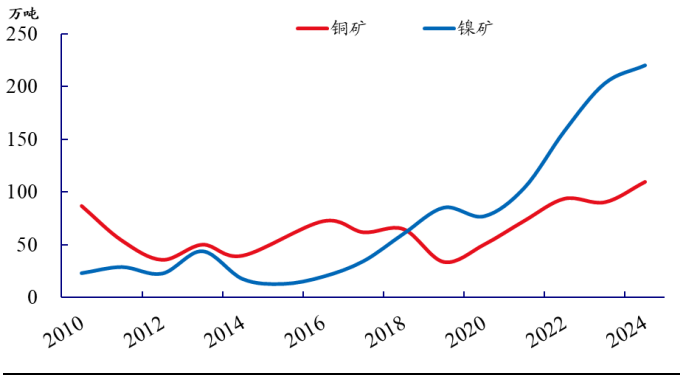
图49： 联合国预测数据显示新兴国家城镇化率仍有提升空间



资料来源：Wind，联合国，诚通证券研究所

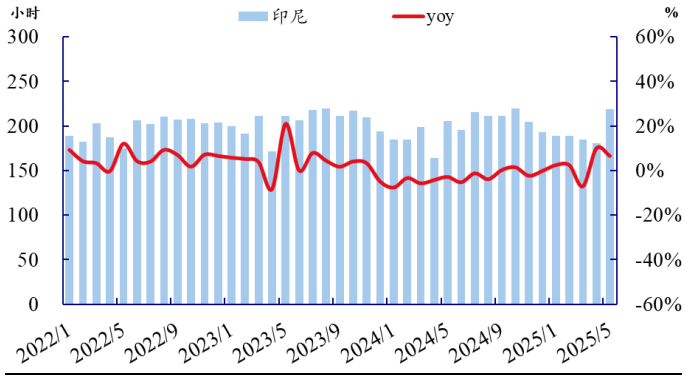
印尼：典型资源富集国家，矿业+城市化两大需求强劲。据海关总署统计，2025M1-4 我国工程机械累计出口 180.9 亿美元，yoy +9.2%；对印尼工程机械出口总额为 9.0 亿美元，yoy +30.7%，已成为我国工程机械出口的第三大市场，仅次于俄罗斯和美国。**资源层面来看，**印尼镍储量全球第一、占世界 17%，铝土矿、铜矿等矿物储量也位居世界前列，2024 年铜矿产量 110 万吨，较 2020 年增加 117.82%；镍矿产量 220 万吨，较 2020 年增加 185.34%（同期中国对印尼工程机械出口额增长近 300%）。**地产基建层面来看：**印尼人口分散、岛屿众多，决定了政府高度重视城市和交通基础设施建设，同时新首都建设也催生出强劲的建造支出。印尼财政部数据显示，2024 年基建领域的政府预算同比增长 5.8%至约 277 亿美元，创下近 5 年新高。2024 年印尼基础设施发展指数得分为 134，在“一带一路”共建国家中排名第 2 位，保持领先地位。**开工层面来看：**2024M1-2025M5 印尼月均开工小时数达 197.2 小时，是日本的 4.35 倍、北美的 3.09 倍、欧洲的 2.86 倍，挖机开工率较高。2025M1-5 小松印尼挖机开工小时数 yoy +2.58%，单 2025M5 开工小时数 yoy +6.50%，开工数据稳健。

图50： 印尼铜矿、镍矿产量正在快速提升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图51： 2025M1-5 小松印尼挖机开工小时数 yoy +2.58%



资料来源：小松官网，诚通证券研究所

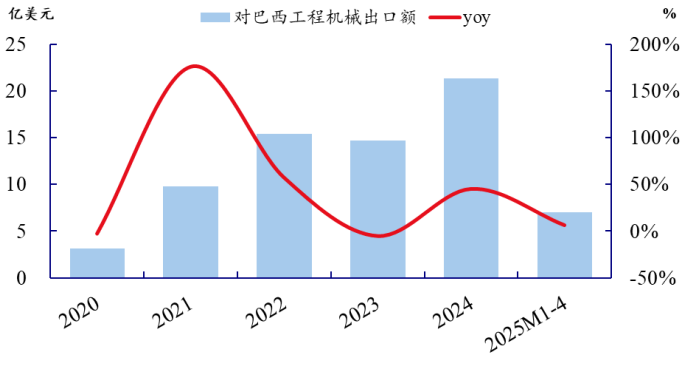
印度：城市化水平偏低，房地产需求规模庞大。2024 年，印度城市化率仅为 37%，联合国预计印度城市化水平将在 2030 年达到约 40%、在 2045 年达到约 50%。城市化率的上升意味着相应的城镇住房建设需求，有利于中国对印工程机械出口。根据 Interact Analysis，2024 年印度进口超 1100 台装载机（与挖机同属土方机械），总金额近 0.9 亿美元；中国原产的装载机是印度进口的最大来源，金额达到装载机进口总规模的近四成，而数量则达到了近八成。印度装载机进口规模在年内呈现波动上升态势，一定程度上说明印度相关建设需求或在加速释放。

图52： 2024 年印度进口装载机数量（蓝色柱）及金额（灰色线）月度情况

资料来源：Interact Analysis，诚通证券研究所

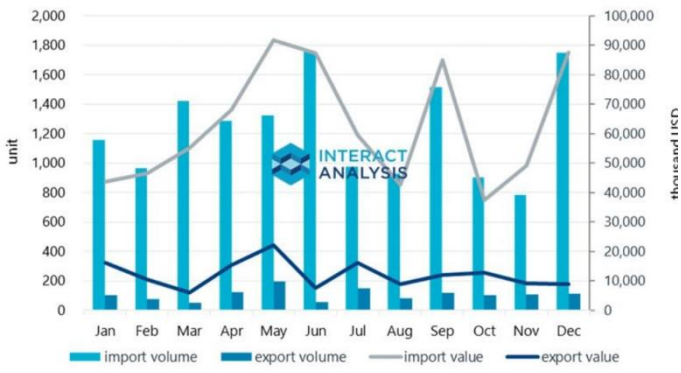
巴西：推动南美经济增长的主要国家，中巴合作趋势下提升空间广阔。尽管卡特彼勒认为 2025 年南美经济会小幅下降，但是沃尔沃和帕尔菲格高度评价了巴西对于南美经济的拉动作用。巴西是拉美地区最大的经济体，人口红利优势明显，基础设施发展潜力较大。2024 年巴西基础设施发展指数得分为 127，在“一带一路”共建国家中排名第 6 位，保持领先地位。巴西新政府执政一年多以来，巴西政局逐渐稳定。政府高度重视巴西“再工业化”，并于 2024 年推出新版“加速增长计划”（Novo PAC）以促进基础设施领域的发展，行业环境进一步改善。2024 年 11 月习近平主席对巴西进行国事访问，同巴西总统卢拉在巴西利亚共同签署并发表《中华人民共和国和巴西联邦共和国关于携手构建更公正世界和更可持续星球的中巴命运共同体的联合声明》，双方愿意探讨将南美一体化等巴西发展政策和投资计划与“一带一路”倡议等中国发展政策和国际倡议进行对接。同时我们观察 2024 年巴西月度挖掘机进出口情况发现，巴西挖掘机进口规模几乎是出口规模的五倍，一定程度上说明巴西挖掘机乃至整个工程机械市场进口需求比例高，在双边基建政策的支持下，未来中巴在基础设施领域的合作仍有较大提升空间，我国工程机械有望协同出海。

图53： 2024 年中国对巴工程机械出口额 yoy +45.50%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图54： 2024 年巴西月度挖掘机进出口情况



资料来源：Interact Analysis，诚通证券研究所

沙特：中国企业深度参与“2030 愿景”建设。沙特的“2030 愿景”是一项经济改革倡议，旨在实现社会繁荣、经济多元发展和国家竞争力的目标。“2030 愿景”在能源结构、城市化建设、基础设施建设、文化旅游建设等方面进行了广泛布局，催生相关建设需求高涨。2024 年沙特基础设施发展指数得分为 137，在“一带一路”

共建国家中排名第 1 位，保持领先地位。近年来，共建“一带一路”倡议与沙特阿拉伯“2030 愿景”深入对接，越来越多中国企业参与了到沙特的建筑业项目中，如 2024 年初中国港湾工程有限责任公司携手中国铁道建筑集团有限公司赢得了吉达中央开发公司（JCDA）价值 32 亿美元的重大建筑合同，该合同涵盖了基础设施工程和包括体育场、海洋馆、歌剧院在内的三大地标建筑的建设。这一里程碑式的合作不仅标志着中沙两国在建筑业领域的深度融合，更是中国企业向中东地区拓展市场的重要一步。在 2025M1-5 中国工程机械出口国家排名中，沙特已上升至第四位，仅次于俄、美、印尼。

