



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 07 月 27 日

基础数据

07 月 25 日收盘价（元）	8.53
总市值（亿元）	1,002.59
总股本（亿股）	117.54

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证机械】徐工机械：盈利能力明显提升，经营现金流持续改善-2025.05.06

【兴证机械军工】徐工机械 2024Q3 业绩点评：盈利能力提升明显，高质量发展持续推进-2024.11.10

分析师：郭亚男

S0190522120004

guoyanan@xyzq.com.cn

分析师：丁志刚

S0190524030003

dingzhigang@xyzq.com.cn

分析师：石康

S1220517040001

shikang@xyzq.com.cn

徐工机械(000425.SZ)

国改智改释放活力，新周期迎价值重估

投资要点：

徐工机械是我国老牌工程机械龙头，2023 年以来国企改革成效显著，公司锐意进取，通过“智改数转网联”董事长一号工程进行内部流程重塑、管理变革，对外主抓全球化、新能源、后市场等增量市场，强调盈利能力提升、现金流回款，重视股东回报。我们看好在行业新一轮上行周期中，公司改革成效继续显现，成为全球行业龙头，释放业绩弹性。

● 看好国内市场与海外市场即将迎来 2-3 年共振向上周期：

国内市场方面，随着地产逐步见底，基建持续发力，高标准农田建设、机器替人、城市更新改造、大型水利工程等需求驱动，工程机械下游工程量逐渐稳定。2016-2020 年上行周期期间销售的机器目前使用时间已接近 10 年，未来几年将逐步进入换新周期。同时近几年国内二手出口速度明显加快，也促进了国内保有量的出清，推动换新周期的到来。

海外市场方面，2023H2 海外市场进入下行周期，至今已经两年，过去两年欧美市场需求延续下滑，25Q2 欧洲市场已略有回暖；新兴市场需求在城市化、全球供应链重构等因素推动下，自 2024H2 已经有明显回暖，因此海外市场已经初步看到拐点。根据国际工程机械权威咨询机构 off-highway 预测，2026 年海外市场将重回增长。

● 国企改革释放活力，老牌工程机械龙头锐意进取。2022 年公司完成重组上市以及董事会、高管团队换届，2023 年发布股权激励草案，治理进一步理顺。2023 年底开始，在新一届管理层的带领下，公司陆续提出“智改数转网联”“三大增量、三个专项、四个结构调整”等战略方针，在修炼内功上下足功夫，在市场战略上更加清晰，强调产品创新升级、盈利能力提升、现金流，告别了过去中国工程机械厂商严重内卷的道路。

● 全球化经验丰富，具备制造、营销、售后服务、金融、风险管控等体系化的出海能力。全球化是当前整个工程机械行业的共识，但是工程机械出海不仅需要过硬的产品品质，还依赖及时的售后服务、完善的金融支持、全球化的制造基地等体系化能力。徐工深耕海外市场十余年，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，11 个海外制造基地与 KD 工厂，具备全面服务客户能力，有望持续在海外市场寻找增量，并建立起全球品牌力。

● 矿山机械逐步进入全球矿山龙头，有望成为第二成长曲线。全球矿山机械市场容量千亿美元级别，且后市场服务、备件更换需求较大，利润丰厚，是卡特、小松等全球工程机械巨头重要的利润池。2023 年以来徐工在矿山机械方面进展较快，凭借电动化、智能化技术优势，逐步获得淡水河谷、必和必拓、FMG、力拓等全球矿业龙头认可，在国内工程机械厂商中步伐较为领先，矿机有望成为公司后续发力点。

● 基于以上产业及公司发展背景，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 77.7/98.1/123.1 亿元，对应 PE 为 12.9/10.2/8.1 倍（2025.7.25），维持“增持”评级。

● 风险提示：行业复苏不及预期，全球贸易壁垒提升超预期，国企改革效果不及预期，新产业培育不及预期，海外市场竞争格局恶化，信用风险恶化

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	91660	100533	110294	122237
同比增长	-1.3%	9.7%	9.7%	10.8%
归母净利润（百万元）	5976	7773	9814	12310
同比增长	12.2%	30.1%	26.2%	25.4%
毛利率	22.5%	23.1%	23.9%	24.6%
ROE	10.1%	12.2%	14.1%	16.0%
每股收益（元）	0.51	0.66	0.83	1.05
市盈率	16.8	12.9	10.2	8.1

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

一、 全球工程机械龙头，改革注入新活力	4
（一） 时代浪潮下成长为我国工程机械龙头，国际化和体制改革焕新生	4
（二） 老牌国企锐意改革	5
（三） 改革成效显著，经营业绩稳步提升	8
二、 周期筑底回升，全球化数字化带来新变局	9
（一） 产业特性：行业空间大、竞争激烈、周期性强、信用销售机制	9
（二） 周期位置：国内海外均底部企稳，有望启动上行周期	13
（三） 成长潜力：聚焦国际化、电动化、智能化	16
三、 战略清晰，国际化布局完善，打造矿山机械第二曲线	20
（一） 战略：向内数字化管理变革，向外主抓高端增量市场	20
（二） 国际化：具备体系化出海能力，逐步建立全球品牌力	21
（三） 矿山机械：依托电动化智能化技术优势，不断突破全球矿山大客户	22
四、 盈利预测与估值	26
五、 风险提示	28

图目录

图 1、 2002-2024 年徐工机械营收（单位：亿元）	5
图 2、 2020 年 9 月，徐工有限完成混改，共引资 210.56 亿元	5
图 3、 新徐工股东更加多元	6
图 4、 新徐工营收结构	6
图 5、 新徐工各板块毛利率	6
图 6、 2021-2025Q1 徐工营收及盈利情况	8
图 7、 2021-2024 年徐工国内外营收占比及毛利率	8
图 8、 徐工期间费用率管控好于友商（%）	8
图 9、 徐工经营性现金流情况明显改善	8
图 10、 2020-2030 年全球工程机械市场规模（单位：十亿美元）	9
图 11、 2024 年全球工程机械市场销售占比（%）	9
图 12、 中国工程机械市场规模及产品结构（单位：十亿美元）	9
图 13、 2024 年全球工程机械 50 强制造商中国企业市场份额	10
图 14、 中国挖掘机销量及房地产新开工面积	11
图 15、 日本挖掘机销量及建设投资金额	11
图 16、 美国挖掘机销量及建设投资金额	12
图 17、 反担保”模式下信用销售流程图	13
图 18、 2010-2022 年中国工程机械销售模式占比	13
图 19、 各大主机厂应收账款周转天数	13
图 20、 各大主机厂信用减值损失（单位：亿元）	13
图 21、 当前挖机保有量相对工作量仍较为充足	14
图 22、 我国小挖、中挖、大挖更新需求测算（台）	14
图 23、 2021 年以来国内挖机月度销量（台）	14
图 24、 2024 年以来小挖占比明显提升	14
图 25、 2002-2022 年海外工程机械市场规模（单位：亿美元）	15
图 26、 Off-Highway 对全球工程机械销量的预测	15
图 27、 全球 7 类工程机械季度销量	

图 28、	印尼采矿、建筑、制造业 GDP 增速（%）	16
图 29、	印度采矿、建筑、制造业 GDP 增速（%）	16
图 30、	沙特采矿、建筑、制造业 GDP 增速（%）	16
图 31、	非洲 GDP 增速预测（%）	16
图 32、	巴西采矿、建筑业 GDP 增速及耗电量 3 月移动平均增速（%）	16
图 33、	欧洲营建产出指数有所企稳（%）	16
图 34、	中国工程机械出口金额（单位：亿美元）	17
图 35、	全球工程机械市场销售额（单位：十亿美元）	17
图 36、	2020-2030 年全球及中国工程机械新能源渗透率	19
图 37、	道路施工无人化作业场景	19
图 38、	徐工机械“智改数转网联”董事长一号工程	20
图 39、	徐工机械外销营收稳步增长（单位：亿元）	22
图 40、	公司外销毛利贡献提升、毛利率明显改善	22
图 41、	徐工矿山机械产品线构成	23
图 42、	2023-2034 年全球矿山装备市场规模	23
图 43、	全球各类矿山装备产品份额（%）	23
图 44、	2001-2023 年全球矿业开发项目投资预算（单位：亿美元）	24
图 45、	全球矿业龙头资本开支持续增长（单位：亿美元）	24
图 46、	2024 年全球矿山机械 50 强名单（单位：亿美元）	25
图 47、	FY2019-2025 小松矿山机械销售额	25
图 48、	FY2019-2024 卡特彼勒资源行业营收及利润	25
图 49、	2021-2024 年徐工矿业机械营收及增速	26
图 50、	2021-2024 年徐工矿业机械营收占比	26

表目录

表 1、	徐工机械 2024 年位列 KHL 全球前 50 强工程机械制造商第 4 位...	4
表 2、	公司高管团队介绍	7
表 3、	徐工机械 2023 年限制性股票激励计划考核目标	8
表 4、	工程机械企业销售模式	12
表 5、	2024 年中国工程机械上市公司海外市场营收	17
表 6、	截至 2024 年底主要工程机械公司海外产能布局情况	18
表 7、	中国工程机械企业海外布局比较	21
表 8、	徐工机械与全球矿业龙头的合作事项	26
表 9、	徐工机械盈利预测假设（亿元）	27
表 10、	可比公司估值对比（数据截至 2025/7/25）	28

一、全球工程机械龙头，改革注入新活力

（一）时代浪潮下成长为我国工程机械龙头，国际化和体制改革焕新生

徐工机械是工程机械领域行业标准的开发者和制定者，是全球工程机械制造商中产品品种与系列最多元化、最齐全的公司。公司 2024 年位列 KHL 全球前 50 强工程机械制造商第 4 位，国内行业第 1 位，是品牌影响力最大的中国工程机械制造企业之一。

表1、徐工机械 2024 年位列 KHL 全球前 50 强工程机械制造商第 4 位

2024 排名	公司	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	卡特彼勒	16.4%	12.6%	16.2%	13.0%	13.9%	16.3%	16.8%	15.9%
2	小松	11.9%	11.9%	11.5%	10.4%	11.0%	10.7%	10.4%	11.2%
3	约翰迪尔	3.5%	5.5%	5.5%	4.7%	4.9%	5.4%	6.1%	5.5%
4	徐工	4.3%	4.8%	5.5%	7.9%	7.9%	5.8%	5.3%	5.4%
5	利勃海尔	4.6%	4.4%	4.2%	4.1%	4.1%	4.3%	4.2%	5.2%
6	三一	3.7%	4.6%	5.4%	7.5%	7.0%	5.2%	4.2%	4.6%
7	日立建机	5.1%	5.5%	4.4%	4.5%	3.9%	4.0%	3.7%	3.8%
8	沃尔沃建筑	4.8%	5.2%	4.6%	4.6%	4.7%	4.3%	4.1%	3.5%
13	中联重科	2.3%	2.3%	3.1%	4.9%	4.5%	2.7%	2.4%	2.4%

