

徐工机械（000425.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	工业	价值	1634亿	成长空间	★★★★☆
当前股价	9.94	DDM估值 上行空间	40%	盈利趋势	★★★★☆
总市值	1168.25亿	状态	偏低估	产业格局	★★★★☆
PE-TTM	17.62	价值	1884亿	护城河	★★★★☆
PB-MRQ	1.93	动态估值 上行空间	61%		
		状态	低估		

核心评级结论

徐工集团是工程机械行业具有全球竞争力、影响力的龙头企业。公司主要从事土方机械、起重机械、矿业机械和其他工程机械及备件的研发、制造、销售和服务工作。

受市政工程、高标准农田建设等需求拉动，我国工程机械行业筑底回升，未来几年有望迎来上行周期。徐工机械持续布局包括亚非拉在内的海外市场，外销情况持续向好。综上，内外销将迎来共振，公司业绩的成长空间相对较大。工程机械行业周期向上，景气度上升，供需关系有望改善，公司的盈利趋势向好。随着公司持续加大海外布局，公司持续抢占市场份额，叠加公司对下游拥有一定的议价权，产业格局相对较好。作为重资产行业，徐工作为工程机械的龙头，规模优势强劲，拥有较高的护城河。

基于我们对未来3年国内工程机械周期上行的判断，以及公司持续出海抢占市场份额的假设，公司的估值处于低估的水平，向上空间较大。

我们区别于市场的观点

市场认为，当前国基建和地产建设情况低迷，开工率不高，不看好以挖掘机为首的国内工程机械销售的持续性。我们认为，当前小型挖掘机的销售占比较高，其建设场景和传统的中大型挖机有较大的区别。基建和地产的需求较为一般，但其并不影响小型挖掘机在农村建设、农田水利的广泛应用；随着更新周期的到来，叠加未来几年地产可能企稳，工程机械行业有望迎来长达数年的上行周期。

风险提示

国内财政政策刺激或低于预期，导致农村水利建设等需求偏弱；海外宏观景气度或将恶化，大宗商品牛市结束，海外需求偏弱；地产或长期低迷，则国内需求可能长期萎靡；表外担保和应收账款逾期或将大幅度计提减值，从而侵蚀公司利润。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 研发高端度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

徐工集团成立于1989年，是中国工程机械产业奠基者、开创者和引领者，是工程机械行业具有全球竞争力、影响力的龙头企业。徐工机械作为集团工程机械板块的上市平台，主营业务包括以土方机械、起重机械和混凝土为代表的传统工程机械，以及以矿业机械、高空作业平台等为代表的新兴业务板块。公司产品远销全球190多个国家和地区，覆盖“一带一路”沿线95%以上的国家和地区。

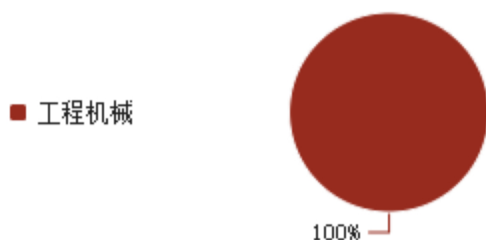
2. 业务介绍

对于徐工机械公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

工程机械：

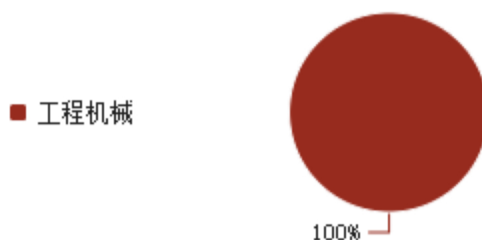
公司所处行业为工程机械行业，其在制造业领域中具有举足轻重的地位，是我国具有国际竞争优势的行业。根据中国工程机械工业协会的统计，工程机械包括铲土运输机械、挖掘机械、起重机械、工业车辆、路面施工与养护机械等二十一大类。考虑到公司持续出海，公司的业务界定是全球工程机械市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司聚焦工程机械整机及备件的研发、生产及销售，拥有行业内最广泛的产品系列，并形成了包括维修、租赁、金融及技术服务在内的配套服务体系，且下游应用领域广泛。生产端，公司聚焦精益制造与供应链优化，平衡重资产投入与运营效率。销售端覆盖建筑、矿业等多行业，2024年前五大客户收入占比仅10.68%，并以“直销+经销”的方式触达。

3.1 资产强度

低

较低

中等

较高

高

公司2024年的固定资产周转天数为92天，资产强度处于工程机械行业中上游水平，呈现“资本密集型+资产利用效率中等”的特征。近年来，随着集团资产的不注入，公司的资产强度略有上升。