表8： 近年来中资企业参与沙特电力能源项目进展情况（部分）

序号	项目进展
1	山东电建三公司承建沙特红海项目 1 号电站对外送电及受电成功。
2	山东电建三公司总承包的沙特红海新城储能项目 COV 区域 BESS 系统顺利完成 UCA 试验。
3	中国能建广东火电 EPC 总承包拉比格 300 兆瓦光伏电站项目，项目并网成功，开始运营。
4	中国能建承建的沙特阿尔舒巴赫光伏项目集控中心主体结构封顶。
5	山东电建签约 WAD 光伏项目。

资料来源：中国对外承包工程商会，中国一带一路网，诚通证券研究所

南非：矿产资源丰富，基础设施建设水平有待提高。卡特彼勒在其最新业绩指引中认为非洲需求将持续强劲。南非自然资源丰富，是全球重要的资源出口国，也是非洲营商环境最好的国家之一，经济发展水平居非洲前列。南非支柱产业为矿业，但是本土电力供应不稳及物流效率滞后等问题影响了矿业发展，使得南非政府表态要在电力能源和交通运输等经济关键领域以及与传统支柱产业矿产资源开发相关的领域扩大投资。作为第一个同中国签署共建“一带一路”合作文件的非洲国家，南非是中国在非洲最重要的投资目的地之一，中国工程机械有望未来受益于南非基础设施建设的广阔前景。

表9： 近年来中资企业参与南非电力能源和交通运输项目进展情况（部分）

序号	项目
1	南非马卡纳（Makana）1000MW 光伏项目
2	南非海卓光储能项目 EPC 合同
3	南非西北省社会保障房 EPC 项目-居民用电工程标
4	南非法电新能源莫伊 240 兆瓦光伏电站项目
5	南非达姆拉格特光伏项目
6	南非法电新能源 115 兆瓦光伏电站项目
7	南非伊里库瓦 67.3MW 光伏 EPC 项目

序号	项目
1	南非客运铁路公司夸祖鲁（“KZN”）地区 PRASA 列车控制系统（“PTCS”） 规划、设计、供应、施工、安装、测试、调试和维护项目
2	南非 EB CLOETE 立交桥桥梁顶升工程及钢拱结构安装技术服务

资料来源：中国对外承包工程商会，中国一带一路网，诚通证券研究所

3.3、 徐工机械：产品力+全球化，助力公司进入全球挖机制造商前十名

2024 年，徐工机械土方业务整体营收 240.11 亿元，yoy +6.43%；毛利率 26.20%，yoy +1.75pct。

徐工机械市场地位较强，主要得益于其强大的产品力和全球化能力。公司挖机产品覆盖从微型至大型的履带式挖掘机、轮式挖掘机、特种挖掘机，并且积极顺应新能源趋势开发出了 2.15-23.5 吨级电动挖掘机。2024 年公司在全球挖掘机制造商排行榜上名列第十。

表10： 全球挖掘机制造商排行榜

排名	公司名称	国别	销售额（亿美元）
1	卡特彼勒	美国	138.99
2	小松	日本	125.70
3	日立建机	日本	89.99
4	沃尔沃CE/临工	瑞典	40.61
5	三一重工	中国	38.94
6	久保田	日本	31.85
7	神钢建机	日本	22.92
8	迪尔公司	美国	21.85
9	HD现代Infracore	韩国	21.61
10	徐工集团	中国	19.45

资料来源：《中国工程机械》，诚通证券研究所

公司深谙全球经济景气度的区域差异性对于工程机械周期性的缓冲作用，因此早在上世纪 90 年代起就开始了全球化探索。截至 2024 年底，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，10000 余名当地化服务工程师，产品远销 190 多个国家和地区，覆盖“一带一路”沿线 95%以上的国家和地区；实现全球财务核算和管理的集约化、标准化、一体化；基于北美大区业务打造销服模板，基于南美大区业务打造制造模板，在各大区复制推广、推进一体化运营。

图55： 徐工机械全球布局

资料来源：央广网，诚通证券研究所

4、 起重机械：工程起重机有望回暖，建筑起重机景气度仍依赖出口

4.1、 行业特征：全球 426 亿美元市场，2024-2029 年 CAGR≈6.26%

起重机是一类物料搬运机械，根据驱动和结构形式等的差异可分为汽车起重机、随车起重机、履带起重机、塔式起重机等类别，适配不同施工建设场景。如汽车起重机是指利用轮胎式底盘行走的动臂旋转起重机，作业时将支腿放下支撑调平，在工程领域广泛应用；随车起重机是装配于载货汽车上的吊机，机动性好、转移迅速，可以集吊装与运输功能于一体，最大提升重量较汽车起重机小、价格也更低；履带起重机接地面积大、通过性好、适应性强、可带载行走，但行走速度慢、对路面破坏性大，不适宜长距离行走；塔式起重机俗称塔吊，可旋转动臂装在高耸的塔身上部，主要用于房屋建筑施工中物料的垂直和水平输送及建筑构件的安装，在建筑领域广泛应用。根据 Mordor Intelligence 测算，2024 年全球起重机市场规模约为 426.4 亿美元，预计到 2029 年将达到 577.6 亿美元，CAGR≈6.26%。

图56： 徐工机械 100 吨新能源汽车起重机

资料来源：徐工机械官网，诚通证券研究所

图57： 徐工机械全球最大 760 吨塔式起重机

资料来源：徐工机械官网，诚通证券研究所

4.2、 竞争格局：徐工机械是全球第四大起重机生产商

从竞争格局上来看，全球起重机市场集中度较高。根据 KHL 集团在 2024 年末发布的全球起重机制造商 20 强排行榜，利勃海尔、科尼、卡哥特科分列前三；结合 Mordor Intelligence 测算 2024 年全球起重机 426.4 亿美元市场规模，前三家制造商份额占比 30%，前十家占比 67%，市场集中。徐工机械是全球第四大起重机生产商，公司产品涵盖全品类起重机械，其中起重机械、移动式起重机持续保持全球第一；随车起重机、塔式起重机保持全球第三，产品力优势明显。

表11： KHL 发布 2024 年全球起重机械 20 强榜单

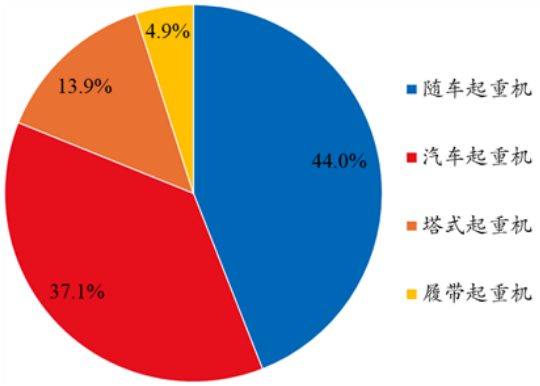
2024年	2023年	公司	销售额（美元）
1	1	利勃海尔	52.3亿
2	2	科尼	42亿
3	4	卡哥特科	33.7亿
4	3	徐工	29.3亿
5	5	上海振华重工	29.2亿
6	6	中联重科	26.6亿
7	7	马尼托瓦克	22亿
8	9	多田野	18.2亿
9	8	三一	18亿
10	10	帕尔菲格	14.7亿
11	11	Columbus McKinnon	10.1亿
12	12	森尼波根	9.1亿
13	13	Link-Belt	5.8亿
14	14	特雷克斯起重机	5.5亿
15	15	SC(日立住友重机械建机起重机	4.9亿
16	17	快捷	3.8亿
17	16	神钢	3.6亿
18	18	Manitex	2.9亿
19	19	加藤制作所	2.2亿
20	20	古河	1.8亿

资料来源：KHL，利通科技官网，诚通证券研究所

4.3、 成长逻辑：工程起重机有望回暖，建筑起重机景气度仍依赖出口

从 2024 年起重机械销量占比上来看，随车起重机和汽车起重机合计占比达 81.1%，塔式起重机占比 13.9%，履带起重机占比 4.9%。汽车起重机和塔式起重机分别是工程起重机和建筑起重机的代表，其销量趋势可以代表起重机整体的景气度。

