

经营持续提效，矿机值得期待

华泰研究

2025年10月14日 | 中国内地

深度研究

工程机械

徐工是全球工程机械龙头，业务布局全面，近年来传统优势土方板块不断提质，同时通过矿机等新兴板块以及海外扩张实现快速增长。22年混改完成后公司先后发布三年回报计划和25年重磅股权激励，净利率已连续2年稳步提升，表内外风险敞口连续2年减小，经营性现金流持续改善。我们看好工程机械行业新一轮复苏以及公司矿山机械等新兴板块增长潜力，上调目标价至13.4元，维持“买入”评级。

年内工程机械内需右侧趋势明确，二手机视角下坚定看好需求复苏

24年挖机内销触底，小挖机器替人、下游结构性复苏等因素拉动下，25年1~8月挖机内销量同比增速超20%。我们测算当前国内存量挖机机龄已超过2016年行业需求底部时的机龄峰值，更新需求亟待释放，而年内二手机出口量同比超40%的快速增长，也成为下游需求不利时存量出清的有效途径，给予挖机内需更强的复苏弹性。2016年的复苏周期中，起重机滞后于挖机7个月复苏，25年6月其内销量已开始同比转正，意味着工程机械内需未来或开启新一轮全面上行周期，作为国内土方、起重、混凝土泵车等多工程机械细分领域龙头，徐工有望深度受益本轮内需复苏。

全球矿山及基建需求向好，国产龙头海外市占率提升值得期待

25年1~8月，国内挖机出口量同比两位数增长，南美和非洲矿山、东南亚和中东基建等需求旺盛，欧洲财政开支亦有望重新进入扩张周期。二手机视角下，国产品牌在发展中国家的市占率还有较大的提升空间。徐工在巴西、德国、墨西哥等地产能布局完善，已形成出口贸易、海外绿地建厂、跨国并购和全球研发“四位一体”的全球化发展模式，未来市占率有望持续提升。

矿山机械国产替代空间大，公司有望借力新能源趋势实现弯道超车

全球矿用设备市场容量大，仅刚性矿卡市场规模就达千亿级别，且长期被国际巨头垄断。海外矿山电动化需求持续升温，我们测算目前小吨位新能源矿卡已具备一定TCO优势，同时混动方案有望降低对于发动机的要求，打破大功率发动机进口依赖。徐工通过高一体化研发和制造布局构建壁垒，年内通过注入宽体车资产进一步建立矿山机械成套化产品竞争优势，目前已与Fortescue等头部矿企签订多笔新能源大单，25年5月公司百台纯电无人驾驶矿卡交付运行，未来矿山机械板块有望成为公司增长的一大核心驱动力。

我们与市场观点不同之处

市场担心工程机械内需复苏的可持续性，以及国产品牌在海外市占率提升空间。我们认为25年5月内销量同比增速下降时二手机出口的快速增长进一步验证了其对于内需起到的“缓冲器”角色，未来雅下水电等大型基建的开工也将为内需复苏提供支撑。同时国产品牌在海外市占率提升还有很大空间，矿卡新能源化趋势给予国产品牌弯道超车良机，作为国内产品矩阵最全的矿山机械龙头，徐工海外业务α值得期待。

盈利预测与估值

我们预计公司25~27年归母净利润至79、95和123亿元（25~26年较前值下调5%、12%），下调主要是考虑到关税事件对于短期需求的扰动。看好工程机械行业进入新一轮复苏周期，可比公司25年一致预测PE 16倍，考虑到公司盈利快速增长、经营质量向好，估值有望向三一看齐，给予公司25年20倍PE估值，上调目标价为13.4元（前值9.42元，对应PE 13.4x），目标价上调主要系可比公司估值上升。

风险提示：1) 地缘政治及汇率波动风险；2) 行业竞争格局超预期恶化；3) 矿机新能源化进程不及预期；4) 内需复苏预期不及预期。

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

13.40

倪正洋

研究员

SAC No. S0570522100004 nizhengyang@htsc.com
SFC No. BTM566 + (86) 21 2897 2228

杨任重

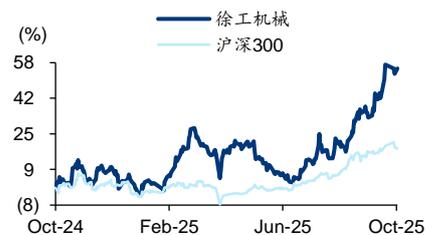
研究员

SAC No. S0570522110003 yangrenzhong@htsc.com
SFC No. BUM664 + (86) 21 5035 1239

基本数据

收盘价(人民币 截至10月13日)	11.37
市值(人民币百万)	133,631
6个月平均日成交额(人民币百万)	794.81
52周价格范围(人民币)	7.24-11.50

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	91,660	101,460	117,856	139,246
+/-%	(1.28)	10.69	16.16	18.15
归属母公司净利润(百万)	5,976	7,900	9,538	12,292
+/-%	12.20	32.19	20.74	28.88
EPS(最新摊薄)	0.51	0.67	0.81	1.05
ROE(%)	9.90	11.94	13.13	15.10
PE(倍)	22.36	16.92	14.01	10.87
PB(倍)	2.25	2.05	1.87	1.66
EV EBITDA(倍)	13.69	11.85	9.84	7.71
股息率(%)	1.58	2.29	2.64	2.64

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	111,060	108,087	126,134	136,117	162,930
现金	23,371	20,205	22,365	25,928	30,634
应收账款	39,998	39,776	44,774	49,511	57,601
其他应收账款	2,072	2,972	1,920	4,137	2,791
预付账款	1,677	1,940	2,064	2,587	2,907
存货	32,378	32,543	42,702	42,165	55,202
其他流动资产	11,565	10,651	12,309	11,790	13,794
非流动资产	50,935	52,882	52,285	53,013	54,722
长期投资	4,510	3,904	3,548	3,192	2,836
固定资产投资	22,510	24,431	23,661	23,948	25,102
无形资产	7,374	8,623	9,204	9,894	10,621
其他非流动资产	16,541	15,925	15,872	15,978	16,163
资产总计	161,995	160,970	178,419	189,130	217,652
流动负债	86,366	79,795	94,056	100,472	122,191
短期借款	13,526	13,686	23,315	25,135	27,645
应付账款	20,964	22,224	25,841	29,661	35,496
其他流动负债	51,876	43,885	44,900	45,676	59,050
非流动负债	18,142	20,713	18,119	15,920	13,943
长期借款	12,515	12,635	10,040	7,842	5,864
其他非流动负债	5,626	8,078	8,078	8,078	8,078
负债合计	104,508	100,508	112,175	116,392	136,134
少数股东权益	1,342	1,153	1,163	1,174	1,189
股本	11,816	11,816	11,754	11,754	11,754
资本公积	16,395	16,367	16,367	16,367	16,367
留存公积	28,223	32,108	36,853	42,583	49,967
归属母公司股东权益	56,145	59,309	65,082	71,563	80,329
负债和股东权益	161,995	160,970	178,419	189,130	217,652

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	3,571	5,720	9,600	12,570	14,874
净利润	5,236	5,983	7,909	9,549	12,307
折旧摊销	3,968	4,106	3,834	4,362	5,095
财务费用	726.01	1,935	44.26	500.22	462.72
投资损失	3.77	56.61	50.00	50.00	50.00
营运资金变动	(6,951)	(5,517)	(2,907)	(2,609)	(3,887)
其他经营现金	588.48	(844.33)	669.49	717.14	845.48
投资活动现金	1,411	(1,918)	(3,297)	(5,150)	(6,865)
资本支出	(5,967)	(2,938)	(3,543)	(5,386)	(7,089)
长期投资	5,272	198.20	356.09	356.09	356.09
其他投资现金	2,106	822.47	(110.11)	(120.13)	(131.99)
筹资活动现金	(7,778)	(6,659)	(4,143)	(3,857)	(3,303)
短期借款	(4,072)	159.24	9,630	1,820	2,510
长期借款	(2,992)	119.31	(2,594)	(2,199)	(1,977)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(388.78)	(28.10)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(326.05)	(6,909)	(11,178)	(3,478)	(3,836)
现金净增加额	(2,974)	(2,958)	2,160	3,563	4,706

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	92,848	91,660	101,460	117,856	139,246
营业成本	72,064	70,991	79,008	91,232	107,104
营业税金及附加	441.52	415.17	459.56	533.83	630.72
营业费用	6,702	5,309	5,276	5,893	6,684
管理费用	2,706	2,817	3,044	3,300	3,760
财务费用	726.01	1,935	44.26	500.22	462.72
资产减值损失	(692.34)	(581.67)	(608.76)	(671.78)	(765.85)
公允价值变动收益	178.62	(2.06)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(3.77)	(56.61)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营业利润	5,640	6,529	8,642	10,444	13,474
营业外收入	96.13	94.13	90.00	90.00	90.00
营业外支出	59.00	41.24	40.00	40.00	40.00
利润总额	5,678	6,582	8,692	10,494	13,524
所得税	441.54	598.77	782.25	944.45	1,217
净利润	5,236	5,983	7,909	9,549	12,307
少数股东损益	(90.37)	7.34	9.70	11.71	15.09
归属母公司净利润	5,326	5,976	7,900	9,538	12,292
EBITDA	10,664	11,618	13,077	15,356	19,082
EPS (人民币, 基本)	0.45	0.51	0.67	0.81	1.05

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(1.03)	(1.28)	10.69	16.16	18.15
营业利润	10.97	15.76	32.35	20.86	29.02
归属母公司净利润	23.67	12.20	32.19	20.74	28.88
获利能力 (%)					
毛利率	22.38	22.55	22.13	22.59	23.08
净利率	5.64	6.53	7.80	8.10	8.84
ROE	9.11	9.90	11.94	13.13	15.10
ROIC	8.60	8.83	10.60	12.15	14.56
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.51	62.44	62.87	61.54	62.55
净负债比率 (%)	39.68	40.16	30.42	22.39	15.05
流动比率	1.29	1.35	1.34	1.35	1.33
速动比率	0.82	0.86	0.81	0.86	0.81
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.57	0.60	0.64	0.68
应收账款周转率	2.31	2.30	2.40	2.50	2.60
应付账款周转率	3.09	3.29	3.29	3.29	3.29
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.51	0.67	0.81	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.49	0.82	1.07	1.27
每股净资产(最新摊薄)	4.78	5.05	5.54	6.09	6.83
估值比率					
PE (倍)	25.09	22.36	16.92	14.01	10.87
PB (倍)	2.38	2.25	2.05	1.87	1.66
EV EBITDA (倍)	14.79	13.69	11.85	9.84	7.71

正文目录

投资要点	6
我们与市场观点不同之处	6
股价复盘	7
工程机械龙头，国企改革、国际化、多元化注入增长新动力	8
工程机械领军企业，国企改革注入新活力	8
传统优势板块根基稳固，新兴板块不断突破	10
出口势头正劲，盈利能力持续提升	12
内需复苏叠加海外提份额，国产工程机械或开启新一轮上行周期	15
24 年挖机需求底部确认，高景气正逐步向非挖板块传导	15
内需：二手机出口出清存量，25 年下游结构性复苏拉动内需修复	17
出口：全球市场稳健增长，国产品牌海外市占率还有很大提升空间	21
零排放+经济性优势，新能源矿卡前景广阔	23
矿企资本开支持续扩张，矿卡国产替代空间大	23
新能源矿卡逐步具备经济合理性，中国矿卡有望弯道超车	25
高一体化研发+制造打造徐工竞争优势，宽体车资产注入补齐产品矩阵	27
盈利预测与估值	30
风险提示	33

图表目录

图表 1： 公司股价复盘	7
图表 2： 公司发展历程	8
图表 3： 公司股权结构	8
图表 4： 徐工有限混改路径为股权转让、增资扩股与员工持股三步	9
图表 5： 部分战略投资者股东梳理	9
图表 6： 2025 年限制性股权激励对象名单及限制性股票分配情况	10
图表 7： 2025 年股权激励计划业绩考核目标	10
图表 8： 公司产品矩阵（部分产品）	11
图表 9： 24 年公司各产品营收情况	11
图表 10： 传统优势板块毛利率较为稳定	11
图表 11： 25H1 公司收入恢复高个位数增长	12
图表 12： 2022 年以来公司归母净利润持续增长	12
图表 13： 矿山机械等新兴板块快速成长	12
图表 14： 海外营收持续提升，2024 年海外占比达 45%	12
图表 15： 2022 年以来，公司实现毛利率、净利率双提升	13
图表 16： 25H1 公司境外毛利率高于境内 4pct	13
图表 17： 2025H1 公司四项费用率为 10.9%，费用管控良好	13

图表 18: 2022 年以来公司净现比持续改善.....	14
图表 19: 2022 年以来公司表外风险敞口大幅缩窄.....	14
图表 20: 近十年挖机销售情况回顾.....	15
图表 21: 2025 年挖机内外销均呈现增长态势.....	15
图表 22: 2016 年-至今房屋新开工面积情况.....	15
图表 23: 2016 年-至今基础设施建设投资 (不含电力) 情况.....	15
图表 24: 近十年起重机销量情况回顾.....	16
图表 25: 近十年装载机销量情况回顾.....	16
图表 26: 回顾上一轮周期, 挖掘机率先复苏, 随后传导至装载机、起重机.....	16
图表 27: 2024 年分型号的挖机内销情况.....	17
图表 28: 24M1-25M8 挖机销售情况.....	17
图表 29: 合村并镇相关文件梳理.....	18
图表 30: 小挖通过配合不同属具可实现多场景作业.....	18
图表 31: 25H1 小挖销量同比+27%, 成为销量增长的主要来源.....	18
图表 32: 国内风机新增招标量.....	19
图表 33: 25 年初水利固定资产投资出现一波小高峰.....	19
图表 34: 24M8 以来小松开工小时数中国区同比转正.....	19
图表 35: 不同挖机报废机龄假设下的加权挖机机龄情况.....	19
图表 36: 日本七大工程机械保有量在 2011 财年以后趋于稳定.....	20
图表 37: 2001 财年起日本二手工程机械出口甚至超过了本国需求量.....	20
图表 38: 2021-2024 年我国累计出口二手挖掘机超 30 万台.....	20
图表 39: 2021 年以后二手挖掘机大量出口缓解国内保有量的压力.....	20
图表 40: 中国与日本二手手机进程对比.....	20
图表 41: 2025 年国内表观二手机出口量持续快速增长.....	21
图表 42: 国内二手机出口与新机内销增速呈现出一定的负相关关系.....	21
图表 43: 24M8 以来挖掘机出口增速震荡上行.....	21
图表 44: 25M6 以来装载机出口重归出口通道.....	21
图表 45: 2023 年全球中国以外各区域工程机械需求金额占比.....	22
图表 46: 2023 年中国工程机械出口仍主要靠发展中国家支撑.....	22
图表 47: 东盟各国 2023 年挖掘机新机、二手机需求和净进口情况 (台).....	22
图表 48: 2023 年全球以价值量占比计算的矿山机械分类.....	23
图表 49: 2023 年全球以台数占比计算的露天采矿机械.....	23
图表 50: 主要矿企资本开支持续走高 (单位: 百万美元).....	23
图表 51: 未来 5 年全球刚性矿卡市场有望持续增长.....	24
图表 52: 2019 年以来中国非公路宽体自卸车市场收入规模稳中有升.....	24
图表 53: 矿机的特点是“大”.....	24
图表 54: 2022 年矿用刚性自卸车竞争格局 (按金额).....	25
图表 55: 2022 年大吨位露天矿挖竞争格局 (按金额).....	25
图表 56: 小吨位 (70t 载重) 燃油矿卡、电动矿卡、混动矿卡 TCO 测算.....	26
图表 57: 2024 年我国工程机械用大功率 (≥132.39kw) 柴油发动机进口需求占比仍超 50%.....	26