数据来源：KHL，慧聪工程机械网公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

注：以上为 KHL 按照年销售额计算的市场份额数据

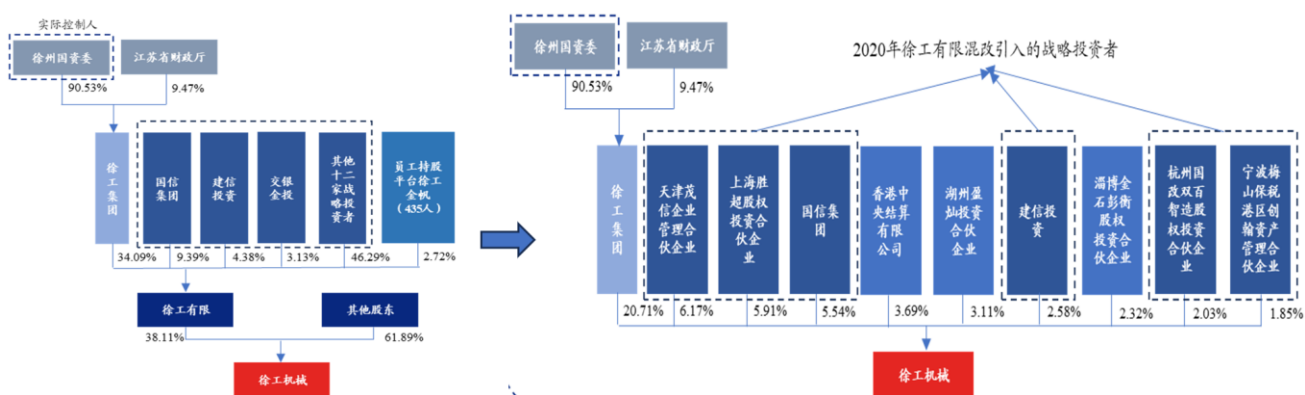
徐工的成长伴随着中国的崛起，近年来国际化、体制机制改革焕发出新的活力：

- **改革开放的坚定基石：**徐工的前身最早可追溯到 1943 年成立的华兴铁工厂。1957 年，徐工成功试制出第一台塔式起重机，开始涉足工程机械产业。1989 年，徐工集团正式组建成立，成为行业首家集团公司。1996 年，徐工机械在深交所上市。
- **全球化布局：**2010 年后，徐工积极开拓海外市场，在探索实践中形成了出口贸易、海外绿地建厂、跨国并购和全球研发“四位一体”的国际化发展模式。徐工海外营收占比由 2010 年的 7.85% 提升至 2024 年的 45.48%。
- **体制机制改革再造徐工：**自 2018 年启动混合所有制改革至 2022 年顺利完成重组上市，徐工集团通过系列改革创新举措，在工程机械行业竞争日趋激烈的市场环境下，实现了产业结构的深度优化、产业布局的全面完善以及企业综合竞争实力的显著提升。

改革第二步：重组上市，注入优质资产。

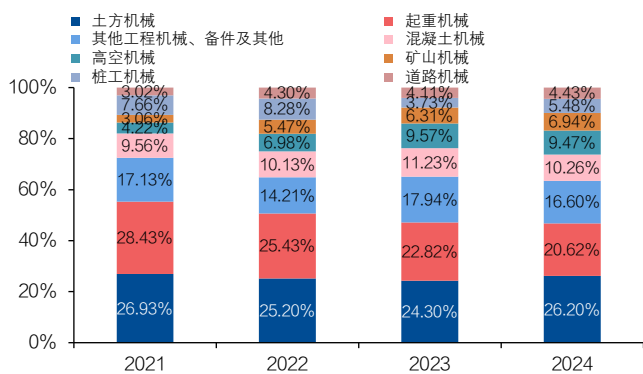
2022 年 8 月，徐工机械完成重大资产重组，反向吸收合并原控股股东徐工有限，实现整体上市。整体上市后，控股股东由徐工有限变更为徐工集团，徐州国资委仍然为公司实控人。整体上市后，注入挖掘机械、混凝土机械、矿山机械、塔式起重机等优质资产，新徐工的产品矩阵更加完整。2021 年，徐工挖机公司实现营收 252.6 亿元、净利润 19.0 亿元；徐工施维英（混凝土机械）实现营收 70.3 亿元、净利润 0.3 亿元；徐工塔机公司实现营收 81.6 亿元、净利润 4.7 亿元；徐工矿机实现营收 45.9 亿元、净利润 0.8 亿元。

图3、新徐工股东更加多元



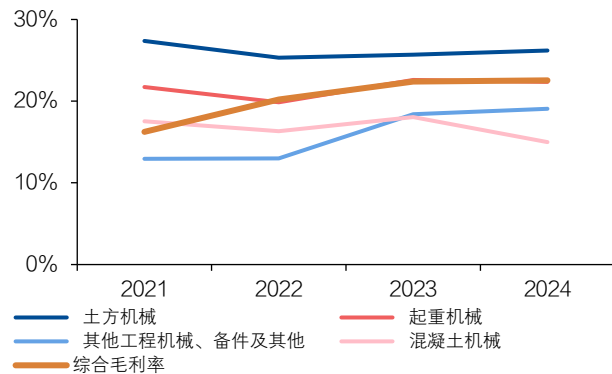
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、新徐工营收结构



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、新徐工各板块毛利率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

改革第三步：管理层换届，新任董事长积极推进“智改数转”和“1+14+N”国际化运营体系。

2022 年 10 月，公司完成董事会及管理层换届工作。新任董事长杨东升先生此前担任徐工机械副总裁、董事、党委副书记，徐工集团总经理、党委副书记、董事，徐工有限董事、总经理、党委副书记。董事长深入实施“智改数转网联”一号工

程，全面赋能企业全价值链管理变革，并引进涵盖多个行业领域的近百人高端专家团队。2023 年公司成立了国际事业总部，并划分了 14 个区域运营单元，营销网络覆盖全球 190 余个国家和地区。这一系列战略举措的实施，标志着新徐工正以全新姿态迈向高质量发展新阶段。

表2、公司高管团队介绍

姓名	职务	个人简历
杨东升	董事长	1968 年 3 月出生。现任徐工集团、徐工机械党委书记、董事长。1989 年 8 月参加工作，历任徐工机械科技分公司研究所技术员、助理工程师、传动室主任、工程部副部长、总经理助理、副总经理、总经理、党委副书记、党委书记，铲运事业部党委书记、总经理，徐工机械筑路机械分公司副总经理、党委副书记，徐工机械副总裁、党委委员、董事、党委副书记，徐工集团总经理、党委副书记、董事，徐工有限董事、总经理、党委副书记。
陆川	董事，总裁	1966 年 4 月出生。现任徐工机械董事、总裁、党委副书记。历任徐州重型总会计师、总经理、党委书记，徐工起重机械事业部总经理、党委书记，徐工集团、徐工有限董事、党委副书记等。
孙建忠	副总裁	1966 年 2 月出生。现任徐工机械副总裁、党委委员，徐工起重机械事业部总经理、党委书记，徐州重型机械有限公司总经理、党委书记。历任徐工起重机械事业部总经理、党委书记等。
王庆祝	副总裁	1965 年 10 月出生。现任徐工机械副总裁、党委委员。历任徐工道路机械事业部总经理、党委书记，徐工集团副总经理，徐工有限副总经理，徐工机械总裁助理、副总裁、党委委员，徐工铲运机械事业部总经理、党委书记。
刘建森	副总裁	1968 年 2 月出生。现任徐工机械副总裁、党委委员。历任徐工集团信息化管理部部长，徐工机械信息化管理部部长，徐州工程机械集团进出口有限公司总经理、党委副书记、党委书记等。
宋之克	副总裁	1972 年 3 月出生。现任徐工机械副总裁，徐工挖掘机械事业部总经理、党委书记，徐州徐工挖掘机械有限公司总经理、党委书记。历任徐工挖掘机械事业部总经理、党委书记，徐工集团工程机械有限公司副总经理等。
蒋明忠	副总裁	1968 年 11 月出生。现任徐工机械副总裁。历任徐州徐工挖掘机械有限公司管理部部长、副总经理，徐工机械经营管理部部长等。
孟文	副总裁	1968 年 8 月出生。现任徐工机械副总裁，徐工营销有限公司总经理、党委书记。历任徐工道路机械事业部副总经理，徐工金融服务事业部副总经理，江苏徐工广联机械租赁总经理、党支部书记等。
单增海	副总裁	1972 年 5 月出生。现任徐工机械副总裁、总工程师，徐工研究总院党委书记。1994 年 9 月参加工作，历任徐州重型机械有限公司技术中心起重机所所长、徐工起重机械事业部副总经理等。
于红雨	副总裁，财务负责人	1982 年 9 月出生。现任徐工机械副总裁、财务负责人。历任徐州徐工液压件有限公司财务部副部长，徐工巴西制造有限公司财务总监，徐州工程机械集团进出口有限公司副总经理等。
闫君	副总裁	1984 年 3 月出生。现任徐工机械副总裁、首席信息官、全球数字化中心主任。历任联想（北京）有限公司 IT 部高级经理、IT 总监、数字供应链服务交付总经理。
万广善	副总裁	1980 年 2 月出生。现任徐工机械副总裁。历任江苏省国信集团有限公司财务部副经理；江苏国信股份有限公司财务部（集团经理级）、财务部副总经理、审计部总经理等。
费广胜	董事会秘书	1965 年 1 月出生，现任徐工机械董事会秘书、证券部部长，徐州徐工投资有限公司总经理，徐州徐工股权投资有限公司总经理，历任徐州装载机厂技术处技术员、工程部部长，徐工科技证券审计部部长、董事会秘书、副总经理，徐工机械科技分公司副总经理。

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

发布股权激励方案，强调净利润及 ROE。2023 年 2 月，公司发布了限制性股票激励计划草案，激励对象为董事、高级管理人员、中高层管理人员、核心技术及业务人员，合计不超过 2000 人。本激励计划拟授予的限制性股票数量为 1.18 亿股，占公司股本的 1.00%，其中首次授予 1.09 亿股，占公司股本的 0.93%。考核周期为 2023 年至 2025 年，对净利润及 ROE 提出了明确考核目标，预计未来将更注重盈利能力的提升。

重视股东回报，打造公司与投资者“命运共同体”。2024年11月公司发布全球投资者未来三年（2025-2027）回报计划。公司承诺，在当年实现盈利、无重大投资计划或重大现金支出的情况下，未来三年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%。此外，徐工集团承诺将平均每年获得的上市公司现金分红不低于20%额度用于增持上市公司徐工机械股票。

表3、徐工机械2023年限制性股票激励计划考核目标

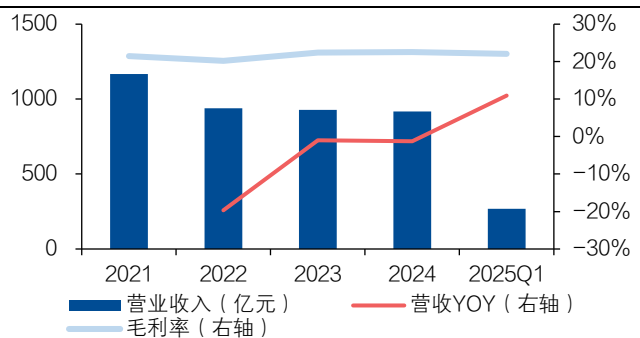
	2023	2024	2025
ROE	9%	9.5%	10%
净利润	不低于53亿元	不低于58亿元	不低于65亿元
分红比例	不低于30%	不低于30%	不低于30%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）改革成效显著，经营业绩稳步提升

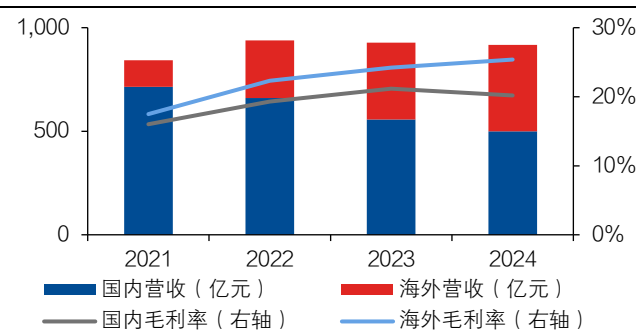
体制改革初见成效，盈利能力有所回升，现金流明显改善。混改以来公司整体毛利率逐年上升，主要有以下几点原因：1）整体上市后挖掘机等较高毛利率业务的注入；2）公司海外营收及占比自2021年起大幅度提升；3）公司费用管控更优，期间费用率长期处于头部三家主机厂中的最低值。2022年以来公司经营现金流持续改善，2024年公司经营性现金净流入57.20亿元，YOY+60.18%。

图6、2021-2025Q1 徐工营收及盈利情况



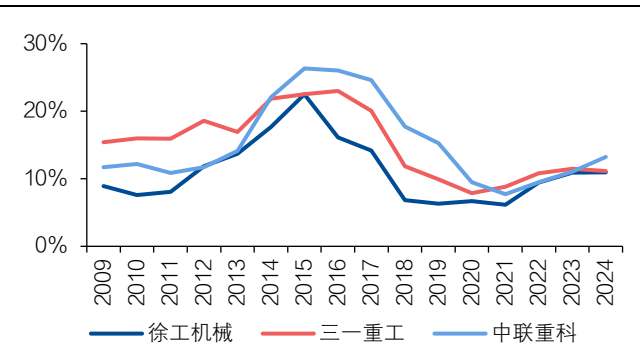
资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、2021-2024 年徐工国内外营收占比及毛利率