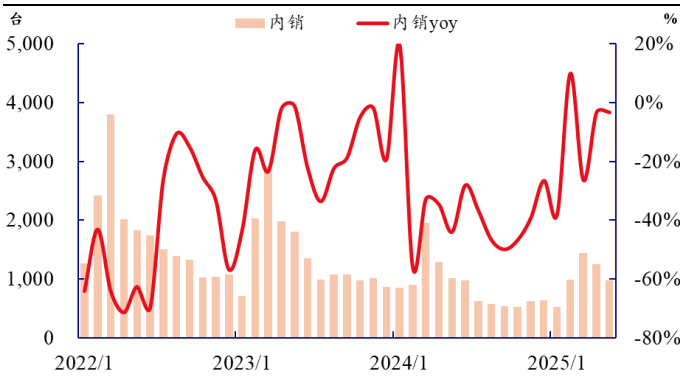
图58： 2024 年各类起重机销量占比结构图



资料来源：中国工程机械工业协会，诚通证券研究所

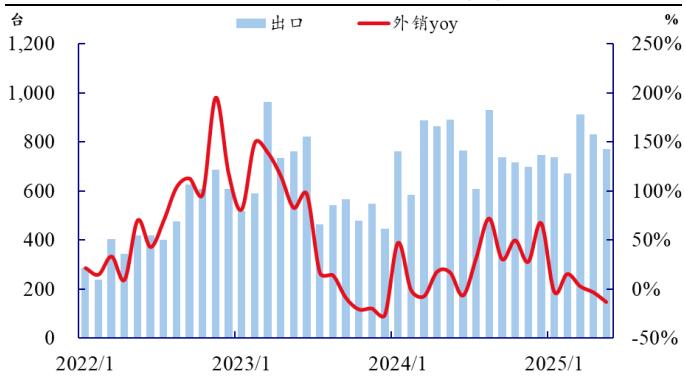
汽车起重机：2024 年汽车起重机内销 10511 台，yoy -37.51%；出口 8189 台，yoy +23.54%；内外销合计 19700 台，yoy -18.79%，总体上内需低迷、出口积极。2025M1-5，汽车起重机内销 5181 台，yoy -13.81%；出口 3922 台，yoy -1.61%；内外销合计 9103 台，yoy -8.94%，降幅有所收窄。汽车起重机作为工程起重机代表，有望直接受益于国内外大规模基建项目建设。

图59： 2024M9 后汽车起重机月度内销同比降幅收窄



资料来源：中国工程机械工业协会，诚通证券研究所

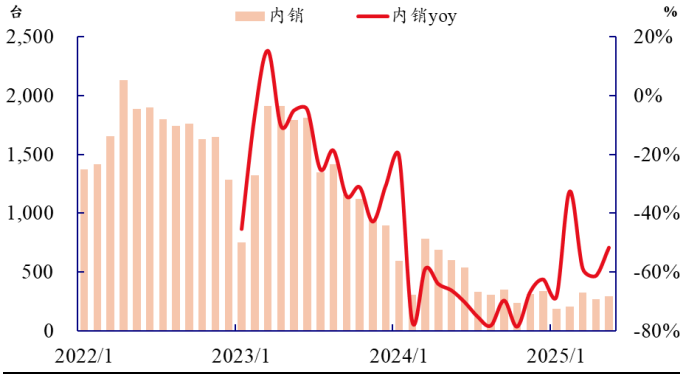
图60： 2025M5 汽车起重机月度出口 yoy -13.48%



资料来源：中国工程机械工业协会，诚通证券研究所

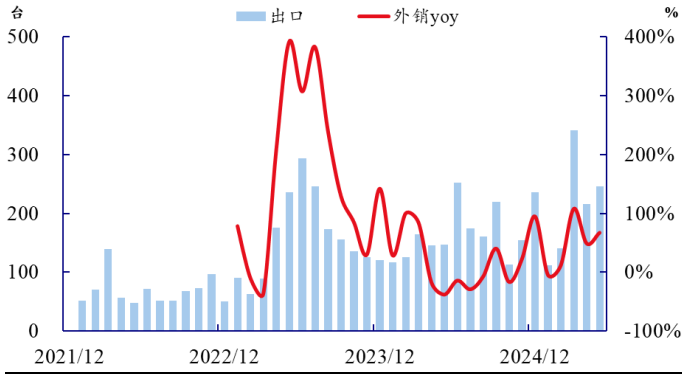
塔式起重机：2024 年塔式起重机内销 5402 台，yoy -67.01%；出口 2010 台，yoy +5.51%；内外销合计 7412 台，yoy -59.46%，反映出塔式起重机国内销量在下游房地产开工不景气影响下大幅下滑。2025M1-5，塔式起重机内销 1278 台，yoy -57.11%；出口 1056 台，yoy +45.24%；内外销合计 2334 台，yoy -36.56%，降幅较 2024 年全年水平有所收窄，主要得益于出口规模增加拉动整体销量表现。随着国内房地产稳定政策力度持续加码、范围持续扩大，塔式起重机作为住房建设的必要机械，有望跟随挖机实现筑底回升；同时中东、东南亚、南亚、拉美、非洲等地区房地产需求持续增加，塔机出口或延续增长态势，带动内外销结构进一步优化。

图61： 2024M10 后塔式起重机月度内销同比降幅收窄



资料来源：中国工程机械工业协会，诚通证券研究所

图62： 2025M5 塔式起重机月度出口 yoy +67.35%



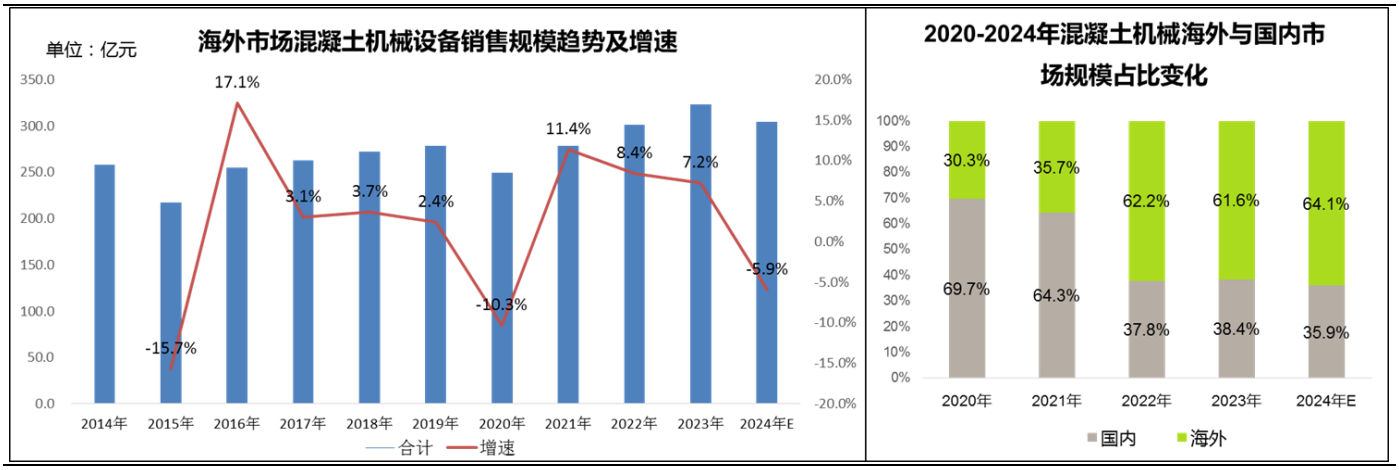
资料来源：中国工程机械工业协会，诚通证券研究所

5、 混凝土机械：全球市场空间与竞争格局都较稳定，业绩主要跟随β波动

5.1、 行业特征：全球市场空间波动较小，中国市场占比约 35.9%

混凝土机械主要包括泵车 、搅拌站、搅拌运输车等，全球市场空间较为稳定。根据中国工程机械学会混凝土机械分会数据，2024 年全球混凝土机械市场空间约为 480 亿元，其中中国市场占比 35.9%、海外市场占比 64.1%。

图63： 2022 年来海外混凝土机械市场规模约 300-330 亿元，占总规模约 62%

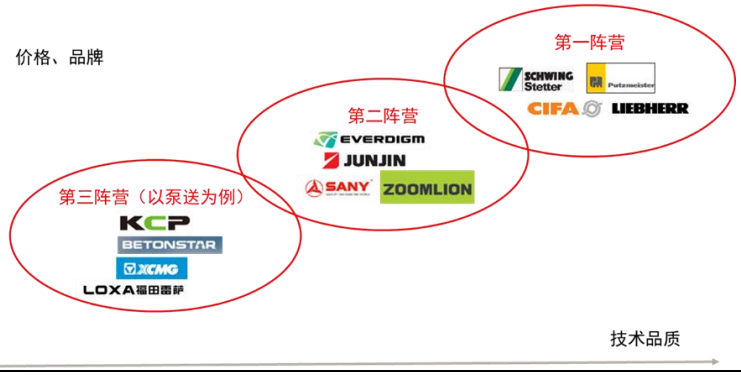


资料来源：中国工程机械学会混凝土机械分会，诚通证券研究所

5.2、 竞争格局：全球三大巨头已被中企收购，品牌格局稳定

全球混凝土机械市场集中度高，格局稳定。2012 年 12 月，徐工集团通过并购德国第二大混凝土泵制造商施维英公司，成立合资企业徐州徐工施维英机械有限公司（徐工集团持股 75%），是徐工集团专注于混凝土机械研发与制造的核心企业之一。目前，普茨迈斯特（三一重工旗下）、希法（中联重科旗下）、施维英（徐工机械旗下）、利勃海尔在全球范围内处于第一梯队，品牌格局稳定，业绩主要跟随β波动。