图表 58: 并联和串联式混合动力系统示意图.....	26
图表 59: 公司部分子公司/合资公司进展情况.....	27
图表 60: 截至 2028 年, 已计划但未开采的铜矿规模有所减小.....	28
图表 61: 公路自卸车、非公路宽体自卸车、非公路矿用自卸车的主要区别对比.....	28
图表 62: 徐工土方、起重、混凝土机械量价拆分.....	31
图表 63: 徐工机械分业务拆分及预测 (百万元).....	31
图表 64: 分业务毛利率情况.....	31
图表 65: 费用率和净利率假设.....	32
图表 66: 可比公司估值表 (2025/10/13).....	32
图表 67: 徐工机械 PE-Bands.....	32
图表 68: 徐工机械 PB-Bands.....	32

投资要点

徐工是全球工程机械龙头，业务布局全面，近年来不断夯实传统优势土方机械/起重机械/混凝土机械板块质量，同时多元化布局矿机等新兴板块，并不断进行海外扩张，实现了在过去3年国内工程机械需求下行期归母净利润18%的复合增长。公司22年完成混改和优质资产注入，23年发布股权激励深度绑定核心员工利益，此后净利率连续2年稳步提升，表内外风险敞口连续2年减小，经营性现金流持续改善。24年11月公司发布三年回报计划，未来3年分红率将提升至40%，同时控股股东徐工集团将平均每年获得的现金分红不低于20%的额度用于增持上市公司股票，为股东贡献更高回报。25年9月公司发布重磅股权激励方案，对于2025~28年净利润、现金流、ROE等指标给出快速增长的考核目标。未来公司主要投资要点如下：

1) 内需：有望充分受益新一轮周期复苏。24年挖机内销10万台，同比+12%，为21年以来首度转正，中挖24M5销量同比转正，或体现出地产对于挖机需求的压制因素逐步减弱。21年以后我国二手机出口快速提升，存量设备出清为新机增长腾出空间，参考日本2001年以后的经验，未来二手机出口或在10年维度内持续成为我国国内存量设备消纳的重要方式。24M8以来小松中国区开工小时数同比持续转正，或意味着当前存量设备已达到供需紧平衡状态。25Q1下游开工结构性复苏背景下，小挖凭借其高作业自由度引领挖机销量快速复苏，此后4、5月虽有回落，但在二手机出清存量的背景下，6月后挖机内销重归两位数增长，同时景气周期开始向起重等非挖设备传导。未来在农村、新基建等需求拉动下，国内工程机械有望进入新一轮复苏周期，徐工作为土方/起重/混凝土等多品类龙头，有望充分受益。

2) 出口：市占率仍有提升空间。2020-2024年，公司海外营收4年CAGR达62%，占比从8%提升至45%，成为公司重要增长点。25年海外工程机械需求有望稳步释放，南美和非洲矿山需求持续旺盛，东南亚受益于大选年结束及工业化，基建进程加快，同时欧洲有望进入新一轮财政扩张周期。公司在巴西、德国、墨西哥等地产能布局完善，已形成出口贸易、海外绿地建厂、跨国并购和全球研发“四位一体”的全球化发展模式，未来市占率有望持续提升，为未来业绩增长贡献宝贵的 α 。

3) 矿机：有望借力新能源和无人化趋势实现弯道超车，全球份额提升的有力抓手。近年来全球矿企资本支出持续攀升，25年矿机下游景气度维持高位，矿挖、矿卡是露天采矿机械中的核心设备，仅全球刚性矿卡市场就高达千亿元级别。此前全球矿挖、矿卡被卡特彼勒、小松、日立、利勃海尔、别拉斯等巨头垄断，国产替代空间大。海外矿企积极推进双碳目标背景下，新能源趋势渐起。随着锂电池成本下降，新能源矿卡在小吨位上已具备TCO优势，同时混动方案有望降低对于进口发动机的依赖，利好国产化率提升。徐工打造高一体化研发+制造竞争优势，24年以来斩获多个新能源大单，25年百台无人矿卡产品交付运行。4月公司公告拟收购注入宽体车资产，有望构建矿山机械成套化产品竞争力。

我们与市场观点不同之处

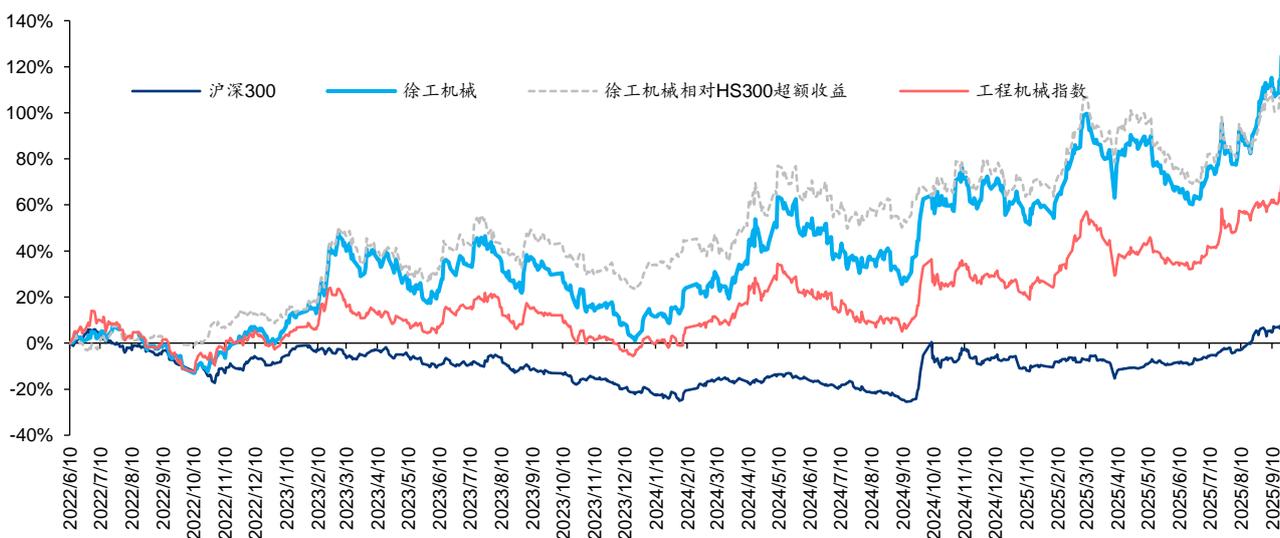
市场担心工程机械内需复苏的不可持续。我们认为库存周期影响下短期行业销量数据的波动是常态，更值得关注的是1) 24年5月中挖销量的同比转正意味着地产对于挖机拖累因素的逐步减弱，而未来地产的潜在复苏有望贡献增量，2) 过去4年二手挖机出口快速增长导致国内存量设备或已处于供需紧平衡状态，参考日本经验，二手机出口逻辑或在未来10年内持续演绎，使得国内挖机销售较终端需求更具弹性。我们测算24年国内挖机机龄已达到历史新高，未来在农村、新基建等下游拉动下，设备更新需求有望逐步释放，进入新一轮复苏周期。

市场担心国产工程机械在海外市占率提升空间有限。1) 若只聚焦新机，2023 年我国工程机械出口销量为 25.8 万台，占海外市场总需求的 25%，加上国产设备在北美、欧洲地区进展较慢而在东南亚等发展中国家渗透较快，国产工程机械在发展中国家市占率已经较高。而东盟等发展中国家二手机需求旺盛，马来西亚和越南 23 年进口二手机满足了当地 90% 的设备需求，考虑对于海外二手机的替代，国产新机出海还有较大空间。2) 在以矿挖矿卡为代表的重型工程机械领域，外资品牌几乎处于垄断的地位，而在新能源和无人化趋势下，徐工等国产品牌有望通过自主研发和高内部配套率实现产品的快速突破，从而打开在高端市场的成长天花板。

股价复盘

混改效益持续显现的工程机械龙头，有望充分受益新一轮需求上行。从与沪深 300 指数的对比来看，1) 2022 年，受下游地产、基建景气度影响，工程机械产品内销转弱，市场低迷，工程机械指数持续在低位波动。该年 8 月，公司完成混改及矿机、挖机等优质资产注入，当年业绩韧性好于其余几家头部主机厂，但由于行业处于下行期，股价未有明显超额。2) 2023 年，工程机械板块出海逻辑持续演绎，板块指数跑赢沪深 300，公司 2 月发布限制性股票激励计划，对于 23~25 年 ROE、净利润等要求不低于同业 75% 的分位数，由于混改效益持续显现、海外布局较为完善，23 年公司海外营收同比+34%，毛利率提升 2pct，归母净利润同比+24%，完成激励目标，表现好于同行，涨幅高于板块。3) 2024 年，公司全年股价上涨 49%，获得相对 HS300 约 34% 的超额收益。行业层面受设备更新、小挖替人、出海持续等多因素驱动，挖机内销结束三年下滑同比转正、出现筑底迹象。公司层面，24 年 4 月发布 3~6 亿元股份回购注销计划，11 月发布全球投资者未来三年回报计划，承诺年均分红比例不低于净利润的 40%，充分表明对于发展前景的信心，提振股价表现。公司全年实现近 60 亿归母净利润，超额完成股权激励目标。4) 2025 年，据工程机械协会 25Q1 行业挖机销量同比+23%，其中内销台数同比+38%，在下游需求温和复苏的背景下展现出较强的弹性，公司股价与工程机械指数共振走强。4 月公司公告拟回购 18~36 亿元用于股权激励或员工持股，进一步扩大超额收益幅度。5 月工程机械内销增速有所下行，导致超额收益有所回落，6 月后工程机械内销重新回暖，叠加公司 9 月发布重磅股权激励方案，超额收益再创新年内新高。展望未来，公司作为工程机械龙头，产品渠道布局全面、技术储备充沛，有望充分受益未来的需求复苏。

图表 1：公司股价复盘



资料来源：Wind，华泰研究

工程机械龙头，国企改革、国际化、多元化注入增长新动力

工程机械领军企业，国企改革注入新活力

深耕工程机械，积极变革发展跃升全球龙头。公司历史悠久，前身为华兴铁工厂，是新中国第一台汽车起重机、第一台压路机的诞生地，1989年以“三厂一所”为核心层组建的徐工集团，1996年完成深交所挂牌上市。公司顺应时代积极发展，2012年，公司并购施维英、荷兰AMAC、德国FT等多家知名企业，丰富产品矩阵、突破核心零部件技术难点；次年，公司开始在海外建设研发中心、制造工厂，徐工走向世界。同时，公司也积极推进革新，2020年，公司进行混合改制，引入战略投资者，通过股权转让和增资扩股的方式合计引资210.6亿元；2022年，徐工机械吸收合并徐工有限下所有资产，整体上市。2024年，KHL公布全球前50强工程机械制造商榜单（Yellow Table2024），徐工机械始终维持前列，同时连续六年保持入围“世界品牌500强”榜单。

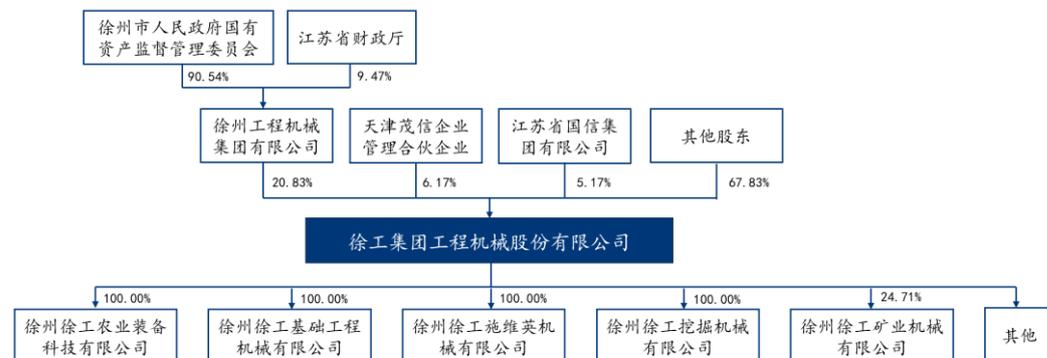
图表2：公司发展历程



资料来源：公司官网，华泰研究

徐州国资委为最终控制人，多板块业务协同发展。截至2025年5月，徐州政府通过徐州工程机械集团（以下简称徐工集团）间接持股徐工集团工程机械股份（以下简称徐工机械）21%，为最终控制人，其中徐州国资委持股徐工集团91%，江苏省财政厅持股9%。天津茂信和江苏国信各自持有6%和5%的徐工机械，为2020年混改时的产业资本方。徐工机械参股或控股多家子公司，包括挖掘机械、港口机械、农业机械等工程机械主机厂，睿控、日牵、徐工传动科技等零部件子公司，多个子公司协同发展，实现产业链的整合和延伸。