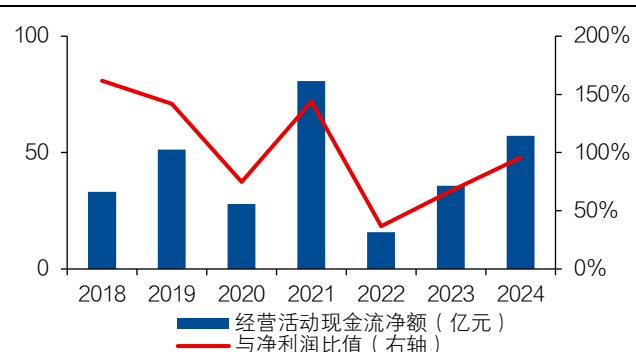
资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、徐工期间费用率管控好于友商（%）



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、徐工经营性现金流情况明显改善



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

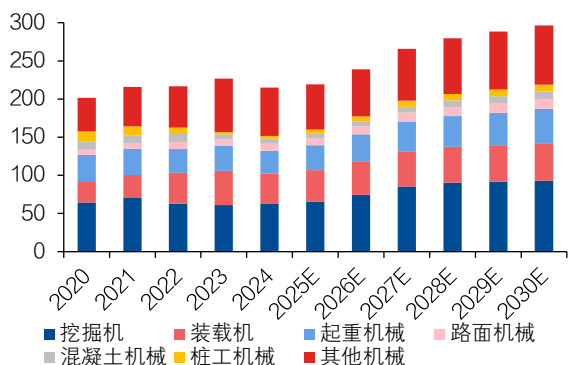
二、周期筑底回升，全球化数字化带来新变局

（一）产业特性：行业空间大、竞争激烈、周期性强、信用销售机制

1. 全球市场空间 2135 亿美元，中国市场 234 亿美元

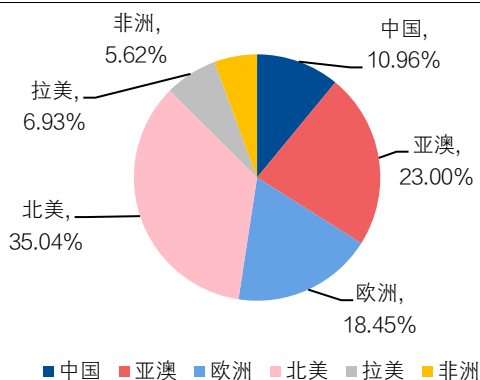
工程机械行业市场空间巨大。根据弗若斯特沙利文的测算，2024 年全球工程机械市场规模达到 2,135 亿美元，并预计在 2030 年进一步攀升至 2,961 亿美元，2024-2030 年复合年增长率为 5.6%。其中，北美、欧洲为成熟市场，主要受存量产品更新换代和数智化、电动化转型的因素驱动，2024 年占全球销售金额分别为 35.04%、18.45%，亚澳、中国、拉美、非洲等属于新兴市场，主要受当地基建地产投资驱动，占全球销售金额比例分别为 23.00%、10.96%、6.93%、5.62%。

图10、2020-2030 年全球工程机械市场规模（单位：十亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

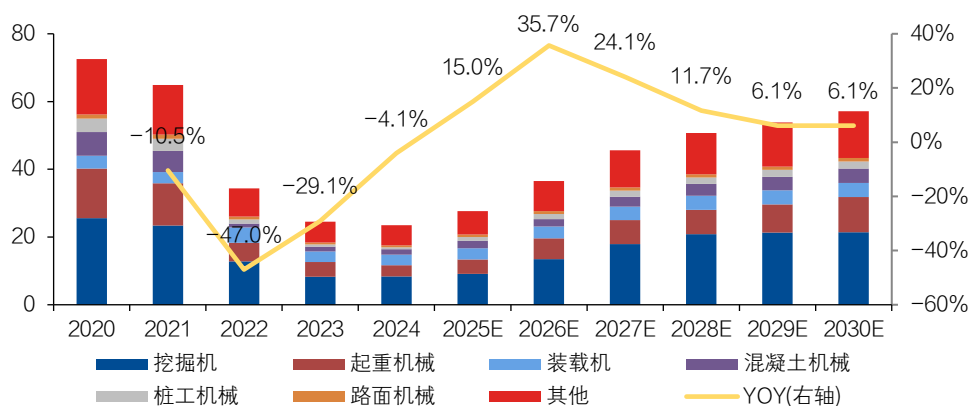
图11、2024 年全球工程机械市场销售占比（%）



资料来源：弗若斯特沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

2024 年中国工程机械市场规模为 234 亿美元。按品类划分，工程机械可以细分为挖掘机械、装载机、起重机械、混凝土机械、桩工机械、路面机械等，2024 年挖机、起重机械、装载机市场分别为 84、33、31 亿美元，是市场空间最大的三个细分市场。

图12、中国工程机械市场规模及产品结构（单位：十亿美元）



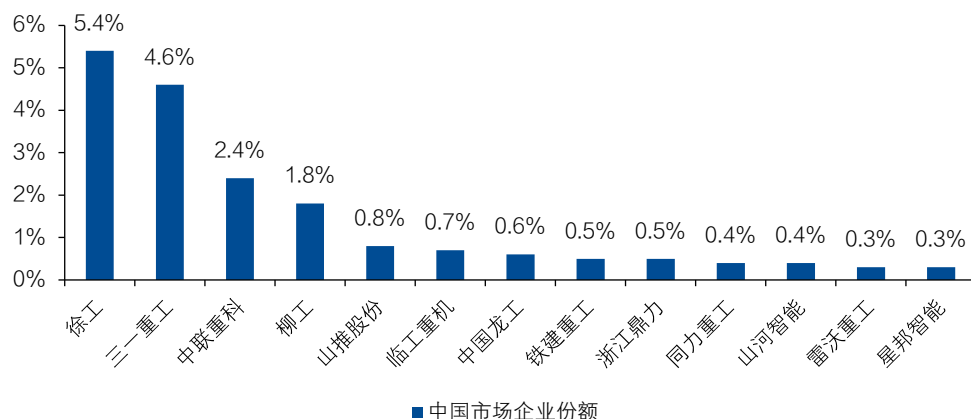
资料来源：弗若斯特沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 市场集中度高，竞争较为激烈

全球工程机械市场集中度高，TOP5 厂商市占率合计约 43%。根据 KHL 集团发布的 2025 年度全球工程机械制造商 50 强榜单，卡特彼勒销售额为 378.4 亿美元，占比 15.9%，蝉联榜首，小松的销售额为 266.2 亿美元，占比 11.2%，稳居第二，约翰迪尔（占比 5.5%）、徐工机械（占比 5.4%）、利勃海尔（占比 5.2%）分列第三至第五位，前五厂商市场份额占 43.2%，YOY+0.4pct，行业集中度有所提升，头部企业的竞争优势强化。

中国工程机械市场集中度也已经较高，且竞争较为激烈。根据 KHL 发布的榜单，按照营收规模，中国工程机械企业可分为三个梯队：第一梯队包括徐工机械和三一重工；第二梯队包括中联重科和柳工；第三梯队则包括山推、临工、龙工等企业。

图13、2024 年全球工程机械 50 强制造商中国企业市场份额



资料来源：慧聪工程机械网公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

中国工程机械细分领域呈现头部企业分流主导、各擅胜场的格局，例如：

挖掘机：主要玩家为三一、徐工、柳工，根据 2024 年中国工程机械工业年鉴，三家企业市场份额分别约为 28%、17%、9%，CR3 达到 50%以上。

起重机：主要玩家为徐工、中联、三一，以汽车起重机为例，徐工、中联、三一份额分别为 34%、33%、27%，CR3 高达 93%。

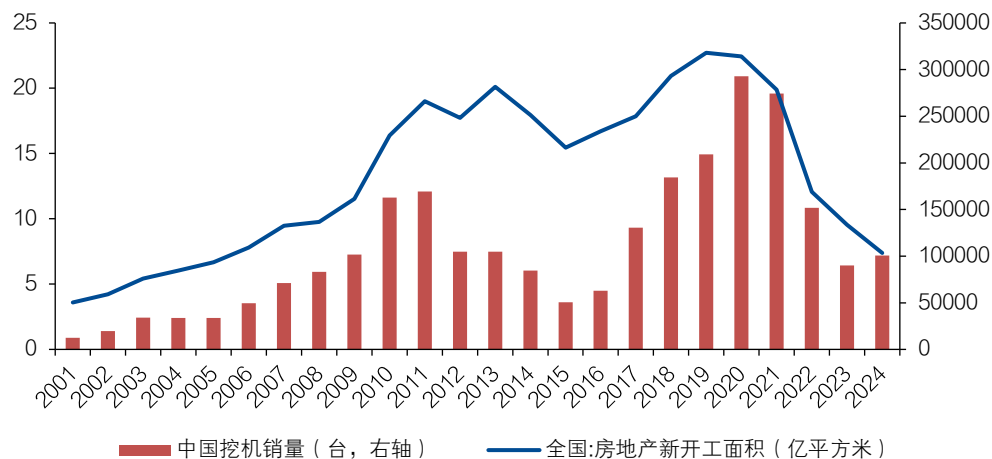
混凝土机械：主要玩家为中联重科与三一，以混凝土泵车为例，根据华经情报网，2022H1 三一和中联重科合计份额在 80%以上。

3. 基建地产驱动增长，具有强周期性

工程机械市场具有强周期性，在新兴市场这一特征更加明显。由于工程机械下游主要为基建与地产，在一国快速城市化阶段往往有大量施工需求，从而销量快速

增长，形成较高的市场保有量。而在城市化进入相对停滞阶段时，由于市场上充足的机器保有量，新增需求往往骤降，机器销量便呈现出较强的周期性。以我国2012-2015年期间为例，2011年国内挖机销量16.9万台，阶段性见顶，后续施工需求下降，到2015年挖机销量仅5.1万台，是高峰时期的30%。

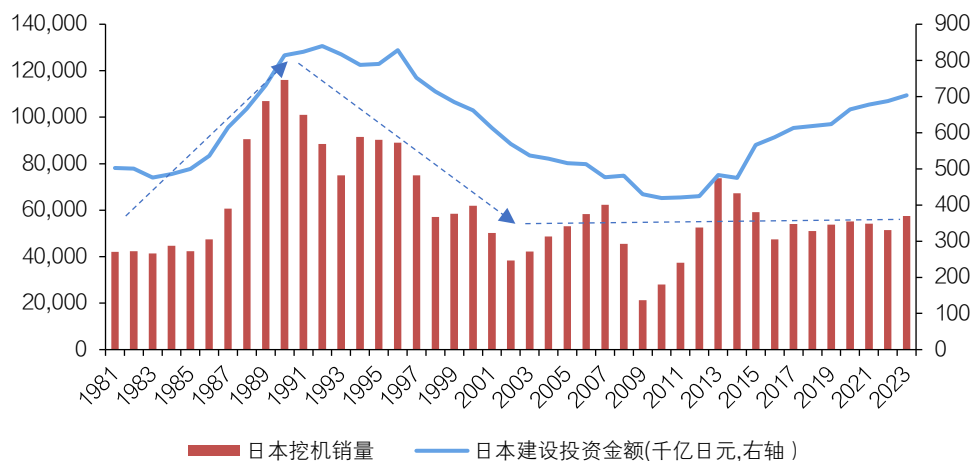
图14、中国挖掘机销量及房地产新开工面积



数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

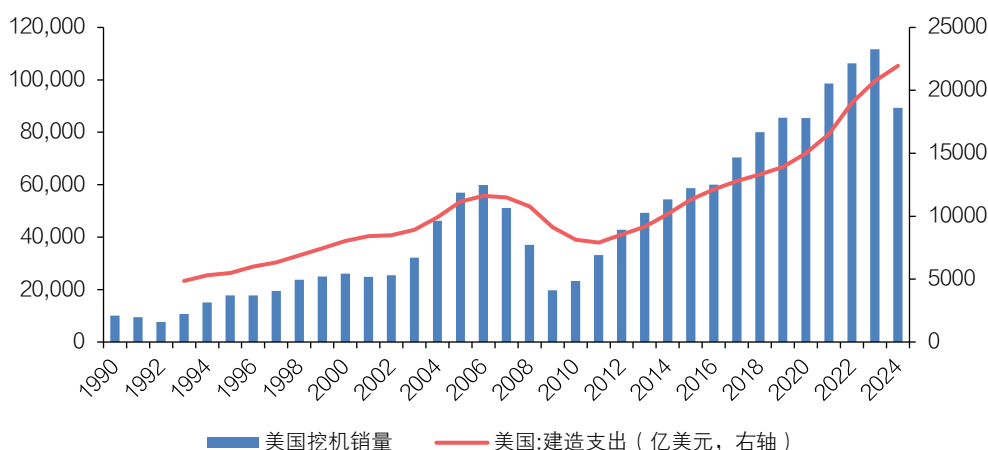
成熟市场以更新替换需求为主，相对稳定，但是政策变化、全球经济波动也会造成工程机械市场阶段性的较大波动。我们复盘日本及美国从1980年以来的挖机销量数据，发现：（1）日本从2003年以来挖机销量波动趋于平缓，除了2008年金融危机期间，尤其在近10年时间内，挖机销量基本在4-6万台之间波动，呈现出成熟市场以更替需求为主的特征。（2）尽管美国城市化率较高，但是在政府城市基建更新、制造业回流等政策的拉动下，国家建造支出逐步走高，挖机销量也呈现出较大波动。