图64： 全球混凝土机械集中度高，格局稳定

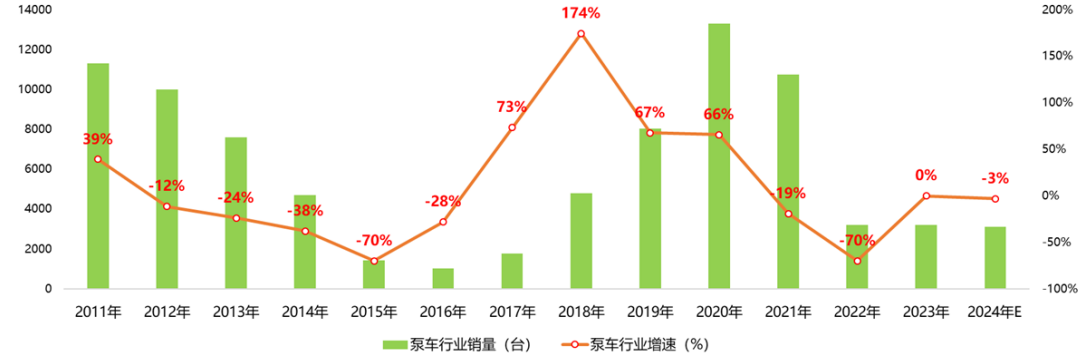


资料来源：中国工程机械学会混凝土机械分会，诚通证券研究所

5.3、 成长逻辑：内销降幅同比收窄，泵车出口持续上升

从销量数据来看，混凝土机械在内销方面有望筑底。以泵车为例，伴随房地产逐步止跌企稳、基建项目规模持续扩大两大利好因素，中国泵车内销同比增速由2022 年的-70%收窄至 2023 年的 0%，预计 2024 年微跌，总体上呈现出筑底态势。

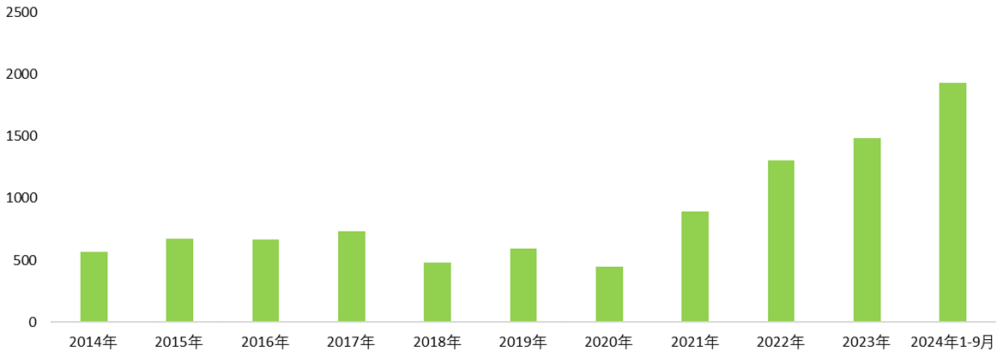
图65： 中国泵车行业内销销量情况（单位：台）



资料来源：中国工程机械学会混凝土机械分会，诚通证券研究所

泵车出口量持续上升。2020 年来泵车出口量持续增长，由 2020 年的约 500 台水平增长至 2023 年的约 1500 台水平。根据中国海关和混凝土机械分会数据，2024 年混凝土泵车出口额同比大幅增长 83.3%，主要出口亚洲、中东地区。

图66： 中国泵车行业出口销量情况（单位：台）



资料来源：中国工程机械学会混凝土机械分会，诚通证券研究所

6、 矿业机械：全球矿业需求高涨，下游标杆客户彰显公司强大产品力

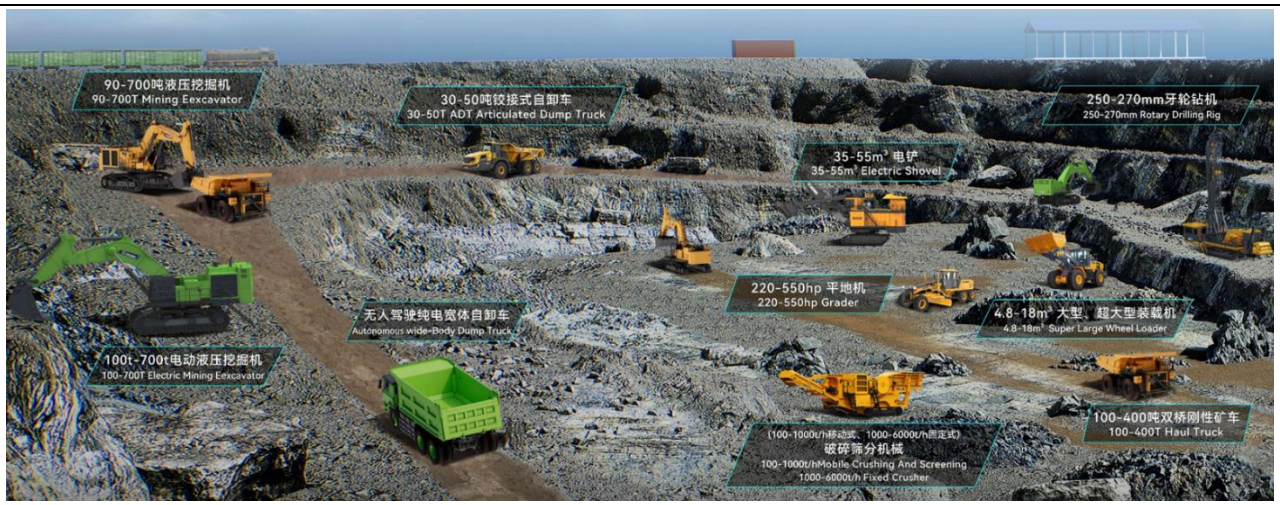
6.1、 行业特征：市场空间巨大，增长性确定

矿业机械也称矿山机械，是直接用于矿物开采等作业的机械，按流程可分为钻孔设备、挖装设备、运输设备、破碎设备等。钻孔设备主要包括牙轮钻机、潜孔钻机等；挖装设备主要包括矿挖、电铲等；运输设备主要包括矿卡；破碎设备主要包括固定式破碎机和移动式破碎筛分站。此外，采矿过程中还需要装载机、平地机、推土机、压路机等辅助施工设备。

图67： 徐工机械产品涵盖“钻、挖、运、破”全环节的矿山机械设备

资料来源：徐工机械官网，诚通证券研究所

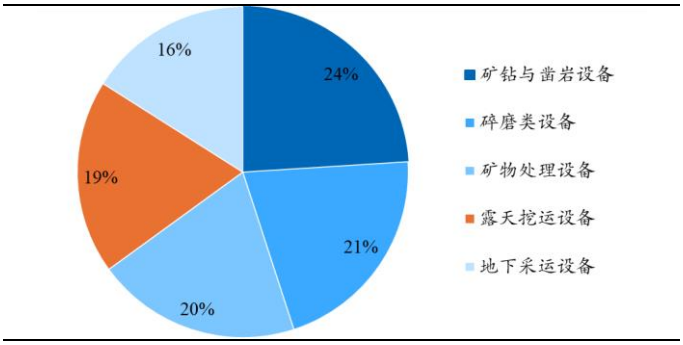
图68： 徐工机械露天矿开采解决方案



资料来源：徐工机械官网，诚通证券研究所

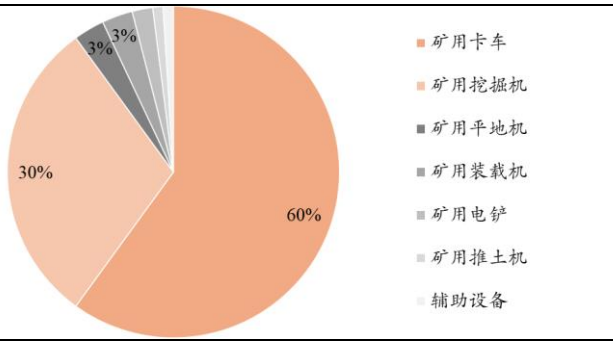
据观研天下数据中心，露天挖运设备占矿山机械总规模的 19%。其中，矿卡和矿挖分别占露天挖运设备规模的 60%、30%。