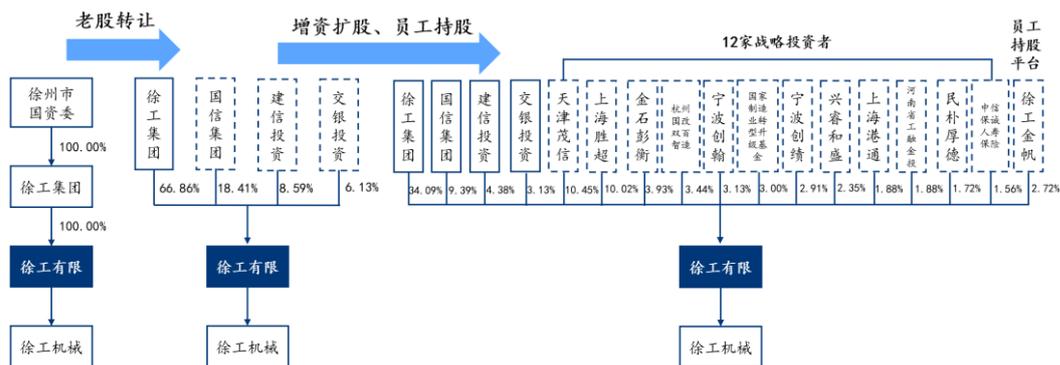
图表3：公司股权结构



资料来源：公司2025年中报，华泰研究

积极响应国企改革，构建多元化股权结构。2018年8月，国务院国资委下发《国企改革“双百行动”工作方案》，徐工有限被纳入改革名单。2020年9月，混改正式落地。徐工混改中产权变更的路径主要经历了股权转让、增资扩股与员工持股三步，首先徐工集团将其持有徐工有限的18%、9%、6%的股份转让给国信集团、建信投资和交银投资三家国有机构，股权转让价值累计达54亿元；之后通过增资扩股引入12名战略投资者，投资总额达148亿元人民币；徐工金帆作为内部员工持股平台投资持股3%。混改结束后，徐工集团对徐工有限持股从67%进一步降至安全控制线34%，仅拥有一票否决权，徐工有限形成“国有持股+民营持股+企业核心骨干持股”的三方利益共同体。

图表4：徐工有限混改路径为股权转让、增资扩股与员工持股三步



资料来源：公司公告，华泰研究

战略投资者深度赋能，员工持股平台深度绑定管理层及核心员工。混改结束后，徐工有限国有资本持股51%，战略投资者持股46%，员工持股平台持股3%。此次混改共计引入12家战略投资者，不仅为上市公司平台带来资金支持，同时赋能徐工机械发展，金石彭衡、宁波创绩、上海胜超等投资者背后股东覆盖钢材、市政工程等工程机械上下游，促进产业链协同发展；建信投资、交银投资等投资者股东为金融服务机构，助力公司投融资活动顺利开展。同时设立员工持股平台，参与集资的人员为公司的经营管理者、研发技术人员和营销骨干，设置锁定期36个月，将员工收益与公司发展绑定，建立长效激励、防止人才流失。

图表5：部分战略投资者股东梳理

赋能方向	战略投资者	赋能方式
产业链协同方	金石彭衡	股东为江阴兴澄特种钢铁有限公司，主营钢材
	宁波创翰	宁波创翰、宁波创绩股东为大型投资民企中新融创，在徐工的产业上下游均有布局投资
	宁波创绩	股东为潍坊特钢集团有限公司，山东省著名冶炼企业
金融服务机构	上海胜超	股东为上海城投，上海基础设施建设和公共服务运营的主要承担者
	金石彭衡	股东为中信证券
	上海胜超	股东为上海国盛，旗下海通证券
	建信投资	建设银行子公司
财务投资者	交银投资	交通银行子公司
	国信集团	提供资金支持
	国家制造业转型升级基金 杭州国改双百智造股权投资	

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

25年9月发布重磅股权激励计划，提出高质量盈利快速增长目标，同时提高员工积极性。2023年，公司发布上市以来首份限制性股票激励计划，业绩考核目标对应23~25年归母净利润分别不低于53、58和65亿元，ROE分别不低于9%、9.5%和10%，前两期目标均已实现。2025年9月，公司发布新一期股权激励方案，拟采用限制性股票+期权2:1的形式，授予4700名核心骨干3.15亿股限制性股票+1.55亿期权，占总股本的4%。解锁条件2025~28年净利润不低于65/75/100/120或累计净利润不低于65/140/240/360亿元，且经营性现金流净流入不低于55/65/90/120亿元、ROE不低于10%/11%/12%/14%。

图表6：2025 年限制性股权激励对象名单及限制性股票分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量 占授予限制性股票总数的 占本计划公告日股本		
		(万股)	比例	总额的比例
刘建森	副总裁	70	0.22%	0.006%
宋之克	副总裁	70	0.22%	0.006%
蒋明忠	副总裁	70	0.22%	0.006%
孟文	副总裁	70	0.22%	0.006%
单增海	副总裁	70	0.22%	0.006%
于红雨	副总裁、财务负责人	70	0.22%	0.006%
闫君	副总裁			
罗光杰	副总裁	70	0.22%	0.006%
中层管理人员、核心技术及业务人员（不超过 4692 人）		27827	88.82%	2.368%
预留部分		3133	9.94%	0.267%
合计		31520	100.00%	2.682%

资料来源：公司公告，华泰研究

图表7：2025 年股权激励计划业绩考核目标

	净资产收益率	净利润	经营活动现金流净额
2025	不低于 10%	不低于 65 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平	不低于 55 亿元
2026	不低于 11%	不低于 75 亿元，或 2025-2026 年净利润累计值不低于 140 亿元	不低于 65 亿元
2027	不低于 12%	2027 年度净利润不低于 100 亿元，或 2025-2027 年净利润累计值不低于 240 亿元	不低于 90 亿元
2028	不低于 14%	2028 年度净利润不低于 120 亿元，或 2025-2028 年净利润累计值不低于 360 亿元	不低于 120 亿元

资料来源：公司公告，华泰研究

24 年年底发布行业首个三年回报计划，与投资者共享发展成果。2024 年公司向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 1.80 元(含税)，分红金额高达 21 亿元，股利支付率达 35%。公司高度重视股东回报，2024 年 11 月，公司推出《全球投资者未来三年（2025-2027）回报计划》，承诺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%，同时，控股股东徐工集团将平均每年获得的上市公司现金分红不低于 20% 的额度用于增持上市公司徐工机械股票。

传统优势板块根基稳固，新兴板块不断突破

产业结构均衡，传统和新兴板块共同贡献增量。公司主要从事土方机械、起重机械、桩工机械、混凝土机械、路面机械、高空作业机械、矿业机械、环卫机械、农业机械、应急救援装备和其他工程机械及备件的研发、制造、销售和服务工作。公司产品主要分为传统、新兴、零部件三大板块，传统板块包括土方机械、起重机械、混凝土机械等，为公司贡献主要营收；新兴板块包括消防机械、矿山机械、农业机械等，为公司带来新增长点；零部件板块包括驱动桥、变速箱、液压阀等，为公司主机差异化发展提供支撑。

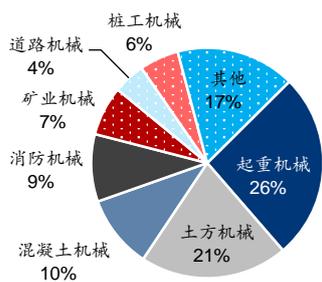
图表8：公司产品矩阵（部分产品）



资料来源：公司官网，华泰研究

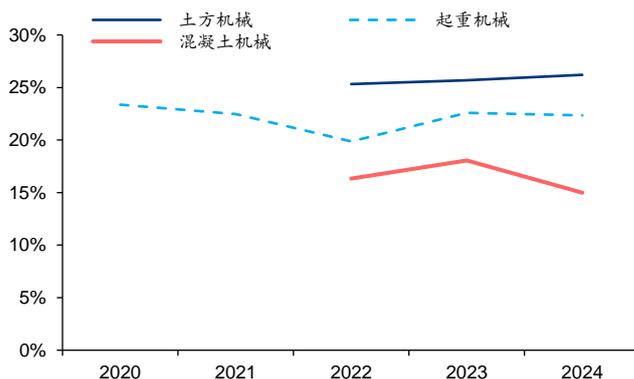
传统板块领跑行业，新兴板块不断突破。公司坚持做强核心工程机械产业，做精零部件产业，培育战略新产业。传统优势板块方面，公司加速质的提升，使其继续发挥顶梁柱和压舱石的作用，土方机械、起重机械、混凝土机械业务持续领跑行业，2024年分别实现营收240/189/94亿元，合计占总收入的57%。新兴板块方面，公司实现量、质的双速增长，徐工高机、消防两大产业国内市场领先地位进一步夯实，收入保持基本稳定；徐工矿机不断提高全生命周期服务能力，实现收入增长，毛利率提升；徐工农机加快大马力拖拉机、大型联合收获机等高端产品型谱扩展与产业化，2024年收入增幅超170%。零部件方面，公司充分发挥液压、传动、铸造、四轮一带等零部件企业在技术自主可控、保供降本上的作用，2024年，公司产品的油缸、阀、驱动桥、变速箱等零部件内部配套率超70%，履带底盘内部配套率超90%。

图表9：24年公司各产品营收情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表10：传统优势板块毛利率较为稳定

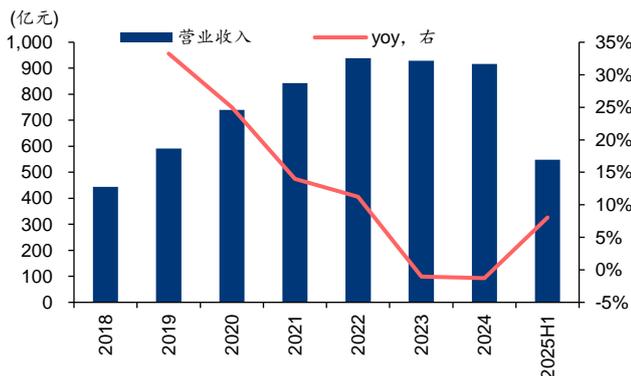


资料来源：Wind，华泰研究

出口势头正劲，盈利能力持续提升

收入结构性改善，净利润持续增长。回顾公司近年发展，2018-2020年，受益于国内地产基建的蓬勃发展，公司营收快速增长，3年CAGR达19%；2021-2024年，公司凭借出口的持续发力对冲下游放缓的需求，营收增速保持平稳，2024年公司实现营业收入917亿元，同比-1%，实现归母净利润60亿元，同比+12%。2025H1公司实现营业收入548亿元，同比+8%，实现归母净利润43.6亿元，同比+17%，归母净利润重新回到两位数增长，随着国内工程机械需求回暖、海外市场需求的增加和公司市占率的提升，公司盈利有望进一步增长。

图表11：25H1公司收入恢复高个位数增长



资料来源：Wind，华泰研究

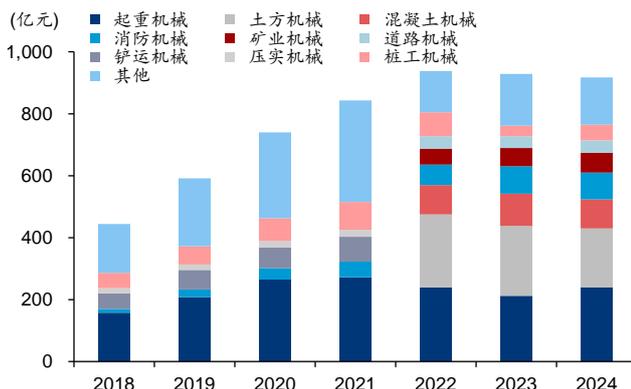
图表12：2022年以来公司归母净利润持续增长



资料来源：Wind，华泰研究

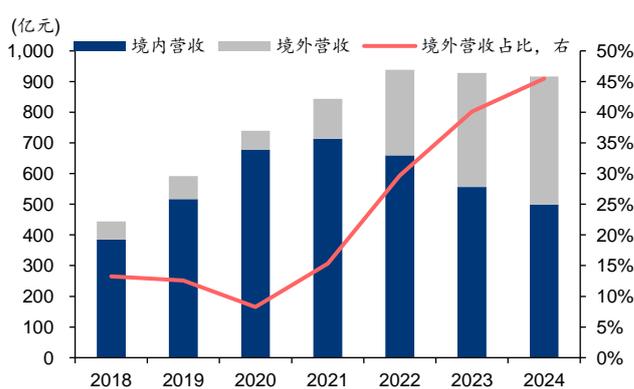
多元布局叠加海外扩张，公司营收结构持续优化。产品布局方面，公司布局逐渐完善，矿山机械、高空作业机械等高毛利新兴板块快速成长，25H1矿业机械实现营收47亿元，收入占比已接近10%，随着年内宽体自卸车资产的注入和市场的持续开拓，未来有望成为公司增长的核心驱动力。海外扩张方面，随着公司在巴西、德国、墨西哥等地产能布局完善，海外市场逐步打开，为公司带来收入支持。2020-2024年，海外营收4年CAGR达62%，占比从8%提升至45%。25H1公司实现海外营收255.5亿元，同比+17%，成为收入增长的主要驱动力。

图表13：矿山机械等新兴板块快速成长



资料来源：Wind，华泰研究

图表14：海外营收持续提升，2024年海外占比达45%

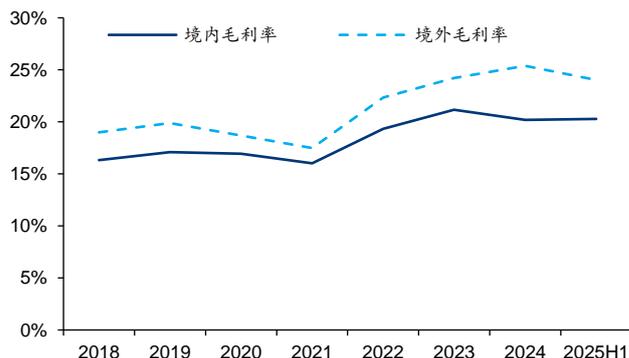


资料来源：Wind，华泰研究

22年以来混改效益逐步显现，公司实现毛利率、净利率双提升。2019-2021年，受疫情影响及国内基建、地产开工放缓，工程机械需求缩窄，公司毛利率呈下滑趋势。2022年，公司完成混合改制，吸收合并徐工有限，注入挖机、矿机等优质资产，提升公司经营质量。2022年以来，公司混改效益持续显现，受益于优质资产注入、海外占比持续提升，公司实现毛利率、净利率同步提升，2024年，公司毛利率为22.55%，同比+0.17pct，净利率为6.5%，同比+0.9pct。随着国内需求回暖、海外市场进一步打开，公司盈利能力持续提升，25H1公司毛利率为22%，同比-0.86pct，净利率达8.06%，同比+0.54pct，凭借规模效应、提质增效带来费用率的下降，上半年政府补助收益下降背景下公司净利率明显提升，体现出盈利的高质量。

