

# 徐工机械 (000425)

## 中国工程机械龙头，矿机成套打开第二增长曲线

买入 (首次)

2026年02月27日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002  
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄瑞

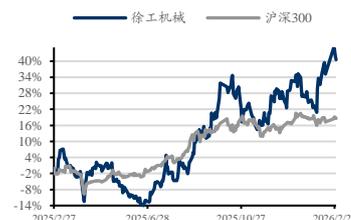
执业证书: S0600525070004  
huangr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	92,848	91,660	105,319	118,657	134,836
同比 (%)	(1.03)	(1.28)	14.90	12.66	13.64
归母净利润 (百万元)	5,326	5,976	7,016	9,028	11,866
同比 (%)	23.51	12.20	17.40	28.68	31.44
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.45	0.51	0.60	0.77	1.01
P/E (现价&最新摊薄)	27.04	24.10	20.53	15.95	12.14

### 投资要点

- **中国工程机械龙头，混改+全球化+多元化助力业绩上行：**徐工机械作为国内工程机械行业领军企业，通过技术创新与体制改革实现了从地方国企向全球化现代上市公司的跨越。公司已完成核心资产整体上市，构建了国资控股与市场化机制并存的治理结构，有效激发了企业活力。公司在起重机、土方机械等传统优势领域保持领先，同时大力拓展高空作业机械、矿山机械等新兴战略板块，形成了完善的产品矩阵。多元化布局与国际化拓展有效平滑行业周期波动，混改后公司盈利能力呈现逆势提升态势，正稳步向千亿级营收规模迈进。
- **国内外共振向上，重点关注海外行业景气度复苏：**(1) **复盘 2025 年：**工程机械板块国内实现全面复苏，出口温和回暖；起重机等非挖设备销量也明显改善。国内外需求共振向上、产能利用率提升及持续降本增效共同推动工程机械板块盈利能力增强，国内核心主机厂的销售净利率均显著提升。(2) **展望 2026 年：**①国内：根据周期更新替换理论，2025-2028 年国内挖机需求预计年均增长超 20%，本轮周期预计至 2028 年见顶。但受资金到位影响，需求转化为销量的速度较缓，整体呈现温和且持久的复苏态势。②出口：海外挖机销量同样存在周期扰动，核心扰动因素为美联储利率周期。我们判断，在美联储降息周期下，海外需求有望于 2026 年进入新一轮上行周期，形成国内外共振局面。
- **矿机成套打开第二增长曲线，电动化&全球化构筑核心壁垒：**矿山机械作为徐工的第二增长曲线，公司凭借成熟的成套化解决方案锁定高盈利的后市场业务，构建深厚护城河。在电动化领域，公司通过自研电池 PACK 及电驱系统实现产业链闭环，低成本与高技术优势加速了新能源产品的市场渗透，助力公司实现 L3 级无人驾驶矿卡的商业化落地。此外，公司全球化战略已从贸易型出海向本土化制造转型，完善的海外产能布局可有效规避贸易风险。整体来看，随着混改红利的持续释放及大规模股权激励的落地，公司经营质量与现金流状况显著优化，看好未来业绩持续上行。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为中国工程机械龙头，主业稳健+矿机成为新增长点，通过电动化&全球化构筑核心壁垒，有望充分受益本轮行业上行周期。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 70/90/119 亿元，当前市值对应 PE 分别为 21/16/12 倍。基于工程机械国内外共振回暖、矿山开采景气度高，公司具备高成长性与高业绩弹性，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业周期波动，基建、地产、矿山项目落地不及预期，政策不及预期，地缘政治加剧风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	12.26
一年最低/最高价	7.57/12.90
市净率(倍)	2.41
流通 A 股市值(百万元)	110,453.07
总市值(百万元)	144,038.03

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.09
资产负债率(% ,LF)	65.86
总股本(百万股)	11,748.62
流通 A 股(百万股)	9,009.22

### 相关研究

- 《徐工机械(000425): 2024 年三季报点评: Q3 业绩超预期, 经营质量持续改善》  
2024-11-02
- 《徐工机械(000425): 2024 年半年报点评: Q2 业绩符合预期, 看好 Q3 业绩加速增长》  
2024-08-29

## 内容目录

<b>1. 中国工程机械龙头，混改&amp;全球化&amp;多元化助力业绩上行</b>	<b>5</b>
1.1. 从技术立身到资本出海，徐工探索出中国高端制造的全球化范式	5
1.2. 国有资本保证战略定力，多元控股激发企业活力	7
1.3. 业绩随行业周期波动，混改后盈利能力呈现逆势提升态势	8
1.4. 海外开拓持续加速，海外毛利率稳步提高	10
<b>2. 国内外共振向上，重点关注海外行业景气度复苏</b>	<b>11</b>
2.1. 工程机械行业进入新一轮周期	11
2.2. 国内市场：挖机温和复苏，资金到位率是关键	12
2.3. 国内市场：非挖底部拐点向上，关注电动化渗透率提升	14
2.4. 出口市场：2026 年海外有望开启新一轮周期向上	16
<b>3. 矿机成套打开第二增长曲线，电动化&amp;全球化构筑核心壁垒</b>	<b>20</b>
3.1. 由单品突破迈向成套输出，矿山全流程能力构筑长期壁垒	20
3.1.1. 看好规模大&盈利高的矿山机械成为行业新增长点	20
3.1.2. 核心竞争力①：前瞻性布局矿山机械，打造公司第二成长曲线	23
3.1.3. 成套化驱动矿机业务升级，锁定高盈利后市场业务	24
3.2. 核心竞争力②：电动化产业链闭环，低成本&高技术构筑双重壁垒	25
3.3. 核心竞争力③：全球化战略持续升级，从贸易型出海转向本土化制造	29
3.4. 核心竞争力④：混改整合优质资产，股权激励领跑行业	32
<b>4. 盈利预测与投资建议</b>	<b>37</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>39</b>

## 图表目录

图 1:	徐工机械从技术积累到资本出海的独特发展范式.....	5
图 2:	徐工机械产品覆盖工程机械行业全品类.....	6
图 3:	2024 年徐工机械土方机械收入规模与友商对比 (单位: 亿元) .....	6
图 4:	2024 年徐工机械起重机收入规模与友商对比 (单位: 亿元) .....	6
图 5:	2024 年徐工机械高机收入规模与友商对比 (单位: 亿元) .....	7
图 6:	2024 年徐工机械矿机收入规模与友商对比 (单位: 亿元) .....	7
图 7:	公司股权结构 (截至 2025 年 12 月 31 日) .....	7
图 8:	集团持股比例持续下降.....	8
图 9:	徐工机械 2001-2025H1 营业收入复盘 (上图单位: 亿元) .....	9
图 10:	公司混改前利润波动较大 (单位: 亿元) .....	9
图 11:	公司混改后盈利能力稳定提升.....	9
图 12:	公司 2000 年以来分六个阶段.....	10
图 13:	徐工机械分地区收入情况.....	11
图 14:	徐工机械分地区毛利率情况.....	11
图 15:	2002-2025 年国内&出口挖掘机销量及增速 (单位: 台) .....	11
图 16:	自 2021 年起, 四家主机厂的海外营收占比提升迅猛.....	12
图 17:	2025H1 主机厂海外毛利率水平显著高于国内.....	12
图 18:	2020-2029 年国内挖机销量预测 (单位: 台) .....	13
图 19:	挖机不同下游有不同的资金来源.....	13
图 20:	2017 年-2025 年国内小挖占比显著提升 .....	13
图 21:	非挖不同种类 2024 年以来国内销量同比增速表现.....	15
图 22:	2025 年主机厂国内混凝土收入开始正增长 (单位: 亿元) .....	16
图 23:	海外挖机销量于 2022 年见顶.....	16
图 24:	欧美地区历史挖机销量情况 (单位: 台) .....	17
图 25:	非欧美地区历史挖机销量情况 (单位: 台) .....	17
图 26:	非挖出口销量同比增速表现相较于挖机更有韧性.....	17
图 27:	国内主机厂海外收入市场空间测算.....	18
图 28:	2020-2024 年全球工程机械销售额 .....	18
图 29:	2024 年全球工程机械分产品销售额占比.....	18
图 30:	中国品牌挖掘机 2024 年海外各地区市占率 (不考虑二手机影响) .....	19
图 31:	中国品牌挖掘机 2024 年海外各地区实际市占率 (考虑二手机影响) .....	19
图 32:	预计 2035 年全球矿山设备市场规模达 2292 亿美元.....	20
图 33:	2025 年露天矿设备收入占矿机市场约 26%, 增长显著 .....	20
图 34:	预计 2026 年铜矿供给量 < 需求量, 差额达 150 千吨 .....	21
图 35:	短期矿物需求激增背景下, 露天矿山经济性更高.....	21
图 36:	矿机以矿卡&矿挖为核心, 2023 年合计收入占比约 90%.....	22
图 37:	2025 年核心厂商矿卡型号丰富&重视大吨位产品开发 (单位: 个) .....	22
图 38:	2024 年徐工机械在露天矿山机械领域排名全球第四.....	23
图 39:	矿机后市场增速稳健, Mordor Intelligence 预计 2035 年零部件市场达 550 亿美元 .....	23
图 40:	露天矿山场景无人驾驶解决方案系统概况.....	23
图 41:	2025Q1-3, 徐工机械矿卡占矿机业务收入比重约 50%.....	24
图 42:	徐工机械智慧矿山解决方案覆盖全品种矿机.....	24

图 43:	多个成套化/单品项目落地, 徐工迎来矿机布局收获期 .....	25
图 44:	徐工仅部分电芯等材料需外采, 动力电池已实现自主开发集成 .....	26
图 45:	市面主流供电方式 .....	26
图 46:	市场主流 5 吨电动/柴油装载机综合使用成本对比 .....	27
图 47:	工程机械主要产品电动化率统计 .....	27
图 48:	2023 年电动装载机下游应用场景 .....	27
图 49:	2022-2025H1 徐工新能源营收保持高增 .....	28
图 50:	徐工与福德士河集团签署中国电动矿机出口最大单 .....	28
图 51:	中国 25 年无人矿卡数量有望实现翻倍&扩大商用规模 .....	29
图 52:	徐工矿机已处于 Level 3 无人驾驶阶段 .....	29
图 53:	徐工连续实现 3 笔跨国并购交易, 海外扩张迅速 .....	30
图 54:	徐工机械&德国施维英宣布签约, 完善混凝土布局 .....	30
图 55:	公司全球销售服务网络布局完善, 135km 服务半径实现 4h 响应速度 .....	30
图 56:	北美排放标准严苛, 预计 2028-2030 年进入 Tier5 阶段 .....	31
图 57:	欧盟 WVTA 证书审核流程复杂, 门槛较高 .....	31
图 58:	徐工巴西生产制造基地 .....	31
图 59:	徐工参与智利工程机械设备展, 切入矿山项目 .....	31
图 60:	2020 年 9 月徐工机械混改方案 .....	32
图 61:	徐工注入移动起重机业务, 2021 年该业务营收占比约 32% .....	33
图 62:	徐工 2022 年后注入挖机、矿机、塔机等多个核心业务 .....	33
图 63:	徐工 2025Q1-3 上市业务呈现均衡分布格局 .....	33
图 64:	徐工机械股权激励进程顺利, 回购&授予规模均远高于友商 .....	35
图 65:	2025Q1-3 徐工经营活动净现金流同比增长 36.5 亿元 .....	35
图 66:	截至 2025Q1-3, 徐工净现比已提升至 94% .....	35
图 67:	徐工表内风险敞口保持稳定 .....	36
图 68:	徐工表外风险敞口带动总风险敞口显著下降 .....	36
图 69:	盈利预测 (单位: 亿元) .....	38
图 70:	可比公司估值表 (截至 2026/2/27) .....	38
表 1:	不同国家挖掘机人均销量情况 (单位: 台/万人) .....	14
表 2:	中国品牌海外挖机主要增长市场分析 .....	20
表 3:	卡特彼勒 290 吨级电动/柴油矿卡综合使用成本对比 .....	28
表 4:	徐工机械首次股权激励计划进展顺利 .....	34

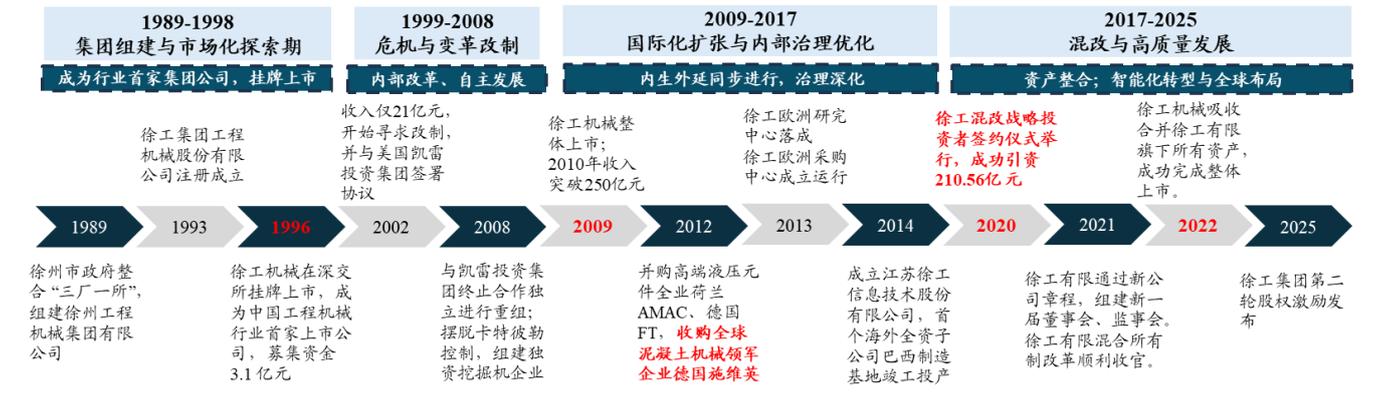
# 1. 中国工程机械龙头，混改&全球化&多元化助力业绩上行

## 1.1. 从技术立身到资本出海，徐工探索出中国高端制造的全球化范式

国内首位、全球领先的全系列工程机械龙头企业。徐工集团工程机械股份有限公司的历史可追溯至上世纪 40 年代，其发展历程交织着技术创新、体制改革与内部治理的博弈。经过多年的内生创新发展和外延并购，公司从地方国企成长为覆盖起重机械、土方机械、混凝土机械、筑养路机械、挖掘机械、重型卡车等全系列工程机械的全球领先企业，连续多年位居国内工程机械首位，全球排名仅次于卡特彼勒与小松。

徐工机械的发展史本质是一部国企改革进化史。公司的发展历程完整呈现了从计划经济工厂到全球领先的现代化上市公司的进化轨迹，从单一国资到多元利益共同体、从本土龙头到全球竞争者，完成了现代化治理和市场化激励的重要转变，成为中国装备制造“走出去”的标杆。

图1：徐工机械从技术积累到资本出海的独特发展范式



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

徐工机械产品覆盖工程机械全领域，主要分为传统优势装备与新兴战略产业两大板块。公司以起重机械、土方机械、道路机械等传统主机产品为基石；同时，正大力拓展高空作业机械、环卫机械、应急救援装备及智能化产品等新兴领域。(1)传统优势装备：包括起重机械、挖掘机械、铲运机械、混凝土机械、桩工机械等。(2)新兴战略产业：包括高空作业机械、矿山机械、农业机械及智能化产品等。(3)核心的基础支撑零部件等。

图2：徐工机械产品覆盖工程机械行业全品类

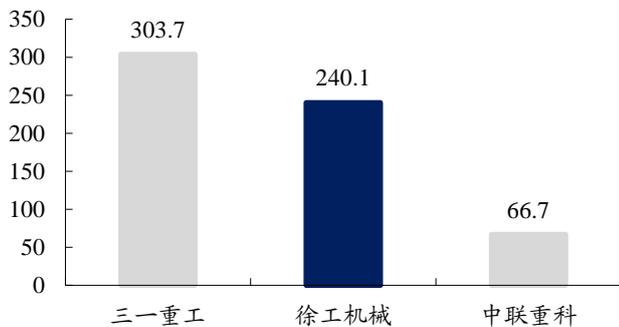
传统板块	挖掘机械	铲运机械	起重机械	道路机械	混凝土机械	桩工机械
	挖掘机	装载机 推土机	汽车起重机 升降机 塔式起重机	压路机 平地机 摊铺机	混凝土搅拌车 混凝土泵车	旋转钻机
新兴板块	矿山机械		高空作业机械			农业机械
	矿用挖掘机	地下铲运机	剪叉式高机	直臂高机	曲臂高机	拖拉机
零部件板块	液压油缸	动力电池	精密铸件	减速机	变速箱	