图69： 露天挖运设备占矿山机械总规模的 19%



资料来源：观研报告网，诚通证券研究所

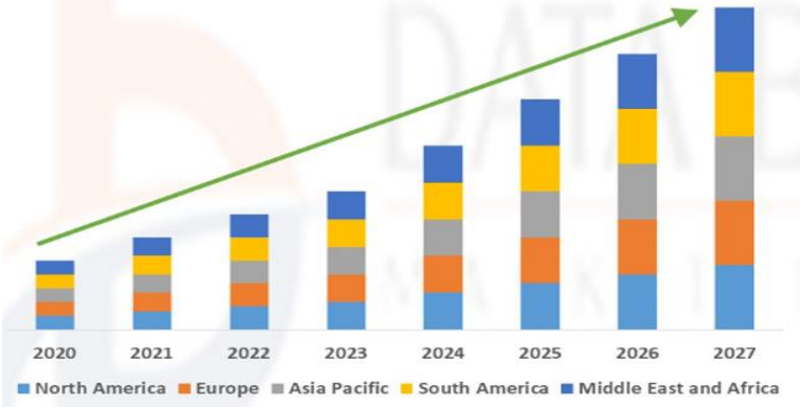
图70： 矿卡和矿挖合计占露天挖运设备规模的 90%



资料来源：观研报告网，诚通证券研究所

全球矿山机械市场空间巨大，增长性确定。根据 Data Bridge 数据及预测，2023 年全球采矿机械（对应上图中“露天挖运设备”和“地下采运设备”）市场规模为 248 亿美元，预计到 2031 年将达到 355.4 亿美元，2024-2031 年 CAGR≈4.60%，增长确定性较高。按比例计算，全球矿业机械市场规模超 700 亿美元，是仅次于土方机械的第二大市场。

图71： 预计未来全球采矿机械市场规模将保持增长

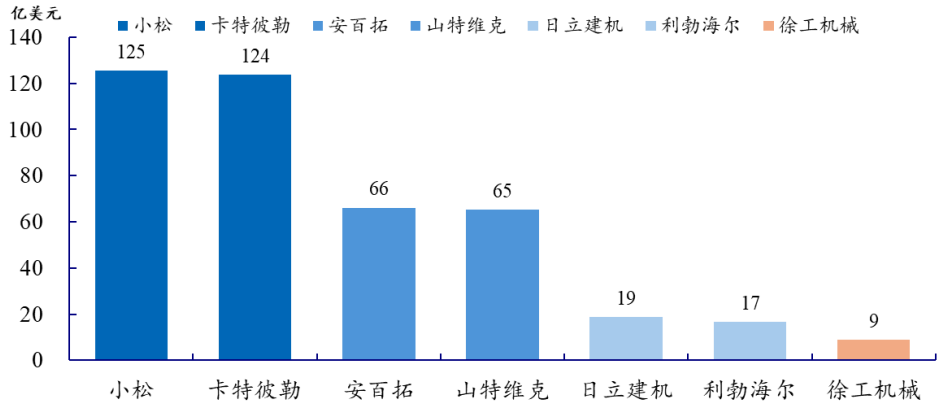


资料来源：Data Bridge，诚通证券研究所

6.2、 竞争格局：双巨头格局，小松和卡特彼勒营收处于第一梯队。

全球矿山机械呈现双巨头格局，小松和卡特彼勒营收处于第一梯队。据不完全统计，全球矿山机械核心厂商有小松、卡特彼勒、安百拓、山特维克等。其中小松和卡特彼勒在收入体量上处于第一阶梯，2024 年矿机营收均为 125 亿美元水平，其中小松矿机约占总营收 47%、卡特约占 20%，充分印证矿机业务是工程机械厂商产品族群化的必争之地。

图72： 2024 年代表性矿山机械制造企业相关业务营收情况



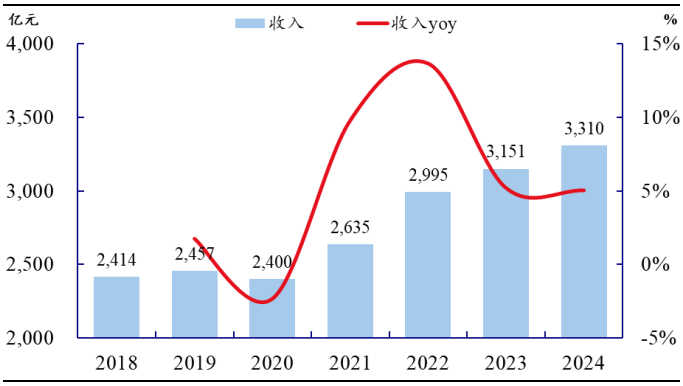
资料来源：Wind，各公司 2024 年年报，诚通证券研究所

6.3、 成长逻辑：全球矿业高景气下，中国矿企带动矿机协同出海

6.3.1、 国内市场：采矿业资本开支回升，矿山机械行业营收盈利创新高

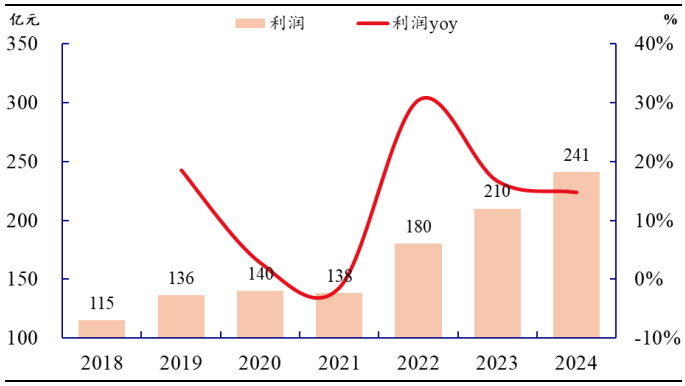
国内矿山机械景气度较高，2024 年行业营收盈利均创新高。据中国重型机械工业协会，得益于国内矿业稳步发展、矿机出口规模不断扩大，2024 年中国矿山机械行业收入达 3310 亿元，yoy +5.05%；实现利润 241 亿元，yoy +14.76%，双双创下 2018 年来新高。

图73： 2018 年来中国矿山机械行业收入稳步增长



资料来源：中国重型机械工业协会，诚通证券研究所

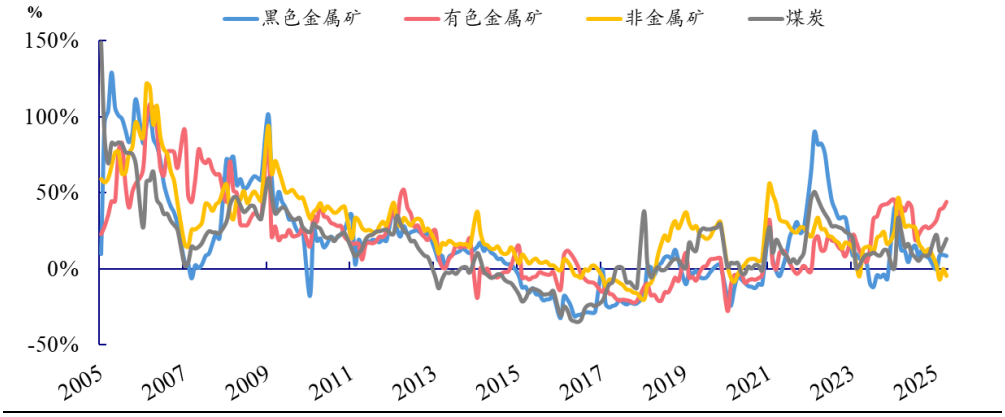
图74： 2018 年来中国矿山机械行业利润稳步增长



资料来源：中国重型机械工业协会，诚通证券研究所

从内需方面来看，国内采矿业固定资产投资完成额累计增速正处于正增长区间。自 2017 年触底以来，采矿业固定资产投资完成额增速基本实现反弹，整体呈现波动上升趋势。细分行业来看，2025M1-5 黑色金属矿 yoy +8.4%、有色金属矿 yoy +44.0%、非金属矿 yoy -4.8%、煤炭 yoy +19.9%，总体处于正增长区间，有望持续拉动矿山机械需求。