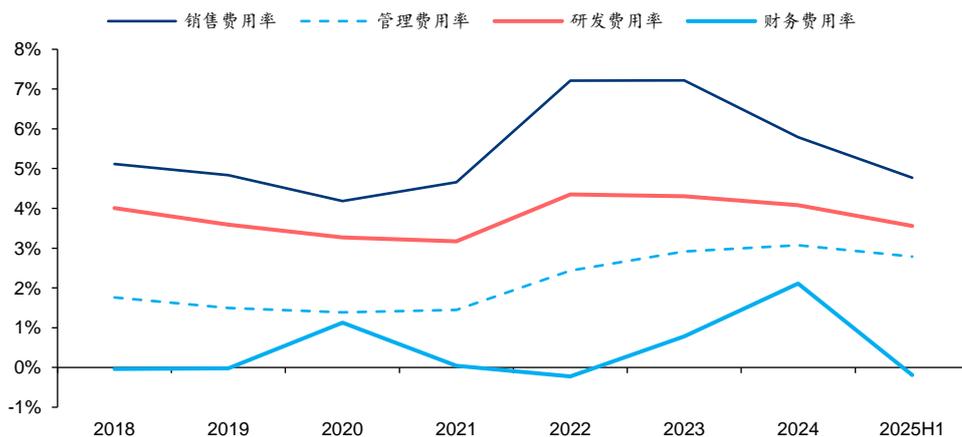
图表15：2022年以来，公司实现毛利率、净利率双提升


资料来源：Wind，华泰研究

图表16：25H1公司境外毛利率高于境内4pct


资料来源：Wind，华泰研究

规模效应叠加提质增效，公司整体费用率实现压降。2022年因吸收徐工有限，公司费用率有所上升，2022年之后，费用率维持稳定，销售/管理费用占比小幅收窄。2025H1公司总费用率为10.9%，同比-4.1pct，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为4.8%/2.8%/3.6%/-0.2%，同比-1.5pct/+0.3pct/-0.0pct/-2.9pct，销售费用率得到较好压降，研发费用率保持平稳，财务费用率减少主要系去年同期有汇兑损失。

图表17：2025H1公司四项费用率为10.9%，费用管控良好


资料来源：公司公告，华泰研究

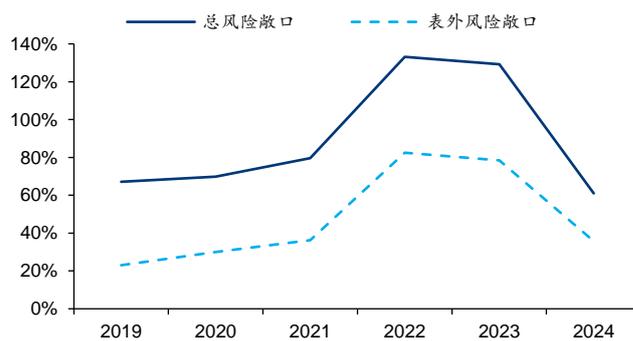
经营性现金流持续改善，风险敞口减小。经营质量方面，22年资产注入导致公司短期净现比有所提升，24年公司经营性现金流净额为57亿元，同比增加22亿元，净现比提升至接近1的水平，25H1公司净现比同比改善明显，回款状况向好、经营质量提升。风险敞口方面，2022年以来公司应收账款总额保持平稳，表内敞口呈现略微压降态势，同时受益于融资租赁业务承诺回购义务款和有按揭担保责任的客户借款余额的减少，公司表外风险敞口持续下降，总风险敞口持续减小。

图表18: 2022年以来公司净现比持续改善



资料来源: Wind, 华泰研究

图表19: 2022年以来公司表外风险敞口大幅缩窄



注: 表内风险敞口 = (应收账款 + 长期应收款 + 一年内到期的非流动资产) / 营业收入; 表外风险敞口 = (融资租赁款承诺回购义务的余额 + 有按揭担保责任的客户借款余额) / 营业收入; 总风险敞口 = 表内风险敞口 + 表外风险敞口
资料来源: Wind, 华泰研究

内需复苏叠加海外提份额，国产工程机械或开启新一轮上行周期 24 年挖机需求底部确认，高景气正逐步向非挖板块传导

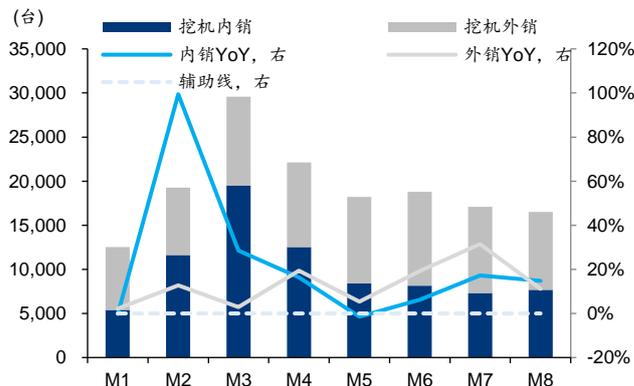
24 年挖机需求完成筑底，25 年以来内外销持续增长。回顾过去 10 年挖机销售情况，2016-2020 年,受益于棚改货币化的拉动，地产开工维持较高景气度，拉动挖机内销快速增长；2020-2023 年受国内市场保有量饱和、地产持续低迷等影响，挖机内销景气承压，国内主机厂开始探索海外市场寻找第二增长曲线，由于国内主机厂技术成熟、疫情期间中国供应链率先恢复抢占份额，海外市场打开并迅速放量，在总销售中占比逐年增加。2025 年年内情况来看，年初挖机内销经历了结构性需求拉动下的快速补库和增长，4、5 月需求有所回落，6 月以来恢复两位数增长；出口方面，前 8 月挖机出口台数同比+13%，增速呈现震荡抬升态势。

图表20：近十年挖机销售情况回顾



资料来源：中国工程机械工业协会，华泰研究

图表21：2025 年挖机内外销均呈现增长态势



资料来源：中国工程机械工业协会，华泰研究

图表22：2016 年-至今房屋新开工面积情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表23：2016 年-至今基础设施建设投资（不含电力）情况



资料来源：Wind，华泰研究

历史上装载机滞后挖机景气 1 个月、起重机滞后半年左右，目前行业景气度正往起重机传导。受制于下游开工低迷，2024 年起重机销量 5.4 万台，同比-11%。装载机销量 10.8 万台，同比+5%，装载机在经历两年的连续下滑后，重回上升通道。由于项目中进场时间不同、设备更新周期不同，起重机、装载机销量复苏滞后于挖掘机。回顾上一轮周期，2016 年 2 月挖机销量同比转正，随后进入上升通道，装载机/起重机分别在 1 个月/7 个月后同比转正，复苏存在一定滞后性。再看本轮周期，2024 年 4 月，挖机、装载机销量同比转正，随后同比持续为正；而起重机与地产关联度更高、复苏有所滞后，25 年 6 月销量同比+8%，由负转正，7、8 月保持正增长。

图表24: 近十年起重机销量情况回顾



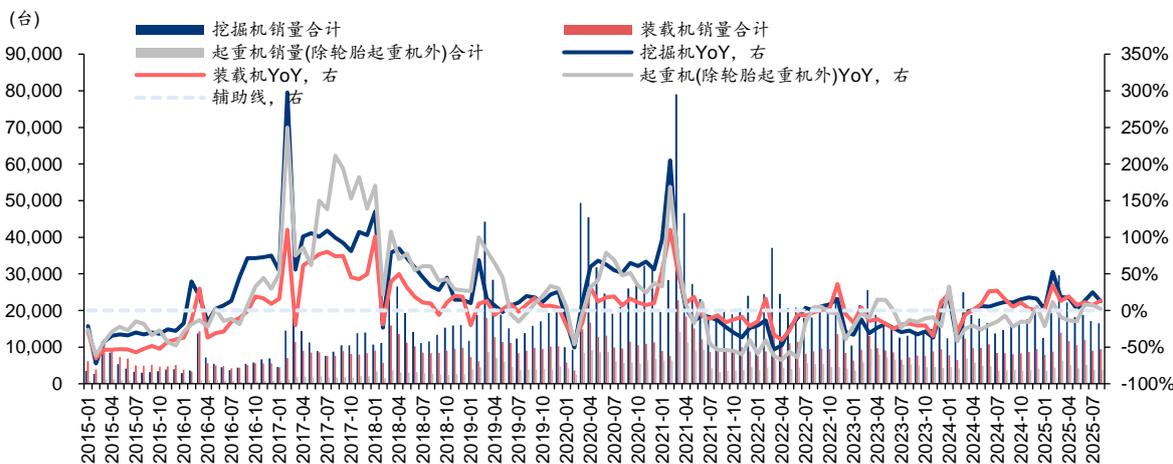
资料来源: 中国工程机械工业协会, 华泰研究

图表25: 近十年装载机销量情况回顾



资料来源: 中国工程机械工业协会, 华泰研究

图表26: 回顾上一轮周期, 挖掘机率先复苏, 随后传导至装载机、起重机

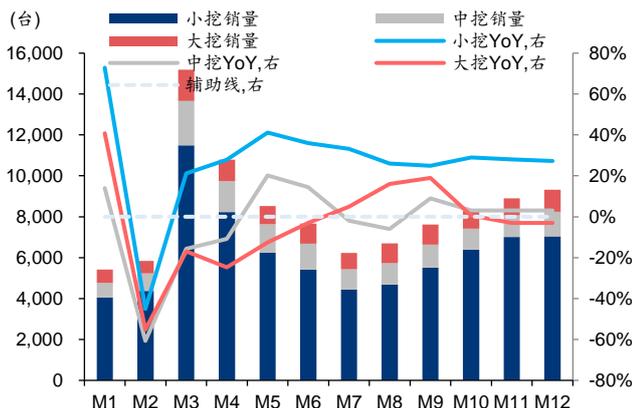


资料来源: 中国工程机械工业协会, 华泰研究

内需：二手机出口出清存量，25年下游结构性复苏拉动内需修复

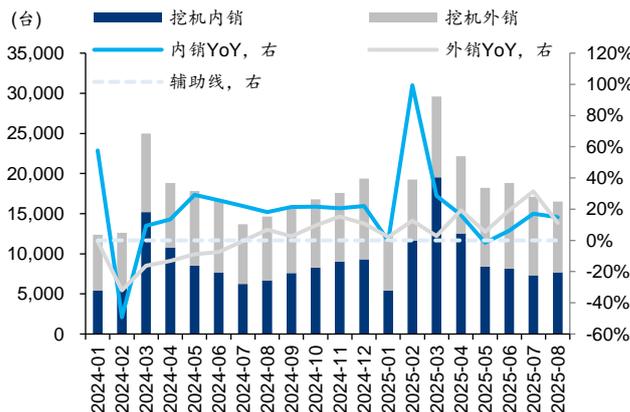
挖机内销 24 年底部确认，25 年以来持续复苏。24 年挖机内销 10 万台，同比+12%，为 21 年以来首度转正，结构上小挖销量快速增长贯穿全年，同时中挖 24M5 销量同比转正，或体现出地产对于挖机需求的压制因素逐步消退，大挖则是下半年逐渐企稳。2025 年挖机需求持续复苏，据工程机械工业协会，1~8 月挖机内销 8.1 万台，同比+21.5%，6 月以来重回两位数增长，整体表现好于下游基建、地产的整体情况，背后原因或来源于二手机出口对于国内存量老旧设备的有效出清、加速了设备更新需求的释放，同时农村、新基建等新场景带来了新的需求增量。

图表27：2024年分型号的挖机内销情况



资料来源：中国工程机械工业协会，华泰研究

图表28：24M1-25M8 挖机销售情况



资料来源：中国工程机械工业协会，华泰研究

下游开工结构性复苏，农村、新基建、水利为挖机带来新需求。以销量增速表现最好的 25Q1 为例，25Q1 国内小挖/中挖/大挖销量分别同比+44%/+31%/+19%，小挖销量增长更快，背后更多是机器替人和作业分散化的需求。挖机履带通过性高、多种属具切换自由，具备较其他工程机械更高的作业自由度，可在大量分散场景下节省人工。一方面，**大规模土地整理与基础设施建设拉动中小挖需求**，24 年以来农村合村并镇、全域土地综合治理加速推进，继 24 年 1 月国务院一号文首次提出正式整合盘活农村零散闲置土地以后，25 年一号文继续强调持续深化农村集体资金、资产和资源管理专项治理，目前合村并镇已在多地试点。另一方面，**新能源新基建对于挖机的需求拉动持续增长**，24 年风电招标需求旺盛，新增装机容量同比接近翻倍增长，24 年 6 月以来，水利工程固定资产投资累计同比转正，25 年 3 月时增速一度接近 10%。

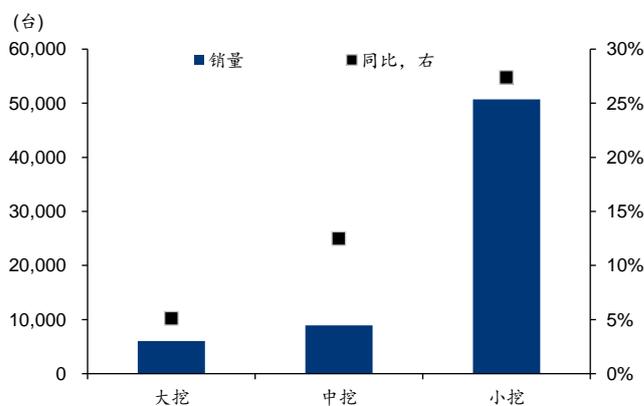
图表29：合村并镇相关文件梳理

时间	发布单位	名称	内容
2023.02	国务院	《农业农村部关于落实发展新型农村集体经济。鼓励有条件的地方探索村村抱团发展、村企村社联动发展、党中央国务院2023年一号文件	职业经理人入村等多种形式的合作。全面推进乡村振兴重点工作部署的实施意见》
2024.01	国务院	《中共中央国务院关于增强乡村规划引领效能。在耕地总量不减少、永久基本农田布局基本稳定的前提下，学习运用“千村示范、万村整治”工程经验有整治，整合盘活农村零散闲置土地，保障乡村基础设施和产业发展用地。有力有效推进乡村全面振兴的意见》	一号文件
2024.07	国务院	《深入实施以人为本的强化土地节约集约利用。建立以亩均效益为导向的土地差异化供应机制，推动零散工新型城镇化战略五年行动计划》	行业用地向园区集聚，加大力度盘活存量土地和低效用地。
2024.08	自然资源部	《自然资源部关于学习实施全域土地综合整治应以县域为统筹单元，由县级人民政府依据国土空间规划明确运用“千万工程”经验的土地整治目标、任务和空间安排等，充分考虑村庄分类、农村常住人口数量、年龄结构等因素，在深入调查分析群众诉求、发展需要、资源禀赋、权属现状、资金保障和和实施能力等基础上，选择确有实施需求并具备实施条件的乡镇，合理划分实施单元，妥善安排整治任务和实施时序，成熟一个，实施一个。原则上应结合县乡国土空间规划的实施，以一个乡镇为实施单元；允许条件成熟的地区结合实际探索开展跨乡镇整治。	实施方案编制应在切实做好地籍调查、确保权属清晰的基础上，以最新年度国土变更调查成果为工作底图，以国土空间规划和已划定的“三区三线”成果为依据，明确整治目标、任务、项目安排、空间布局和实施时序等。
2024.12	农业农村部	中央农村工作会议	要全面落实进一步深化农村改革任务，有序推进第二轮土地承包到期后再延长三十年试点，探索闲置农房通过出租、入股、合作等方式盘活利用的有效实现形式，创新乡村振兴投融资机制，激发乡村振兴动力活力。
2025.01	国务院	《中共中央 国务院关于进一步深化农村改革，发挥县乡国土空间规划的空间统筹和要素保障作用，促进城乡产业发展、基础设施、公共服务一体化。提高村庄规划编制质量和实效，不得要求村庄规划编制全覆盖，对不需要编制的可在县乡国土空间规划中管控引导或出台通则式管理规定。合理确定村庄建设重点和优先序，统筹建设和管护，探索具有地域特色的乡村建设模式。在耕地总量不减少、永久基本农田布局基本稳定的前提下，开展以县域为统筹单元、以乡镇为基本实施单元的全域土地综合整治。管好用好农村资源资产。扎实做好房地一体宅基地确权登记颁证。探索农户合法拥有的住房通过出租、入股、合作等方式盘活利用的有效实现形式。持续深化农村集体资金、资产和资源管理专项治理。推进新增耕地规范管理和合理利用。	

资料来源：中国政府网，农业农村部，自然资源部，华泰研究

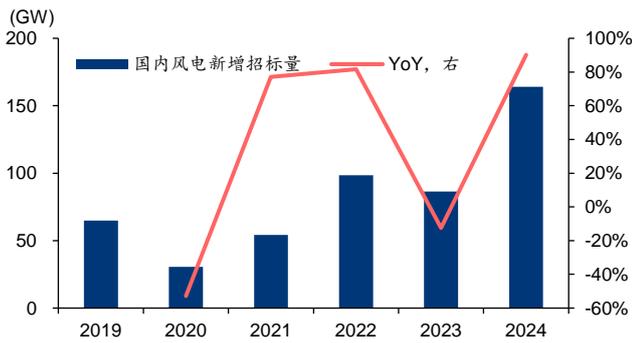
图表30：小挖通过配合不同属具可实现多场景作业

资料来源：公司公告，华泰研究

图表31：25H1小挖销量同比+27%，成为销量增长的主要来源

资料来源：中国工程机械工业协会，华泰研究

图表32: 国内风机新增招标量



资料来源: 风芒能源, 华泰研究

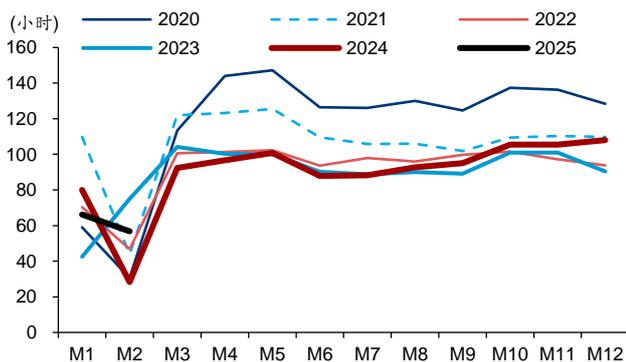
图表33: 25年初水利固定资产投资出现一波小高峰



资料来源: Wind, 华泰研究

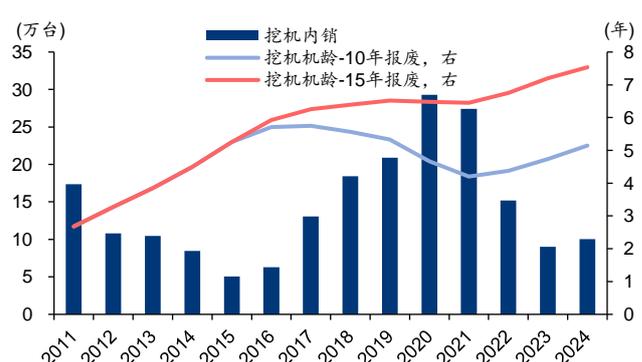
25年存量设备供需紧平衡, 高机龄背景下更新需求亟待释放。小松官网数据, 24M8以来中国区开工小时数同比持续转正, 随着小挖占比的提升以及土方工程的离散化, 历史上挖机利用小时整体处于下降区间, 转正意味着存量设备已处于供需紧平衡状态。我们根据协会挖机历史内销数据进行机龄加权, 测算出不同报废机龄假设下的平均机龄, 15年报废假设下的平均机龄已超过2016年行业需求底部时的机龄峰值, 如果将二手机出口的影响考虑在内(二手机出口设备多为实际利用小时/机龄较低的优质存量设备), 行业实际存量设备机龄或更高。

图表34: 24M8以来小松开工小时数中国区同比转正



资料来源: 小松官网, 华泰研究

图表35: 不同挖机报废机龄假设下的加权挖机机龄情况

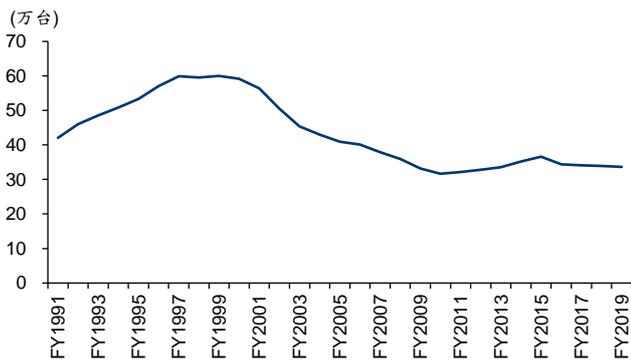


资料来源: 中国工程机械工业协会, 华泰研究测算

日本经验: 96年本土工程机械保有量饱和以后二手机市场迎来10年快速发展期。1996年日本房地产新开工面积、建筑和土木工程名义投资额见顶回落, 带来总需求的压力, 压制新机需求的同时当地保有设备开工使用率下降、亟需实现存量设备的出清, 二手机市场开始兴起。一方面, 二手机大量流入租赁商手中、造成日本国内租赁业务兴起, 根据小松2000年年报, 此时租赁用设备已经占到日本存量设备的近一半规模; 另一方面, 二手机通过拍卖会等形式实现向全球的销售, 中国和东南亚地区承接了部分日本出清的存量设备。

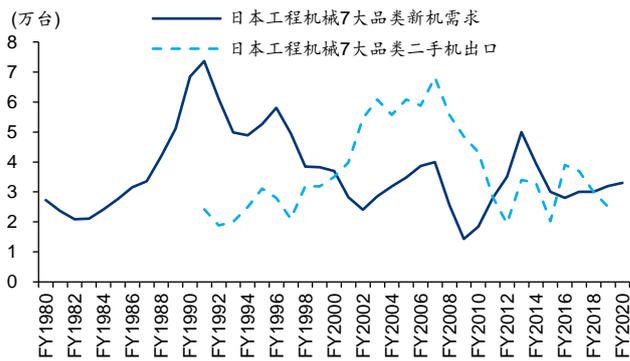
日本二手机出口的快速增长为当地新机内需提供了一定支撑, 或为国内新机需求未来发展提供一定参考。1) 1991~1995年, 新机需求在1991年日本建筑与土木工程投资建设额第一次见顶后开始高位震荡, 期间二手机与新机保持正相关关系。2) 1996~2002年, 建筑和土木工程投资开始下行, 新机销售和二手机出口此消彼长, 期间新机需求从5.8万台下降到2.4万台, 二手机出口则是从2.8万台提升至5.5万台, 总保有量顶滞后于建设投资1~2年。3) 2003~2008年建筑和土木工程投资下行斜率放缓, 逐步进入平稳期, 新机和二手机出口呈现同向波动, 期间二手机出口量始终大于新机需求, 带来保有量的平稳落地。4) 2008~2010年总需求下行期, 新机需求不降反升, 同时二手机出口量开始下降, 保有量逐步见底。5) 2011年总需求恢复弱增长, 新机需求在时隔10年以后再度超越二手机出口量, 其后两者基本收敛, 保有量整体平稳。

图表36: 日本七大工程机械保有量在 2011 财年以后趋于稳定



注: 数据为 KOMATSU 对于日本的需求估计值; FY 代表日本财年
资料来源: KOMATSU, 华泰研究

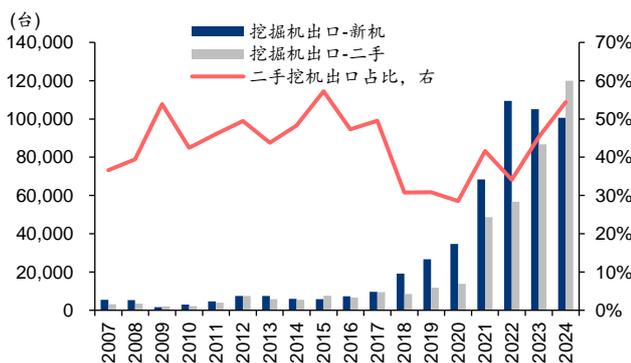
图表37: 2001 财年起日本二手工程机械出口甚至超过了本国需求量



注: 数据为 KOMATSU 对于日本的需求估计值; FY 代表日本财年
资料来源: KOMATSU, 华泰研究

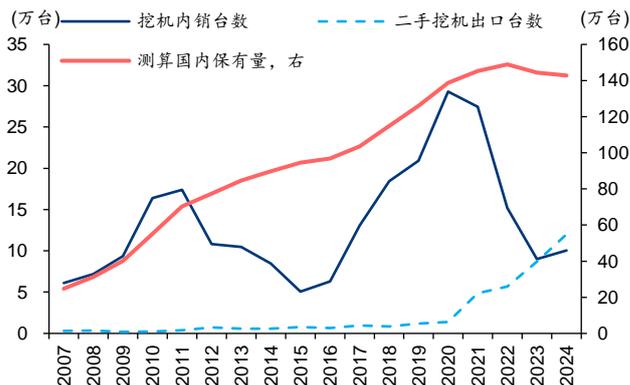
21 年以后我国二手机出口快速提升, 存量设备出清为新机增长腾出空间。有别于前两轮工程机械周期, 21 年以后我国二手挖掘机出口量开始快速提升, 其中 24 年表观二手机出口约 12 万台, 首度高于新机内需和新机出口台数, 与日本 2001 年的情况类似。过去 4 年我国二手机表观累计出口 31 万台, 占到过去十年挖机内销总量 212 万台的约 15%。参考日本经验, 未来 10 年国内二手机出口或持续保持较高水平, 为国内存量设备的出清提供支撑。

图表38: 2021-2024 年我国累计出口二手挖掘机超 30 万台



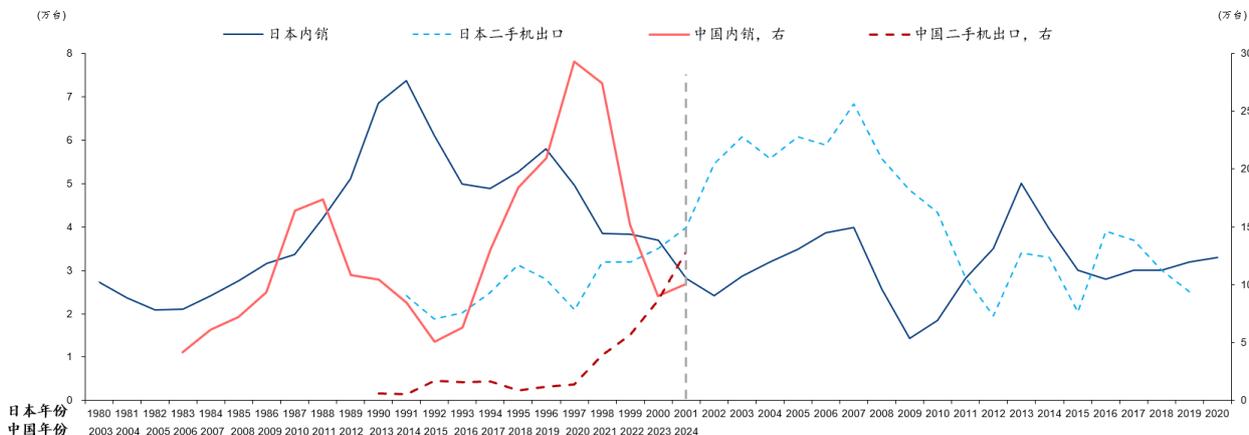
资料来源: 海关总署, 华泰研究

图表39: 2021 年以后二手挖掘机大量出口缓解国内保有量的压力



资料来源: 工程机械协会、海关总署, 华泰研究

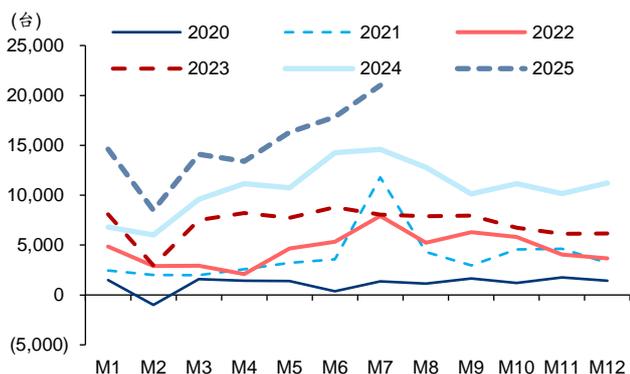
图表40: 中国与日本二手机进程对比



资料来源: 中国工程机械工业协会, KOMATSU, 海关总署, 华泰研究

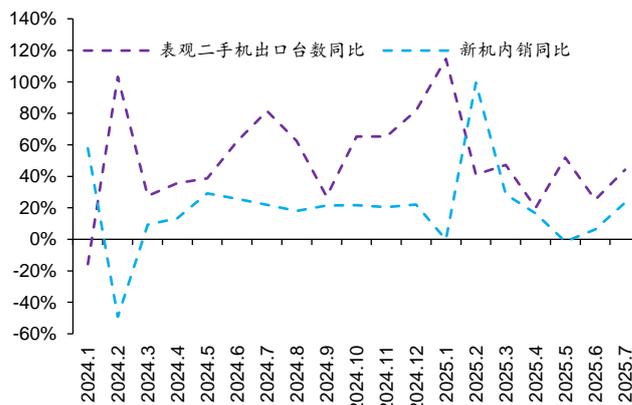
25年1~8月国内二手机出口同比+45%，继续为国内存量出清提供支撑。我们以海关总署对于挖机出口台数的统计和工程机械协会对于新机出口的统计的差额作为表观二手机出口量，2025年前8月表观二手机出口累计10.6万台，同比+45%，延续了2020年以来快速增长的态势，并且在国内内销增速下滑的5月出现了明显的增速抬升，或说明年内二手机出口仍在助力国内存量设备的出清，在下游需求整体未出现明确拐点的背景下支撑了挖机内销的需求修复。同时25年二手机出口增速中枢整体较24年略有下行，或说明国内适合出口的工况较好的存量设备有所减少，存量供需较24年进一步趋紧。