3.2 研发高端度

低

较低

中等

较高

高

作为技术驱动的行业，徐工机械高度重视研发投入，2024年公司投入接近37亿元进行研发，研发人员达7619人，研发费用/研发人员数量达49万元/人，研发高端度较高。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司的销售模式以经销为主，下游客户非常分散，2024年前五大客户占比仅为10.68%，客户的集中度相对较低。

4. 历史经营绩效

随着地产周期下行，叠加基建投资低迷，自2021年以来，公司的营业收入震荡下滑，盈利能力同步恶化。受市政工程、高标准农田建设等需求的拉动，2024年国内挖掘机销量筑底，公司业绩逐步企稳。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

徐工机械的盈利能力处于中等水平，主要系产品同质化程度较高，竞争较为激烈。从趋势上来看，2021年以后，随着地产周期下行，叠加基建投资低迷，需求恶化，公司的盈利能力有所下降。2025年上半年，受到农田水利建设等驱动，工程机械周期筑底回升，公司的盈利能力有所修复。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

徐工机械的成长性受到地产周期影响较大。2020-2021年，地产上行期带动公司的成长能力星级处于高点。此后随着地产周期大幅下行，公司的成长能力明显恶化。2024年以来，国内挖掘机销量筑底，公司整体业绩初步企稳。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



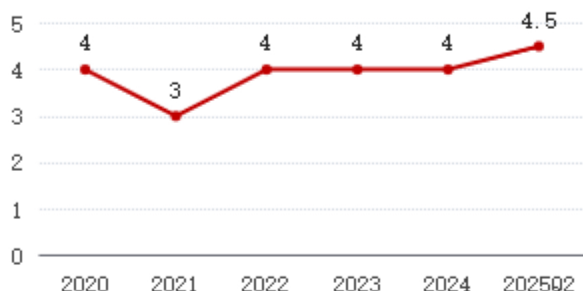
数据来源：公司财报，壹评级

公司近年的经营现金流净额/营业利润小于100%，且工程机械行业普遍采用赊销等办法进行设备销售，企业存在大量的应收账款，因而产业链地位较低，业务控制力水平处于一般的水平。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

徐工机械的股东回报水平较高，股息派发率近年维持在30%以上，仅2021年略有下滑。2021年，徐工正处于吸收合并徐工集团工程机械有限公司（徐工有限）的关键阶段，因此未进行分红。根据，2024年11月发布的《全球投资者未来三年回报计划》明确承诺2025-2027年每年现金分红（含回购）不低于可供分配利润的40%，近年股东回报有所提升。

5. 四维评级

国内工程机械行业持续向上，海外市场高速发展，国内外需求共振，公司成长空间较大。随着国内工程机械周期向上，叠加持续开拓高毛利的海外市场，公司的盈利能力有望持续改善；凭借其强大的技术优势和规模优势，公司持续抢占市场份额，竞争格局较好，护城河深厚。

5.1 成长空间

★★★★☆

工程机械业务是公司的核心业务，其业绩表现跟随行业周期波动明显。随着工程机械周期上行，叠加公司出海持续抢占市场份额，徐工机械的成长空间相对较大。

工程机械(4星):

国内市场，受市政工程、高标准农田建设等需求拉动，2024年国内挖掘机销量筑底企稳。随着更新周期到来，未来国内工程机械行业有望步入上行阶段。出口方面，2020年以来，海外布局深入、产品型谱持续完善，助力公司在海外服务响应速度逐步提升，工程机械出口保持相对较快的增长速度。公司未来5年收入增速有望维持在10%-15%之间。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

工程机械产品同质化程度高，公司业绩受到工程机械周期波动的影响。随着工程机械周期的上行，公司的盈利水平有望向好，盈利趋势尚可。

工程机械(3星):

公司利润水平中等且波动性较大，地产周期波动对公司的盈利水平影响显著。随着未来国内工程机械行业转好，叠加持续开拓盈利能力更高的海外市场，公司的盈利情况有望逐步改善。

5.3 产业格局

★★★★☆

工程机械行业属于传统制造业，竞争激烈。但以徐工为首的企业陆续出海，中国企业在全球的影响力逐步凸显，市场份额进一步提升，产业格局较优，

工程机械(3.5星):

国内，工程机械行业过去长期陷入激烈的价格战之中，随着产业格局的逐步优化，当前徐工机械的竞争格局相对稳定。海外，公司产品力逐渐向国际巨头看齐，公司加速出海，徐工机械的全球份额有望持续提升，公司的产业格局相对稳定。

5.4 护城河

★★★★☆

经过长时间的发展，徐工机械作为工程机械龙头，享有一定的技术优势和规模优势，产品的竞争力强且成本相对较低，拥有相对较强的护城河。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
工程机械	(3星) 徐工机械作为我国工程机械龙头，经壹评级调整，过去徐工机械的ROIC接近14%，拥有一定的超额利润。公司的业务控制力较为一般，主要系工程机械行业赊销较多，存在较多的应收账款，产业链地位不高。	(4.5星) 公司的超额利润可以解释为3大因素：规模护城河、技术护城河和品牌护城河。1) 规模护城河：随着公司的持续出海，公司的全球市占率将持续提升，规模优势将愈发明显，公司的成本有望持续优化，公司的竞争力有望增强，我们认为其护城河受到侵蚀的程度较低；2) 技术护城河：随着产品的持续更新迭代，公司的技术护城河可能会有一定衰退。但考虑到工程机械行业较为成熟，衰退的幅度相对有限；3) 品牌护城河：随着徐工逐渐走向全球，公司愈发重视品牌的培育，品牌护城河有望增强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于我们对未来3年国内工程机械周期向上的预期，以及公司持续出海抢占市场份额的假设，公司估值处于低估的水平，向上空间较大。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为工程机械，未来预测的假设和逻辑如下：

收入假设：公司工程机械业务的品类众多，其中土方机械、起重机械、消防机械和矿机四大业务对于徐工机械的重要较高（利润占比超过70%），因此我们就这四大品类做重点分析。

1）土方机械：根据公司业务口径，土方机械主要包括挖掘机和装载机。受到更新需求和农田水利建设的支持，国内温和复苏，此后随着26-27年地产周期筑底，整体销量有望大幅改善。海外方面，考虑到前期基数较高，但东南亚乃至非洲的需求仍有韧性，叠加美联储降息对于需求的提振，我们预计其需求维持稳健增长的态势。整体来看，我们预计2025-2029年，公司的土方机械业务的CAGR有望达到约15%，增长速度较快。

2）起重机：起重机业务更多的受到地产周期影响，在国内地产回升、海外维持平稳增速的情况下，我们预计起重机业务25-29年的CAGR维持在10%-15%的水平。

3）矿机：25H1受国内矿山监管趋严的影响，公司矿机业务增速放缓，预计下半年监管有望放缓，叠加公司在海外的进展较好，我们预计2025-2029年CAGR超过20%。

4）消防机械：国内高空作业平台销量在经历数年高增后进入下行期，需求大幅下滑，行业内卷严重，关税壁垒不断，短期内业务可能持续承压，我们预计其在25-29年的业绩增速可能维持在负增长。

盈利预测：

1、毛利率：随着国内工程机械周期的筑底回升，叠加公司持续拓展利润水平更高的海外市场，我们预计其毛利率将出现一定程度的回升。公司的整体毛利率将从2024年的22.55%提升至25%左右的水平。

2、费用率：综合考虑，出海的带来前期费用投入较大、随着规模生产带来成本端的下降，我们预计整体费用水平维持基本稳定。

表2：公司整体业绩预测

徐工机械	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	938.2	928.5	916.6	957.2	1040.0	1200.0	1340.0	1500.0
归母净利润(亿)	43.0	53.2	59.8	71.0	85.2	108.1	130.0	135.5
归母净利润增速(%)	-23.3	23.7	12.3	18.7	20.1	26.8	20.3	4.3
经营性净利润(亿)	34.6	45.6	56.4	63.4	77.2	99.1	120.2	124.9
经营性净利润增速(%)	-18.9	31.9	23.6	12.5	21.7	28.4	21.3	3.9
经营性归母净利润(亿)	34.7	46.4	56.3	63.4	77.2	99.1	120.2	124.9
经营性归母净利润增速(%)	-18.2	33.8	21.4	12.6	21.7	28.4	21.3	3.9

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

工程机械	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	938.2	928.5	916.6	957.2	1040.0	1200.0	1340.0	1500.0
收入增速(%)	11.3	-1.0	-1.3	4.4	8.6	15.4	11.7	11.9
经营性净利润(亿)	34.6	45.6	56.4	63.4	77.2	99.1	120.2	124.9
经营性净利率(%)	3.7	4.9	6.2	6.6	7.4	8.3	9.0	8.3
经营性净利润增速(%)	-18.9	31.9	23.6	12.5	21.7	28.4	21.3	3.9

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
工程机械	4.2%	中低	较好	强	7.5%	16.5	132.2
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
工程机械(亿)	335.6	1519.5	1855.1	-	11.0	40.0	1884.1
公司整体测算(亿)	335.6	1519.5	1855.1	-	11.0	40.0	1884.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
工程机械(亿)	751.0	853.5	1604.5	-	11.0	40.0	1633.5
公司整体测算(亿)	751.0	853.5	1604.5	-	11.0	40.0	1633.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司作为工程机械龙头，信息披露较为充分，且行业数据跟踪较为容易。公司穿越周期，业绩具有一定程度的韧性，估值确定性相对较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。