图75： 国内采矿业固定资产投资完成额累计增速图

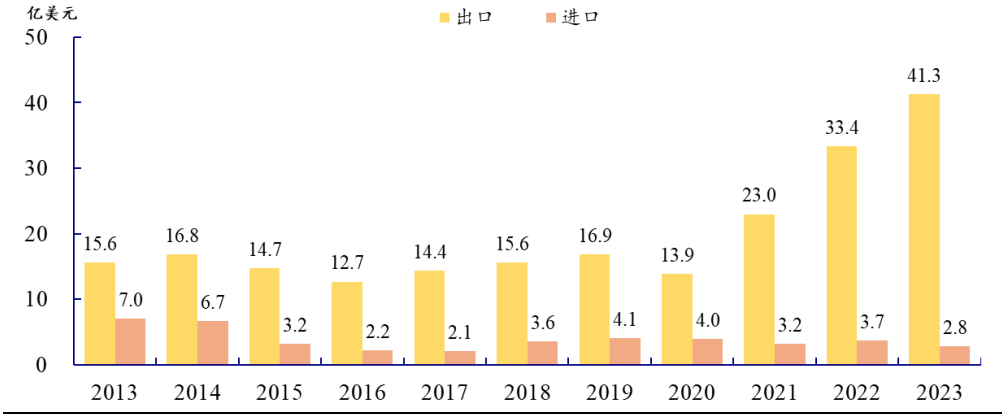


资料来源：Wind，诚通证券研究所

6.3.2、 海外市场：资源品涨价利好矿机需求，中国矿企出海带来新机遇

从出口情况来看，我国矿山机械产品正在加速出海。中国海关数据显示，2013-2020 年，我国矿山机械产品出口规模基本稳定在 13-17 亿美元区间；2021 年以来，出口额呈现出高速增长态势，2023 年矿山机械出口额达到 41.3 亿美元，yoy +23.65%。据卡特彼勒和安百拓最新行业研判，2025 年全球矿业需求有望延续高景气，利好我国矿山机械产品加速出海。

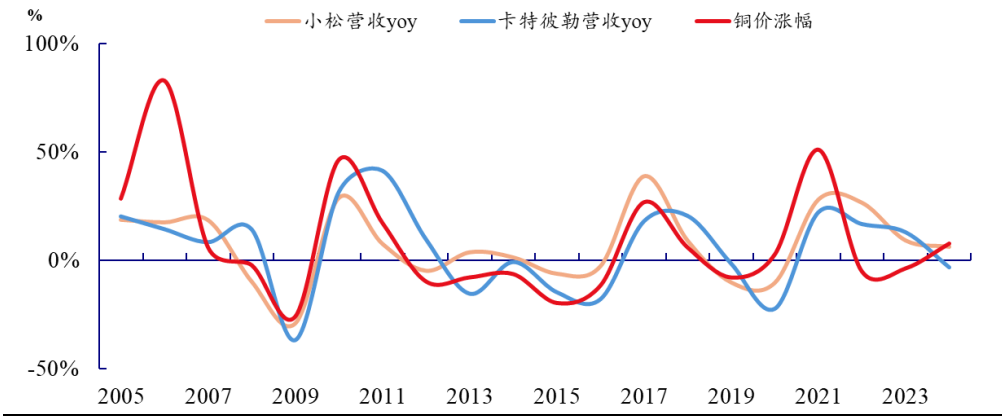
图76： 我国矿山机械产品出口额持续增长



资料来源：Wind，诚通证券研究所

全球资源品价格上升，有望支撑矿山机械企业营收增速。以铜价为例，复盘 2005-2024 年全球平均铜价涨幅和代表性矿山机械企业（小松、卡特彼勒）营收增速，我们发现数据之间呈现明显的正相关关系。背后逻辑是全球电力、建筑、家电等领域持续发展，对铜的需求推高了铜价水平，进而传导拉动全球矿业资本开支向上，最终反映为矿山机械制造企业营收改善。从铜价历史涨幅来看，2024 年铜价涨幅为 7.68%，是 2022 和 2023 连续两年下跌趋势后首度转正，在全球铜需求持续高涨的背景下，铜价有望重回上涨通道，刺激矿机企业营收迎来新一轮增长。

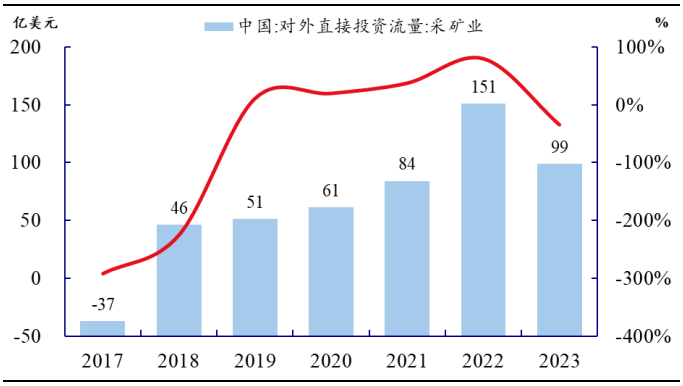
图77： 全球铜价与矿机企业营收同向变动



资料来源：Wind，诚通证券研究所

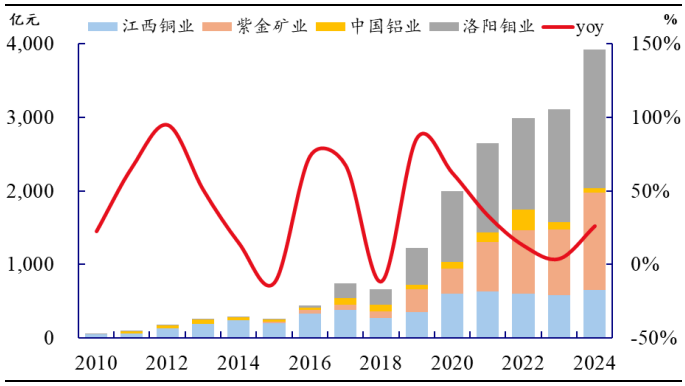
国内矿企出海为矿机出口带来新机遇。矿山机械客户集中度较高，主要是必和必拓、力拓、嘉能可、淡水河谷等海外传统大矿企，营收水平高、对设备价格不敏感，存在高安全性和高稳定性认证的门槛，市场主要被小松、卡特彼勒等国外矿机龙头占有，中国矿机难以轻易抢占份额。然而随着“一带一路”倡议在世界上的认可度逐步提升，国内矿企获得了巨大的市场机遇。根据智利国家铜业委员会，2022年智利、秘鲁、刚果（金）等“一带一路”友好地区铜矿产量占比分别为 24.7%、11.3%、11.0%，为世界主要铜矿生产地。中国矿企借助“一带一路”倡议，加快出海步伐，2023 年对外采矿业直接投资流量达 99 亿美元，较 2018 年水平增长 113.46%；仅统计江西铜业、紫金矿业、中国铝业和洛阳钼业四家企业海外收入水平，我们发现 2024 年合计海外营收高达 3918.75 亿元，yoy +26.16%，增长曲线陡峭，为中国矿山装备制造商提供了巨大的市场机遇。

图78： 2017 年来中国对外采矿业直接投资流量总体呈上升趋势



资料来源：Wind，诚通证券研究所

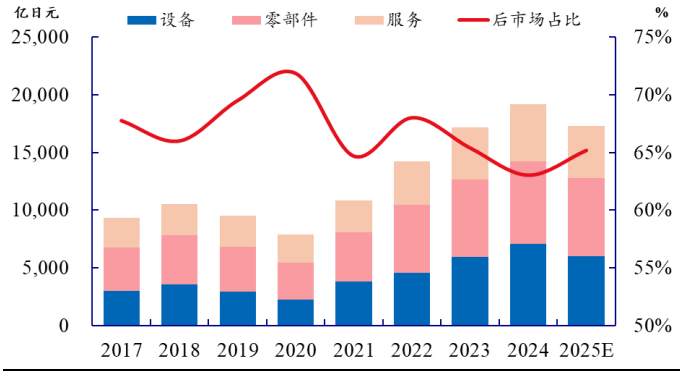
图79： 中国代表性矿企海外收入持续增长



资料来源：Wind，诚通证券研究所

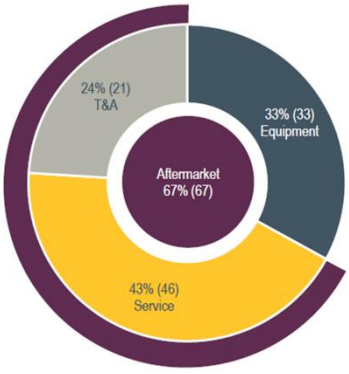
矿山机械新增需求旺盛的同时，以零部件和服务业务为代表的后市场需求更是矿山机械企业保持营收水平长期稳定的压舱石。小松预测 2025 年建设机械板块中，后市场（包括零部件和服务）占比将超过 65%；安百拓（主营矿山机械）披露 2025 年第一季度后市场营收占比达 67%。日立建机表示，“尽管随着世界经济放缓，煤炭、铁矿石等资源价格走势不明朗，但铜价持续保持坚挺……在用设备的维护需求有望继续保持旺盛。”由此可见，后市场作为矿山机械整体营收中占比约 2/3 的重要业务，是矿山机械企业保持营收水平长期稳定的重要环节。