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**在传统优势领域公司规模保持前列：**在土方领域公司收入规模排名第二，仅次于龙头三一重工；在起重机领域公司收入规模排名第一，在国内起重机市场占据 40%左右市场份额。

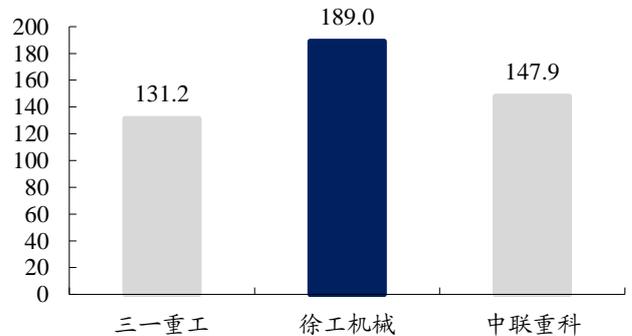
**在新兴领域，公司快速追赶加速成长：**2022 年公司高机收入规模已经成为行业第一，2024 年矿山机械收入规模仅次于龙头临工重机，在矿山机械领域公司呈加速追赶态势。

图3：2024 年徐工机械土方机械收入规模与友商对比（单位：亿元）



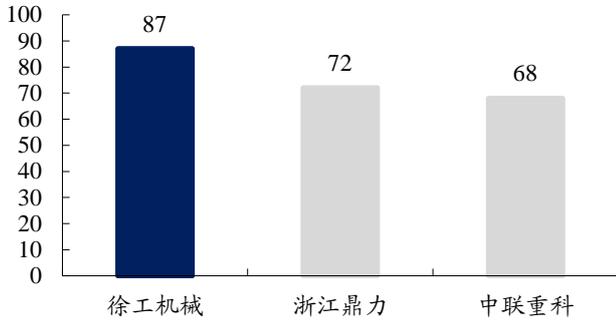
数据来源：各公司年报，东吴证券研究所

图4：2024 年徐工机械起重机收入规模与友商对比（单位：亿元）



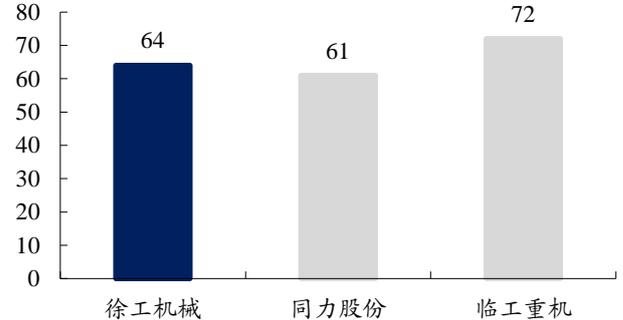
数据来源：各公司年报，东吴证券研究所

图5: 2024 年徐工机械高机收入规模与友商对比(单位: 亿元)



数据来源: 各公司年报, 东吴证券研究所

图6: 2024 年徐工机械矿机收入规模与友商对比(单位: 亿元)

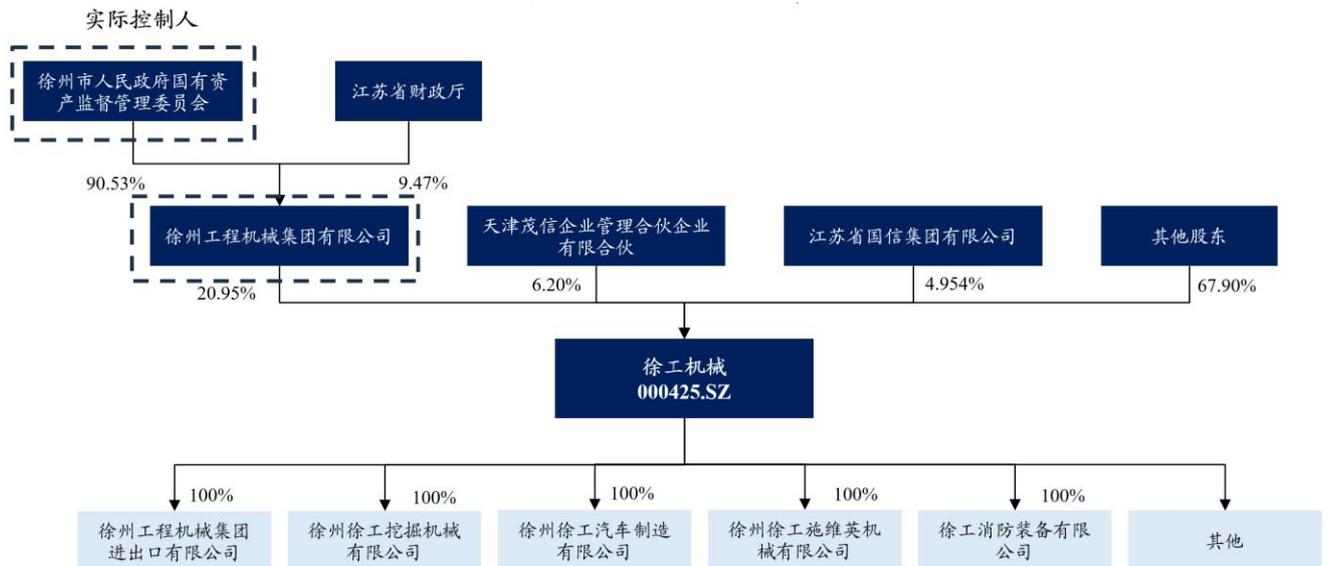


数据来源: 各公司年报, 东吴证券研究所

### 1.2. 国有资本保证战略定力, 多元控股激发企业活力

徐工机械已形成“国有绝对控股、上市公司多元股权、核心业务全资控股”的清晰架构。顶层由徐州市国资委 (90.53%) 与江苏省财政厅 (9.47%) 完全持有徐州工程机械集团, 该集团作为控股股东持股上市公司 20.95%。上市公司层面引入产业资本与市场投资者, 同时对挖掘机械、混凝土机械等所有核心业务板块保持 100% 全资控股, 既保障了国有资本控制力与战略定力, 又通过市场化机制激发了企业活力。

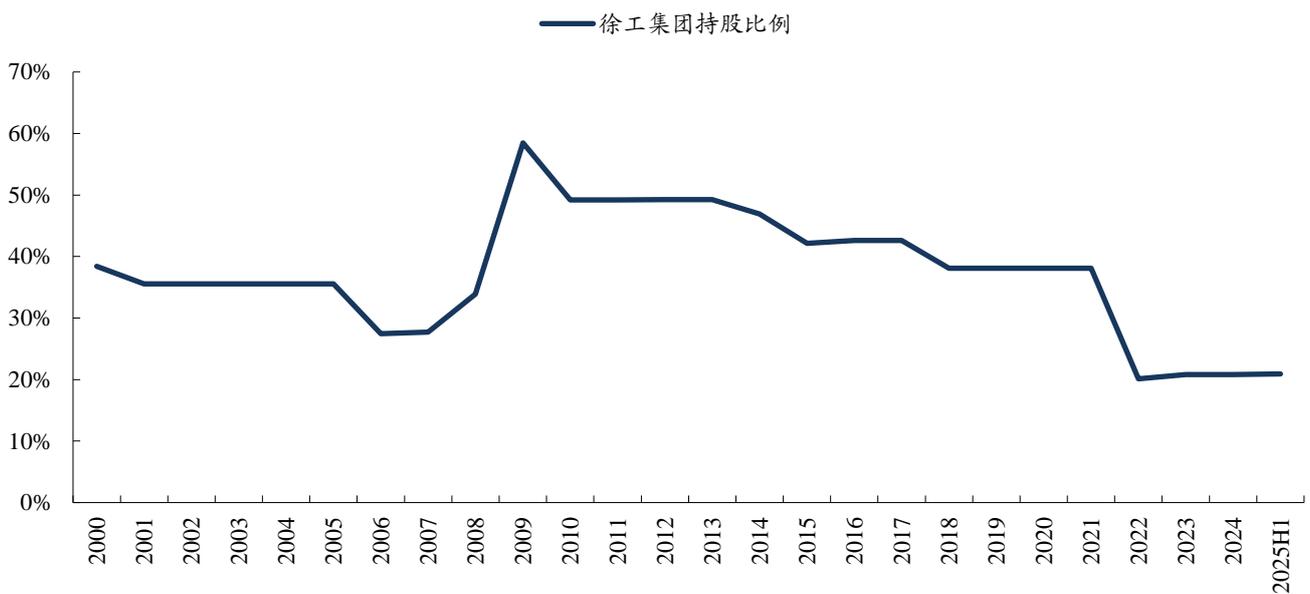
图7: 公司股权结构 (截至 2025 年 12 月 31 日)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**集团持股比例持续下降，公司治理更加市场化。**徐工机械第一大股东的持股比例经历了从上市初期约 33% 上升至 60% 左右再逐步回落至约 20% 的完整周期，前期通过定增和资产注入强化了集团控制力，而后续通过持续引入战略投资者、推行混合所有制改革，清晰地体现了公司从传统国有控股企业，成功转型为治理结构更完善、资本属性更活跃的市场化竞争主体。

图8：集团持股比例持续下降



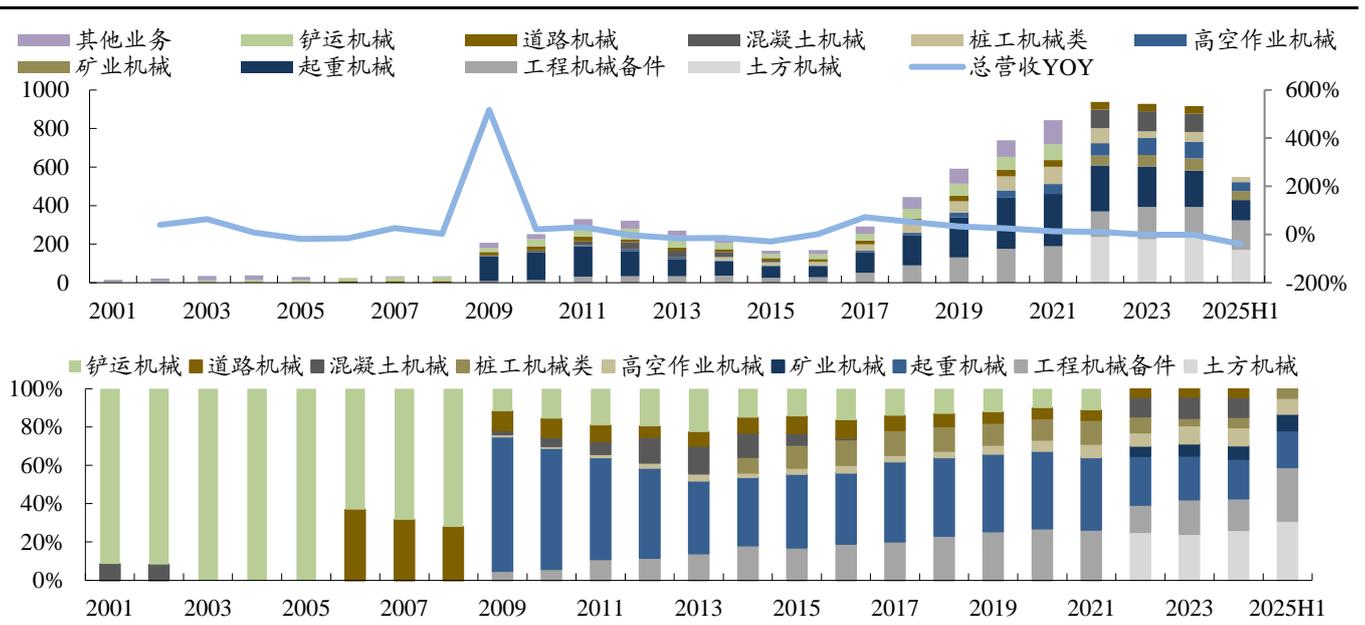
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3. 业绩随行业周期波动，混改后盈利能力呈现逆势提升态势

**起重机+挖机两次资产注入铸就完整产品线，国际化&多元化拓展平滑周期波动。**

(1) **2000-2008 年**：以铲运和道路机械为核心，随着国内装载机市场快速扩张，2008 年公司铲运机械收入相较于 2000 年翻四倍；(2) **2009-2021 年**：上市公司注入集团内起重机资产，依托公司在起重机领域的领先地位，叠加四万亿+棚改货币化两次大型财政政策的刺激，公司收入规模从 200 亿元扩张至 800+亿元；(3) **2022 年至今**：注入挖掘机、施维英、矿机、塔机等品类，完成核心资产整体上市。虽面临国内周期下行，但依靠国际化&多元化产品拓展平滑风险，我们预计公司 2025 年收入有望突破千亿元大关。

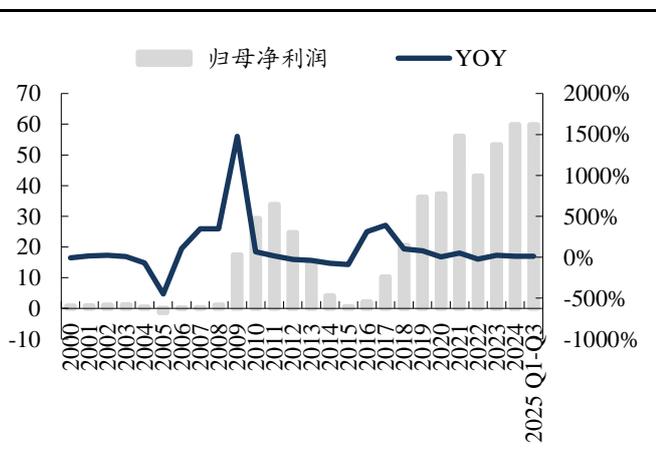
图9：徐工机械 2001-2025H1 营业收入复盘（上图单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

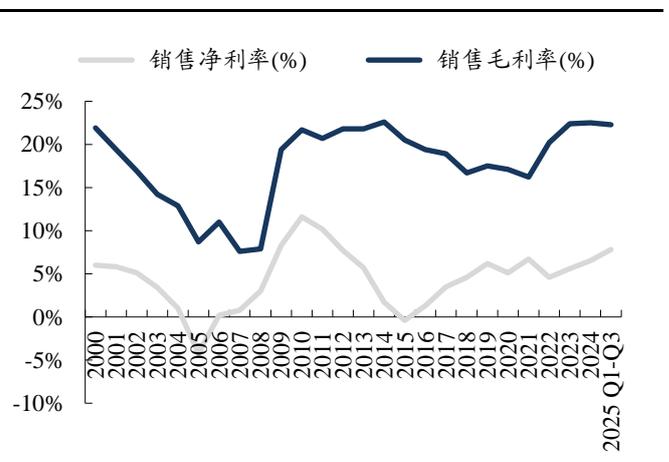
混改前归母净利润出现较大周期波动，混改后盈利能力呈现逆势提升态势。混改前公司净利率表现呈现了强周期波动的特征：（1）2000-2010年：行业需求上行-下行-再上行，这一阶段毛利率与净利率同步波动；（2）2011-2021年：行业需求下行再上行，这一阶段毛利率基本保持稳定，但下行期净利率同样下滑明显。两轮毛利率表现的根本差异在于公司综合实力与行业地位提升的直接反映，2004-2005年公司主要产品装载机和道路机械并未形成较强龙头地位，控价能力较差；但2010年后公司在起重机领域形成行业第一地位，控价能力显著增强。2011-2025年净利率的严重下滑主要系收入规模下滑幅度较大&应收账款占比大幅提升。历史经验表明工程机械行业的利润主要受行业需求、竞争力、风险三大因素的影响。因此在2022年混改后，公司着重加强产品竞争力和控制风险，盈利能力呈现逆势提升态势。

图10：公司混改前利润波动较大（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：公司混改后盈利能力稳定提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

工程机械板块盈利主要受行业景气度、原材料成本、行业竞争格局、风险控制四大因素的影响。我们将公司 2000 年以来分为 6 个阶段，不同阶段影响净利率的因素也不尽相同。当下原材料成本和竞争格局较为稳定，我们认为行业景气度+风险控制是当前影响公司净利率表现的关键。当前行业国内外处于共振向上的起步阶段，加上公司混改后以高质量发展为宗旨严控风险，我们认为公司盈利能力有望稳步向上提升。