图15、日本挖掘机销量及建设投资金额



数据来源：Off-Highway，iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、美国挖掘机销量及建设投资金额



数据来源：Off-Highway，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

4. 工程机械销售多采用信用销售机制，考验主机厂风险管控能力

目前信用销售仍为行业主流销售方式。工程机械销售模式分为全款、按揭、分期、融资租赁四类。在中国市场，由于早期行业的信用机制不健全，按揭与融资租赁都需要主机厂与代理商一起为客户担保，承担最终风险，俗称“反担保”。

以按揭为例，按照行业惯例，首付款比例为 20-30%，剩余部分一般进行 3-4 年分期，经销商和厂商进行担保，一旦客户出现逾期，分期付款就由经销商和厂商支付，连续违约则机器将被锁机，主机厂从工地拖回机器进行二次销售，弥补部分亏损。

表4、工程机械企业销售模式

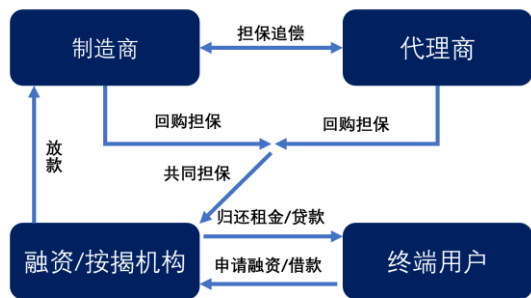
销售模式	具体
全款	产品发货前客户首付款 30%，货到 10 日内付款 30%，安装合格 10 天内付款 35%，其余 5%作为质保金在一年内收取。
分期	首付款比例 30%，其余分 9-18 个月支付完毕。
按揭	首付款比例 20%~30%，剩余部分办理银行按揭，期限一般 2~4 年，银行贷款审批完成后，将款项一次性划至公司账户，客户按月向银行还款，如果承购人未按期归还贷款，公司对此笔贷款负有余额回购义务。
融资租赁	主机厂下属融资租赁公司或者第三方融资租赁公司为终端客户提供融资租赁，将其应收融资租赁款出售给金融机构，如果承租人在约定的还款期限内无法按约定条款支付租金，则公司有向金融机构担保合作协议下的相关租赁物的义务。

资料来源：三一重工主体信用评级报告，兴业证券经济与金融研究院整理

反担保模式之下，主机厂面临较高信用风险。历史上看，2009 年受政策强力刺激，工程机械行业进入高速增长阶段。为迅速扩大市场份额，主机厂与代理商开始大规模引入信用销售模式，降低客户购机门槛。然而，在销售快速扩张的同时，风

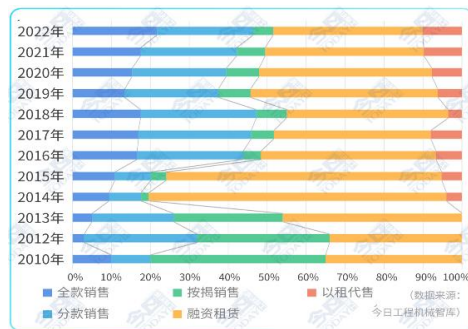
险控制体系尚不健全，对终端用户的信用审核相对宽松，埋下了日后大规模违约和坏账的潜在隐患。2014-2016 年市场需求放缓，主机厂和代理商陷入大量垫付与回购义务，现金流压力加剧。2017 年后各大主机厂的信用销售比例有所压缩，通过提高全款销售占比以降低回款风险。

图17、反担保”模式下信用销售流程图



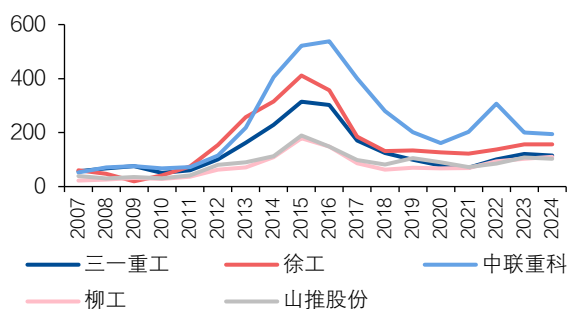
资料来源：今日工程机械公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、2010-2022 年中国工程机械销售模式占比



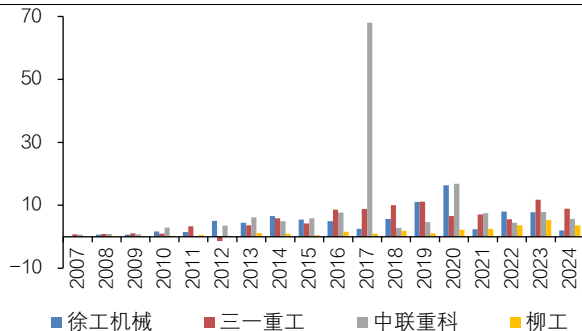
资料来源：今日工程机械公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、各大主机厂应收账款周转天数



数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、各大主机厂信用减值损失（单位：亿元）



数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）周期位置：国内海外均底部企稳，有望启动上行周期

1. 国内市场：市场需求筑底企稳，更新替换周期有望到来

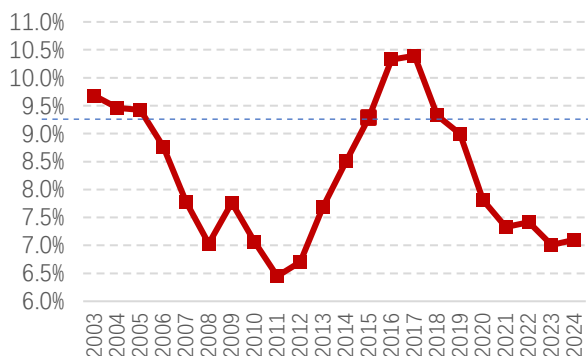
本轮周期阶段性底部已经在 2023 年出现，调整幅度较为充分。本轮周期上行期为 2016-2020 年，驱动因素仍然为基建地产，棚改货币化政策推动房地产市场显著复苏，疫情期间的经济刺激政策也推动周期持续向上，周期顶点国内挖机销量 29.3 万台；下行周期为 2021-2023 年，主要系地产监管政策收紧，宏观经济下行，叠加连续 5 年的上行周期使得国内挖机保有量较高，周期低点国内挖机销量 9 万台，为本轮高点的 31%，参考此前日本、美国市场及中国市场上一轮周期的调整幅度，本轮调整幅度已经较为充分。

挖机保有量仍较显充足，存量设备利用率有所提升。以基建地产固定资产投资金额代表当前挖机需求，以中小挖的保有量代表当前的挖机设备供给，两者的比值可以体现当前挖机存量相对于工作量的饱和度，这一比值在 2006-2023 年基本在

6%-10%之间波动，2024 年该比值略有回升，从绝对位置上讲，当前挖机保有量相对基建地产工作量仍然有所过剩，但是其过剩的情况相对有所缓解。近年来我国二手挖机出口有明显增长，图 21 测算的国内保有量未考虑此因素，可能整体挖机保有量相对当前工作量在更高位置。

更新替换需求有望推动 2-3 年行业上行周期。我们测算的更新需求从 24 年出现拐点，此后进入上行周期，24-26 年更新需求分别为 9.5/13.3/17.8 万台，分别同比增长 39%/40.4%/33.8%。

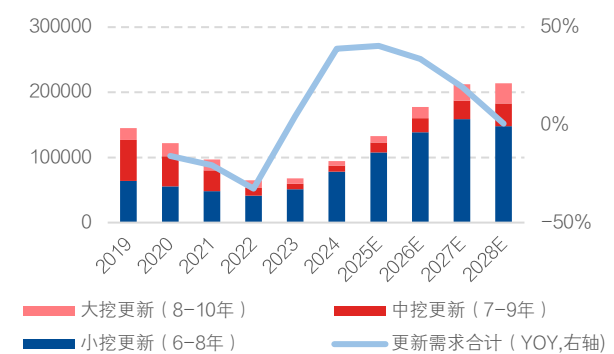
图21、当前挖机保有量相对工作量仍较为充足



数据来源：iFind，慧聪工程机械网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：基建地产的投资金额是剔除通胀因子的，调整因子是固定资产投资价格指数、PPI

图22、我国小挖、中挖、大挖更新需求测算（台）

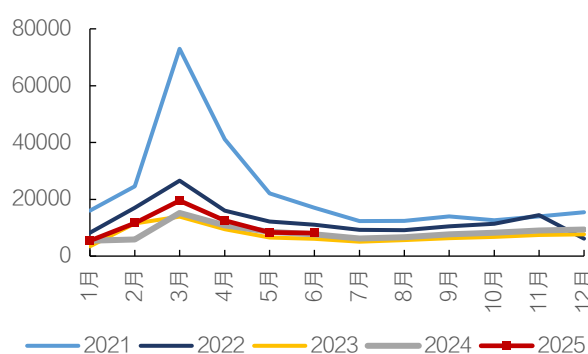


数据来源：Wind，中国工程机械工业协会，兴业证券经济与金融研究院整理与测算

注：假设小挖/中挖/大挖的更新替换周期分别为 6-8/7-9/8-10 年，且每年分别更新 30%/40%/30%，2022 年开始中挖更新需求为理论更新需求*0.5，背后逻辑是基建地产需求下降，部分中挖可能出清

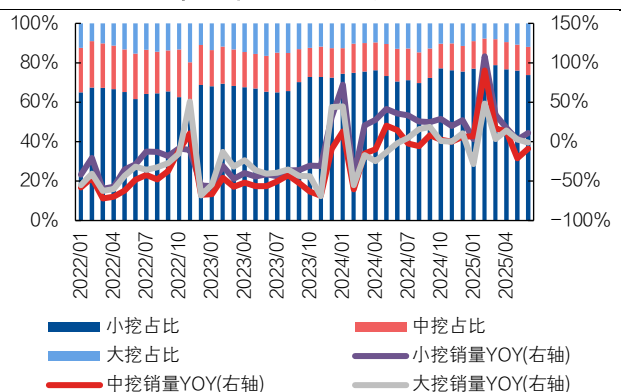
从挖机销量来看，2025 年 1-6 月挖机内销合计 6.6 万台，同比增长 22.9%，延续了 2024 年以来的复苏态势，从结构上小挖占比提升，水利工程、高标准农田建设、城市更新改造等局部领域有增量需求。