图80： 小松建设机械（含矿机）后市场营收占比超 65%



资料来源：小松 2024 年年报，诚通证券研究所

图81： 2025Q1 安百拓后市场营收占比达 67%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

6.4、 徐工机械：矿机是公司重要增长曲线，全球大客户拓展成效显著

徐工矿机脱胎于挖掘机械事业部，作为徐工集团战略性产业板块，是徐工重点培育和发展的重要增长曲线。目前其提供露天矿、井工矿全套开采解决方案；同时拥有混动、纯电、甲醇、氢能等多种清洁能源挖运装备；2024 年 10 月与华为在矿山自动驾驶领域开展合作，共同构建国内领先的“云—网—车”协同的矿山无人驾驶解决方案，探索矿业的智能化发展。

客户开拓：凭借国企资质优势，徐工矿机与业内大型央企深度合作，多次达成矿用机械批量交付；同时加紧攻关传统海外矿业巨头，成功打入必和必拓、力拓、淡水河谷、澳大利亚福特斯克金属等企业的供应链，产品可靠性再获强力背书。

后市场：徐工矿机在国内市场打造“1+N”仓储网络，在国际市场推进“徐州总库+海外区域中心库+国家网点+项目库”四级备件网络，建设海外维修服务中心，着力打造矿山机械全生命周期服务基地，有望增强矿机业务业绩的持续性。

表12： 2024 全球矿山露天挖运设备制造商 5 强

排名	公司名称		国别	销售额（亿美元）
1	卡特彼勒	CATERPILLAR	美国	135.83
2	小松	KOMATSU	日本	121.79
3	日立建机	HITACHI Reliable solutions	日本	29.51
4	徐工机械	XCMG	德国	20.86
5	利勃海尔	LIEBHERR	中国	16.06

资料来源：《中国工程机械》，诚通证券研究所

表13： 徐工矿机与部分全球矿业巨头合作情况

排名	矿企	合作	合作情况
1	必和必拓	有	2025/6 签署全球战略合作框架协议
2	力拓	有	2024/8 签署全球合作框架协议，为西芒杜矿山项目提供成套核心设备
3	南方铜业	-	-
4	自由港-麦克莫兰	-	-
5	嘉能可	-	-
6	紫金矿业	有	2022/11 交付近百台 XDR90T 三桥刚性矿车
7	淡水河谷	有	2022/5 向徐工巴西采购 5 台 GR3505 矿用平地机等采矿和基建设备
8	福特斯克金属	有	2024/11 达成价值 4 亿美元的超百台零排放重型移动设备采购协议

资料来源：Wind，诚通证券研究所

7、 投资建议

7.1、 徐工机械营业收入拆分表

考虑到徐工机械产品谱系不断拓宽、产品力不断增强、矿业机械业务逐步打入龙头矿企供应链等，我们预计 2025-2027 年，公司分别实现营业收入 1003.16/ 1106.37/ 1218.52 亿元，yoy +9.4%/ 10.3%/ 10.1%，分别实现净利润 80.15/ 89.01/ 99.66 亿元，yoy +34.1%/ 11.1%/ 12.0%，对应 PE 分别为 12.1/ 10.9/ 9.7X。

表14： 徐工机械各项业务历史及未来收入拆分表

单位：亿元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
土方机械	**25.20%**	**24.30%**	**26.20%**	**26.33%**	**26.26%**	**26.23%**
收入	236.39	225.60	240.11	264.12	290.53	319.59
yoy		-4.56%	6.43%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	176.53	167.64	177.20	192.81	210.64	231.70
毛利	59.86	57.96	62.91	71.31	79.90	87.89
毛利率	25.32%	25.69%	26.20%	27.00%	27.50%	27.50%
起重机械	**25.43%**	**22.82%**	**20.62%**	**19.78%**	**19.19%**	**18.64%**
收入	238.60	211.87	188.98	198.43	212.32	227.18
yoy		-11.20%	-10.80%	5.00%	7.00%	7.00%
成本	191.20	163.99	146.75	152.79	162.42	173.79
毛利	47.40	47.88	42.23	45.64	49.89	53.39
毛利率	19.87%	22.60%	22.35%	23.00%	23.50%	23.50%
混凝土机械	**10.13%**	**11.23%**	**10.26%**	**9.85%**	**9.55%**	**9.28%**
收入	95.02	104.25	94.08	98.78	105.70	113.10
yoy		9.71%	-9.76%	5.00%	7.00%	7.00%
成本	79.50	85.43	79.98	82.98	87.20	91.61
毛利	15.52	18.82	14.10	15.81	18.50	21.49
毛利率	16.33%	18.05%	14.99%	16.00%	17.50%	19.00%
高空作业机械	**6.98%**	**9.57%**	**9.47%**	**9.08%**	**8.81%**	**8.56%**
收入	65.50	88.83	86.78	91.12	97.50	104.32
yoy		35.62%	-2.31%	5.00%	7.00%	7.00%
成本				63.78	68.25	73.03
毛利				27.34	29.25	31.30
毛利率				30.00%	30.00%	30.00%
矿业机械	**5.47%**	**6.31%**	**6.94%**	**8.56%**	**10.09%**	**11.45%**
收入	51.33	58.61	63.62	85.89	111.65	139.57
yoy		14.18%	8.55%	35.00%	30.00%	25.00%
成本				64.42	83.74	104.67
毛利				21.47	27.91	34.89
毛利率				25.00%	25.00%	25.00%
桩工机械类	**8.28%**	**3.73%**	**5.48%**	**5.26%**	**5.01%**	**4.77%**
收入	77.70	34.59	50.23	52.74	55.38	58.15
yoy		-55.48%	45.22%	5.00%	5.00%	5.00%
成本				42.19	44.30	46.52
毛利				10.55	11.08	11.63
毛利率				20.00%	20.00%	20.00%
道路机械	**4.30%**	**4.11%**	**4.43%**	**4.46%**	**4.44%**	**4.44%**
收入	40.35	38.18	40.63	44.69	49.16	54.08
yoy		-5.38%	6.42%	10.00%	10.00%	10.00%

成本				33.52	36.87	40.56
毛利				11.17	12.29	13.52
毛利率				25.00%	25.00%	25.00%
其他	**14.21%**	**17.94%**	**16.60%**	**16.69%**	**16.64%**	**16.62%**
收入	133.29	166.54	152.16	167.38	184.11	202.52
yoy		24.95%	-8.63%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	115.97	135.88	123.15	133.90	147.29	162.02
毛利	17.32	30.66	29.01	33.48	36.82	40.50
毛利率	12.99%	18.41%	19.07%	20.00%	20.00%	20.00%
公司合计						
收入	938.18	928.47	916.59	1,003.16	1,106.37	1,218.52
yoy		-1.03%	-1.28%	9.44%	10.29%	10.14%
成本	748.57	720.68	709.90	766.39	840.72	923.90
毛利	189.61	207.79	206.69	236.76	265.64	294.60
毛利率	20.21%	22.38%	22.55%	23.60%	24.01%	24.18%

资料来源：Wind，诚通证券研究所

7.2、 可比公司估值表

我们选取了国内工程机械制造商**三一重工**、**中联重科**和**柳工**作为可比公司。从市盈率的角度来看，2024 年徐工机械 PE 仅为 16 倍，在可比公司中最低；2025E-2026E 同样低于可比公司平均水平。因此考虑到徐工机械产品谱系不断拓宽、产品力不断增强、矿业机械业务逐步打入龙头矿企供应链等，我们预计徐工机械估值水平有望进一步提升。

表15： 徐工机械可比公司估值表（2025 年 7 月 10 日）

证券代码	公司简称	最新市值（亿元）	最新收盘价（元）	EPS			PE		
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
600031.SH	三一重工	1,603.47	18.92	0.71	1.00	1.24	26	19	15
000157.SZ	中联重科	635.67	7.35	0.41	0.57	0.71	17	13	10
000528.SZ	柳　　工	204.75	10.14	0.68	1.02	1.33	18	10	8
平均值		814.63					20	14	11
000425.SZ	**徐工机械**	973.21	8.28	0.51	0.68	0.86	16	12	11