图表41：2025年国内表观二手机出口量持续快速增长



资料来源：工程机械协会、海关总署，华泰研究

图表42：国内二手机出口与新机内销增速呈现出一一定的负相关关系



资料来源：工程机械协会、海关总署，华泰研究

出口：全球市场稳健增长，国产品牌海外市占率还有很大提升空间

25年发展中国家需求增长势头不减，同时欧洲有望重新进入财政扩张周期。24H2工程机械出口开始回升，24M6装载机出口增速率先上行，24M8挖机出口同比转正，随后增速震荡上行。25年年内工程机械出口量维持增长态势，1~8月挖机出口7.4万台，同比+12.8%，其中7月单月出口同比+31%，增速创23年3月以来新高；1~8月装载机外销台数同比+9%，同样呈现增长态势。终端需求来看，南美和非洲矿山需求持续旺盛，东南亚受益于大选年结束及工业化，基建进程加快，中东世界杯、世博会场馆开始动工。欧洲方面财政开支有望重新进入扩张周期，25年3月德国议会通过了5000亿欧元的财政刺激法案，放宽了对于联邦各州政府的债务限制，以加码基建、国防和能源领域投资。

图表43：24M8以来挖掘机出口增速震荡上行



资料来源：中国工程机械工业协会，华泰研究

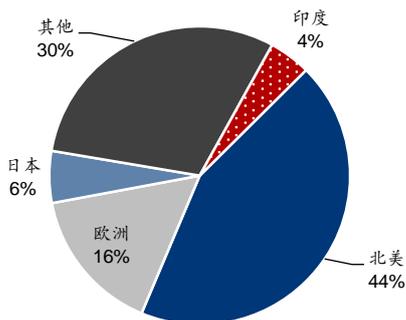
图表44：25M6以来装载机出口重归出口通道



资料来源：中国工程机械工业协会，华泰研究

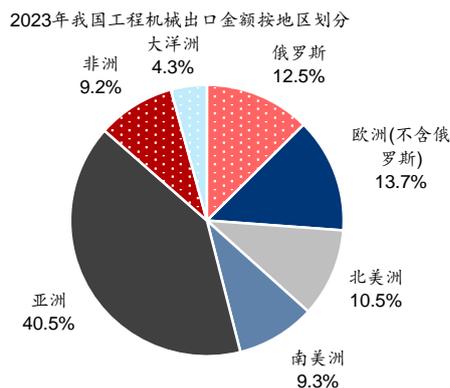
过去市场或更多聚焦新机，认为国产工程机械尤其在发展中国家表现市占率已经较高。据海关数据，2023年我国工程机械出口金额若按区域划分，亚洲为第一大市场，占比约41%，其次为欧洲占比约26%（其中俄罗斯占比约12.5%，其他欧洲地区占比仅13.7%），我国出海重心落在发展中国家。根据AEM数据，2023年全球（除中国外）工程机械新机销量约104.1万台。根据中国工程机械工业协会数据，2023年中国工程机械新机出口销量为25.8万台，占海外市场总需求的25%，新机维度中国生产机型的海外市占率已达到一定水平。若考虑中国工程机械设备在北美、欧洲地区进展较慢而在东南亚等发展中国家渗透较快，我们认为若只比较新机维度，中国工程机械设备在发展中国家市占率已经较高。

图45：2023年全球中国以外各区域工程机械需求金额占比



资料来源：AEM，华泰研究

图46：2023年中国工程机械出口仍主要靠发展中国家支持



资料来源：海关总署，华泰研究

但考虑海外二手机需求量，国产新机出海还有较大空间。我们以挖掘机进口总量和新机销量的差额作为二手机进口量，2023年东盟国家二手机需求旺盛，以挖掘机进口量较大的马来西亚和越南市场为例，当地二手挖掘机进口量分别达到新机销量的7和19倍，即当地二手机需求占比达90%左右的水平。若以当地进口总量代替新机为分母，我们发现中国出口实际仅满足了东南亚区域33%的需求，如果进一步考虑国内出口数据中二手机以及东南亚当地部分本土制造产品的影响，我国新机在当地的真实市占率或在20%以下。这点从日本对当地的出口数据亦可获得验证，2023年日本出口该区域的二手机占比高达79%，除泰国外的绝大多数国家进口90%以上为二手机。

图47：东盟各国2023年挖掘机新机、二手机需求和净进口情况（台）

国家	新机销量	净进口量	测算二手机进口量	二手机需求占比	日本二手机/日本			中国出口/当地		
					日本出口量其中：二手机	其中：新机	整体	中国出口量	需求	
马来西亚	2,857	22,623	19,766	87%	2299	2070	229	90%	3,151	14%
越南	621	12,021	11,400	94%	7394	7236	158	98%	4,664	38%
泰国	6,553	13,281	6,729	51%	6146	2526	3620	41%	4,321	33%
菲律宾	5,070	9,677	4,607	47%	3569	3360	209	94%	5,902	61%
缅甸	304	1,341	1,037	77%	160	147	13	92%	1,170	87%
老挝	328	1,001	673	67%	158	145	13	92%	852	85%
柬埔寨	123	287	164	52%	133	133	0	100%	177	57%
文莱	8	44	36	82%	2	2	0	100%	27	61%
东帝汶	5	22	17	77%	0	0	0	/	22	100%
合计	15,869	60,297	44,429	73%	19,861	15,619	4,242	79%	20,286	33%

资料来源：AEM、各国海关，华泰研究

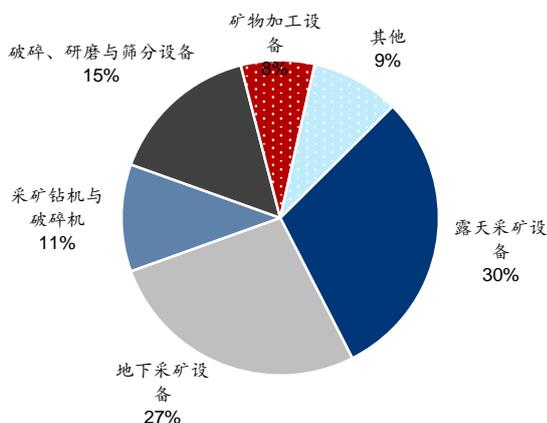
零排放+经济性优势，新能源矿卡前景广阔

矿企资本开支持续扩张，矿卡国产替代空间大

矿挖、矿卡是露天采矿的核心设备。矿山机械是直接用于矿物开采和富选等作业的机械，包括露天采矿设备、地下采矿设备、凿岩设备、研磨粉筛设备、矿物加工设备等，其中露天采矿设备价值量占比达 30%。露天采矿设备主要以矿用卡车、液压挖掘机、推土机为主，由 mining-technology 数据，截至 2023 年，全球共有 15.32 万台露天采矿设备，其中矿用卡车保有量达 9.35 万台，占比 61%，液压挖掘机保有量达 1.69 万台，占比 11%。

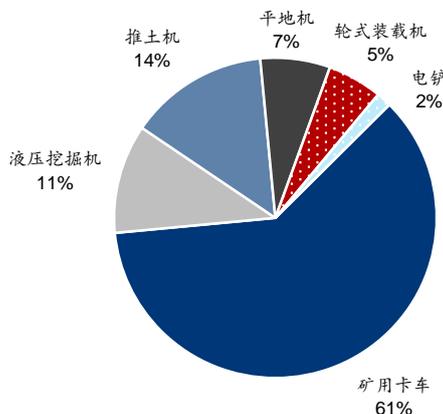
全球矿企资本支出持续攀升，矿机下游景气度维持高位。回顾过去 20 年全球头部矿企资本支出情况，2004-2013 年，由于中国等新兴经济体的工业化进程加速，矿产资源需求急速增加；2014-2017 年，由于铁矿石、煤炭等大宗商品价格暴跌，矿企大幅削减资本开支；2018 年至今，新能源产业快速推动了对铜、锂、钴等关键矿产资源的需求，矿企资本开支进入上升通道；2023 年，头部 15 家矿企资本开支总计达 591 亿美元；根据 Bloomberg 预测，预计 2025 年头部 15 家矿企资本开支总计将达 677 亿美元。随着全球能源转型推进，绿色矿产需求激增，叠加高品位资源稀缺性加剧，矿机下游景气度有望维持高位。

图表 48：2023 年全球以价值量占比计算的矿山机械分类



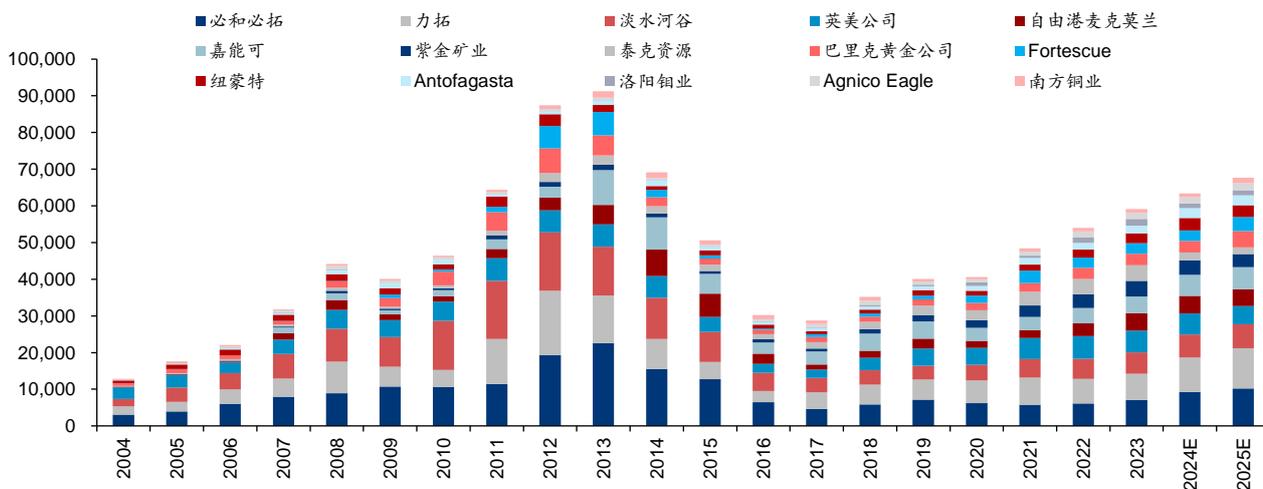
资料来源：Coherent Market Insights，华泰研究

图表 49：2023 年全球以台数占比计算的露天采矿机械



资料来源：mining-technology，华泰研究

图表 50：主要矿企资本开支持续走高（单位：百万美元）



资料来源：Bloomberg，华泰研究

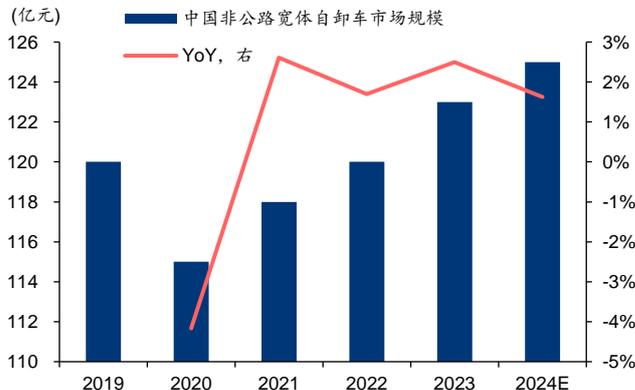
2029 年全球矿卡市场有望达 500 亿美元级别，包含刚性矿卡和自卸车两大主要品类。矿用卡车包含刚性矿卡、非公路宽体自卸车、铰接式卡车等品类。其中非公路宽体自卸车起源于国内，由自卸车改造而来，相比自卸车车体更宽、承载力更高，目前主要在国内使用，而海外市场更多以刚性矿卡为主。据共研网数据，2023 年中国非公路宽体自卸车市场规模为 125 亿元，规模稳中有升。据 market research intellect，2023 年全球刚性矿卡市场规模为 153 亿美元，其预计将达到 2029 年将增长至接近 500 亿美元，5 年复合增速接近 20%。

图表51：未来 5 年全球刚性矿卡市场有望持续增长



资料来源：market research intellect，华泰研究

图表52：2019 年以来中国非公路宽体自卸车市场收入规模稳中有升



资料来源：共研网，华泰研究

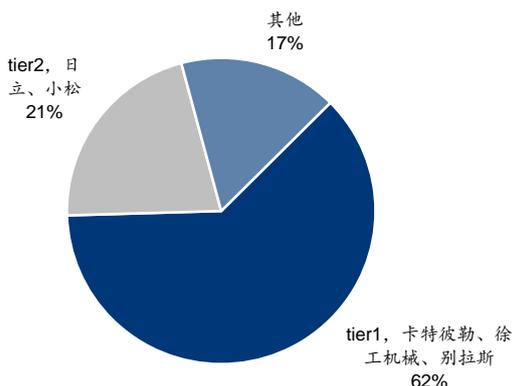
矿机是功率最高的工程机械之一，此前超 80% 份额被海外品牌垄断。对比矿用设备和普通工程机械，矿用设备的发动机功率在 1000~3000kw 之间，工作重量在百吨以上，矿挖的铲斗容量、矿卡的有效荷载重量都是普通挖机、卡车的数倍乃至十倍以上。重型装备有着更高的竞争壁垒，矿挖和矿卡市场仍高度集中于外资品牌。据 QYResearch，2022 年全球刚性矿卡前五大公司为卡特彼勒、徐工机械、别拉斯、日立、小松，CR5 达 83%，仅一家中国公司位列前五；由慧聪工程机械数据，2025 年全球大吨位矿挖前六家公司为卡特彼勒、小松、日立、利勃海尔、别拉斯和沃尔沃，CR6 超过 90%，国外公司占据大吨位矿挖几乎全部的市场。

图表53：矿机的特点是“大”