图23、2021 年以来国内挖机月度销量（台）



数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、2024 年以来小挖占比明显提升

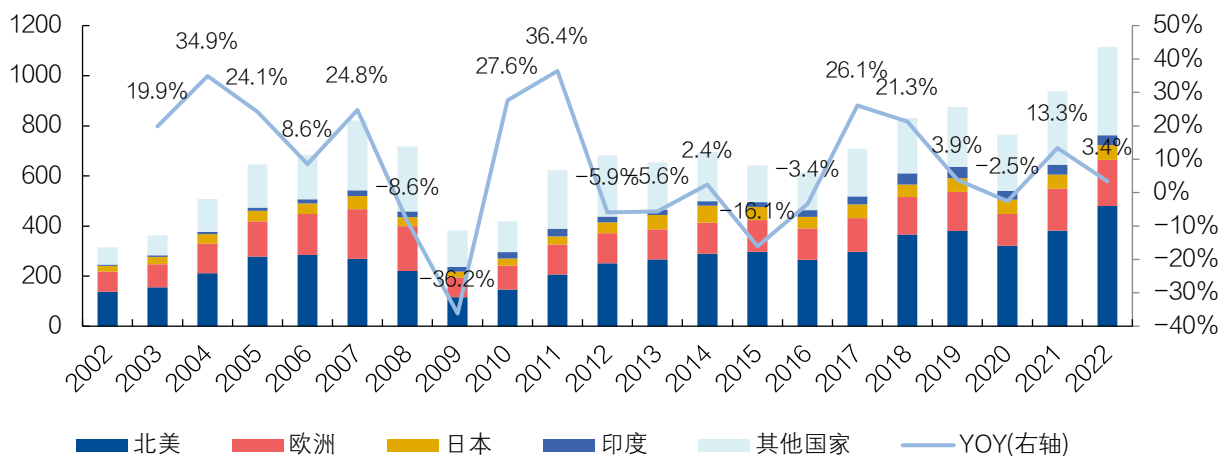


数据来源：中国工程机械工业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 海外市场：整体需求有所回暖，贸易环境考验企业全球化运营能力

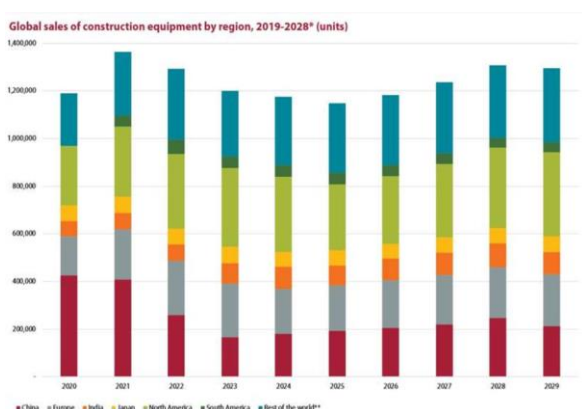
海外市场有望重启上行周期。海外市场自 2021 年进入上行周期，主要受益于疫情之后各国的经济刺激政策、全球矿业需求提升、全球供应链重构带来的部分新兴市场的增长。根据小松的年报，这一增长趋势在 2023Q3 结束，海外工程机械市场自此进入下行期，到 2025 年 6 月底已经 9 个季度，从 2002-2022 年历史数据看，调整时间已经相对较长。根据 Off-Highway 预测，海外市场有望在 2026 年重启上行周期。

图25、2002-2022 年海外工程机械市场规模（单位：亿美元）



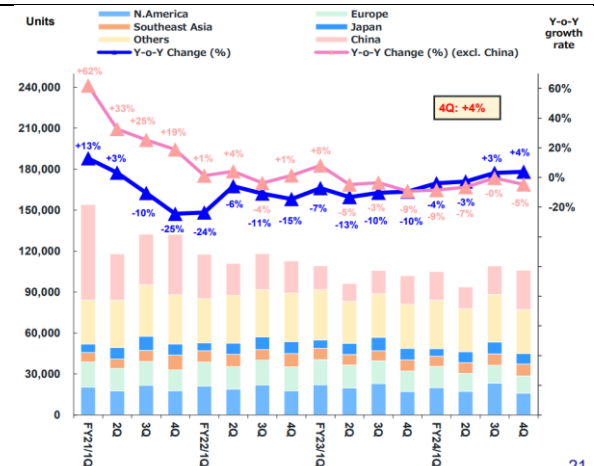
资料来源：Off-Highway，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、Off-Highway 对全球工程机械销量的预测



数据来源：Off-Highway，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、全球 7 类工程机械季度销量

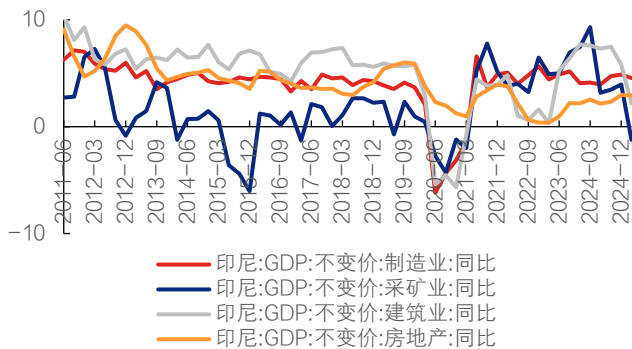


数据来源：小松官网，兴业证券经济与金融研究院整理
注：此数据为小松的财报月份，图中 24Q4 的日历年度为 25Q1

受益于矿业市场发展及全球产业链重构，新兴市场近几年发展加快。在新兴市场，工程机械需求主要来源于基建、地产与矿业，从各新兴国家市场以上产业的 GDP

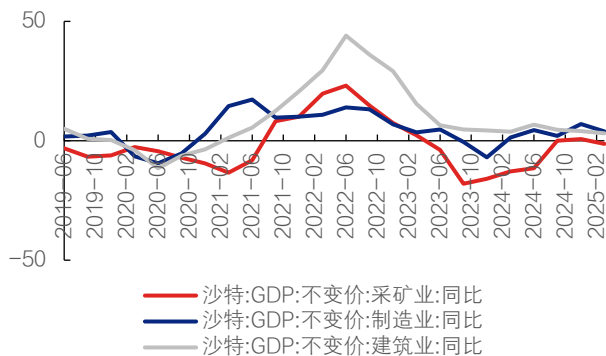
增速看，当前印度、印尼为代表的东南亚及南亚地区，以巴西为代表的南美地区，以及非洲地区需求仍然维持偏高水平。此外，欧洲市场在连续下行 3 年后出现企稳态势。

图28、印尼采矿、建筑、制造业 GDP 增速（%）



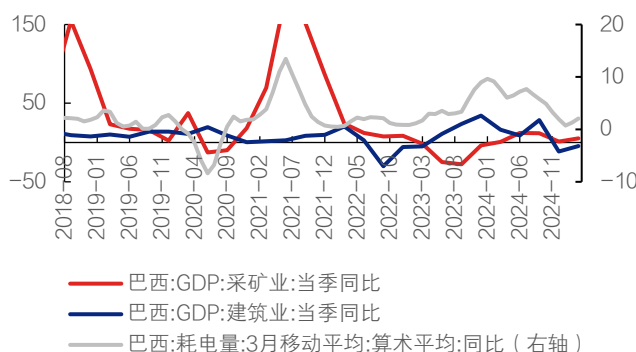
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、沙特采矿、建筑、制造业 GDP 增速（%）



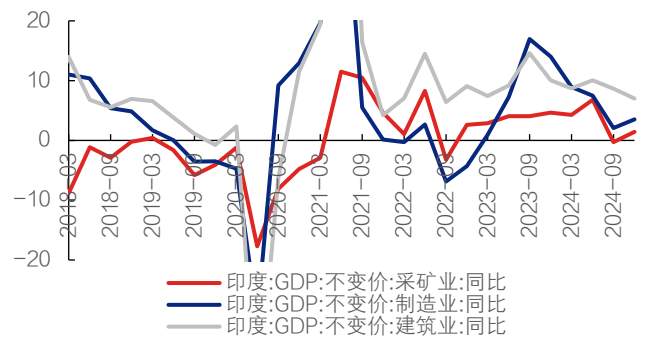
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、巴西采矿、建筑业 GDP 增速及耗电量 3 月移动平均增速（%）



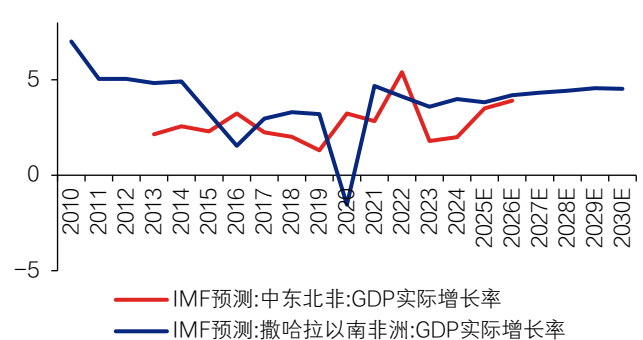
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、印度采矿、建筑、制造业 GDP 增速（%）



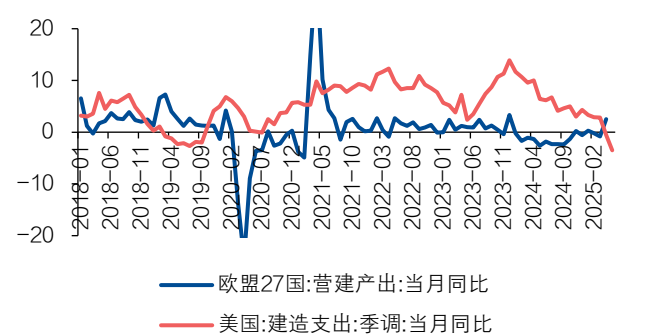
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、非洲 GDP 增速预测（%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图33、欧洲营建产出指数有所企稳（%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）成长潜力：聚焦国际化、电动化、智能化

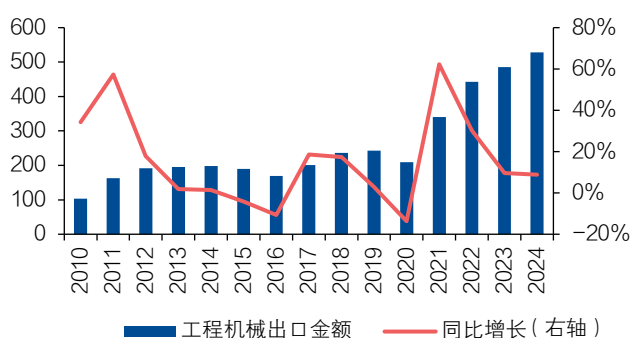
1. 国际化：海外市场空间广阔，中国厂商加速本地化布局

2021 年以来中国工程机械企业出海步伐加快。近几年国内工程机械行业处于筑底

阶段的调整期，中国企业纷纷出海寻求新的增长空间。2024 年中国工程机械出口金额达 528.59 亿美元，创历史新高，以三一、中联重科、山推股份为代表的中国企业海外营收占比超过 50%。

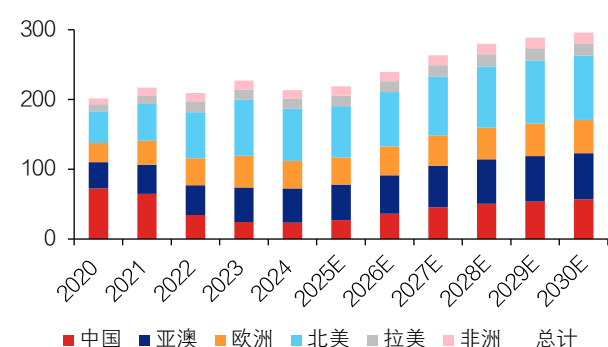
海外市场空间广阔，目前中国厂商在海外市场份额约 20%，主要市场为新兴国家。由于统计口径差异，我们在协会出口金额口径上减去叉车及电梯的出口金额（分别为 78.54、23.76 亿美元），按照 2024 年中国厂商工程机械出口金额 426.29 亿美元、海外市场容量 2135 亿美元测算，中国厂商的海外份额约为 22.42%（因统计口径的差异，真实水平可能略低于这一数值）。

图34、中国工程机械出口金额（单位：亿美元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图35、全球工程机械市场销售额（单位：十亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

表5、2024 年中国工程机械上市公司海外市场营收

企业	海外营收（亿元）	同比增长（%）	占比（%）	毛利率（%）
三一重工	485.00	12.15	64.00	29.70
徐工机械	416.87	12.00	45.48	25.38
中联重科	233.8	30.58	51.41	32.05
柳工机械	137.6	20.05	45.77	28.6
山推股份	74.11	26.08	52.12	27.35
安徽合力	69.28	13.33	39.98	26.20
杭叉集团	68.46	4.75	41.53	30.71
浙江鼎力	55.23	43.83	77.01	35.86
山河智能	44.13	7.45	61.89	33.37
中国龙工	32.21	4.91	31.2	-
太原重工	21.78	20.15	23.55	25.98
恒立液压	20.70	7.60	22.04	41.54
铁建重工	14.03	122.48	14.04	27.71
同力重工	10.11	3.03	16.35	34.03
厦工股份	2.55	-33.61	37.33	13.3