（其中可比公司三一重工、中联重科、柳工采用 Wind 一致预测估值）

资料来源：Wind，诚通证券研究所

7.3、 投资建议

徐工机械是全球工程机械产品族群化最为齐全的企业之一，多项产品市占率保持领先。在全球工程机械行业景气度总体向上的背景下，考虑到徐工机械产品谱系不断拓宽、产品力不断增强、矿业机械业务逐步打入龙头矿企供应链、风险管控能力持续提升等因素，我们预计 2025-2027 年，公司分别实现营业收入 1003.16/ 1106.37/ 1218.52 亿元，yoy +9.4%/ 10.3%/ 10.1%，分别实现净利润 80.15/ 89.01/ 99.66 亿元，yoy +34.1%/ 11.1%/ 12.0%，对应 PE 分别为 12.1/ 10.9/ 9.7X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

7.4、 风险提示

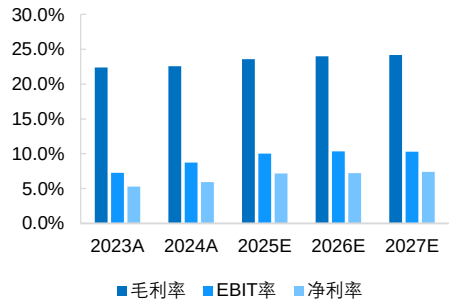
1. **全球宏观扰动因素加剧，或将对公司业绩产生扰动。**在当前地缘政治冲突频发、主要经济体经济政策分化及贸易保护主义回潮背景下，国际需求存在阶段性波动风险。公司海外收入占比近五成，若全球贸易环境进一步趋紧或客户提前备货透支后续需求，可能直接对公司收入端造成影响；

2. **国内宏观经济下行风险。**工程机械行业与下游行业景气度强相关，如果国内宏观经济出现下行风险，冲击房地产、基础设施建设、采矿业等关联行业以致新增固定资产投资大幅萎缩，可能直接对公司未来的业绩稳定性带来不利影响；

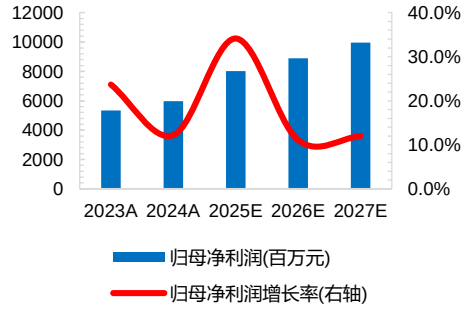
3. **公司矿业机械业务增长不及预期。**采矿业重视矿业机械稳定性，制造商与矿企合作落地可能需要经历一定验证周期。矿业机械业务作为公司业绩的重要增长曲线，若增长不及预期，可能拖累公司整体表现。

附：财务预测摘要

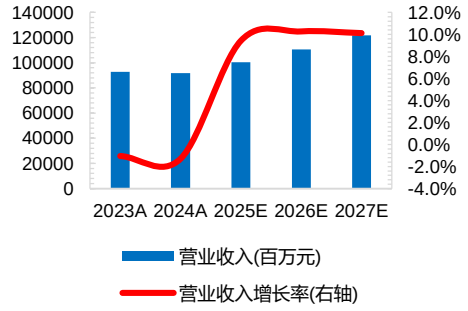
1、毛利率、EBIT 率、净利率



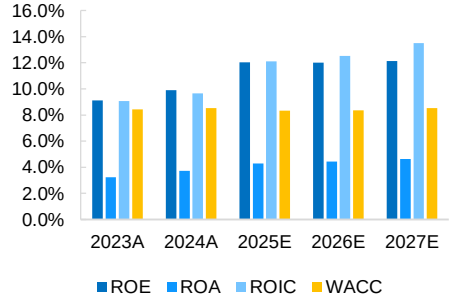
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**92848**	**91660**	**100316**	**110637**	**121852**
营业成本	72064	70991	76640	84072	92391
折旧和摊销	3968	4106	3769	4160	4577
营业税费	442	415	423	493	547
销售费用	6702	5309	7223	7966	8773
管理费用	2706	2817	3009	3319	3656
财务费用	726	1935	743	1035	1380
公允价值变动损益	179	-2	-2	-2	-2
投资收益	-4	-57	197	83	55
营业利润	**5640**	**6529**	**8879**	**9865**	**10899**
利润总额	5678	6582	8910	9878	10932
少数股东损益	-90	7	-26	-49	-62
归属母公司净利润	**5326**	**5976**	**8015**	**8901**	**9966**

资产负债表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	**161995**	**160970**	**186949**	**200185**	**214577**
流动资产	111060	108087	134448	147827	162273
货币资金	23371	20205	36735	40515	44622
交易型金融资产	39	40	40	40	40
应收帐款	39998	39776	39083	51551	50080
应收票据	3660	2612	8480	2494	8754
其他应收款	2072	2972	2548	3539	3165
存货	32378	32543	37544	39341	45152
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	4510	3904	3568	3205	2849
固定资产	22510	24431	23511	22790	22131
无形资产	7994	9581	10315	11204	12148
总负债	**104508**	**100508**	**120626**	**126516**	**132887**
无息负债	58230	55747	66266	68681	77310
有息负债	46278	44761	54360	57835	55577
股东权益	**57487**	**60462**	**66323**	**73669**	**81690**
股本	11816	11816	11816	11816	11816
公积金	16395	16367	16367	16367	16367
未分配利润	25797	29375	31615	33180	35116
少数股东权益	1342	1153	1127	1078	1016

现金流量表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**3571**	**5720**	**13018**	**6791**	**14108**
净利润	5236	5983	7988	8852	9904
折旧摊销	3968	4106	3769	4160	4577
净营运资金增加	4545	2840	-689	7184	1710
其他	-10178	-7210	1950	-13405	-2085
投资活动产生现金流	**1411**	**-1918**	**-3217**	**-3945**	**-4481**
净资本支出	5967	2938	-46	220	303
长期投资变化	5272	198	335	355	356
其他资产变化	12650	1219	-2927	-3370	-3821
融资活动现金流	**-7778**	**-6659**	**-14409**	**-6001**	**-6713**
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-15923	-4000	20118	5890	6371
无息负债变化	-12092	-2483	10520	2415	8629
净现金流	**-2974**	**-2958**	**-4608**	**-3154**	**2914**

资料来源：Wind，诚通证券研究所预测

关键指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力（%YoY）					
收入增长率	-1.0	-1.3	9.4	10.3	10.1
净利润增长率	21.9	14.3	33.5	10.8	11.9
EBITDA 增长率	7.0	12.7	14.4	12.9	9.5
EBIT 增长率	4.8	18.2	26.0	13.9	9.3
估值指标					
PE	15.0	17.6	12.1	10.9	9.7
PB	1.2	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.3	10.2	8.4	7.4	6.4
EV/EBIT	18.0	15.4	11.5	10.1	8.7
EV/NOPLAT	19.5	16.9	12.8	11.3	9.6
EV/Sales	1.3	1.3	1.2	1.0	0.9
EV/IC	1.2	1.2	1.0	0.9	0.8
盈利能力（%）					
毛利率	22.4	22.5	23.6	24.0	24.2
EBITDA 率	11.5	13.2	13.8	14.1	14.0
EBIT 率	7.3	8.7	10.0	10.4	10.3
税前净利润率	6.1	7.1	8.9	8.9	8.9
税后净利润率（归属母公司）	5.3	5.9	7.2	7.2	7.4
ROA	3.2	3.7	4.3	4.4	4.6
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.1	9.9	12.0	12.0	12.1
经营性 ROIC	9.1	9.7	12.1	12.5	13.5
偿债能力					
流动比率	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
归属母公司权益/有息债务	1.2	1.3	1.2	1.3	1.5
有形资产/有息债务	2.9	3.0	2.9	3.0	3.3
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.45	0.51	0.68	0.75	0.84
每股红利	0.18	0.18	0.13	0.16	0.16
每股经营现金流	0.38	0.73	1.10	0.57	1.19
每股自由现金流(FCFF)	0.06	0.52	1.14	0.59	1.18
每股净资产	4.75	5.02	5.52	6.14	6.83
每股销售收入	7.86	7.76	8.49	9.36	10.31

资料来源：Wind，诚通证券研究所预测

特别声明

根据《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）》 规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），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。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

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

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：http://www.cctgsc.com.cn/