	大型挖掘机	矿用液压挖掘机		非公路用卡车	矿用卡车
型号	374 NR3	6060	型号	770 (07)	794 AC
图片			图片		
发动机功率	569kW	2248kW	发动机功率	377kW	2610kW
工作重量	74.5t	599 t	工作重量	71.21t	521.63t
最大挖掘距离	11.47m	16.5m	有效荷载重量	38.6t	297 t
铲斗容量	5m ³	34m ³			

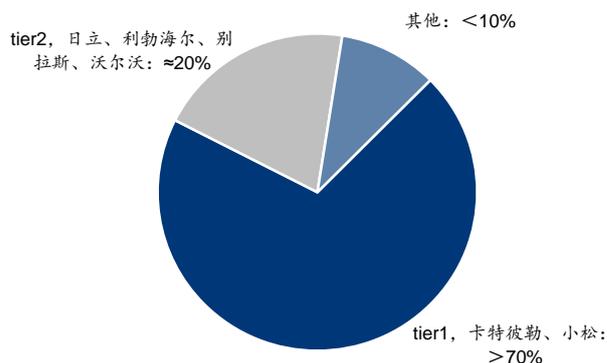
资料来源：卡特彼勒官网，华泰研究

图表54：2022年矿用刚性自卸车竞争格局（按金额）



资料来源：QYResearch，华泰研究

图表55：2022年大吨位露天矿挖竞争格局（按金额）



资料来源：慧聪工程机械网，华泰研究

新能源矿卡逐步具备经济合理性，中国矿卡有望弯道超车

海外矿企积极推进双碳目标，新能源矿卡渗透率有望提升。近年来，环境问题愈发得到重视，各大矿企对实现节点、实现路径进行规划，以实现“碳达峰”与“碳中和”。由必和必拓《气候转型行动计划》，必和必拓将在2030年实现碳排放减少30%（以2020年为基准线），2050年实现温室气体净零排放；由Fortescue2023年报，Fortescue将在2030年实现澳大利亚铁矿石业务的净零排放；由力拓年报，力拓将在2030年实现碳排放减少30%（以2018年为基准线），2050年达到净零排放。为实现长期净零排放目标，各大矿企提出电动采矿设备取代柴油设备的实现路径，新能源矿卡需求持续升温。

随着锂电池成本下降，新能源矿卡在小吨位上已具备TCO优势。对载重70t的燃油矿卡/电动矿卡/混动矿卡进行全生命周期成本测算，假设燃油矿卡/电动矿卡/混动矿卡（增程式）的耗能分别为0.2L/m³、0.85kwh/m³、0.15L/m³，电价/油价分别为0.7元/kwh、7.5元/L，其TCO分别为509/384/488万元，电动矿卡/混动矿卡的TCO经济性分别为124/21万元，新能源矿卡在小吨位上已经具备一定TCO优势。对矿卡TCO进行拆分，燃油矿卡TCO主要来自使用时的油耗，新能源矿卡TCO则主要来自购置成本，其中电池包占比约30%，未来随着电池包价格下降，新能源矿卡的TCO经济性有望进一步提升。

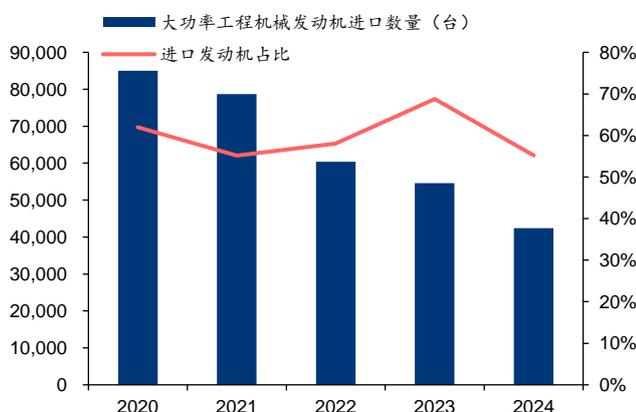
图表56：小吨位（70t 载重）燃油矿卡、电动矿卡、混动矿卡 TCO 测算

	燃油矿卡	电动矿卡	混动矿卡（增程式）
矿卡购置成本(万元)	75	108	167
电池成本(万元)		42	13
电池单价(元/kwh)		1000	1000
带电量(kwh)		423	130
购置税(万元)	8	0	0
矿卡初始购置成本(万元)	83	150	180
电耗/油耗(kwh/m3,L/m3)	0.222	0.851	0.145
电价/油价(元/kwh,元/L)	7.5	0.7	7.5
单车容积(m3)	40	40	40
年均能耗费(万元)	75	27	49
其他费用(万元)	22	27	23
年均成本合计(万元)	97	54	71
使用年限	5	5	5
残值率(%)	10%	5%	7%
年折现率(%)	4%	4%	4%
购置成本(万元)	83	150	180
年均成本现值(万元)	431	239	318
残值现值(万元)	6	4	10
全生命周期成本(万元)	509	384	488
电动矿卡 TCO 经济性(万元)		124	21

资料来源：势来电公众号，华泰研究测算

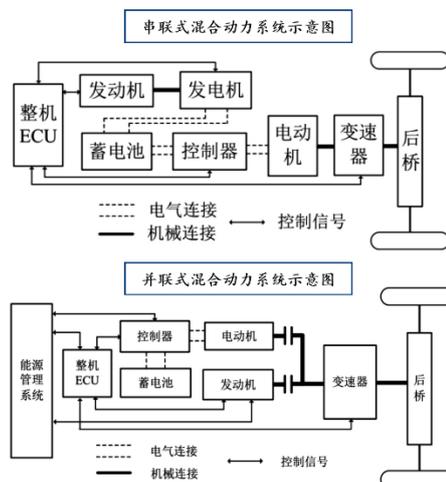
混动方案有望降低对于矿卡发动机的要求，利好国产化率提升。据海关总署，2024 年我国大马力工程机械进口发动机约 4 万台，我们以国内中大挖+刚性矿卡+公路自卸车产量作为分母进行推算，过去 5 年我国大功率工程机械发动机进口占比长期达到 60%左右的水平，考虑到矿机的发动机功率往往在 1000-2000kw，远大于该数据的分类线 132.39kw，实际矿卡/矿挖发动机进口率或更高。由于传统燃油矿卡发动机需直接驱动车轮，需同时满足重载启动、爬坡、复杂路况等极端工况下的瞬时大扭矩需求，因此需具备大排量和高功率储备，以应对峰值负荷。而增程式矿卡的发动机仅作为发电机，工作场景从全工况覆盖转变为稳定发电的高效区间运行，对瞬时峰值功率的需求降低。矿机产品由传统燃油向混合动力演变的背景下，发动机要求降低，有望化解行业的卡脖子问题。

图表57：2024 年我国工程机械用大功率（≥132.39kw）柴油发动机进口需求占比仍超 50%



资料来源：海关总署，中国工程机械工业协会，共研产业咨询，华泰研究

图表58：并联和串联式混合动力系统示意图



资料来源：混合动力拖拉机动力系统方案研究，华泰研究

未来快充瓶颈技术突破后矿卡电动化趋势有望加速。矿用卡车用电量需求远高于一般车辆，且由于过高电池密度会导致电池易发生热失控，电池容量存在上限，导致矿卡电池需要频繁充电，以150t带2000度电的矿卡为例，每隔4-6h就需要进行一次充电，并且需要数小时的停机时间，极大降低矿卡的生产力。为攻克该瓶颈，目前有静态快充和动态超充两种技术路线，静态快充即采用多枪充电、兆瓦充电系统等方法，缩短充电时间；动态超充则是使用电源轨或主要路径上的架空接触网线路进行循环充电。目前行业内对于电动矿卡充电技术路径尚未有统一方案，公司也将加大研发力度，攻关技术难点。

高一体化研发+制造打造徐工竞争优势，宽体车资产注入补齐产品矩阵

研发端持续加码，电池、电机、电驱电控等核心零部件全部自研。公司高度重视研发，研发投入快速增加，2020-2024年，公司研发投入由24亿增加至37亿。公司2023年成立新能源研究院，针对集成系统、动力源、电驱总成三大板块进行自主研发，集成系统方面，公司新能源系统完全自研，在确保高可靠性的同时具有高集成性；动力源方面，公司自研增程器平台、动力电池和BMS，保证动力源与公司产品的适配性，同时，动力源技术对工程机械性能起决定性作用，动力源技术的自主掌控也为公司塑造了独特的市场竞争力；电驱总成方面，公司目前已实现高度集成电驱的自主研发。同时，公司各主机厂设新能源所，负责技术到产品的转化，公司研发端持续发力，为产品走在行业前沿提供支持。

生产端产业链齐全，高内部配套率打造成本优势。公司产业链齐全，拥有国内工程机械门类覆盖面最全的产品线，此外，公司围绕新能源零部件的布局也在紧锣密鼓地推进。子公司江苏睿控集中攻关超高压电机控制系统以及电驱集成系统产业化，徐工动力科技和徐工弗迪协同发展电池包和电芯，大连日牵负责矿用电机生产。公司围绕新能源形成了自主可控、母公司产业链补强的立体零部件产业布局。同时，公司内部配套比例也在逐年提高，由公司24年半年报，徐工传动的驱动桥和减速机内部配套率超80%、履带底盘超95%，随着研发技术的逐渐成熟，电池包等核心新能源零部件内部配套率快速提升，打造徐工差异化优势。

图表59：公司部分子公司/合资公司进展情况

公司名称	主营业务	最新进展
徐工弗迪	电芯	徐工弗迪15GWh动力电池生产基地项目，目前第一条105型号产线已满负荷生产，第二条115型号产线已贯通，第三条114型号产线已安装完成80%，即将投产。
徐工动力科技	电池包	2024年11月，携爆款产品B245G01动力电池包、B245A动力电池系统、分布式BMS、XSWP-B统型换电系统亮相上海宝马展；徐工动力电池PACK项目ctp2.0产线已满产，ctp3.0产线正处于施工阶段。
江苏睿控	电驱、电控	集中攻关超高压电机控制系统以及电驱集成系统产业化。
大连日牵	电机	建有矿车研究所，产品覆盖108T、120T、130T、154T、170T、220T、260T、300T、400T的电动轮矿车产品。

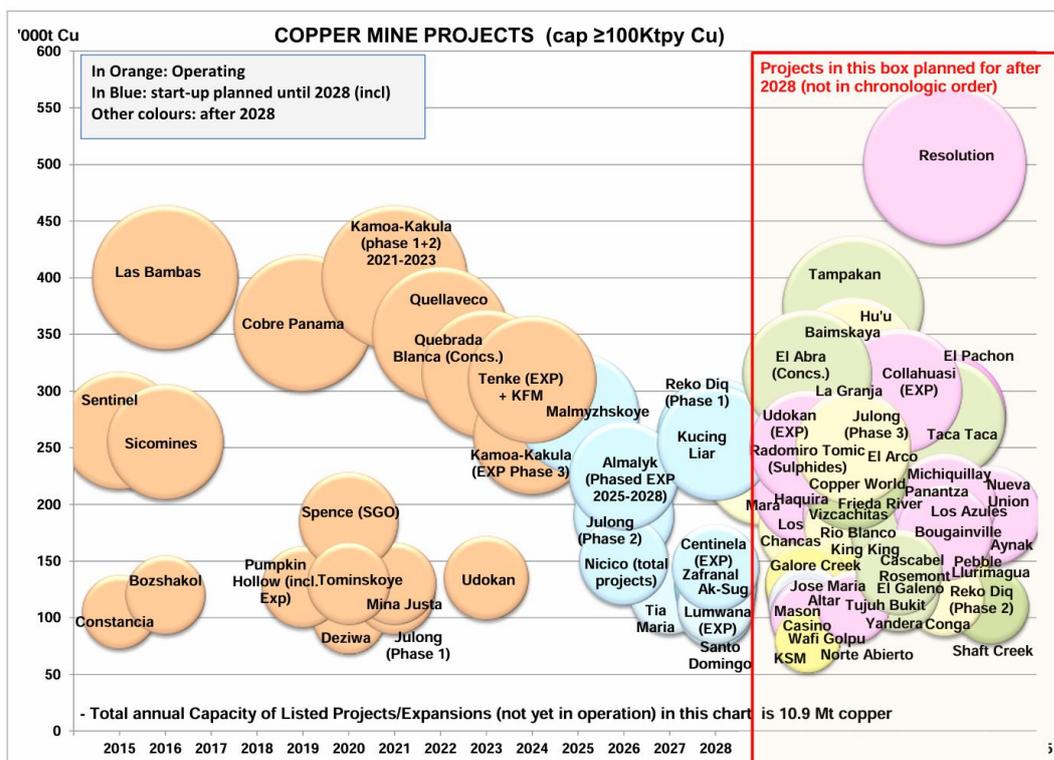
资料来源：公司公告，公司官网，金龙湖发布公众号，华泰研究

市场端喜报频传，手握多个新能源大单、百台无人纯电动矿卡投运。公司有较好的头部客户基础，2014年公司就从零部件出发与国外矿企如力拓进行合作，2021年矿用平地机成功交付力拓。2024年11月上海宝马展上，公司达成意向订单超6000台、金额近100亿元。其中，与Fortescue现场签署30亿人民币的绿色矿山设备合同，是目前电动矿山机械出口最大订单；同日公司与青山集团签订徐工青山合资协议。2025年5月，公司百台纯电无人驾驶矿卡交付华能伊敏露天煤矿，正式投入编组运营，实现-40℃纯电驱动系统连续作业三班常态化运行、6min内全自动换电、作业效率达有人驾驶的120%。新能源订单喜报频传，既表明工程机械电动化、绿色化的发展方向，也表明公司新能源产品走在行业前列。

通过收购注入宽体车资产，建立矿山机械成套化产品竞争优势。2025年4月18日，公司发布公告，拟以8.2亿价格收购徐工重型车辆51%的股份，标的24年利润1.3亿元，对应PE 12.5倍。同时，徐工南汽做出业绩承诺，25/26/27年归母净利润不低于1.4/1.6/1.8亿元，累计不低于4.9亿元。资产注入后，宽体车将与两桥矿车、矿挖、电铲、铰卡产品协同发展，形成行业内产品系列最齐全、竞争力最强的露天矿山机械挖、装、运成套化解决方案，建立成套化、系列化产品优势，助力公司实现全球露天矿山机械装备行业前三的战略目标，打造公司“第二增长曲线”。

矿山小型化趋势下，宽体自卸车大有可为。此次收购为公司注入宽体自卸车资产，该产品为结合公路重卡和工程机械技术基础进行系统设计制造的自卸车，属于我国工程机械行业的新兴产品，具备购置及运维成本低、道路要求低、轮胎不需要特制等优势，但在使用寿命、载重量方面不如刚性矿卡。目前宽体自卸车的销售仍以国内为主，出口以东南亚、中东等发展中国家为主。由ICSG《2024年全球铜年鉴》数据，受制于矿品位持续下降，截至2028年，新增的铜矿产能的规模有所减小，集中在300t以下。随着矿山规模逐渐减小，对矿卡载重量要求降低，宽体自卸车因其高性价比有望替代部分刚性矿卡，宽体自卸车前景广阔。