资料来源：今日工程机械公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

国际化面临本地化挑战，涉及制造、营销、售后服务、金融等综合能力，从而构建品牌力。由于工程机械产品属于资本品，因故障引起停机将直接影响客户收益，

产品品质、售后服务都是形成客户黏性的重要因素，在销售阶段，多样化的金融服务也是加分项，因此海外营销、售后服务、金融等综合能力的构建，对工程机械厂商来讲是一个系统化的工程，背后牵扯到主机厂通过什么渠道获取商机、如何部署配件中心、如何克服文化差异、如何管理海外员工、如何评价客户信用及管控信用风险等系列问题，需要长时间的摸索以及强大的战略力、执行力，才能逐步构建品牌形象，从而获取客户粘性。

头部主机厂纷纷在海外布局产能，加大大地化布局。近年来，随着头部主机厂对全球化管理的加深及全球贸易壁垒提升，海外生产基地布局明显加快。三一重工在印度、印尼、美国等地设立生产基地，优化供应链并降低物流成本。中联重科在意大利、德国、巴西等国投资建有工业园，在土耳其、沙特拟新建工厂。徐工在巴西、德国、墨西哥、印度、乌兹别克斯坦等海外产能布局逐步完善。柳工在印度、巴西、阿根廷、印尼设立了四家海外制造基地，开发当地供应链，实现本地化生产，在印度、欧洲、美国等国家设立海外研发机构。

表6、截至 2024 年底主要工程机械公司海外产能布局情况

公司	海外产能布局
三一重工	2024 年上半年印尼工厂二期工厂扩产完毕，结构件三大工艺相继建成投产；印度二期工厂、南非工厂有序建设中，投产后可全面覆盖东南亚、中东等地区，进一步为公司的全球化战略推进提供有力保障。
徐工机械	巴西、德国、墨西哥、印度、乌兹别克斯坦等海外产能布局逐步完善，为进一步拓展海外市场，从供应链端控制成本、应对全球贸易壁垒做好谋篇布局。
中联重科	在意大利、德国、印度、墨西哥、白俄罗斯、巴西、土耳其、美国等 8 个国家建成 11 个海外生产基地
柳工	在印度、巴西、阿根廷、印尼设立了四家海外制造基地，开发当地供应链，实现本地化生产；在印度、欧洲、美国等国家设立海外研发机构。
恒立液压	墨西哥工厂建设已进入尾声，为深入开拓美洲市场打下坚实的基础。

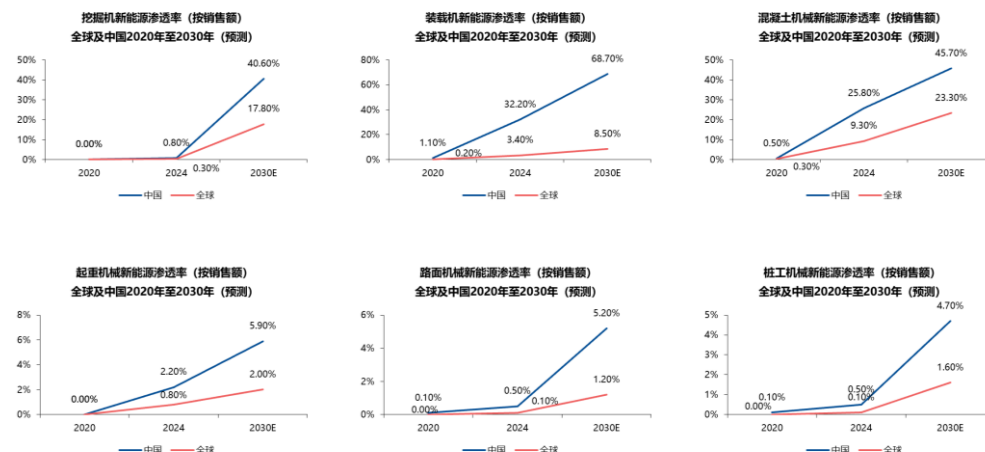
数据来源：各公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 电动化转型驱动行业变革、智能化技术重构产业生态

全球碳排放法规趋严，工程机械电动化已成为必然趋势。在国家“双碳”战略目标引领下和环保政策趋严的背景下，中国工程机械企业加速新旧产品更新换代步伐，逐步淘汰高能耗低效率的设备，并大力发展纯电动和混合动力等多种新能源产品。传统欧美市场对碳排放更为严格，欧洲计划 2035 年全面禁售燃油工程机械，此举会加速新能源设备渗透率。跟据弗若斯特沙利文的数据，预计 2030 年，全球新能源挖掘机渗透率将达到 40.6%，中国新能源挖掘机渗透率将达到 17.8%。

电动化基础上，智能化、无人化带来的施工革命值得期待。工程机械智能化是指基于数字化硬件为基础的大数据处理、算法软件开发，通过网络信息化技术，实现单机设备使用的自动化、远程监控、检测、预报、诊断与维护，并在此基础上，利用云端大数据及软件开发，实现机群智慧化施工，达到精准、高效、安全的作业。最终实现施工无人化，由此降低人工成本、拉长作业时间，提高效率。

图36、2020-2030 年全球及中国工程机械新能源渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

矿山、路面作业场景的无人化作业已经开始，未来各类施工场景均有较大无人化作业渗透空间。以贵州公路建养集团承建项目贵平高速某路段施工案例为例，在无人摊铺与碾压施工技术方面，系统实现了碾压速度智能调节（2-5 km/h）、摊铺温度精准控制（下层不低于 135℃，中面层不低于 160℃），以及压实度达 98% 的施工质量保障。得益于智能化协同控制，渗水合格率提升 6%，整体施工效率提高 25%，设备能耗降低 15%。在 24 小时机械集群连续作业模式下，每公里可节约柴油 122.25 升，显著降低碳排放与运营成本。在安全保障方面，系统配备毫米波雷达与 360 度全景防护网，实现车辆之间的智能安全车距保持、紧急停车与障碍物自动避让，有效保障施工现场的作业安全。

图37、道路施工无人化作业场景



资料来源：贵州交通视频号，兴业证券经济与金融研究院整理

三、战略清晰，国际化布局完善，打造矿山机械第二曲线

（一）战略：向内数字化管理变革，向外主抓高端增量市场

1. 启动“智改数转网联”董事长一号工程，着眼体系能力打造

2023 年公司全面启动“智改数转网联”的董事长“一号工程”，推动提质增效和运营模式变革。智改数转，即制造业智能化改造和数字化转型，公司围绕“六经六纬”的蓝图规划推进流程重塑、管理变革、平台赋能；开展全球协同研发数字化平台升级工作，建立公司统一的工艺数字化平台；启动公司统一的大数据中台建设工作，通过打造全球数字化人力资源、全球金融司库体系、全球财务共享中心、全球采购中心等能力建设，构建基于数据穿透的全球化运营管控体系。

制定“六经六纬”蓝图路径规划。“六经”即研发和创新、供应链、智能制造和质量、营销和服务、财务管理、人力资源管理；“六纬”即集团管控模式、国际化管控模式、流程管理体系、经营管理体系、数据治理体系、数字化体系，以此为基础，建立起集团级矩阵式流程管理机制，明确流程管理的组织和职能定位，明确总部、事业部、分子公司运营管理模式，强化业务流程数字化。

图38、徐工机械“智改数转网联”董事长一号工程

制造数字化		营销数字化	
装备智能化	焊接缺陷在线检测	海外客户门户系统	海外备件中心库存联网管理
设备故障预警	质量在线检测与分析	海外车联网	服务过程跟踪
供应链数字化		经营管理数字化	
全球数字化供应链平台	主机单位共性关键需求	工业大数据平台	资源调度
自采物资分级分类管理	...	业财融合	预算管理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 强抓三大增量、四个结构调整，强调盈利能力提升与现金流

市场层面，公司强调主抓三大增量，即国际化、新能源、后市场。公司把国际化作为未来中长期发展的重要战略，目标是海外营收规模占比要达到 50% 以上。后市场方面，公司提出要延伸产业链，向后市场去发展规模和效益，为客户创造价值、提供全生命周期的服务。新能源方面，公司提出重点聚焦纯电、混动、氢能 3 条技术路线，形成主机产品差异化竞争力。要打造核心零部件产业新高地。全面布局增程器、电池包、电机控制器、电驱总成、氢燃料电池等核心零部件，加速产业化。此外，在新兴产业布局方面，公司重点看好矿山机械、农业机械、环

境装备、应急救援等，提出了工程机械、矿山机械、农业机械、环卫机械、应急救援装备和现代服务业“5+1+1”现代化产业体系新蓝图，保障公司未来穿越工程机械行业周期性较强的纯工程机械阶段。

业务层面，公司提出做好四个结构调整，即产品结构调整、产业结构调整、市场结构调整和客户结构调整。产业结构方面，公司覆盖工程机械 18 个门类，对毛利率高、市场格局好的品类，公司加大技术和智能化改造等各方面投入。产品结构方面，更加重视技术含量高、盈利能力更强的产品，如新能源产品、大型化产品、后市场业务等。市场结构方面，强调国际化战略，在海外寻找更多增量。客户结构层面，重视大客户突破，面向大客户构建铁三角运营机制，重视优质客户，保证回款质量。

（二）国际化：具备体系化出海能力，逐步建立全球品牌力

公司提出“总部抓总、区域主战、产品主建”的国际化战略思想，构建“1+14+N”管理架构。2023 年底公司对海外架构进行变革，成立国际事业总部与 14 个海外大区，其中国际事业总部对海外国际化战略进行部署，加强平台能力，为海外各个大区进行赋能；海外大区与当地代理商合作，进行具体产品的市场销售及服务。各事业部产品线负责所在大区产品需求调研、产品准入、培训、质量改进以及产品当地化竞争力的提高。各产品线均派产品经理深入各个战区，对产品市场表现进行跟踪，和经销商一起围绕客户需求量身定制产品，从而不断提高产品在当地的适应性。

公司海外营销网点健全，经销与直销并重。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，确保了全球客户的售后保障和技术支持。公司根据各产品的市场特点采用直销和经销两种方式。

表7、中国工程机械企业海外布局比较

	徐工	三一	中联	柳工
代理商/直销网点	300+代理商	代理商 329+240 个直营网点	直销网点 430 个	近 400 家经销商
备件网点	2000+	1900	220	1300
员工数量	10000+	4583	7300	1400
工厂	11 个海外制造基地与 KD 工厂	已建成德国、印度尼西亚、印度及美国等地的海外制造基地	在意大利、德国、印度、墨西哥、白俄罗斯、巴西、土耳其、美国等 8 个国家建成 11 个海外生产基地	在印度、巴西、阿根廷、印尼设立了四家海外制造基地
产品	全系列工程机械，包括挖机、装载机、起	主要系挖机、混凝土、起重、桩工、路面机械	工程机械产品包括起重机、混凝土机械、挖机、	以装载机、挖机为核心，其他产品如高机、叉车、

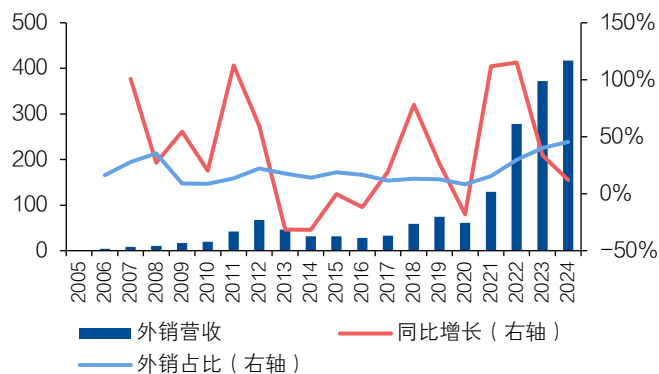
重机械、混凝土设备、高机、矿机、叉车等

高机、矿机，此外还有农业机械 矿山机械、小型工程机械等也有出口

数据来源：各公司官网，各公司年报，IPO 聚焦公众号，高空机械公众号，中联重科公众号，柳工机械 Liugong 公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

新兴市场布局深入，欧美成熟市场加速开发，外销毛利率持续改善。从区域布局上讲，公司目前仍然以新兴市场国家与地区为主，如东南亚、中亚、非洲、南美、西亚、北非等，欧美高端市场公司以高机为产品突破口，正在加大布局。盈利能力方面，随着公司产品向高端化、大型化、新能源等方向进行结构调整，22-24 年海外毛利率持续提升，2024 年海外毛利贡献开始超过国内市场。