图12: 公司 2000 年以来分六个阶段

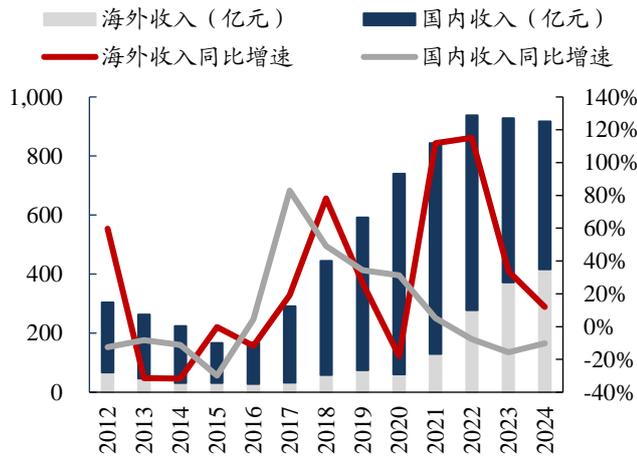
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 Q1-Q3
营业收入(亿元)	13	15	21	35	38	31	28	33	34	207	252	330	321	270	233	167	169	291	444	592	740	843	938	929	917	782
Yoy	10%	20%	41%	65%	8%	-18%	-9%	17%	3%	517%	22%	31%	-3%	-16%	-14%	-29%	1%	73%	52%	33%	25%	14%	11%	-1%	-1%	14%
毛利率	22%	19%	17%	14%	13%	9%	11%	8%	8%	19%	22%	21%	22%	22%	23%	21%	19%	19%	17%	18%	17%	16%	20%	22%	23%	22%
期间费用率	15%	14%	12%	10%	10%	14%	10%	6%	7%	9%	8%	8%	12%	14%	18%	23%	16%	14%	11%	10%	10%	9%	14%	15%	15%	12%
(信用+资产减值)/收入	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	0%	1%	0%	2%	2%	3%	3%	3%	1%	2%	2%	3%	1%	1%	2%	1%	1%
销售净利率	6%	6%	5%	3%	1%	-4%	0%	1%	3%	8%	12%	10%	8%	6%	2%	0%	1%	4%	5%	6%	5%	7%	5%	6%	7%	8%
行业景气度	高				低				很高				很低				很高				较低		较高			
行业竞争	恶劣				恶劣				缓和				恶劣				一般				恶劣		恶劣			
原材料成本	高				较高				正常				低				较高				低		低			
风险控制	优异				较好				较好				差				差				一般		一般			
盈利能力	差				差				回暖				差				回暖				较好		较好			

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 1.4. 海外开拓持续加速，海外毛利率稳步提高

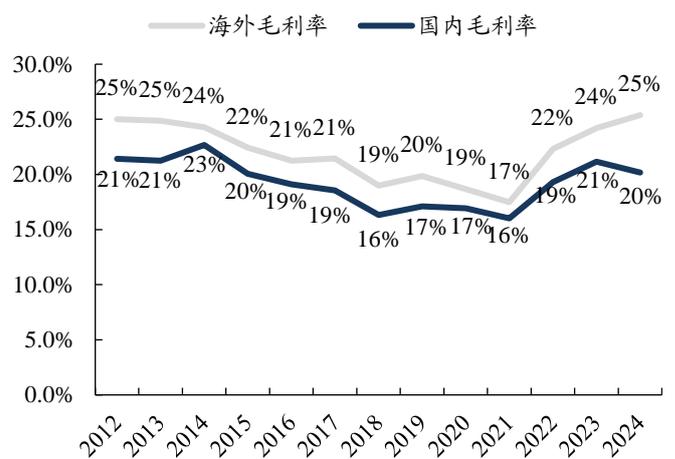
海外开拓持续加速，海外毛利率稳步提高。2024 年公司实现海外营收 416.9 亿元，同比增长 12%，实现国内收入 499.7 亿元，同比下降 10.2%，海外占比迅猛提升，国内占比收缩。2021 年及以前，海外收入占比不及 20%，2022 年为转折点，海外收入占比大幅跃升至 29.6%，随后国际化进程进一步加速，2024 年海外收入占比提升至 45.5%，成为业绩增长的主力。盈利能力方面，2024 年海外毛利率 25.4%，同比+1.2pct，国内毛利率 20.2%，同比-1.0pct，整体均维持高位。海外市场毛利率高于国内市场，占比提升直接拉高公司整体盈利水平。

图13: 徐工机械分地区收入情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 徐工机械分地区毛利率情况



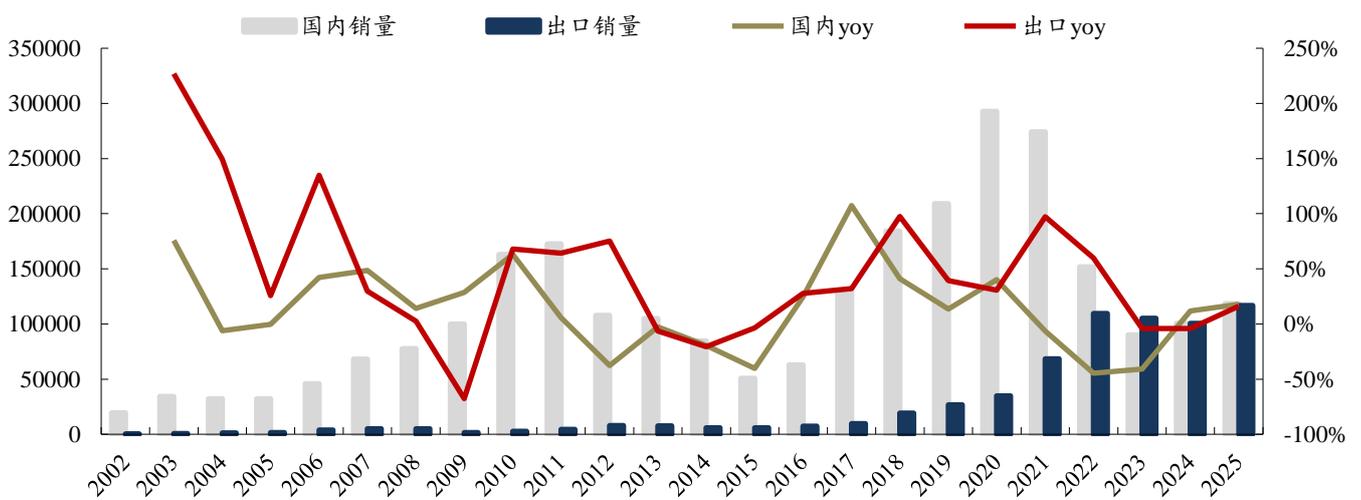
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 国内外共振向上, 重点关注海外行业景气度复苏

### 2.1. 工程机械行业进入新一轮周期

工程机械行业进入新一轮周期, 出口市场占据半壁江山。本轮周期与前两轮最大的差异在于外需已由边际补充转为核心驱动力。早期行业增长主要依赖国内基建与地产, 海外占比低; 而2021年以来, 出口显著放量、占比快速提升, 截至2025年, 出口占总销量的比重达50%, 与内需持平, 海外成为工程机械行业最重要的增量市场。

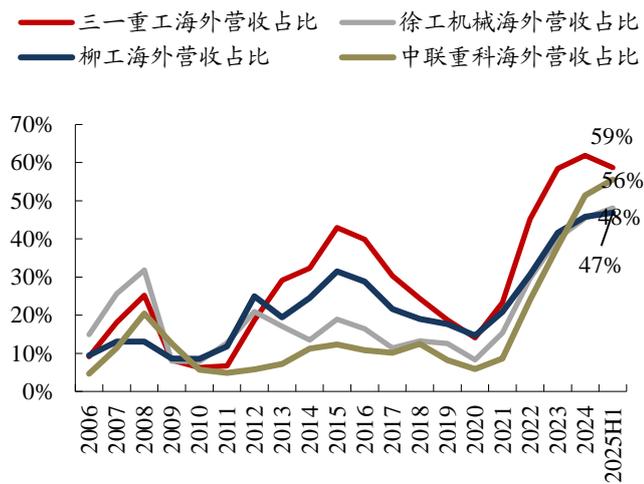
图15: 2002-2025年国内&出口挖掘机销量及增速 (单位: 台)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

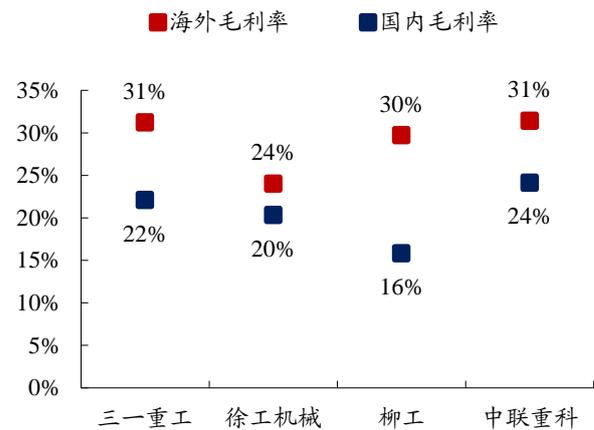
从收入结构&盈利水平看，海外市场在新一轮周期中的重要性显著提升。(1) 收入结构：2021 年以来，三一、徐工、柳工、中联等主机厂海外收入占比提升迅猛，截至 2025H1 已普遍位于 45%-60% 区间。(2) 盈利水平：2025H1 四家主机厂海外毛利率普遍在 24%-31% 区间内，明显高于国内的 16%-24%，价差优势突出。整体来看，本轮周期中海外市场具备高占比、高盈利特征，已成为工程机械企业业绩释放的关键变量。

图16：自 2021 年起，四家主机厂的海外营收占比提升迅猛



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17：2025H1 主机厂海外毛利率水平显著高于国内

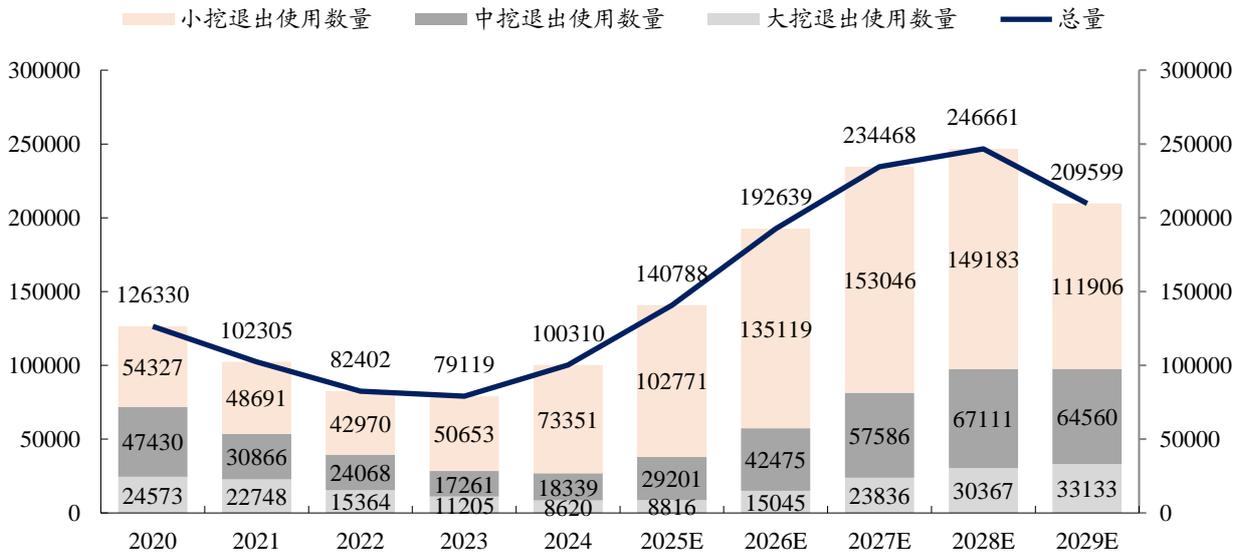


数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2.2. 国内市场：挖机温和复苏，资金到位率是关键

根据周期更新替换理论，本轮周期将于 2028 年到达周期高点，高点挖机销量将达到 25 万台。考虑到不同规格挖机在获得成本及使用寿命上有所不同，我们按照小/中/大挖平均寿命分别为 6-8 年、7-9 年、8-10 年来进行测算，并假设退出比例为 30%/30%/40%，例如小挖在使用 6 年后退出 30%，使用 7 年后退出 30%，使用 8 年后退出 40%。挖机退出使用数量就约等于新增需求，按照以上测算，我们认为本轮周期将于 2028 年达到周期高点，高点的挖机销量约 25 万台，与 2024 年内销 10 万台相比还有 150% 上行空间。

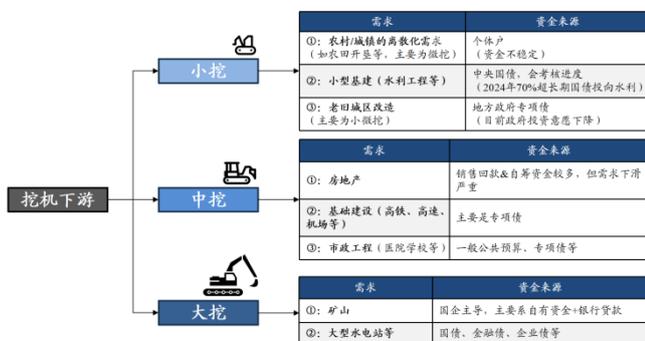
图18: 2020-2029年国内挖机销量预测(单位:台)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

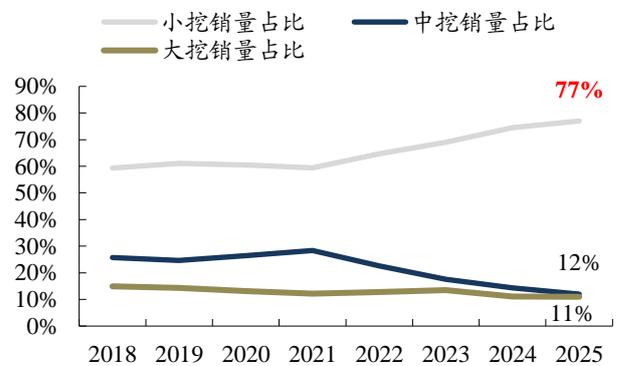
国内新一轮上行周期的特征为小挖占比高, 2025年国内小挖销量占比为77%。与上一轮周期相比, 本轮基建/地产的支撑力度较弱, 反而是水利工程、高标准农田建设等下游支撑较为强劲。究其本质, 主要系不同下游的资金到位率有较大差异, 水利工程、高标准农田建设等下游的资金来源主要为中央特别国债, 基建等场景资金的来源主要为地方政府专项债。近两年, 中央资金到位率较高, 但地方债受到化债影响, 用于实物开工的资金占比较低。展望未来, 随着化债进程加快, 我们认为国内挖机销量仍有较大上行空间。

图19: 挖机不同下游有不同的资金来源



数据来源: 工程机械行业协会, 东吴证券研究所

图20: 2017年-2025年国内小挖占比显著提升



数据来源: 工程机械行业协会, 东吴证券研究所

对比欧/美/日/印尼的人均挖机销量可以看出，国内挖机需求无忧，长期还有很大成长空间，但受制于短期资金不到位因此只能是温和复苏态势。

总结来说国内挖掘机大行情需要宏观周期+产品周期共振，宏观周期指经济刺激，产品周期指更新替换/以旧换新等。2024-2025 年为产品周期行情，尚未形成共振局面。因此在宏观经济没有明显变化情况下。我们判断此轮周期斜率更加平缓，但周期长度也 longer。

表1: 不同国家挖掘机人均销量情况 (单位: 台/万人)

挖机人均销量	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
北美	1.99	2.30	2.32	1.83	2.52	3.05	3.50
日本	3.82	4.08	4.23	4.41	4.27	4.18	4.28
中国	0.93	1.31	1.48	2.07	1.94	1.08	0.64
印度	0.11	0.16	0.12	0.10	0.14	0.15	0.15
印度尼西亚	0.29	0.45	0.31	0.21	0.55	0.77	0.53

数据来源: 工程机械行业协会, 东吴证券研究所

### 2.3. 国内市场: 非挖底部拐点向上, 关注电动化渗透率提升

非挖板块全面复苏, 但细分仍有差异。

(1) **起重机:** 汽车起重机和履带起重机表现优于随车起重机和塔式起重机, 主要系下游应用景气度不同所致。汽车和履带下游约 30%是风电, 受益于风电抢装增速较快。随车下游应用较散, 包括物流运输、小型基建、应急救援、农村作业等场景, 与小挖应用类似, 走势也更像挖掘机。塔吊下游主要为地产, 因此尚未止跌, 但拐点明显。