图表60：截至2028年，已计划但未开采的铜矿规模有所减小



资料来源：ICSG《2024年全球铜年鉴》，华泰研究

图表61：公路自卸车、非公路宽体自卸车、非公路矿用自卸车的主要区别对比

类别	公路自卸车	非公路矿用自卸车	非公路宽体自卸车
车架结构	栓接式车架	刚性焊接架	栓接式车架
行驶道路	公路/非公路	非公路	非公路
路面适应性	低	高	高
载重量	10t-20t	70t 以上	20t-80t
使用寿命	公路工况：10 年以上；非公路工 10 年以上	况：5 年以下	5-10 年
安全性	低	高	高
运营维护成本	中	高	低
售后服务便捷性	高	低	高
应用场景	公路运输/矿区运输	矿区运输	矿区运输

资料来源：公司公告，华泰研究



7000 亿矿山机械市场替代空间大，徐工力争 2030 年矿山板块贡献 400 亿收入。据 market research intellect 预测，2029 年全球矿卡市场将增长至接近 500 亿美元。矿卡和矿挖、备件等存在一定搭配关系，据徐工机械 2024 年 10 月投资者关系记录，公司 24 年矿山机械收入中矿卡收入占比约 50%，据此推算 2030 年前后全球矿山机械（含矿卡、矿挖、备件等）市场或达近 1000 亿美元。据公司 25 年 9 月投资者关系记录，公司十五五规划矿山机械板块（含地上、地下矿山设备、备件等）2030 年收入目标超 400 亿，超过 2024 年收入的 40%，考虑到矿山领域壁垒更高，盈利能力或好于其他板块，利润贡献比例或更高。依托于高一体化的研发+制造优势，配合百台级新能源矿卡运营和多个产品订单，公司有望通过矿山机械的国产替代打造新成长曲线。

盈利预测与估值

收入假设

1) 土方机械:

a. 挖机内销: 24年起挖机内销触底回升, 1~8月挖机内销量同比+21.5%, 二手机助力存量设备出清逻辑下, 挖机销售先于地产、基建等终端需求复苏。过去10年国内挖机累计销量约212万台, 考虑到二手机出口消化存量等因素, 我们预计国内挖机存量约200万台, 10年更新假设下, 稳态更新需求约20万台, 假设2027年内需回升到稳态水平, 则期间复合增速约25%, 给予挖机行业内销量2025~27年20%、25%和25%的增长预期。

b. 挖机出口: 过去3年挖机出口复合增速约14%, 25年开年以来平稳增长, 前8月挖机出口量同比+13%, 西亚北非等基建、矿山需求持续释放, 同时中国品牌在全球市占率持续提升, 给予2025~27年挖机出口量15%、15%和15%的增长预期。综合内销和出口, 预计挖机行业增速分别为18%、21%和21%。

装载机方面, 25年前8月装载机内销+出口台数整体同比+13%, 整体趋势与挖机相同, 但成长性稍弱于挖机, 给予2025~27年14%、18%和18%的增速预期。综合两者预期, 给予土方机械2025~27年销量17%、20%和20%的预期。

公司25H1土方板块收入同比+22%, 好于挖机/装载机上半年分别同比+17%/+11%的销量增长。公司为国内挖机、装载机行业前二的龙头企业, 过去3年土方继续行业市占率在18%左右, 随着未来混改对于经营活力的持续释放, 假设未来3年市占率分别为18.8%、19.1%和19.5%, 持续提升。随着挖机价格竞争烈度的趋缓、电动化高端产品占比的提升, 未来价格有望维持2%的小幅增长态势。综合量价假设下我们预计2025~27年土方板块收入同比+21%、+21%和+22%。

2) 起重机械: 据协会, 1~8月起重机总销量同比+2%, 8月汽车/随车起重机快速增长, 塔吊内销量同比降幅亦出现收窄, 显示景气度正由挖机向非挖产品传导的复苏态势。未来随着风电的逐步发力以及地产的潜在复苏, 行业景气度有望逐步见底回升, 给予2025~27年+6%、+15%和+18%的行业增速预期。起重机械行业为寡头垄断行业, 过去3年公司份额相对稳定, 价格有所波动主要系产品需求结构变化, 25H1公司起重机械业务收入同比+3%, 好于上半年起重机械-8.4%的行业销量增速, 保守假设下, 给予公司2025~27年+6%、+15%和+18%的收入增速预期。

3) 矿山机械: 全球矿山机械市场规模庞大, 据慧聪工程机械网, 2023年全球矿山机械市场规模超1000亿美元, 公司2024年64亿收入仅占全球不到1%的份额, 未来增长更多依靠份额提升。2022~24年公司矿山机械海外业务复合增速达到56%, 假设2025~27年出口维持50%的增长。国内矿机主要以服务煤矿和砂石骨料矿山为主, 由于22年以来煤价持续下行, 公司矿机内销有所下降, 而随着煤价降幅的逐步趋缓以及公司新能源矿卡新品的持续发动, 公司矿机内销有望逐步恢复增长, 假设2025~27年内销增速分别为0%、30%和30%。25H1公司矿山机械业务收入同比+33%, 其中有部分并表因素影响, 综合给予公司矿山机械业务2025~27年26%、42%和43%的增速预期。

4) 混凝土机械及其他业务: 历史上景气复苏略滞后于挖机和装载机, 同时成长性相对较弱, 基于土方机械的预测, 给予相关业务2025~27年15%、+16%和+18%的增长预期。

图表62：徐工土方、起重、混凝土机械量价拆分

	销量 (台)						预测增速		
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
土方机械	74766	56098	57479	68285	81327	97186	19%	19%	20%
起重机械	29742	30304	22991	24370	28026	33071	6%	15%	18%
混凝土机械	5021	4848	4369	5024	5828	6877	15%	16%	18%
	平均单价 (万元/台)						预测增速		
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
土方机械	32	40	42	43	43	44	2.0%	2.0%	2.0%
起重机械	80	70	82	82	82	82	0%	0%	0%
混凝土机械	189	215	215	215	215	215	0%	0%	0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表63：徐工机械分业务拆分及预测 (百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
土方机械	31,449	23,639	22,561	24,005	29,088	35,337	43,072
同比		-25%	-5%	6%	21%	21%	22%
起重机械	33,200	23,860	21,187	18,898	19,984	22,981	27,118
同比		-28%	-11%	-11%	6%	15%	18%
矿业机械	3,576	5,133	5,861	6,362	8,029	11,438	16,371
同比		44%	14%	9%	26%	42%	43%
混凝土机械	9,502	10,425	9,408	10,802	12,531	14,786	
同比		10%	-10%	15%	16%	18%	
其他	37,402	31,684	32,814	32,981	33,557	35,569	37,899
同比		-15%	4%	1%	2%	6%	7%
营业总收入	84,328	93,817	92,848	91,660	101,460	117,856	139,246
		11%	-1%	-1%	11%	16%	18%

资料来源：Wind，华泰研究预测

毛利率假设

公司各业务毛利率主要和收入规模以及国企改革提质增效相关，**1) 土方机械**：21~23 年收入下降，毛利率从 27.4% 下降到 25.7%，24 年出口拉动下收入同比提升，毛利率略有改善，随着 2025~27 年收入的增长，相关业务毛利率为 25.5%、26% 和 26.5%，整体呈现回升态势。**2) 起重机械**：通过提质增效，24 年公司在收入同比下降 11% 的情况下实现了毛利率基本持平，随着 2025~27 年收入的增长和提质增效工作的持续推进，假设毛利率分别为 22.35%、22.70% 和 23.00%。**3) 混凝土机械**：24 年毛利率下降主要系景气下滑以及竞争加剧，随着 2025~27 年收入的增长，毛利率有望逐步朝着 23 年的方向恢复，假设 2025~27 年毛利率分别为 15.5%、16.0% 和 16.5%。综合来看，预计公司 2025~27 年整体毛利率分别为 22.13%、22.59%、23.08%。

图表64：分业务毛利率情况

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
土方机械	27.37%	25.32%	25.69%	26.18%	25.50%	26.00%	26.50%
起重机械	21.75%	19.87%	22.60%	22.35%	22.35%	22.70%	23.00%
矿业机械				22.00%	23.00%	24.00%	25.00%
混凝土机械	17.53%	16.34%	18.05%	14.99%	15.50%	16.00%	16.50%
其他		21.09%	25.33%	22.29%	21.00%	21.00%	21.00%
综合毛利率	16.24%	20.21%	22.38%	22.55%	22.13%	22.59%	23.08%

资料来源：Wind，华泰研究预测

费用率假设

销售费用率，24 年公司销售费用率同比下降 1.4pct，主要系中间商、市场建设费有所下降，工程机械行业竞争格局日趋稳定，公司全球渠道搭建初步完成，假设 2025~27 年销售费用率分别为 5.2%、5.0% 和 4.8%；**管理费用率**，24 年略有增长，主要系人工薪酬增加以及股权激励费用增加，未来随着规模效应的逐步体现，管理费用率有望下降，假设 2025~27 年管理费用率分别为 3.0%、2.8% 和 2.7%；**研发费用率**方面有望保持稳定，假设 2025~27 年分别为 4%、4% 和 4%。

图表65：费用率和净利率假设

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.66%	7.21%	7.22%	5.79%	5.20%	5.00%	4.80%
管理费用率	1.45%	2.44%	2.91%	3.07%	3.00%	2.80%	2.70%
研发费用率	3.17%	4.35%	4.31%	4.08%	4.00%	4.00%	4.00%
净利率	6.70%	4.58%	5.64%	6.53%	7.80%	8.10%	8.84%

资料来源：Wind，华泰研究预测

综上所述，我们预计公司 25~27 年归母净利润至 79、95 和 123 亿元，对应 PE 17、14 和 11 倍。

估值分析

估值处于历史中位数，看好未来业绩持续释放带来戴维斯双击。截至 10 月 13 日收盘，当前股价对应公司 2025 年 PE 17 倍，可比公司选用国内头部工程机械主机厂三一重工、中联重科和柳工，相关公司 2025 年一致预测平均 PE 约 16 倍。考虑到公司在头部主机厂中矿山机械业务布局最为完善，有望在未来国产替代浪潮中持续扩大先发优势，获得更大的长期成长空间，同时国企改革下现金流有望持续改善，盈利能力持续提升。看好公司估值逐步向三一看齐，给予公司 25 年 20 倍 PE，目标价 13.4 元，维持“买入”评级。

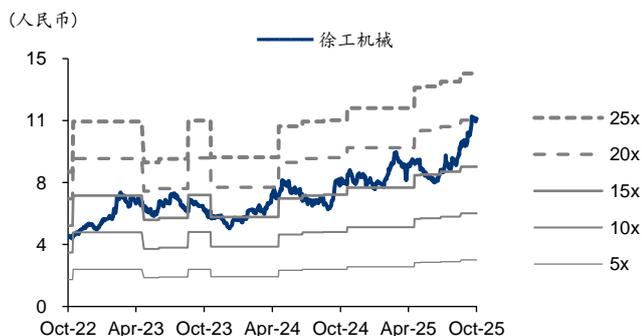
图表66：可比公司估值表 (2025/10/13)

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润(百万元)					CAGR3	PE (倍)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A		2025E	2026E	2027E	
600031 CH	三一重工	1,946	22.96	5,975	8,648	10,803	13,181	30%	33	22	18	15	
000157 CH	中联重科	671	8.00	3,520	4,968	6,151	7,387	28%	19	14	11	9	
000528 CH	柳工	224	11.03	1,327	1,885	2,523	3,272	35%	17	12	9	7	
	平均								23	16	13	10	
000425 CH	徐工机械	1,315	11.37	5,976	7,900	9,538	12,292	27%	22	17	14	11	

注：除徐工机械外可比公司归母净利润均来自于 Wind 一致预期均值，CAGR 为 2024-27 年复合增速；

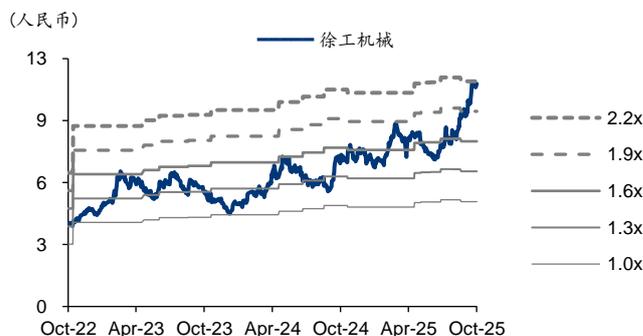
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表67：徐工机械 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表68：徐工机械 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

风险提示

- 1) 地缘政治及汇率波动风险:** 据公司 24 年年报, 公司海外收入占比约 45%, 地缘政治风险将影响公司海外收入, 人民币汇率波动将影响公司的盈利水平, 公司存在汇率波动风险。
- 2) 行业竞争格局超预期恶化:** 工程机械行业竞争充分, 若下游需求疲软, 行业内主要公司有可能通过降价的方式抢占份额, 影响板块盈利能力。
- 3) 矿机新能源化进程不及预期:** 矿卡电池需要频繁充电, 长停机时间将降低生产力。为攻克该瓶颈, 目前有静态快充和动态超充两种技术路线, 尚未有成熟完善的解决方案, 未来如相关技术突破不及预期可能带来矿山机械新能源渗透率提升进度不及预期的风险。
- 4) 内需复苏预期不及预期:** 二手机出口更多是为国内挖机更新需求的修复提供支撑, 但行业上行的根本触发因素仍有赖于基建地产等土方需求的复苏, 如后续内需复苏不及预期则工程机械内销可能难以上行。

免责声明

分析师声明

本人，倪正洋、杨任重，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 徐工机械（000425 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师倪正洋、杨任重本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 徐工机械（000425 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 徐工机械（000425 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 徐工机械（000425 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数, 德国市场基准为 DAX 指数), 具体如下:

行业评级

增持: 预计行业股票指数超越基准
中性: 预计行业股票指数基本与基准持平
减持: 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入: 预计股价超越基准 15% 以上
增持: 预计股价超越基准 5%~15%
持有: 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出: 预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级: 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策
无评级: 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019
电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521
电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017
电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062
电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123
电子邮件: research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)
电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话: +65 68603600
传真: +65 65091183
<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码: 100032
电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275
电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120
电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068
电子邮件: ht-rd@htsc.com