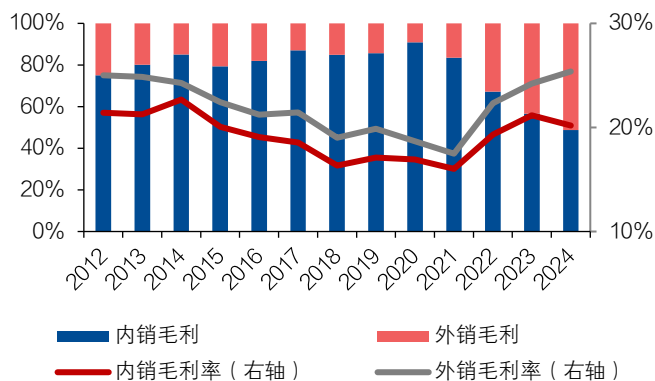
图39、徐工机械外销营收稳步增长（单位：亿元）



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2022 年公司完成重大资产重组，反向合并徐工有限。

图40、公司外销毛利贡献提升、毛利率明显改善



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）矿山机械：依托电动化智能化技术优势，不断突破全球矿山大客户

徐工目前已经形成“钻、挖、运、破”专业化矿业机械产品群。徐工目前已经形成 70-700 吨矿业挖掘机、30-440 吨矿用自卸车、100-6000t/h 破碎筛分机械、350 马力-550 马力平地机等全系列矿业装备产业布局，可为全球客户提供产品型谱最完善、吨位最齐全的大型成套矿业施工解决方案。徐工的新能源产品涵盖纯电、混动、氢燃料三个技术路线，为应对复杂的矿山工作场景，徐工和比亚迪联合成立子公司，建设动力电池工厂，保证新能源产品核心零部件的自主可控。

图41、徐工矿山机械产品线构成



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

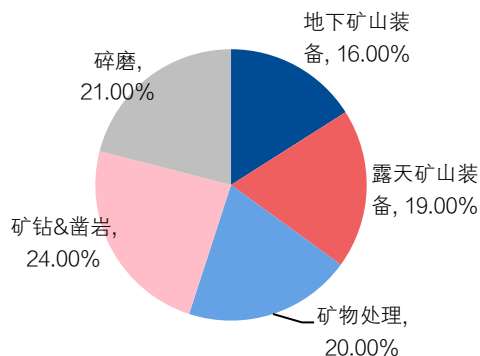
2023 年全球矿山设备市场容量 1183 亿美元，其中徐工机械覆盖的露天采矿设备占比 19%，约为 225 亿美元。

图42、2023-2034 年全球矿山装备市场规模



资料来源：precedence research，兴业证券经济与金融研究院整理

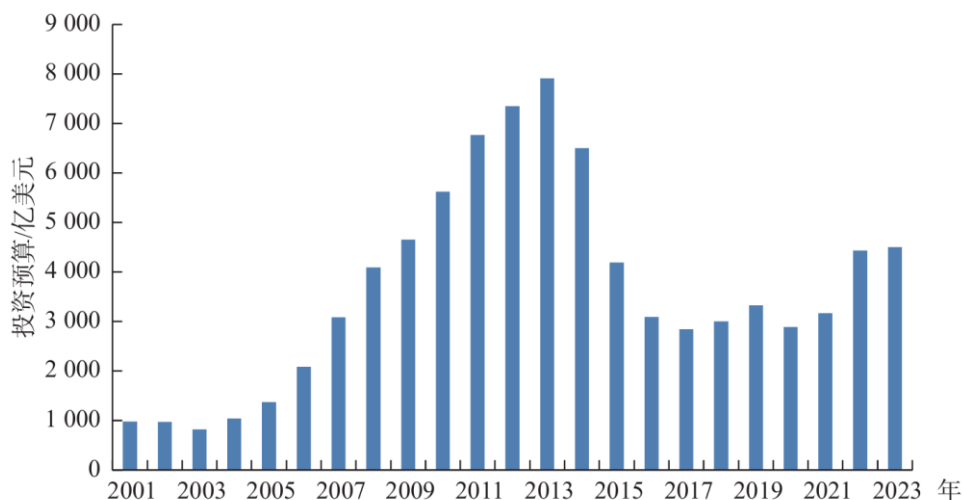
图43、全球各类矿山装备产品份额（%）



资料来源：观研报告网，兴业证券经济与金融研究院整理

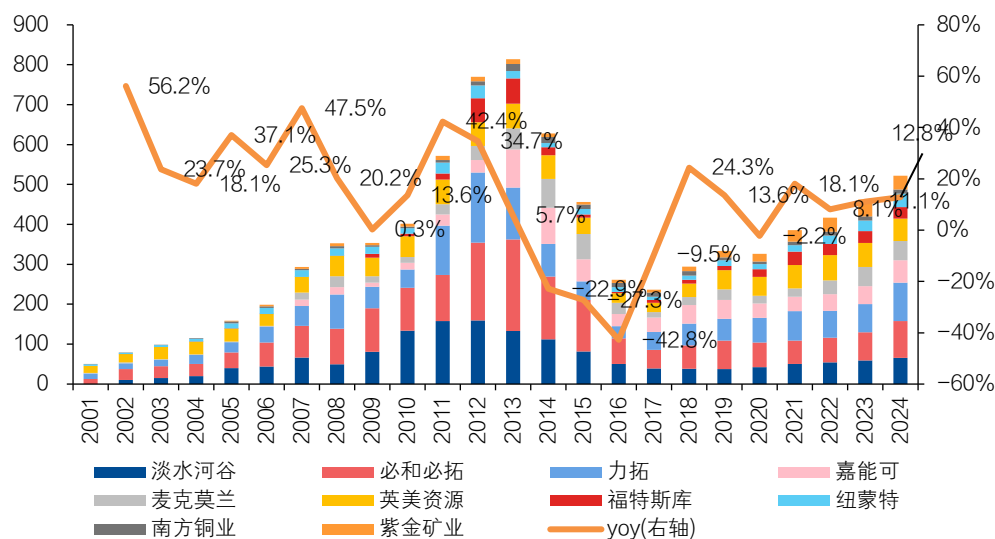
全球矿山设备有望迎来更新高峰期。上一轮设备增长高峰期为 2009-2015 年，矿山设备平均更换周期为 10-15 年，所以 2025-2029 年应该是矿山机械设备销售的大年。2023 年矿山装备市场规模约 1183 亿美元，2027 年预计达 1450 亿美元，年复合增长率 4.8%。从全球矿产资源规模来看，目前年总产量约为 230 亿吨，预计到 2027 年将突破 260 亿吨，年均增长率维持在 3.5%左右。就资源分布而言，全球矿产资源主要集中在中国、澳大利亚、美国、俄罗斯、智利、印尼、南非、加拿大、印度和哈萨克斯坦等国，这些国家合计占全球矿产资源总量的 73%。

图44、2001-2023 年全球矿业开发项目投资预算（单位：亿美元）



资料来源：2024 年全球矿业展望，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、全球矿业龙头资本开支持续增长（单位：亿美元）



资料来源：Bloomberg, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

矿机利润高，对后市场等要求较高，当前全球矿机市场以外资为主导。矿机客户对产品的性能、稳定性、故障率及售后服务等要求较高，矿山机械设备品牌一般只有在经过长期反复的市场验证后，才能积累一批合作稳定的优质客户。卡特彼勒、小松等外资品牌在矿山设备领域积淀深厚，占据主导地位。卡特彼勒进入采矿业已逾 60 年，小松则于 2016 年收购发展历史可追溯到 1884 年的全球最大独立采矿装备制造制造商久益环球（Joy Global）。

图46、2024 年全球矿山机械 50 强名单（单位：亿美元）

2024 World Top 50 Mining Machinery Manufacturers

排名	公司名称		国别	销售额 (亿美元)
1	卡特彼勒 (Caterpillar Inc.)	CATERPILLAR	美国	135.83
2	小松 (Komatsu Ltd.)	KOMATSU	日本	121.79
3	山特维克 (Sandvik AB)	SANDVIK	瑞典	76.54
4	安百拓 (Epiroc Group)	Epiroc	瑞典	59.86
5	美卓 (Metso Corporation)	Metso	芬兰	59.50
6	天地科技 (Tiandi Science & Technology Co., Ltd.)		中国	33.78
7	日立建机 (Hitachi Construction Machinery)	HITACHI	日本	29.51
8	郑煤机集团 (Zhengzhou Coal Mining Machinery Group)		中国	26.57
9	艾法史密斯 (FLSmidth)	FLSMIDTH	丹麦	25.34
10	伟尔集团 (Weir Group)	WEIR	苏格兰	24.66
11	徐工 (XCMG)	XCMG	中国	20.86
12	三一重装 (SANY Heavy Equipment International)	SANY	中国	18.25
13	中国煤矿机械装备 (China National Coal Mining Equipment)		中国	17.17
14	利勃海尔 (Liebherr Mining)	LIEBHERR	德国	16.06
15	特雷克斯 (Terex Material Processing Equipment)	TEREX	美国	14.12

资料来源：中信重工公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

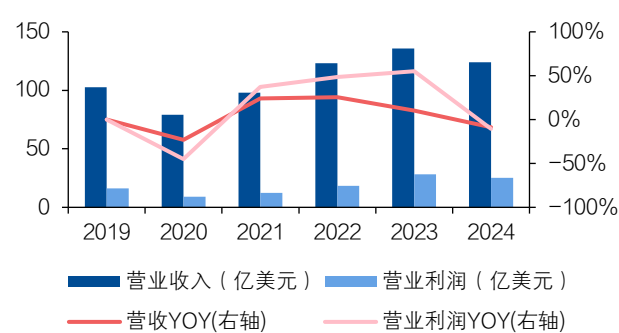
矿山机械工作环境恶劣、工作时间长，故障类型复杂多样，后市场空间较大。以小松为例，后市场业务已经占据了小松建筑设备和车辆销售约 50%，以及利润的 60%，后市场是矿机企业持续盈利和增强客户粘性的关键抓手。为缩短后市场领域与国际大厂的差距，徐工打造了“装机件+认证件+循环件”备件体系，国内市场打造“1+N”仓储网络，国际市场推进“徐州总库+海外区域中心库+国家网点+项目库”四级备件网络。建设海外维修服务中心，打造矿山机械全生命周期服务基地。

图47、FY2019-2025 小松矿山机械销售额



资料来源：小松年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图48、FY2019-2024 卡特彼勒资源行业营收及利润

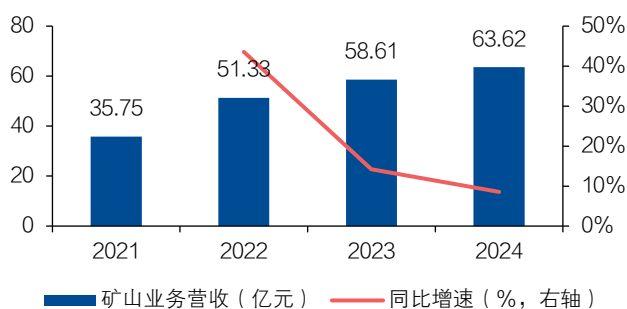


资料来源：卡特彼勒年报，兴业证券经济与金融研究院整理

徐工矿山露天挖运设备已跻身全球前五。2024 年徐工矿业机械实现营收 63.62 亿元，同比增长 8.55%。徐工成套露天矿山机械产品主要用于露天矿山、大型水利工程等，承担矿物料和土石方挖装、运输和破碎筛分作业。虽然徐工在矿机领域

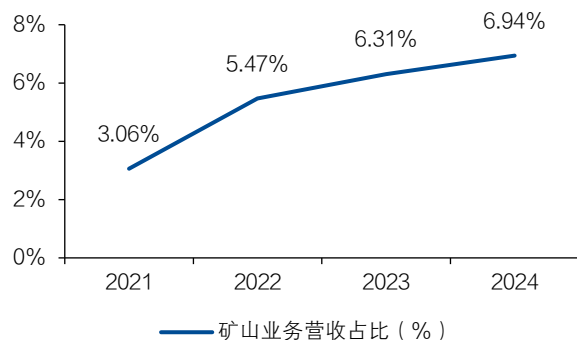
起步较晚，但经过近十年高强度、全方位突破，现在公司的矿山露天挖运设备市场占有率全球第四，目前已成为中国唯一、全球前五家能够研发制造并产业化大型露天成套矿业装备的企业，成套产品批量进入非洲、澳大利亚、南美等主流矿山市场，不断缩小与卡特小松的差距，目前在后市场方面提升空间较大。