(2) **路面机械:** 下游和挖机类似。

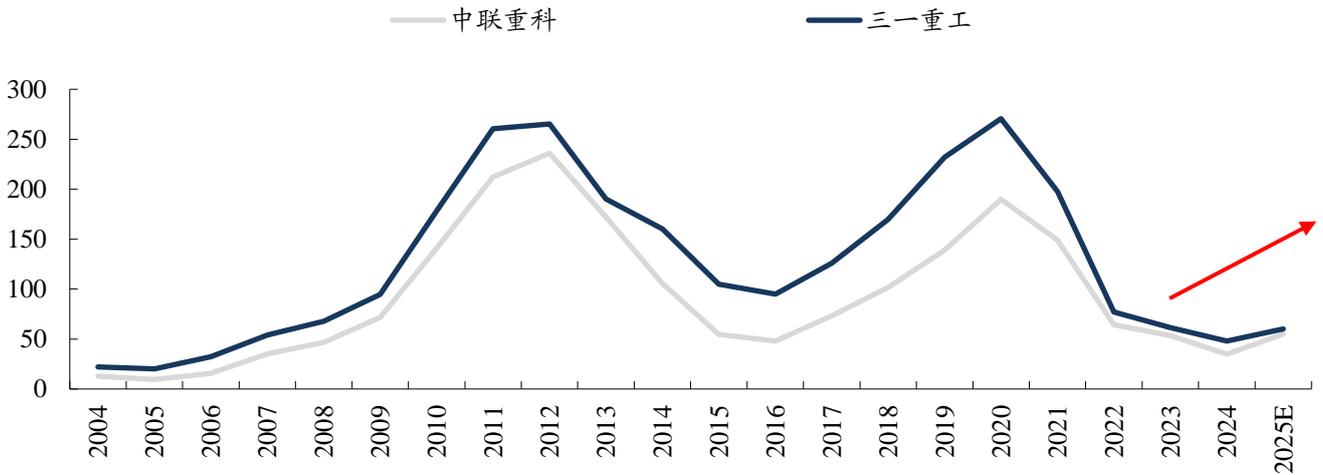
图21: 非挖不同种类 2024 年以来国内销量同比增速表现

	汽车起重机	履带起重机	随车起重机	塔式起重机	压路机	摊铺机	平地机
2024M1	22%	40%	38%	-21%	-7%	-24%	74%
2024M2	-54%	-57%	-1%	-75%	-52%	-51%	-17%
2024M3	-31%	-40%	-17%	-59%	-19%	-16%	-1%
2024M4	-35%	-37%	-9%	-71%	-10%	-25%	7%
2024M5	-44%	-63%	-1%	-61%	-11%	-16%	9%
2024M6	-28%	-49%	2%	-70%	-14%	-34%	-1%
2024M7	-37%	-64%	-12%	-72%	-2%	-38%	38%
2024M8	-47%	-38%	-27%	-78%	3%	-9%	48%
2024M9	-50%	-32%	-13%	-70%	-21%	-16%	37%
2024M10	-47%	-41%	24%	-79%	-9%	-15%	22%
2024M11	-39%	-45%	11%	-67%	-13%	-5%	19%
2024M12	-27%	-13%	21%	-63%	-11%	40%	37%
2025M1	-38%	-41%	-2%	-68%	12%	37%	24%
2025M2	10%	17%	33%	-33%	55%	51%	62%
2025M3	-26%	18%	-6%	-59%	13%	20%	45%
2025M4	-3%	-7%	-18%	-52%	1%	55%	43%
2025M5	-3%	-3%	-28%	-58%	6%	34%	32%
2025M6	-8%	31%	20%	-60%	39%	96%	38%
2025M7	7%	72%	9%	-42%	24%	69%	8%
2025M8	28%	52%	24%	-29%	6%	38%	16%
2025M9	41%	67%	30%	-29%	45%	32%	6%
2025M10	42%	54%	2%	-17%	7%	9%	23%
2025M11	26%	102%	36%	-49%	23%	15%	25%
2025M12	39%	96%	37%	-46%	18%	-32%	71%

数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

**(3) 混凝土机械:** 2025 年主机厂国内混凝土收入开始正增长，且转正时间节点&幅度优于起重机，混凝土 25Q1 部分企业就开始转正，但起重机到二三季度才开始显现。混凝土的超预期表现主要受益于电动混凝土搅拌车渗透率的提升，技术更新带来的更新换代需求旺盛。根据草根调研，2025 年混凝土搅拌车的电动化率已经达到 60%，油电差约 20 多万，不到一年即可回本。展望未来，当前混凝土搅拌车国内市场存量约 30-33 万台，存量电动化率仅有 7%-8%，未来 2-3 年有望维持高增。

图22：2025年主机厂国内混凝土收入开始正增长（单位：亿元）



数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

注：2025E数据为行业协会预计。

#### 2.4. 出口市场：2026年海外有望开启新一轮周期向上

海外有望于2026年开启新一轮上行周期，与国内形成共振：复盘2013-2024年的挖机销量数据，过往并不存在非常明显的周期性。但2021-2022年疫情后的经济刺激和供应链重构导致除了中国以外的全球工程机械市场高度繁荣，但这也导致后续需求被提前透支。2022年下半年开始美联储加息导致的全球通胀导致基建投资放缓，经过23-24年的调整&美联储持续降息，全球需求有望底部向上。

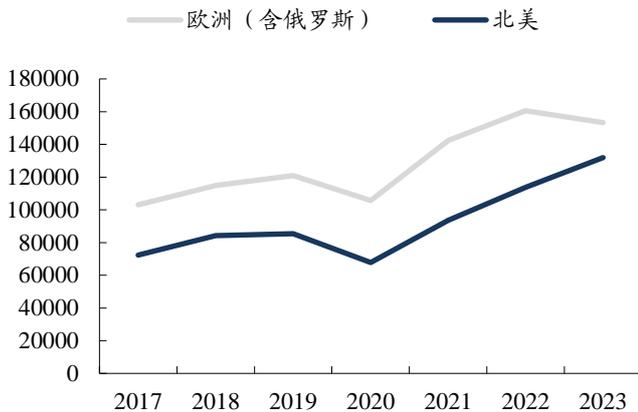
图23：海外挖机销量于2022年见顶



数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

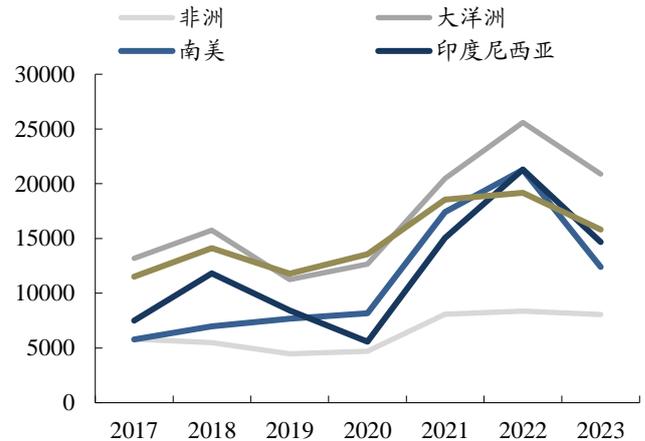
注：2025E数据为行业协会预计。

图24: 欧美地区历史挖机销量情况 (单位: 台)



数据来源: 工程机械行业协会, 东吴证券研究所

图25: 非欧美地区历史挖机销量情况 (单位: 台)



数据来源: 工程机械行业协会, 东吴证券研究所

**过去两年出口非挖表现优于挖机: 2023-2024 年非挖出口增速好于挖机, 我们判断可能有两个原因:** ①国内品牌型谱的完善抵消了周期下行, 以起重机为例, 不同于国内以汽车起重机为主要市场, 海外起重机市场主力品类是全地面起重机和履带起重机; ②海外非挖的下游应用并不局限于土方领域, 还受道路、市政、园区及能源等基建项目带动, 和挖机周期相关性并不完全一致, 因此印尼、印度、沙特、巴西等基建投资强度较高的市场均对路面机械、起重机、混凝土设备等品类需求形成支撑。

图26: 非挖出口销量同比增速表现相较于挖机更有韧性

	汽车起重机	履带起重机	随车起重机	塔式起重机	压路机	摊铺机	平地机	挖掘机	混凝土机械
2019	23%	-9%	3%		-9%	-28%	-13%	39%	12%
2020	-21%	-24%	-13%		9%	11%	0%	31%	-27%
2021	55%	114%	35%		68%	28%	93%	97%	36%
2022	73%	55%	83%		25%	13%	13%	60%	29%
2023	35%	24%	64%	141%	16%	56%	-6%	-4%	32%
2024	24%	0%	-6%	1%	11%	95%	17%	-4%	40%
2025	1%	29%	22%	22%	28%	12%	4%	16%	-29%

数据来源: 工程机械行业协会, 海关总署, 东吴证券研究所

中长期来看, 我们把全球分为以下区域:

- (1) **欧美:** 全球最大的工程机械市场, 品牌粘性较强。随着三一/徐工当地工厂的逐步爬产以及销售渠道的逐步开拓, 我们预计 2030 年中国品牌市占率能够达到 15%;
- (2) **非洲、东南亚、中亚等:** “一带一路”沿线国家, 国家层面合作持续加深。随着该类地区城镇化进程与中国对外矿产投资的逐步推进, 我们预计 2030 年中国品牌市占率

能够达到 60%。(3) 南美: 由于卡特等欧美龙头在南美的市场开拓较早, 市占率较为稳定。我们预计 2030 年中国品牌市占率能够达到 33%。

综上所述, 根据我们测算, 国内主机厂海外收入 2024-2030 年增长空间超 280%。

图27: 国内主机厂海外收入市场空间测算

	欧美	非洲	南美	其他地区 (东南亚、中亚等)
2024 年中国品牌收入 (亿元)	333	176	235	622
2024 年市场空间 (亿元)	7994	840	1036	3437
2024 年中国品牌市占率 (%)	4%	21%	23%	18%
2030E 市场空间 (亿元)	9772	1078	1246	4641
2030E 中国品牌市占率 (%)	15%	60%	33%	60%
2030E 中国品牌海外收入 (亿元)	1466	647	411	2785
2024-2030E 预计收入增长空间	280%+			

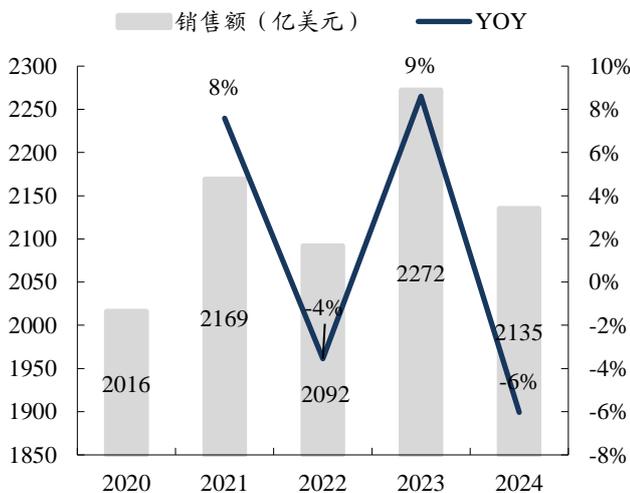
数据来源: 三一重工港股招股书, Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

注: 市场空间数据来自三一重工港股招股书、Frost & Sullivan, 国内主机厂分地区收入为东吴证券研究所测算

我们将从以下几个维度探讨:

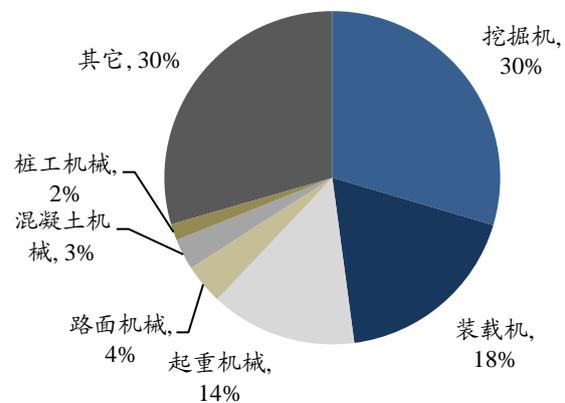
(1) 收入维度: 2024 年全球工程机械行业市场规模约 1.5 万亿元, 扣除中国占比 20%, 中国以外的海外市场空间约 1.2 万亿元。按照设备价值量计算, 挖掘机/装载机/起重机/路面机械/混凝土机械的价值量占比分别约 30%/18%/14%/4%/3%, 中国企业的产品主要为以上五种, 总市场空间为 8000 亿元。2024 年三一重工/徐工机械/中联重科/柳工/山推股份海外收入分别为 485/417/234/138/74 亿元, 五家主机厂海外收入市占率约 17%。

图28: 2020-2024 年全球工程机械销售额



数据来源: 工程机械行业协会, 东吴证券研究所

图29: 2024 年全球工程机械分产品销售额占比

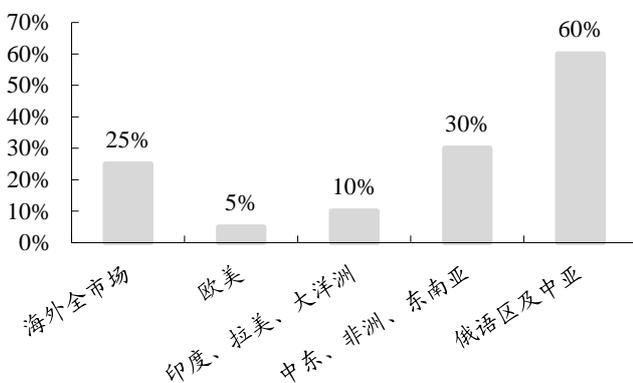


数据来源: 工程机械行业协会, 东吴证券研究所

**(2) 销量维度：**以挖机为例，2024 年海外挖掘机销量约 35-40 万台，中国 24 年出口挖机 10 万台，市占率 25%-30%。其中分区域来看，中国品牌在欧美的市占率约 5%，在印度、拉美、大洋洲等区域市占率约 10%，在中东、非洲、东南亚市占率约 30%-40%，在俄语区及中亚市占率约 60%以上。

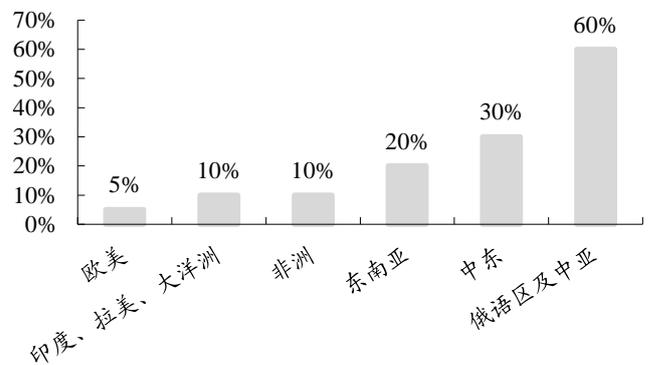
**考虑到二手机，则中国品牌份额仍有较大提升空间：**2024 年，中国品牌市占率超过 30%的市场中，非洲、东南亚、中东、俄语区及中亚的二手机占比分别约 70%/40%/5%/5%。若考虑到二手机更新替换市场，中国品牌在非洲和东南亚实际的市占率分别为 10%/20%。俄罗斯和中亚虽然市占率已经较高，但该区域战后空间较大。

图30：中国品牌挖掘机 2024 年海外各地区市占率(不考虑二手机影响)



数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

图31：中国品牌挖掘机 2024 年海外各地区实际市占率(考虑二手机影响)



数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

按照上文中国品牌分区域市占率可以看出，中国品牌海外拓展分成三大区域：

**①欧美区：**对售后、品牌力、渠道等各方面要求较高，为成长慢变量，长期靠电动化/无人化/智能化弯道超车；

**②印度+拉美：**印度主要系国内存在较强的本地品牌马恒达、塔塔日立等；拉美则主要受到地理位置、美国影响力大、当地金融环境复杂等因素影响，以上两个区域中资品牌的渗透速度不如其他非发达市场，未来主要靠产品升级、大型化产品成熟实现进一步渗透；

**③东南亚+俄语区&中亚+中东+非洲：**以上四个地区构成了我国挖机出口的重要支撑，主要系中国一带一路基建投资是本轮挖机海外市场需求的基石，基于矿产投资需求拉动。展望未来，非洲的矿山、俄乌战后重建都有望带动较大需求增量。

表2: 中国品牌海外挖机主要增长市场分析

	基建	矿业	地产	其他
东南亚	15%	55%	10%	20%
	一带一路+国家投资	煤、镍、铜、金	经济增长	农业需求
非洲	15%	75%	10%	
	一带一路	铜、金、锂电	经济增长+农林等	
中东	40%	5%	30%	25%
	新能源、经济转型	铜、铁、油气	民用地产&商业地产	沙漠治理、战后重建等
俄语区&中亚	10%	50%	15%	25%
	一带一路	煤、铝、铜	民用	战后重建

数据来源: 工程机械行业协会, 东吴证券研究所

注: 表中百分比表示该地区工程机械需求结构, 如在当地工程机械总业务中, 基建、矿业等下游的占比情况。

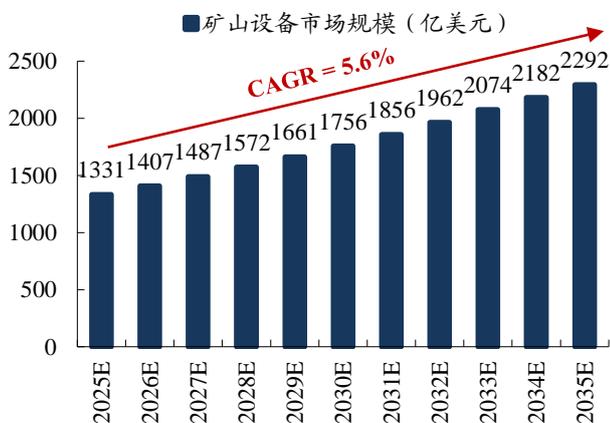
### 3. 矿机成套打开第二增长曲线, 电动化&全球化构筑核心壁垒

#### 3.1. 由单品突破迈向成套输出, 矿山全流程能力构筑长期壁垒

##### 3.1.1. 看好规模大&盈利高的矿山机械成为行业新增长点

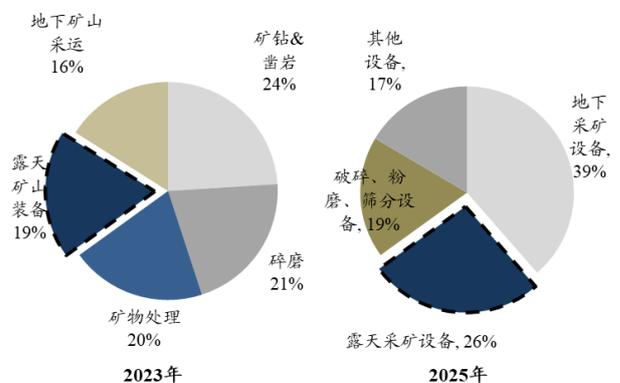
矿山设备市场空间广阔, 中长期呈现稳健增长态势。根据 Precedence Research 预测, 2025 年全球矿山机械市场规模约 1331 亿美元, 已接近工程机械市场规模, 且 2035 年可增长至 2292 亿美元, 对应 2025-2035 年间 CAGR 约为 5.6%, 长期增量空间充足。从业务结构看, 矿山机械可细分为地下矿山装备、露天矿山装备两大板块。其中, 露天矿山机械收入在全球矿山装备收入中的占比由 2023 年的 19% 提升至 2025 年的 26%, 增长显著, 对应 2025 年市场规模约 346 亿美元。

图32: 预计 2035 年全球矿山设备市场规模达 2292 亿美元



数据来源: Precedence Research, 东吴证券研究所

图33: 2025 年露天矿设备收入占矿机市场约 26%, 增长显著

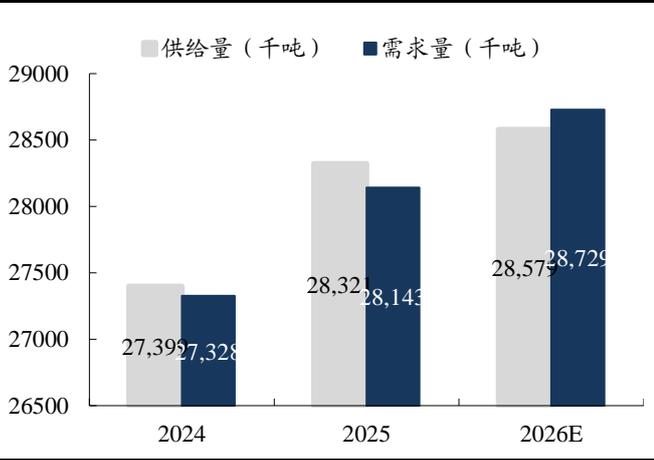


数据来源: Bonafide, 东吴证券研究所

相较于地下矿山业务，露天矿山业务在当前矿产需求激增背景下优势显著。露天采矿对矿石品位要求较低，且具备建设周期短、前期资本开支低、单位运营成本低、设备通用性强等特点，经济性与扩产效率优势明显。常见对应矿种包括铜、铁矿、铝土矿等。

受新能源转型、发展中国家基建需求提升影响，铜、锂、铝等关键矿产需求持续上行，带动矿山机械市场扩张。从供需结构看，2024 年全球铜矿供给量较需求量仍小幅过剩约 7 万吨，但 Oregon Group 预计至 2026 年将出现供需反转，需求量将超过供给量约 15 万吨。当前需求增长较快的矿种与露天采矿常见矿种高度重合，是露天矿山业务占比持续提升的重要原因。中国企业的矿山布局主要聚焦于露天矿山装备领域，因此在行业景气上行阶段具备更高的业绩弹性。

图34: 预计 2026 年铜矿供给量 < 需求量, 差额达 150 千吨



数据来源: Oregon Group, 东吴证券研究所

图35: 短期矿物需求激增背景下, 露天矿山经济性更高

维度	露天采矿	地下采矿
开采方式	剥离地表覆盖层, 形成矿坑, 自上而下分台阶开采	通过竖井或斜坡道进入地下, 在受限空间内沿矿脉开采
品位要求	对矿石品位要求相对较低, 可依靠规模化和低成本实现盈利	通常要求较高矿石品位, 以覆盖较高的单位开采成本
建设周期	建设周期较短, 一般 1-3 年即可投产	建设周期较长, 通常需 5-10 年完成井巷工程后投产
资本开支	初期CAPEX较低, 资金主要用于大型采装运设备采购	初期CAPEX较高, 竖井及井巷工程投入大且不可回收
运营成本	单位运营成本较低, 作业空间开阔, 运输效率高	单位运营成本较高, 需持续投入通风、降温、排水
设备体系特征	以大型、通用型设备为主: 大型挖掘机、矿用自卸车、大吨位装载机	以专用化、低矮化设备为主: 凿岩台车、地下铲运机、井下运矿卡车
典型矿种	铜、铁矿、铝土矿、硬岩锂矿	金、银、铂族金属、深部煤矿
当矿体埋藏较浅, 剥采比可控, 露天剥离成本低于地下开采成本时采用露天开采; 当矿体埋藏加深, 剥采比快速上升, 露天开采经济性下降时, 转向地下开采。		

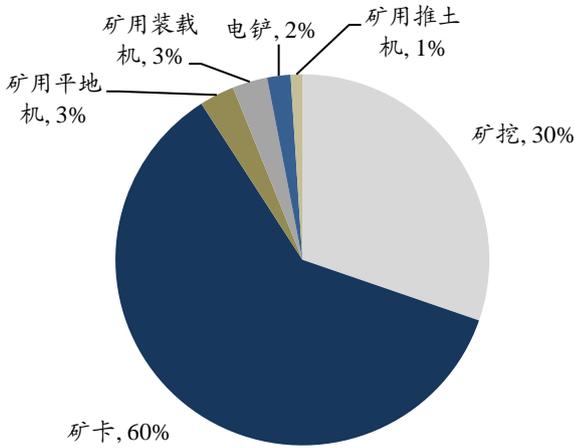
注: 矿石品位指矿石中有用金属或矿物成分的含量水平, 用于衡量单位矿石的资源价值, 是决定矿山开采方式的核心指标。

数据来源: IntechOpen, 东吴证券研究所

露天矿山装备需求主要为大吨位矿挖、大吨位矿车, 其中矿车主要包括刚性自卸车、宽体自卸车 (统称矿卡)。2023 年全球露天矿山设备收入中, 矿挖占比约 30%, 矿卡占比约 60%, 整体占比高主要系露天矿山业务的本质为大规模剥离、大规模搬运。工地上矿挖和矿卡数量越多、吨位越大, 单位时间内可完成的矿石剥离和运输量越高, 对应盈利越多。从矿卡型号数量来看, 别拉斯、卡特彼勒、小松等领先矿山设备企业在矿卡领域产品谱系丰富, 且大吨位机型数量远多于中小吨位, 与露天矿山对高搬运能力设备需求高相契合。

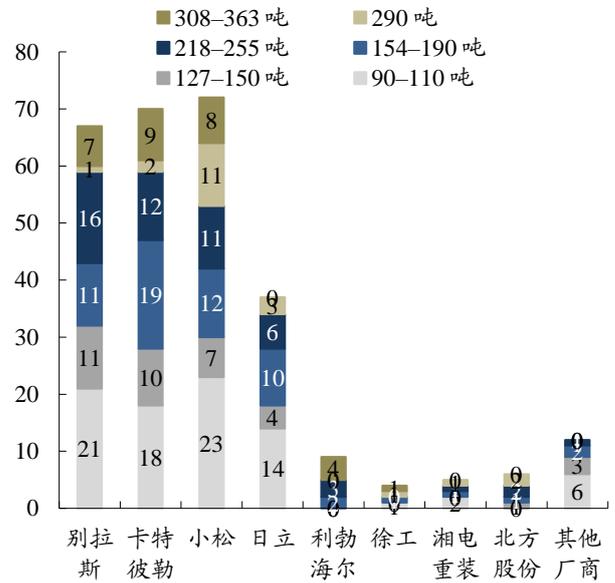
\*2023 年全球露天矿山挖运设备收入构成主要包括: 矿挖 30%、矿卡 60%、矿用平地机 3%、矿用装载机 3%、电铲 2%、矿用推土机 1%、其他辅助 1%。

图36: 矿机以矿卡&矿挖为核心, 2023年合计收入占比约90%



数据来源: Parker Bay, Mordor Intelligence, 东吴证券研究所

图37: 2025年核心厂商矿卡型号丰富&重视大吨位产品开发(单位: 个)



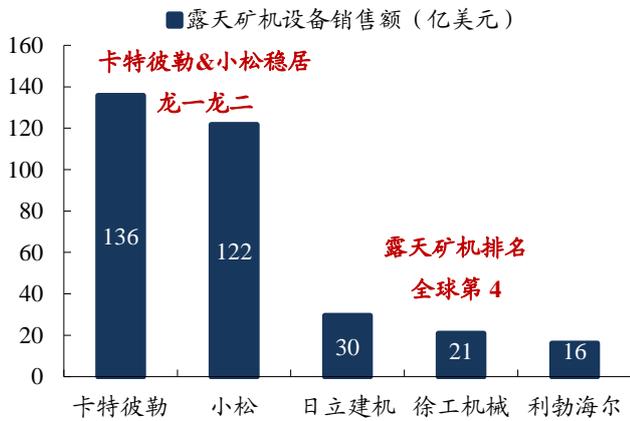
数据来源: Parker Bay, Mordor Intelligence, 东吴证券研究所

注: 图中为不同公司、不同吨位的产品型号数量数据

2024 年全球露天矿山机械市场竞争格局较集中, 徐工是唯一上榜全球前五的中国企业, 在内资中竞争力最强。

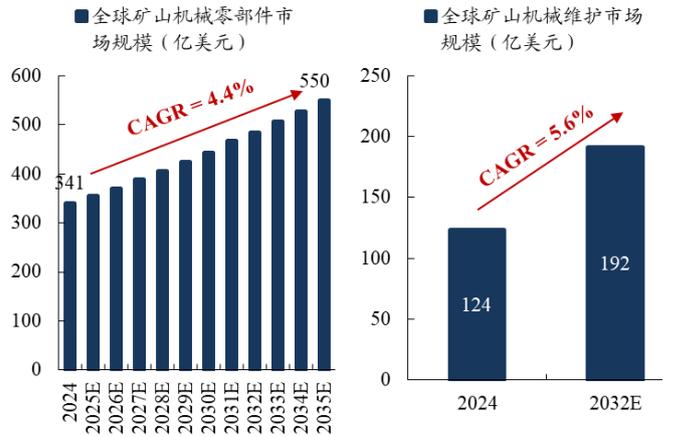
此外, 矿山设备的后市场需求稳定, 盈利具备中长期可持续性, 主要系: (1) 作业磨损大: 矿用设备通常处于高负荷、长时间连续作业状态, 底盘、结构件、核心零部件磨损强度显著更大, 对维护保养、备件更换的需求较高; (2) 设备寿命长: 以矿挖为例, 设备平均寿命长约 15-20 年, 高于普通小/中/大挖的 6-8 年/7-9 年/8-10 年, 对应后市场空间更大。整体来看, 国内矿机设备企业的后市场业务占比较低, 主要系核心零部件社会化采购, 主机厂较难控制配件渠道, 但在内资矿机竞争力逐渐增大、矿产资源需求持续上行的背景下, 未来后市场业绩具备较强刚性。

图38: 2024 年徐工机械在露天矿山机械领域排名全球第四



数据来源: 徐工机械公众号, 东吴证券研究所

图39: 矿机后市场增速稳健, Mordor Intelligence 预计 2035 年零部件市场达 550 亿美元



数据来源: Mordor Intelligence, Stats, 东吴证券研究所

### 3.1.2. 核心竞争力①: 前瞻性布局矿山机械, 打造公司第二成长曲线

图40: 露天矿山场景无人驾驶解决方案系统概况

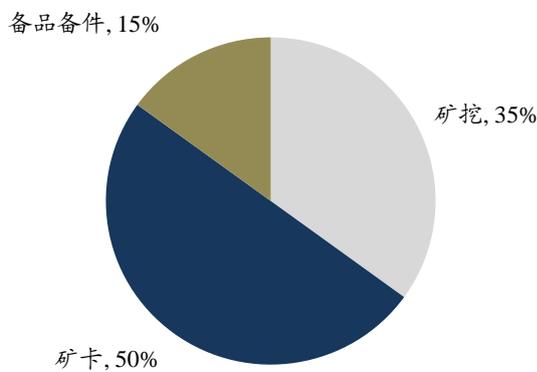


数据来源: 《露天煤矿无人驾驶技术应用发展报告》, 徐工机械官网, 东吴证券研究所

注: 右下角饼图数据为 2023 年国内收入口径, 其中上方饼图对应矿用挖掘机, 下方饼图对应刚性车。

矿山开采环节复杂，对主机厂的产品谱系、系统集成能力要求较高。对比来看，三一重工深耕挖掘机，同力股份聚焦宽体车，单品竞争力领先；徐工机械则更注重矿山全流程覆盖与成套化。从矿山流程看，公司在前端勘探环节已布局岩心钻机以实现矿体评估，在钻爆环节布局顶锤/潜孔/牙轮三大钻机，在铲运环节通过 700 吨级液压挖掘机、400 吨级矿用自卸车组合来覆盖大型露天矿需求（矿挖+矿车合计占比约 85%，为核心设备），此外还配备了矿用洒水车等辅助设备优化整体工况。为逐步实现矿山无人化，徐工已布局研发珠峰智能系统，实现全流程设备统一调度。整体来看，徐工在国内矿机领域具备显著的成套化解决方案优势，内资地位稳固。

图41：2025Q1-3，徐工机械矿卡占矿机业务收入比重约 50%



数据来源：Wind，公司官网，东吴证券研究所

图42：徐工机械智慧矿山解决方案覆盖全品种矿机



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 3.1.3. 成套化驱动矿机业务升级，锁定高盈利后市场业务

#### 核心：为什么要重视成套化？

徐工矿机业务正由单品供应商加速转向成套化解决方案提供商。2022年起，公司多类单品实现海外市场突破；2024-2025年，徐工进一步切入FMG、西芒杜及福德士河等大型露天矿项目，提供覆盖矿卡、矿用平地机、矿用钻机等设备，并配套备件与维保服务，矿山成套化的工程交付能力强。

成套化的核心价值在于对矿山后市场业务的提前锁定。相比仅聚焦高壁垒的前端设备，成套化方案使徐工有机会切入高毛利的后市场业务，盈利弹性随矿山全生命周期持续释放。同时，成套化设备与珠峰露天矿山专家系统深度绑定，进一步提升客户对徐工体系的粘性。2025年大型矿企对全流程智能化解决方案需求快速提升，相关订单价值占比已达57%。综合来看，成套化有望支撑公司矿机业务中长期发展。

图43: 多个成套化/单品项目落地, 徐工迎来矿机布局收获期

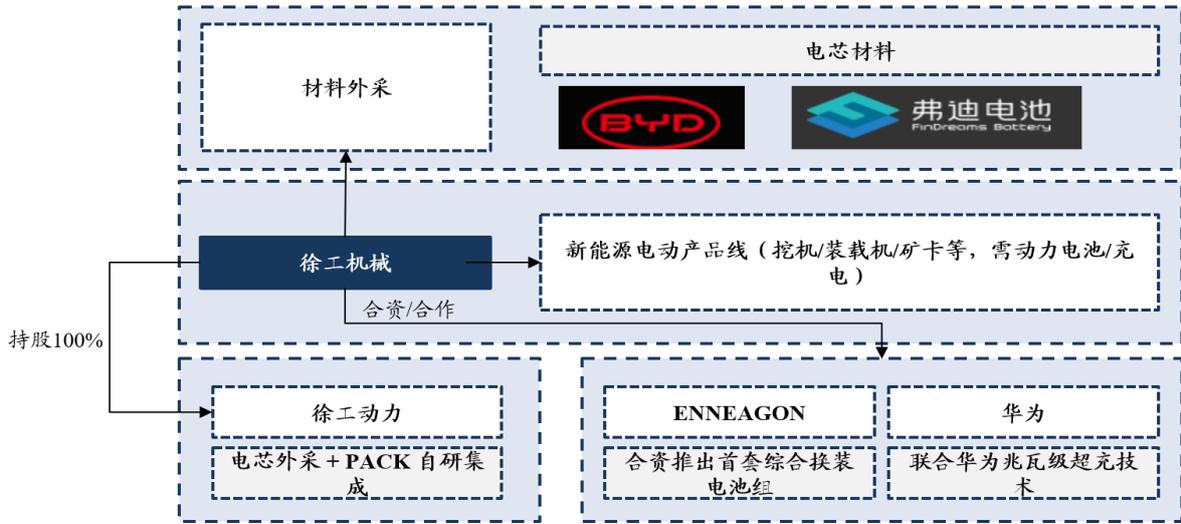
日期	项目	国家	类型	合同内容
2025/9/26	福德士河集团项目	澳大利亚	成套化解决方案	双方签署战略合作协议, 2028-2030年徐工将提供 <b>150-200台240吨纯电动矿卡</b> , 用于西澳皮尔巴拉地区矿山开采, 推动绿色矿山建设。
2025/5/15	伊敏露天煤矿项目	中国	单品突破	徐工向该露天煤矿交付 <b>100台ZNK95纯电无人矿卡</b> 并投入编组运营, 未来有望逐步向无人挖掘机/钻机/装载机等全系列装备延伸。
2024/11/28	FMG集团项目	澳大利亚	成套化解决方案	合同金额达4亿美元, 徐工将在2026-2030年内为FMG供应 <b>100+台电动矿山设备组合</b> , 公司预计首批设备将于2026年开始交付。
2024/9/19	南美大型露天矿山	南美	单品突破	徐工批量交付 <b>GR5505大型矿用平地机</b> , 用于矿道修整和高负荷工况, 提高矿区生产路况质量。
2024/8/12	西芒杜铁矿项目	几内亚	成套化解决方案	合同总金额超1.1亿美元。徐工提供成套核心矿山设备, 包括 <b>30+台230吨矿用卡车和6台大型矿用平地机</b> , 以及备件、维保服务。
2024/6/21	非洲铜钴矿项目	非洲	单品突破	徐工 <b>XQZ152潜孔钻机</b> 进入非洲露天铜矿现场施工, 可适应复杂地质条件、钻孔效率高。
2022/5/21	淡水河谷项目	巴西	单品突破	本次徐工将交付 <b>XDR80TE纯电动矿用卡车</b> , 未来有望深度合作成套化矿山设备。

数据来源: Wind, 公司官网, 东吴证券研究所

### 3.2. 核心竞争力②: 电动化产业链闭环, 低成本&高技术构筑双重壁垒

徐工机械在工程机械电动化领域具备技术优势。截至2025H1, 公司自研的CTV电池系统已实现量产, 集中式BMS已投放市场, 多项高端技术已攻克。公司与比亚迪等公司合作, 通过全资子公司徐工动力, 实现动力电池PACK系统的自主开发集成。该电池的双层电芯叠片设计优越、热管理系统高效, 适用性广泛, 可有效满足公司工程机械产品多样化、重载化的作业需求。公司进一步与华为合作, 获取3兆瓦级超充技术。相较于依赖外采电池与控制系统的模式, 公司通过自研、合作获取电动化核心技术, 对成本和供应链的控制力显著更强。

图44: 徐工仅部分电芯等材料需外采, 动力电池已实现自主开发集成



数据来源: Wind, 公司官网, 东吴证券研究所

注: 持股比例数据截至 2025/9/30。

从充电模式看, 工程机械电动化主要采用拖电、混动、纯电、换电、MW 级超充和架线式充电, 覆盖从固定小范围作业到大型露天矿等多种作业场景。其中, 拖电依赖外部电缆, 适合固定场景, 成本低但灵活性受限; 混动作为过渡方案, 结合燃油与电池优势, 可提升续航和动力效率; 纯电虽能够实现零排放、适应多种工况, 但续航和充电仍有挑战; 换电通过移动换电站提高充电效率和成本优势, 但对机械规模和标准化结构有较高要求; MW 级超充技术充电速度快, 可大幅缩短停机时间; 矿山场景下大型设备多采用架线式充电保障持续高效作业, 中小型设备则以换电和快充为主, 最大化降低停机损失。

图45: 市面主流供电方式

技术路径	概念	常见施工场景	优势	短板
拖电	通过电缆外接电源的动力模式。	固定或小范围作业场景, 如室内、港口、部分矿山。	技术难度低; 成本低, 回本周期短。	作业场景与作业条件受限, 无法大规模推广。
混动	电供能为主、燃油供能为辅, 在电供系统的基础上装配燃油系统。	单次作业时间长、纯电无法覆盖单次排班的情况。	高性价比; 燃油系统在保障续航的同时可以维持在高效输出功率区间。	电动化发展过程中的过渡性动力方案。
纯电	使用可充电蓄电池驱动, 完全以电能为能源的动力技术。	易燃物料、噪音/环保要求高、密闭环境、高原等场景具备绝对优势。	零排放; 作业场景适应能力强; 全生命周期成本低; 易于接轨智能化。	前期投入成本高; 续航不足; 部分场景不具备纯电条件。
换电	在纯电基础上提供的一种供电解决方案, 主要以移动换电站的模式。	土石方等不便于充电的作业场景。	智能化跟踪电池电量, 可实现峰谷配比成本优势; 标准化换电方案简便。	单个施工场景的机械数量难以高效回本; 工程机械结构非标准难以适配标准换电方案; 叉车换电操作难度高。
MW超充	基于全球MCS标准, 提供功率超1000kW的超高功率直流快充	重卡干线运输、矿山/港口的短时休息间隙。	充电效率极高, 15分钟即可充满, 大幅降低停机时间。	散热较为困难, 技术壁垒较高
架线式充电	类似高铁/无轨电车, 车辆通过受电弓连接架空线直接驱动电机并充电。	大型露天矿山的固定爬坡路段。	动力强, 接触架线期间不耗电且可充电; 无需停车, 效率更高	基建昂贵, 需要铺设架空线和变电站, 且设备必须按照固定路线行驶, 灵活性较差

数据来源: Wind, 公司官网, 东吴证券研究所

工程机械电动化渗透率已实现阶段性提升，主要系：（1）**电动化经济性高**：随着锂电产业链持续降本，电池成本显著下降，2024年工程机械用磷酸铁锂电池 Pack 价格已降至 800-1000 元/kWh。以主流 5 吨电动装载机为例，市场售价已从 100+万元降至约 60 万元。典型工况下电动装载机的年使用成本远低于燃油机，且购置成本差距仅约 20 万元，通常不到一年即可实现回本，经济效益显著。（2）**工况适合转型**：电动化设备多应用于充电条件良好的封闭、固定场景，如港口物流、砂石骨料和市政工程等领域。这些领域在装载机、叉车、高机等设备的下游应用中占比高，因此具备较强转型优势。

图46：市场主流 5 吨电动/柴油装载机综合使用成本对比

	电装	油装
价格（以5吨为例）	60万元	40万元
油费/电费	1h耗费25度电，1度电1元，一小时25元，每天工作8小时，一天电费200元，一年电费6万元	每小时20升，每天工作8小时，油费1120元，按照300天计，一年油费33.6万元
维保费用	忽略不计，基本不需要维保	每年2万元
综合成本（按照5年使用寿命）	60+6*5=90万元	40+34*5+2*5=220万元
节省成本		220-90=130万元
综合成本（按照10年使用寿命）	60+6*10+24=144万元	40+34*10+2*10=400万元
节省成本		400-144=256万元
电装的电池寿命约5年，若考虑到5年后换电池，电池成本占比40%，换电池成本约24万元		

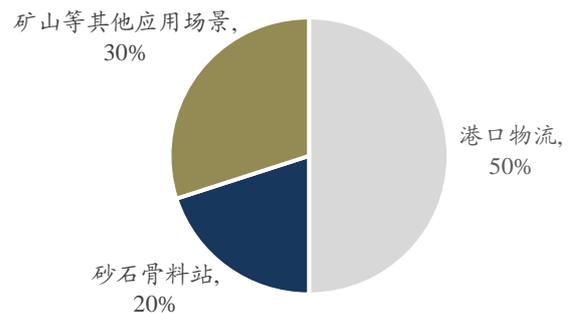
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图47：工程机械主要产品电动化率统计

	2025年新机电动化率	存量市场电动化率
装载机	23%	不到 1%
混凝土搅拌车	60%-70%	7%
重卡	25%	5%
矿车	20%-30%	约 1%

数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

图48：2023年电动装载机下游应用场景



数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

驱动工程机械电动化渗透率快速提高的经济性因素、工况因素同样适用于矿山机械领域。目前柴油矿机因成本较低、美国等地区对环保因素不敏感，因此转型意愿较低，油机仍是主流。但从长期来看，矿山机械电动化是重要趋势，主要系：（1）**工况适配度高**：矿山工况虽然复杂，但多为相对封闭的作业场景，适合建设充电设施；（2）**经济性**

高：电驱矿卡年运营成本显著低于柴油矿卡。以卡特彼勒 290 吨级矿卡为例，虽电驱版售价较柴油版高出 20-30%，但每年可节省约 24 万美元的能源成本、维护费用，且寿命更长，整体经济效益显著更优。（3）电动化是前提：矿山行业正加速向智能化和无人化方向转型，而电动化率的提升是实现智能无人作业的前提。

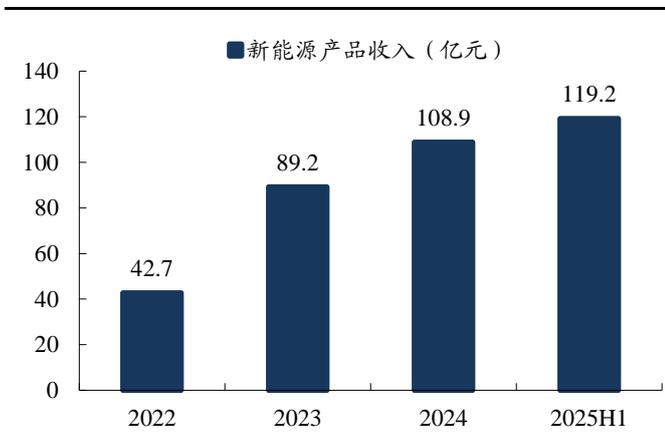
表3: 卡特彼勒 290 吨级电动/柴油矿卡综合使用成本对比

	电动矿卡	柴油矿卡
采购价格 (万美元)	408	340
年能源消耗量	800MWh	300000 升
能源单价	162 美元/MWh	1.17 美元/升
年能源成本 (美元)	800*162=129600	300000*1.17=351000
年维护成本 (美元)	21500	38500
平均使用寿命 (年)	11	8.5
总成本 (万美元)	574	671
单年成本 (万美元)	<b>52</b>	<b>79</b>

数据来源: Farmonaut, 东吴证券研究所

徐工在矿机电动化方面已取得显著进展。内销端，徐工已向华能伊敏露天煤矿交付 100 台纯电动无人矿卡，构建全球首个大规模零碳自动化矿卡车队。出海端，徐工与澳大利亚矿业巨头 Fortescue 签订协议，计划 2028-2030 年间供应 150-200 台 240 吨级纯电动矿卡，国际认可度高。徐工新能源收入由 2022 年的 42.7 亿元增长至 2024 年的 108.9 亿元，CAGR 达 59.7%；2025H1 相关营收达 119.2 亿元，全年有望维持高增。整体来看，看好徐工电动矿机内外需持续增长，市占率稳步提升。

图49: 2022-2025H1 徐工新能源营收保持高增



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图50: 徐工与福德士河集团签署中国电动矿机出口最大单

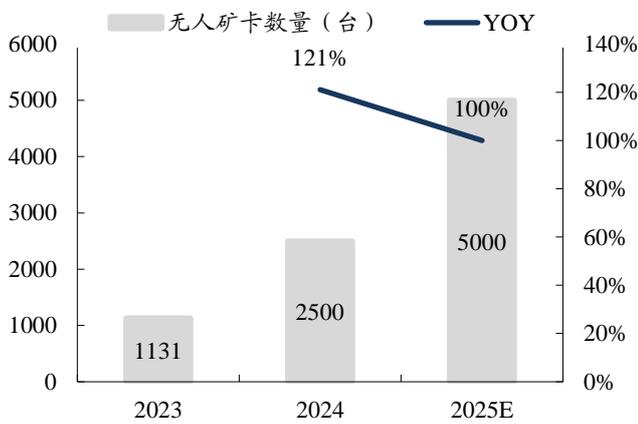


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

电动化是实现矿山设备智能化、无人化的前提条件，后者为矿机明确的迭代趋势。矿区环境恶劣、作业强度高、安全事故风险高，同时多个矿区项目正面临设备驾驶员招工难、人工成本持续上升等问题，因此以传统人工驾驶为主的作业模式将逐步被替代。2024 年我国露天矿无人驾驶矿卡数量达 2500 台，《中国能源报》预计 2025 年有望落地 5000+台，行业已进入 1-100 规模化应用阶段。

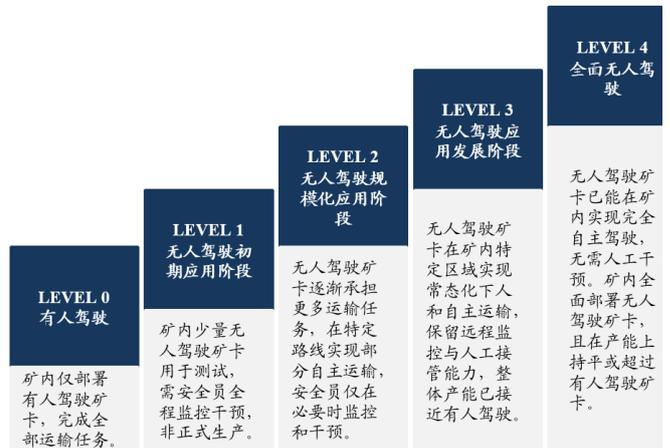
徐工在无人矿机领域已具备成功经验。徐工现处于无人驾驶的 Level 3 阶段，能实现矿内特定区域的常态化无人驾驶，仅保留远程监控和人工接管能力，整体产能接近有人驾驶。徐工与华为合作，公司提供电动矿卡整车、电驱系统，华为提供 5G-A 通信、自动驾驶与车云协同调度技术，已在封闭矿区场景下实现无人驾驶、集中调度，智能化&无人化具备可行性。

图51: 中国 25 年无人矿卡数量有望实现翻倍&扩大商用规模



数据来源:《中国能源报》, 东吴证券研究所

图52: 徐工矿机已处于 Level 3 无人驾驶阶段



数据来源:《露天煤矿无人驾驶技术应用发展报告》, 东吴证券研究所

### 3.3. 核心竞争力③: 全球化战略持续升级, 从贸易型出海转向本土化制造

出海已成为国产主机厂的重要战略方向, 通过全球化布局对冲单一市场经济周期波动。徐工依托跨国并购与海外产能建设双轮驱动, 2025Q1-3 国外收入占比同比提升 2.3pct 至 48.1%。

徐工分阶段收购荷兰 AMAC/德国 FT (均为高端液压件)、德国施维英 (混凝土机械) 等企业, 逐步从单一产品出口转向全球化制造。并购为公司带来的收益主要包含: (1) 渠道迁移: 公司通过并购直接获取成熟市场的销售与服务网络, 大幅降低进入新市场的成本, 同时实现与原有产品的协同销售; (2) 品牌效应: 通过整合当地老牌企业长期积累的品牌影响力, 在维持被并购品牌溢价能力的同时, 反向提升徐工主品牌在海外市场的认可度; (3) 技术复用: 公司通过并购两家高端液压件公司, 成功引进液压技术并突破高端技术的卡脖子问题。

图53: 徐工连续实现3笔跨国并购交易, 海外扩张迅速

并购标的	并购内容&意义
荷兰 AMAC	2012年, 徐工收购荷兰AMAC公司, 获得其高端液压元件技术和生产能力, 补齐核心零部件技术短板, 提升全球供应链能力。
德国 FT	2012年, 徐工收购德国FT公司, 进一步补强液压系统技术, 补强液压技术和制造工艺, 增强了产品的竞争力、可靠性。
德国施维英	2012年, 徐工收购德国Schwing集团52%股权, 借助Schwing在混凝土机械领域的领先技术和市场影响力, 扩展了徐工在高端混凝土设备市场的布局, 提高了国际品牌影响力。

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图54: 徐工机械&德国施维英宣布签约, 完善混凝土布局



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

徐工已构建完善的全球化生产体系, 具备承接海外高需求的产能基础。公司在一带一路地区、欧美、南美、印度等重点市场均已实现本地化建厂, 覆盖土方机械、矿山机械、混凝土设备及核心零部件等关键环节, 截至 2025H1 当地化率已达 50%, 多数项目已进入投产或稳定爬坡阶段。此外, 全球化产能布局有助于公司规避关税风险、提升交付能力。随着全球工程机械行业进入复苏阶段, 已经布局海外产能的徐工有望率先释放规模效应, 实现业绩上行。

图55: 公司全球销售服务网络布局完善, 135km 服务半径实现 4h 响应速度



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

欧美高端市场准入壁垒高。(1)排放标准: 北欧部分国家要求城市施工机械零排放, 英国自 2025 年起要求出海机械满足 UKSA 排放认证。公司依托德国杜塞尔多夫研发中

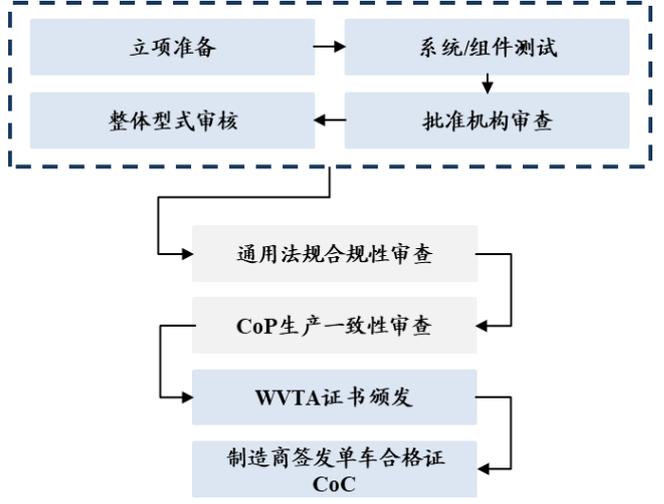
心、北美研发中心深化本土化定制，截至 2025Q3，公司已有约 20 款挖掘机产品在北美符合 Tier 4F 标准。**(2) 技术标准：**徐工是业内极少数实现全地面起重机全系列通过欧盟 WVTA 整车认证的中国品牌。

图56: 北美排放标准严苛,预计 2028-2030 年进入 Tier5 阶段

时间	排放标准	标准内容
1996-2000	Tier 1	初步限制NOx、PM排放，首次设定非道路发动机排放标准。
2001-2006	Tier 2	加强NOx和PM限制，引入更严格的排放限值，推进低排放技术应用。
2008-2014	Tier 3	进一步降低NOx和PM排放，标准趋严，推动SCR、DPF等排放后处理技术广泛应用。
2014-至今	Tier 4/4F	NOx和PM排放限值大幅降低（约90%），要求采用选择性催化还原和柴油颗粒过滤器技术。
加州空气资源委员会预计 2028-2030 年 启用	Tier 5	进一步收紧颗粒物和氮氧化物排放，重点控制超细颗粒物（PN），对发动机燃烧和后处理技术提出更高要求。

数据来源：EPA，European Commission，东吴证券研究所

图57: 欧盟 WVTA 证书审核流程复杂，门槛较高



数据来源：EPA，European Commission，东吴证券研究所

除欧美高端市场外，徐工机械利用自身成本优势积极布局新兴市场。**(1) 巴西：**徐工巴西海外生产基地于 2014 年竣工，覆盖制造、研发和备件，截至 2024 年已创造 1500+ 就业岗位，且直接推动公司新能源矿卡切入淡水河谷等矿山项目；**(2) 智利：**该地区是全球最大铜矿基地，2025 年 10 月徐工成功进入丘基卡马塔矿区，批量交付 750 吨级全地面起重机，为矿业生产提供全天候、高可靠的吊装保障，打破欧美品牌在超大吨位矿用设备领域的垄断；**(3) 非洲：**徐工中标几内亚西芒杜铁矿，提供 230 吨矿用卡车及大型平地机。

图58: 徐工巴西生产制造基地



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图59: 徐工参与智利工程机械设备展，切入矿山项目



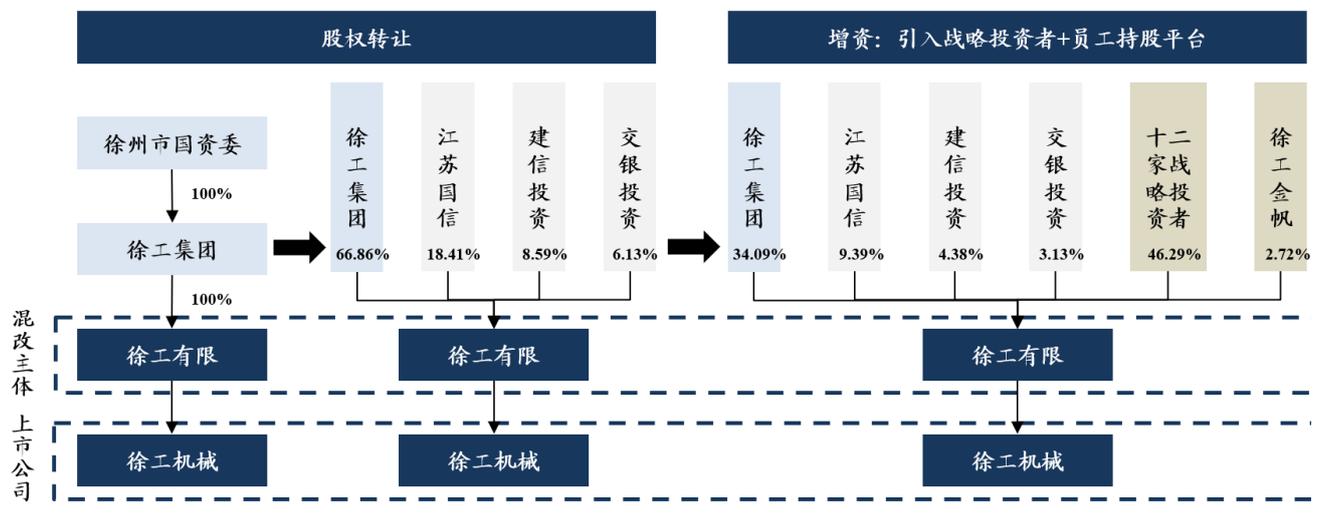
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 3.4. 核心竞争力④：混改整合优质资产，股权激励领跑行业

在国企改革政策推动下，徐工有限于 2018 年被纳入江苏省首批混合所有制改革试点企业，混改进程正式启动。

2020 年 9 月，徐工混改方案落地，通过引入外部投资者来改善公司经营效率。徐工机械实控人为徐州国资委。2020 年 9 月 23 日，公司发布混改进展公告：（1）老股转让：与 3 家国有控股企业签订总额为 54 亿元的股权转让协议，徐工集团持股徐工有限由 100% 降至 66.86%；（2）增资扩股（战投+员工持股）：与 12 家战略投资者和 1 个员工持股平台签订总额为 156.56 亿元的增资协议，其中员工持股平台持股比例 2.7%，徐工集团对徐工有限的持股比例从 66.86% 进一步降至 34.1%。截至 2025Q3，该比例已降至 20.95%。

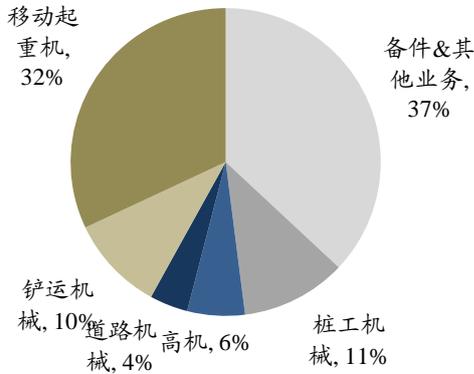
图60：2020年9月徐工机械混改方案



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

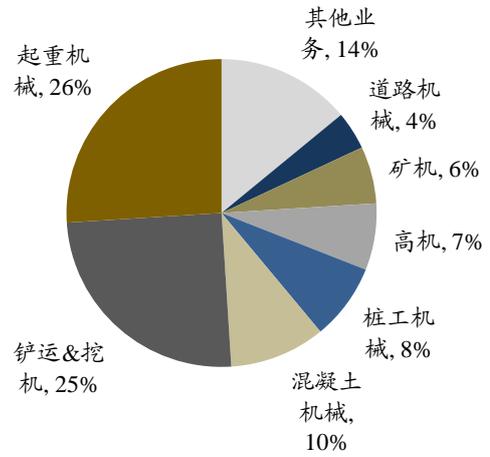
公司完成混改、实现整体上市后，徐工机械由单一业务供应商升级为集团级优质资产的载体。（1）混改落地前：徐工上市业务结构集中且以铲运、道路机械为主，2021 年前后注入起重机械业务，相关收入占比迅速提升至 32%，但挖掘机、矿机等体量更大、盈利弹性更强的核心资产仍留存在集团层面，因此已上市的业务对徐工整体经营能力的反映显著不足。（2）混改落地后：集团优质资产整体注入上市公司，2022 年起重机械收入占比已下降至约 26%，挖掘机及铲运机械合计占比提升至约 25%。截至 2025Q1-3，公司上市业务分布更均衡，收入对单一品类的依赖显著下降。综合来看，混改助力徐工打通、整合多板块资产，经营质量有望持续上升。

图61: 徐工注入移动起重机业务, 2021年该业务营收占比约32%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

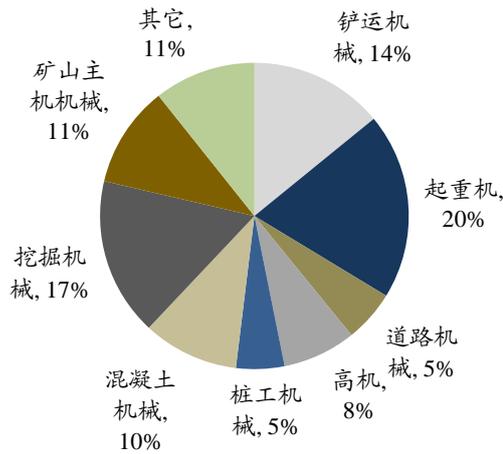
图62: 徐工 2022 年后注入挖机、矿机、塔机等多个核心业务



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 图中为公司 2022 年各业务营收占比数据。

图63: 徐工 2025Q1-3 上市业务呈现均衡分布格局



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 图中为公司 2025Q1-3 各业务营收占比数据。

混改后徐工股权结构的转变为公司实施员工持股、中长期股权激励预留制度空间, 覆盖范围广。公司于 2023 年 2 月正式启动首次限制性股票激励计划, 方案设计、股份回购、授予登记等流程均按期推进, 进展顺利。从规模看, 公司本次股权激励规模为机械板块 A 股历史上最大。2025 年 12 月 25 日为公司激励计划首次授予日, 覆盖激励对象 4,545 人, 占 2024 年员工总数约 16%; 授予合计约 4.2 亿股, 截至 2026/2/26, 占总股本约 3.6%。

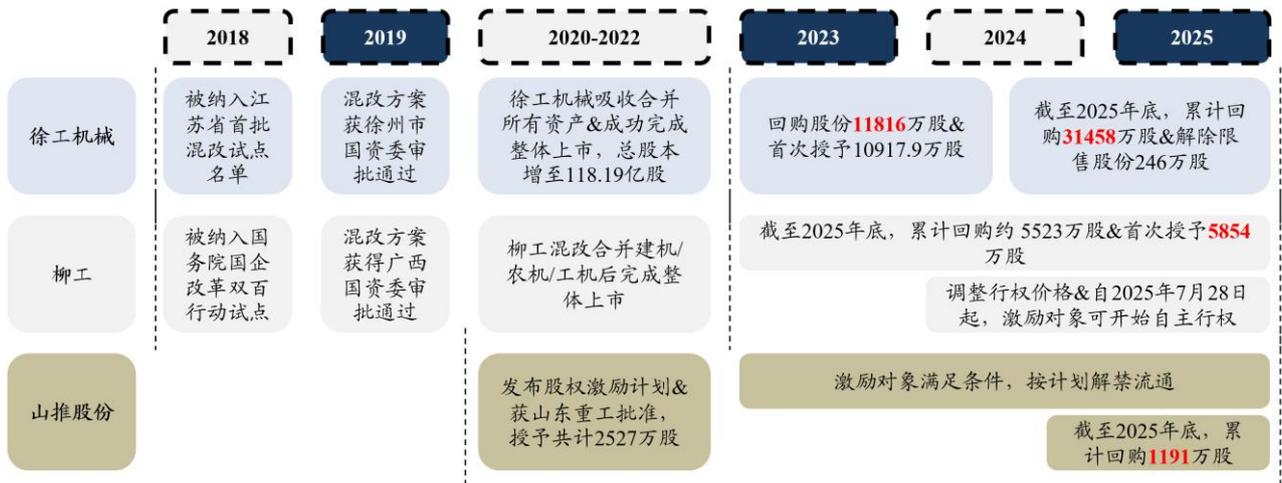
表4：徐工机械首次股权激励计划进展顺利

时间	公告进展	激励内容
2023/2/20	发布《2023年限制性股票激励计划》公告	公司董事会审议通过激励计划方案，拟实施限制性股票激励。
2023/3/13	回购股份完成	公司启动回购股份用于股权激励计划，回购数量为118,161,506股。
2023/5/5	董事会审议通过授予议案	公司第九届董事会第九次临时会议审议通过向激励对象授予限制性股票议案。
2023/5/10	限制性股票认购资金验资完成	公司股权激励对象完成缴纳认购资金，中兴华会计师事务所完成验资。
2023/5/23	限制性股票首次授予登记完成	首次授予109,179,000股限制性股票，激励对象1731人；授予登记完成日为2023年5月23日。
2025/7/9	调整回购价格上限	因利润分配方案完成，回购股份价格上限调整为不超过12.83元/股。
2025/9/2	2025股权激励计划获批复公告	公司董事会通过2025年股票期权与限制性股票激励计划草案，并获徐州市国资委原则同意。
2025/10/30	回购并拟注销部分股票	董事会审议通过调整回购价格并回购注销435.6730万股限制性股票公告（涉及不符合条件激励对象）。
2025/12/23	激励计划预留授予部分解禁	公司解除限售股份约2,465,051股，激励计划进入成熟阶段。
2026/1/4	股份回购进展	截至2025年底，公司累计回购公司股份314,577,416股，占公司2026/2/26总股本的2.68%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

徐工机械股权激励推进顺利、整体规模大。截至2025/12/31，公司首次授予约10918万股，且已累计回购约31458万股，显著高于柳工、山推，且授予、解锁、回购等关键环节均按计划推进，基本无反复、拖延。整体来看，徐工在混改落地效率、激励推进节奏与规模上均处于领跑行业，内部执行力强。

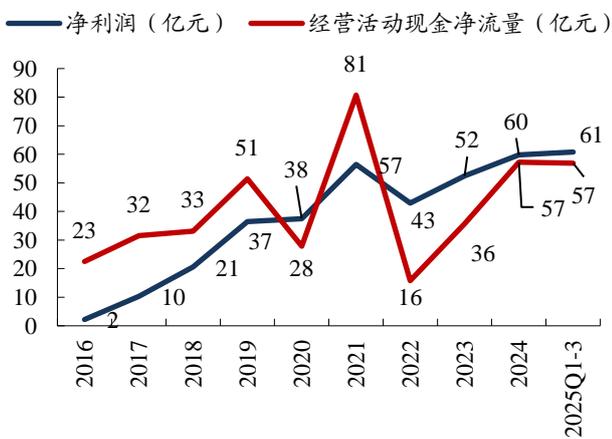
图64：徐工机械股权激励进程顺利，回购&授予规模均远高于友商



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

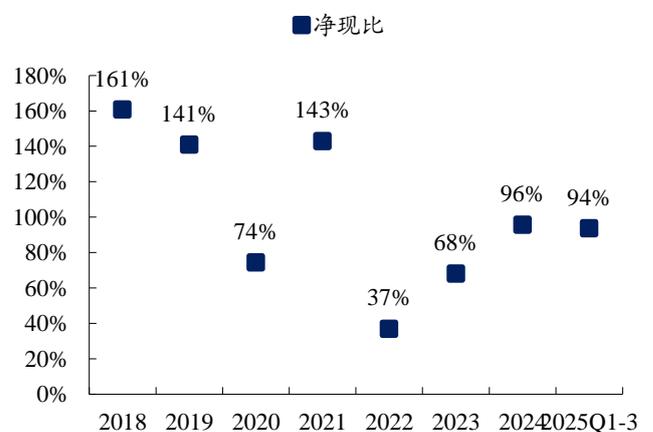
徐工经营质量显著提升，净现比已提升至接近1的健康水平。工程机械行业过去普遍通过降低预付款比例、放宽信用条件来换取销量和市占率，容易形成利润高、净现金流少等问题。回顾历史，徐工2020年践行同盟军战略，主动加大向供应商的付款力度；2021年顺周期加大贷款回收力度；2022年受行业下行、同盟战略、挖掘机资产注入等影响，导致净现比呈阶段性波动。2023年起，公司混改红利释放，叠加高质量发展战略确立，两金压降成效显著。截至2025Q1-3，公司经营性现金流已提升至57亿元，同比增长36.5亿元；净现比已稳定修复至1左右，显著优于历史同期水平。整体来看，混改后公司盈利能力与现金创造能力已实现高度匹配，高财务健康度将支撑公司实施股权激励与长期分红。

图65：2025Q1-3 徐工经营活动净现金流同比增长 36.5 亿元



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

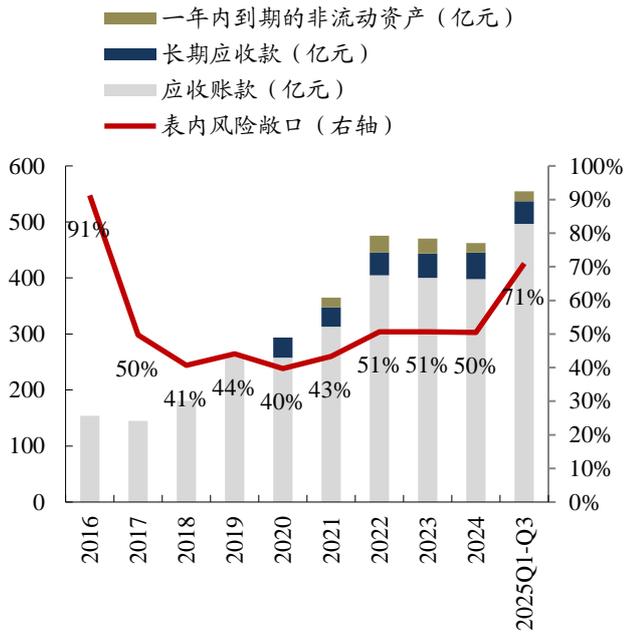
图66：截至 2025Q1-3，徐工净现比已提升至 94%



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

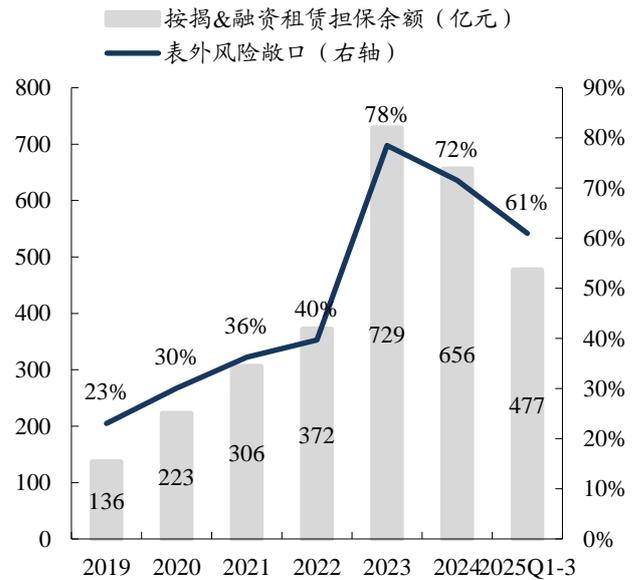
徐工总风险敞口水平显著下降，资产质量不断提升。公司近年的表内风险敞口稳定在 50%左右，2025Q1-3 阶段性抬升至约 71%，主要受工程机械行业销售节奏偏前置的行业特征影响，同比 2024Q1-3 已下降约 4pct。公司表外风险敞口收缩趋势显著，由 2023 年的 78%降至 2025Q1-3 的 61%，带动公司总风险敞口持续收缩。整体来看，徐工表内稳健、表外加速压降，整体资产负债结构有望持续优化。

图67：徐工表内风险敞口保持稳定



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所  
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

图68：徐工表外风险敞口带动总风险敞口显著下降



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所  
注：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

## 4. 盈利预测与投资建议

### 核心假设:

(1) **土方机械:** 土方机械为公司规模最大的业务板块, 受益于海外市场持续拓展、国内需求逐步修复, 板块进入稳健增长阶段。预计公司该板块 2025–2027 年收入为 276.13/331.35/397.62 亿元, 同比分别+15%/+20%/+20%; 规模扩张&产品结构升级共同推动盈利能力提升, 预计 2025–2027 年毛利率为 27.0%/28.0%/28.0%。

(2) **起重机械:** 起重机械板块经历行业调整后逐步企稳, 在海外需求支撑与结构优化带动下进入修复通道。预计 2025–2027 年收入 207.88/239.06/274.92 亿元, 同比分别+10%/+15%/+15%; 随高端化产品占比提升, 预计 2025–2027 年毛利率为 24.0%/25.0%/25.0%。

(3) **混凝土机械:** 混凝土机械需求整体趋稳, 板块进入低基数后的稳定阶段。预计 2025–2027 年收入 94.08/94.08/94.08 亿元, 同比增速均为 0%; 在成本控制与产品结构优化支撑下, 预计 2025–2027 年毛利率维持在约 20.0%。

(4) **桩工机械:** 桩工机械受基建投资支撑维持稳健增长, 周期波动趋缓。预计 2025–2027 年收入 52.74/60.65/69.75 亿元, 同比分别+5%/+15%/+15%; 产品大型化与高附加值机型占比提升带动盈利能力稳定, 预计 2025–2027 年毛利率保持 18.0%。

(5) **矿山机械:** 矿山机械受全球资源资本开支上行及露天矿需求扩张驱动, 进入高成长阶段, 且为公司的重要增长曲线。预计 2025–2027 年收入 76.34/95.43/119.29 亿元, 同比分别+20%/+25%/+25%; 随着规模放量、高端矿机与后市场占比提升, 预计 2025–2027 年毛利率保持较高水平, 分别为 27.0%/28.0%/28.0%。

(6) **高空作业机械:** 高机业务经历行业调整后进入稳定发展阶段, 增长节奏趋于平缓。预计 2025–2027 年收入 86.78/86.78/91.12 亿元, 同比分别 0%/0%/+5%; 产品结构优化与海外占比提升支撑盈利能力, 预计 2025–2027 年毛利率维持 30.0%。

(7) **道路机械:** 道路机械受益于国内养护需求与海外市场拓展, 保持稳健增长。预计 2025–2027 年收入 46.72/56.07/67.28 亿元, 同比分别+15%/+20%/+20%; 预计 2025–2027 年毛利率维持在 20.0%。

(8) **其他业务:** 其他业务保持稳定扩张, 预计 2025–2027 年收入为 212.52/223.15/234.30 亿元, 毛利率分别为 22.0%/23.0%/23.0%。

图69：盈利预测（单位：亿元）

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
一、土方机械（亿元）	236	225.6	240.11	276.13	331.35	397.62
YoY	-25%	-5.56%	6.43%	15.00%	20.00%	20.00%
毛利率	25.32%	25.69%	26.20%	27.00%	28.00%	28.00%
收入占比	25.20%	24.30%	26.20%	26.22%	27.93%	29.49%
二、起重机械（亿元）	239	211.87	188.98	207.88	239.06	274.92
YoY	-28.13%	-11.20%	-10.80%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	19.87%	22.60%	22.35%	24.00%	25.00%	25.00%
收入占比	25.43%	22.82%	20.62%	19.74%	20.15%	20.39%
三、混凝土机械（亿元）	95	104.25	94.08	94.08	94.08	94.08
YoY	-14.94%	9.72%	-9.76%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	16.34%	18.05%	14.99%	20.00%	20.00%	20.00%
收入占比	10.13%	11.23%	10.26%	8.93%	7.93%	6.98%
四、桩工机械（亿元）	77.7	34.59	50.23	52.74	60.65	69.75
YoY	-13.16%	-55.48%	45.22%	5.00%	15.00%	15.00%
毛利率	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
收入占比	8.28%	3.73%	5.48%	5.01%	5.11%	5.17%
五、矿业机械（亿元）	51	58.61	63.62	76.34	95.43	119.29
YoY	43.57%	14.17%	8.56%	20.00%	25.00%	25.00%
毛利率	20.00%	25.00%	25.00%	27.00%	28.00%	28.00%
收入占比	5.47%	6.31%	6.94%	7.25%	8.04%	8.85%
六、高空作业机械（亿元）	66	88.83	86.78	86.78	86.78	91.12
YoY	33.05%	35.62%	-2.31%	0.00%	0.00%	5.00%
毛利率	20.00%	28.00%	28.00%	30.00%	30.00%	30.00%
收入占比	6.98%	9.57%	9.47%	8.24%	7.31%	6.76%
七、道路机械（亿元）	40.35	38.18	40.63	46.72	56.07	67.28
YoY	14.34%	-5.37%	6.41%	15.00%	20.00%	20.00%
毛利率	19.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
收入占比	4.30%	4.11%	4.43%	4.44%	4.73%	4.99%
八、其他（亿元）	133.29	201.14	202.4	212.52	223.15	234.3
YoY	-33.36%	50.90%	0.63%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	12.99%	20.00%	20.00%	22.00%	23.00%	23.00%
收入占比	14.21%	21.66%	22.08%	20.18%	18.81%	17.38%
收入合计	938.2	928.5	916.6	1053.2	1186.6	1348.4

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司作为中国工程机械龙头，主业稳健+矿机成为新增长点，通过电动化&全球化构筑核心壁垒，有望充分受益本轮行业上行周期。我们选取同属工程机械行业的三家主机厂三一重工、中联重科、柳工作为可比公司进行分析，以上企业在产品构成、下游应用领域方面相似，且均受全球工程机械周期与需求变化的影响。公司 2025-2026E 估值水平略高于行业平均，主要系公司矿山机械业务占比在国内主机厂中处于领先水平，在矿山开采景气度上行阶段具备更强业绩弹性，因此应享有一定估值溢价。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 70/90/119 亿元，当前市值对应 PE 分别为 21/16/12 倍。基于工程机械国内外共振回暖、矿山开采景气度高，公司具备高成长性与高业绩弹性，首次覆盖给予“买入”评级。

图70：可比公司估值表（截至 2026/2/27）

2026/2/27		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
代码	公司				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
600031.SH	三一重工	CNY	23.35	2,140	59.8	85.0	111.4	127.1	36	25	19	17
000157.SZ	中联重科	CNY	10.00	853	35.2	50.4	61.0	73.8	24	17	14	12
000528.SZ	柳工	CNY	11.88	242	13.3	16.0	19.8	26.0	18	15	12	9
平均									26	19	15	13
000425.SZ	徐工机械	CNY	12.36	1,452	59.8	70.2	90.3	118.7	24	21	16	12

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：三一重工、中联重科、柳工、徐工机械均来自东吴预测）

## 5. 风险提示

**(1) 行业周期波动:** 受宏观经济波动影响, 工程机械行业具有较强的周期性, 若国内宏观经济大幅波动, 将对工程机械行业平稳发展产生不利影响。

**(2) 基建、地产、矿山项目落地不及预期:** 基建及房地产为工程机械下游最大需求, 矿山开采为新兴增长点, 若这些行业投资不足, 将影响工程机械主要产品销售。

**(3) 政策不及预期:** 国内基建及房地产与国家政策相关度较高, 若后续国内政策不及预期将对工程机械行业产生不利影响。

**(4) 地缘政治加剧风险:** 若国际贸易争端及地缘冲突加剧, 全球政治黑天鹅事件或对国内工程机械企业全球化造成负面影响。

## 徐工机械三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>108,087</b>	<b>145,264</b>	<b>144,902</b>	<b>195,718</b>	<b>营业总收入</b>	<b>91,660</b>	<b>105,319</b>	<b>118,657</b>	<b>134,836</b>
货币资金及交易性金融资产	20,245	42,056	51,638	67,141	营业成本(含金融类)	70,991	80,374	89,871	101,022
经营性应收款项	46,918	63,386	54,625	80,245	税金及附加	415	462	526	608
存货	32,543	33,861	29,804	41,833	销售费用	5,309	6,846	7,713	8,090
合同资产	81	93	92	92	管理费用	2,817	3,237	3,647	4,144
其他流动资产	8,300	5,867	8,744	6,406	研发费用	3,738	4,423	4,628	5,153
<b>非流动资产</b>	<b>52,882</b>	<b>47,440</b>	<b>41,482</b>	<b>35,106</b>	财务费用	1,935	2,106	2,373	2,697
长期股权投资	3,904	3,904	3,904	3,904	加:其他收益	928	632	995	1,105
固定资产及使用权资产	24,724	19,994	14,518	8,402	投资净收益	(57)	90	107	62
在建工程	2,018	1,211	726	436	公允价值变动	(2)	0	0	0
无形资产	8,623	8,623	8,623	8,623	减值损失	(785)	(775)	(902)	(884)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(10)	(12)	(23)	(36)
长期待摊费用	72	72	72	72	<b>营业利润</b>	<b>6,529</b>	<b>7,806</b>	<b>10,077</b>	<b>13,370</b>
其他非流动资产	13,542	13,636	13,639	13,669	营业外净收支	53	24	29	22
<b>资产总计</b>	<b>160,970</b>	<b>192,703</b>	<b>186,384</b>	<b>230,824</b>	<b>利润总额</b>	<b>6,582</b>	<b>7,831</b>	<b>10,106</b>	<b>13,391</b>
<b>流动负债</b>	<b>79,795</b>	<b>107,578</b>	<b>92,234</b>	<b>124,804</b>	减:所得税	599	813	1,070	1,522
短期借款及一年内到期的非流动负债	25,203	25,203	25,203	25,203	<b>净利润</b>	<b>5,983</b>	<b>7,017</b>	<b>9,036</b>	<b>11,870</b>
经营性应付款项	41,366	70,265	54,556	85,752	减:少数股东损益	7	1	8	3
合同负债	4,923	4,019	4,494	5,051	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,976</b>	<b>7,016</b>	<b>9,028</b>	<b>11,866</b>
其他流动负债	8,304	8,091	7,981	8,798	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.51	0.60	0.77	1.01
<b>非流动负债</b>	<b>20,713</b>	<b>20,713</b>	<b>20,713</b>	<b>20,713</b>	EBIT	8,552	10,809	13,501	17,153
长期借款	12,635	12,635	12,635	12,635	EBITDA	12,658	17,346	20,260	24,060
应付债券	5,197	5,197	5,197	5,197	毛利率(%)	22.55	23.69	24.26	25.08
租赁负债	272	272	272	272	归母净利率(%)	6.52	6.66	7.61	8.80
其他非流动负债	2,610	2,610	2,610	2,610	收入增长率(%)	(1.28)	14.90	12.66	13.64
<b>负债合计</b>	<b>100,508</b>	<b>128,291</b>	<b>112,947</b>	<b>145,517</b>	归母净利润增长率(%)	12.20	17.40	28.68	31.44
归属母公司股东权益	59,309	63,258	72,275	84,141					
少数股东权益	1,153	1,154	1,163	1,166					
<b>所有者权益合计</b>	<b>60,462</b>	<b>64,413</b>	<b>73,437</b>	<b>85,307</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>160,970</b>	<b>192,703</b>	<b>186,384</b>	<b>230,824</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,720	26,870	11,375	17,051	每股净资产(元)	5.02	5.38	6.15	7.16
投资活动现金流	(1,918)	(898)	(687)	(452)	最新发行在外股份(百万股)	11,749	11,749	11,749	11,749
筹资活动现金流	(6,659)	(4,161)	(1,106)	(1,095)	ROIC(%)	7.58	9.16	10.76	12.39
现金净增加额	(2,958)	21,811	9,582	15,503	ROE-摊薄(%)	10.08	11.09	12.49	14.10
折旧和摊销	4,106	6,537	6,760	6,907	资产负债率(%)	62.44	66.57	60.60	63.04
资本开支	(2,644)	(988)	(794)	(514)	P/E(现价&最新股本摊薄)	24.10	20.53	15.95	12.14
营运资本变动	(5,558)	11,549	(6,305)	(3,657)	P/B(现价)	2.44	2.28	1.99	1.71

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>