图49、2021-2024 年徐工矿业机械营收及增速



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图50、2021-2024 年徐工矿业机械营收占比



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

徐工接连签约世界矿山巨头，未来份额提升空间大。2022 年以来，徐工机械与全球四大矿山巨头接连合作，签订战略框架协议，逐步得到大客户认可，预计未来可能有较大的份额提升空间。

表8、徐工机械与全球矿业龙头的合作事项

时间	合作企业	简介
2022.6	淡水河谷	淡水河谷表示，该公司已经与中国第一大、世界第三大工程机械制造商——徐工集团就采矿和基建设备的供应签订合同。根据合同，淡水河谷将从徐工集团采购包括 5 台矿用平地机在内的采矿和基建设备。
2024.8	力拓集团	徐工集团与全球最大铁矿石生产商力拓集团在几内亚首都科纳克里，共同签署全球合作框架协议。徐工成功中标几内亚西芒杜矿山项目，将提供成套核心矿山开采设备，其中包括数十台 230 吨矿用卡车、350 马力及 550 马力大型矿用平地机，合同总金额近 8 亿元。
2024.11	FMG	澳洲铁矿石巨头 FMG 与中国机械制造商徐工集团（XCMG）签订价值 4 亿美元的合同，决定从徐工集团采购机械设备，助力 FMG 在 2030 年前实现铁矿脱碳的目标，徐工将在至 2030 年的四年内为 FMG 供应 100 多台电池电动型轮式装载机和推土机等设备。
2025.06	必和必拓	徐工集团与全球顶级资源公司必和必拓（BHP）在徐州签署全球战略合作框架协议，基于双方高度契合的技术创新和可持续发展理念，共同开启绿色智慧矿山领域战略合作新纪元。

数据来源：徐工集团公众号，淡水河谷公众号，澳洲华厦公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

四、盈利预测与估值

行业角度，我们认为国内市场与海外市场即将迎来 2-3 年共振向上周期，不同工程机械品种均将出现一定幅度的增长。

国内市场方面，随着地产逐步见底，基建持续发力，高标准农田建设、机器替人、城市更新改造、水利建设等需求驱动，工程机械下游的工程量将逐渐稳定。2016-2020 年上行周期期间销售的机器目前使用时间已经达到接近 10 年，未来几年将

逐步进入换新周期，同时近几年国内二手机出口速度明显加快，也促进了国内保有量的出清，推动换新周期的到来。

海外市场方面，2023H2 海外市场进入下行周期，至今已经两年，过去两年中，欧美市场需求延续下滑，25Q2 欧洲市场已经略有回暖；新兴市场需求在都市化、全球供应链重构因素推动下，自 2024H2 已经有明显回暖，因此海外市场目前已经初步看到拐点。根据国际工程机械权威咨询机构 off-highway 预测，2026 年海外市场将重回增长。

从公司角度，2022 年公司完成整体上市、董事会及高管团队换届，2023 年进行股权激励，治理进一步理顺。2023 年底开始，在新一届管理层的带领下，公司提出“智改数转网联”“三大增量、三个专项、四个结构调整”等战略方针，在修炼内功上下足功夫，在市场战略上更加清晰，强调产品创新升级、盈利能力提升、现金流，告别了过去中国工程机械厂商严重内卷的道路。

全球化是当前整个工程机械行业的共识，但是由于工程机械的出海不仅限于交付产品，还需要有过硬的产品品质、及时的售后服务、完善的金融支持等，才会得到客户信任，从而在当地建立品牌影响力。在贸易壁垒提升的当下，制造基地的全球化也是必然选择。因此，只有具备丰富的全球化经验、雄厚的资金实力、持续不断投入的工程机械龙头才能真正成为全球化企业。

全球矿山机械市场容量千亿美元级别，且后市场服务、备件更换需求较大，利润丰厚，是卡特、小松等国际工程机械巨头重要的利润池。2023 年以来徐工机械在矿山机械方面进展较快，凭借电动化、智能化技术优势，已经开始进入淡水河谷、必和必拓、FMG、力拓等全球矿业龙头，在国内工程机械厂商中步伐较为领先，有望成为公司后续发力点，值得重点关注。

基于以上产业及公司发展背景，预计 25-27 年公司营业收入增速分别为 9.7%/9.7%/10.8%，毛利率分别为 23.1%/23.9%/24.6%。预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 77.7/98.1/123.1 亿元，对应 PE 为 12.9/10.2/8.1 倍(2025.7.25)，维持“增持”评级。

表9、徐工机械盈利预测假设（亿元）

产品	指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
土方机械	收入	225.6	240.1	260.7	286.8	323.9
	增长率%	-4.6%	6.4%	8.6%	10.0%	12.9%
	毛利率	25.7%	26.2%	26.5%	27.0%	27.5%
起重机械	收入	211.9	189.0	198.4	216.1	237.7
	增长率%	-11.2%	-10.8%	5.0%	8.9%	10.0%
	毛利率	22.6%	22.4%	23.0%	23.5%	24.0%
混凝土机械	收入	104.3	94.1	98.8	103.7	112.0
	增长率%	9.7%	-9.8%	5.0%	5.0%	8.0%
	毛利率	18.1%	15.0%	15.0%	16.0%	17.0%

高空作业机械	收入	88.8	86.8	84.8	93.3	105.4
	增长率%	35.6%	-2.3%	-2.3%	10.0%	13.0%
矿业机械	收入	58.6	63.6	98.8	113.6	125.0
	增长率%	14.2%	8.6%	55.3%	15.0%	10.0%
桩工机械	收入	34.6	50.2	55.3	60.8	66.9
	增长率%	-55.5%	45.2%	10.0%	10.0%	10.0%
道路机械	收入	38.2	40.6	48.8	56.1	61.7
	增长率%	-5.4%	6.4%	20.0%	15.0%	10.0%
其他工程机械、备件及其他	收入	166.5	152.2	159.8	172.6	189.8
	增长率%	25.0%	-8.6%	5.0%	8.0%	10.0%
	毛利率	18.4%	19.1%	19.0%	20.0%	21.0%
总营业收入		928.5	916.6	1005.3	1102.9	1222.4
增长率%		-1.0%	-1.3%	9.7%	9.7%	10.8%
毛利率		20.8%	22.5%	23.1%	23.9%	24.6%
归母净利润		53.3	59.8	77.7	98.1	123.1
增长率%		23.5%	12.2%	30.1%	26.1%	25.5%
归母净利率		5.7%	6.5%	7.7%	8.9%	10.1%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表10、可比公司估值对比（数据截至 2025/7/25）

代码	公司	市值	归母净利润（亿元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000425	徐工机械	1003	59.8	77.7	98.1	123.1	16.8	12.9	10.2	8.1
600031	三一重工	1689	59.8	85.1	106.4	129.8	28.3	19.9	15.9	13.0
000157	中联重科	629	35.2	49.5	61.3	73.4	17.9	12.7	10.3	8.6
000528	柳工	225	13.3	20.5	26.8	34.2	17.0	11.0	8.4	6.6
000680	山推股份	150	11.0	13.5	16.0	18.9	13.7	11.2	9.4	7.9

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：可比公司盈利预测均为 Wind 一致预期

五、风险提示

- 1、行业复苏不及预期风险。**尽管当前国内工程机械使用时间已经较长，但是一旦国内经济超预期下滑，基建地产工程量严重下滑，客户没有换机动力，则更新替换周期可能延迟到来。同时，由于海外市场影响因素较多，各国政治经济环境不一，海外市场需求的预测不确定较大。
- 2、全球贸易壁垒提升超预期风险。**当前全球贸易壁垒呈现不断提高的趋势，美国关税在一定程度上对中国工程机械企业进入美国市场造成一定障碍，尽管中国头部企业通过海外建厂在一定程度上可以减少关税影响，但是仍然难以完全避免其负面影响。如果其他国家和地区采取提高关税、双反等方式，加大贸易壁垒，也会对公司短期业绩带来一定影响。
- 3、公司国企改革效果不及预期风险。**过去公司发展过程中仍然有一定历史包袱，如果国企改革短期表现没有预期的效果，可能影响公司业绩释放。

- 4、**公司新产业培育不及预期风险。**公司重视矿山机械、高空作业车、农机、后市场等新市场培育，但是农机、矿山机械与公司传统工程机械业务发展逻辑有一定差异，在后市场培育上也存在客户习惯培育的潜在风险，因此新业务培育仍有一定不确定性。
- 5、**海外市场竞争格局恶化风险。**当前中国工程机械企业出海进度较快，较多中小厂商在海外延续了国内价格竞争策略，海外竞争格局有一定恶化风险。
- 6、**信用风险恶化。**如果行业需求超预期下行，公司存量应收账款及表外担保可能存在一定信用风险，对公司业绩造成较大影响。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	108087	121703	132490	148303
货币资金	20205	29725	33655	39680
交易性金融资产	40	40	40	40
应收票据及应收账款	42388	45570	49371	54237
预付款项	1940	2144	2178	2489
存货	32543	34734	36806	40344
其他	10971	9491	10440	11514
非流动资产	52882	53677	52758	51313
长期股权投资	3904	3904	3904	3904
固定资产	24431	23101	21162	18576
在建工程	2018	1931	1758	1655
无形资产	8623	10163	11070	12026
商誉	0	0	0	0
其他	13907	14579	14863	15152
资产总计	160970	175381	185248	199616
流动负债	79795	88855	92559	99209
短期借款	13686	13886	14186	14186
应付票据及应付账款	41366	47051	49247	54646
其他	24744	27919	29126	30377
非流动负债	20713	21582	21736	21943
长期借款	12635	12735	12835	12935
其他	8078	8847	8902	9008
负债合计	100508	110437	114295	121152
股本	11816	11754	11754	11754
未分配利润	29375	32940	37407	42992
少数股东权益	1153	1213	1283	1363
股东权益合计	60462	64944	70953	78464
负债及权益合计	160970	175381	185248	199616

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	5976	7773	9814	12310
折旧和摊销	4106	5154	5488	5790
营运资金的变动	-5558	1564	-4737	-4372
经营活动产生现金流量	5720	17231	13092	16077
资本支出	-2644	-5726	-4183	-3966
长期投资	169	-300	-350	-350
投资活动产生现金流量	-1918	-5645	-4582	-4368
债权融资	814	2519	455	206
股权融资	85	0	0	0
融资活动产生现金流量	-6659	-2067	-4579	-5685
现金净变动	-2958	9520	3931	6024

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	91660	100533	110294	122237
营业成本	70991	77352	83943	92223
税金及附加	415	456	496	553
销售费用	5309	5831	6397	6845
管理费用	2817	2915	3088	3300
研发费用	3738	4021	4412	4889
财务费用	1935	837	514	294
投资收益	-57	45	-5	-6
公允价值变动收益	-2	0	0	0
信用减值损失	-203	-677	-742	-716
资产减值损失	-582	-661	-630	-605
营业利润	6529	8649	10889	13660
营业外收支	53	7	32	31
利润总额	6582	8656	10921	13690
所得税	599	822	1037	1301
净利润	5983	7833	9884	12390
少数股东损益	7	60	70	80
归属母公司净利润	5976	7773	9814	12310
EPS(元)	0.51	0.66	0.83	1.05

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-1.3%	9.7%	9.7%	10.8%
营业利润增长率	15.8%	32.5%	25.9%	25.4%
归母净利润增长率	12.2%	30.1%	26.2%	25.4%
盈利能力				
毛利率	22.5%	23.1%	23.9%	24.6%
归母净利率	6.5%	7.7%	8.9%	10.1%
ROE	10.1%	12.2%	14.1%	16.0%
偿债能力				
资产负债率	62.4%	63.0%	61.7%	60.7%
流动比率	1.35	1.37	1.43	1.49
速动比率	0.85	0.90	0.95	1.01
营运能力				
资产周转率	56.8%	59.8%	61.2%	63.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.51	0.66	0.83	1.05
每股经营现金	0.49	1.47	1.11	1.37
估值比率(倍)				
PE	16.8	12.9	10.2	8.1
PB	1.7	1.6	1.4	1.3

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

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

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn