

三一重工 (600031.SH)

公司报告 | 首次评级报告

周小龙
机械、轻工、地产
行业研究员

2026年1月29日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	22.25
总市值	2045.89 亿
PE-TTM	24.82
PB-MRQ	2.79

估值结果

	价值	1646 亿
DDM 估值	上行空间	-20%
	状态	合理估值
	价值	1847 亿
动态估值	上行空间	-9.7%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

三一重工是全球领先的装备制造企业，以工程机械为主业，产品涵盖混凝土机械、挖掘机械、起重机械等，业务遍及全球150多个国家和地区。公司坚持“品质改变世界”的理念，致力于通过智能制造与技术创新，推动产业升级与可持续发展。

公司成长空间较好，主要原因是公司正处于“国内周期筑底回升”与“海外市场加速渗透”的共振期，收入持续增加。盈利趋势向好，主要原因是高毛利的海外业务占比持续提升，叠加数字化转型带来的降本增效及费用管控优化，推动净利率与ROE进入上行通道。产业格局较好，主要系中国工程机械品牌凭借电动化优势与供应链韧性，正在重塑由卡特彼勒、小松等主导的竞争格局，公司的市场份额有望持续提升。公司护城河较强，来源于长期高研发投入构建的电动化与智能化技术壁垒，以及作为国内工程机械标杆的规模效应和品牌护城河。

基于公司海外业务有望保持双位数增长、国内工程机械更新周期逐步启动的假设，根据壹评级的DDM模型和动态估值模型，公司的估值处于合理水平。

风险提示

除挖掘机等核心产品受益于更新周期外，工程机械大部分下游需求增速与宏观经济（特别是基建与房地产投资）挂钩，若全球宏观经济复苏不及预期，行业需求或承压；若海外贸易保护主义加剧或关税政策发生不利变化，或导致海外市场拓展受阻、出口增速不及预期；若原材料价格大幅波动或汇率出现不利变动，或导致公司盈利能力修复不及预期。

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	5
3.2 研发强度	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	6
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	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	8
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	11
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比 2

图2：预测2025年毛利占比 2

图3：近年公司盈利能力趋势图 3

图4：近年公司历史成长能力趋势图 4

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 4

图6：近年股东回报能力趋势图 4

表1：护城河详解表 7

表2：公司整体业绩预测 8

表3：公司分业务业绩预测 8

表4：公司整体及分业务动态估值 9

表5：公司整体及分业务DDM估值 9

1. 基本信息

三一重工是全球领先的装备制造企业，以工程机械为主业，产品涵盖混凝土机械、挖掘机械、起重机械等产品，业务遍及全球150多个国家和地区。公司坚持“品质改变世界”的理念，致力于通过智能制造与技术创新，推动产业升级与可持续发展。

2. 业务介绍

对于三一重工公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

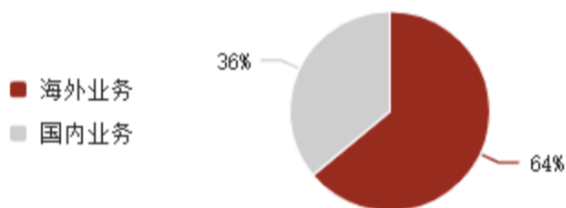
海外业务：

海外业务是三一重工当前增长最强劲的核心引擎，涵盖挖掘机、混凝土机械等全系列产品的国际化销售与服务。该业务不仅依赖产品出口，更通过在印度、美国、德国、巴西、印尼等地建立本土化制造基地，实现了从“产品出海”到“产业出海”的跨越。2024年公司国际化收入占比已突破60%，在非洲、东南亚等新兴市场实现高速增长，同时在欧美高端市场持续突破，挖掘机全球市占率稳步提升。我们对于此业务的竞争市场范围界定为全球工程机械市场。

国内业务：

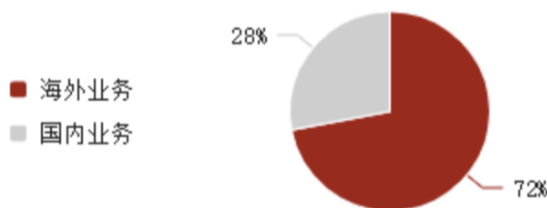
国内业务是三一重工的传统基本盘，主要受益于国内基础设施建设、房地产投资及设备更新周期的驱动。尽管面临行业周期波动，公司凭借雅鲁藏布江水电站、川藏铁路等国家重大项目的订单支撑，以及挖掘机、桩工机械等产品的极高市占率，展现出极强的经营韧性与现金流创造能力。我们对于此业务的竞争市场范围界定为国内工程机械市场。

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

三一重工处于典型的资本与技术双密集型行业。其商业模式的核心在于通过“全产业链垂直一体化制造”来确立成本与质量优势，并通过“全球化经销网络+重点区域直销”实现对终端市场的深度覆盖。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司正处于海外产能扩张期，公司在印尼、印度、美国及巴西等地均有设有工厂。公司2024年的总资产周转天数达702天，属于典型的重资产公司，资产强度较高。

3.2 研发强度

低 较低 中等 **较高** 高

三一重工高度重视研发工作，2022-2024年期间，三一重工的研发费用率保持在7%-9%的行业高位，显著高于行业平均水平（4%-5%），研发强度较高。

3.3 客户集中度

低 **较低** 中等 较高 高

三一重工的产品广泛应用于基础设施建设、房地产、矿山开采、市政工程、农村建设等多个领域，单一客户的需求占公司总营收的比例较低。2024年前五名客户销售收入401,066万元，占年度销售收入总额5.16%，客户集中度低。

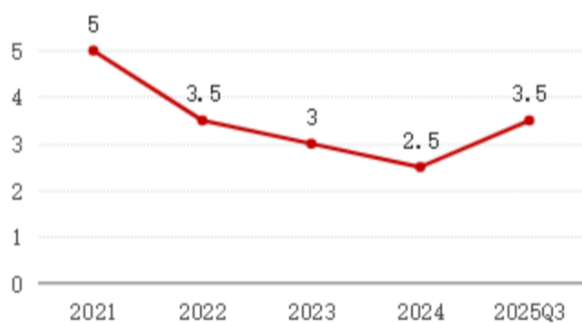
4. 历史经营绩效

三一重工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。三一重工的历史业务控制力较高且稳定在较高水平。作为我国工程机械的标杆，三一重工的产业链地位较高，且公司高度重视回款，现金流较好，占款能力强，业务控制力较高。公司的股东回报评级处于中等水平，主要系公司目前仍然处于扩张期，股利分配率不高（2025年公司的股利分配率只有36%）。

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

三一重工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。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

三一重工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，叠加海外业务持续拓展，公司的历史成长能力持续修复。

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



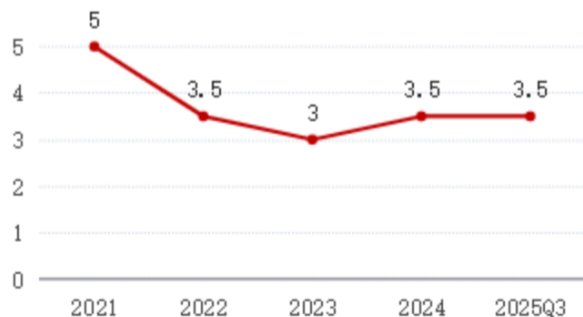
数据来源：公司财报，壹评级

三一重工的历史业务控制力较高且稳定。作为我国工程机械的标杆，三一重工的产业链地位较高，且公司高度重视回款，现金流较好，占款能力强，业务控制力较高。

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

公司的股东回报评级处于中等水平，主要系公司目前仍然处于扩张期，股利分配率不高（2025年公司的股利分配率为36%）。

5. 四维评级

海外业务是公司穿越周期的核心增长极，国内业务则提供稳健的复苏弹性，总体成长空间良好。受益于高毛利海外业务占比的提升以及国内业务的降本增效，公司整体盈利能力处于上行通道。供需格局的改善以及原材料成本的相对稳定，进一步支撑了净利率的修复，盈利趋势整体较好。全球工程机械行业呈现一超多强的局面，以三一重工为代表的工程机械企业凭借电动化换道超车，正在重塑全球产业格局；国内市场的集中度高，海外市场中国品牌话语权逐步增强，产业格局较好。作为中国工程机械行业的领军者，三一重工构筑了宽广且深厚的护城河，来源于长期高研发投入构建的电动化与智能化技术壁垒，以及作为国内工程机械标杆的规模效应和品牌护城河。

5.1 成长空间

★★★★☆

工程机械行业兼具周期与成长属性。当前时点，国内市场处于长周期底部的右侧拐点，更新需求逐步释放，需求有望持续改善；海外市场则处于从“产品出海”向“产业出海”跨越的成长期，全球市占率提升空间广阔。总体来看，我们认为海外业务是公司穿越周期的核心增长极，国内业务则提供稳健的复苏弹性，总体成长空间良好。

海外业务(3.5星)：

尽管公司已是我国工程机械龙头，但在欧美等发达市场的市占率仍有较大提升空间。此外，非洲、东南亚及南美等地区的矿山开采与基础设施建设需求强劲，带动了挖掘机、矿山机械等高价值量产品的出口增长。我们判断公司海外业务未来3年有望维持双位数增长，成长空间较好。

国内业务(3星)：

国内工程机械市场步入存量更新为主的新阶段，成长性主要来源于周期复苏与技术迭代。按照挖掘机8-10年的更新周期测算，我们预计2025-2026年将逐步迎来新一轮更新周期的上行通道，成长空间处于中等水平。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

受益于高毛利海外业务占比的提升以及国内业务的降本增效，公司整体盈利能力处于上行通道。供需格局的改善以及原材料成本的相对稳定，进一步支撑了净利率的修复，盈利趋势整体较好。

海外业务(3.5星)：

非洲、东南亚及南美等地区的矿山需求强劲，公司在海外市场积极推广大型矿山设备及电动化产品，这些高附加值产品的销售占比提升，进一步增厚了海外业务的利润空间，盈利趋势相对较好。

国内业务(3星)：

经历了前几年的激烈价格战后，国内工程机械行业竞争趋于理性，龙头企业不再单纯追求规模，而是更加注重经营质量与现金流。随着需求回暖，主要产品价格有望企稳回升，带动利润率逐步修复，盈利趋势处于中等水平。

5.3 产业格局

★★★★☆

全球工程机械行业呈现“一超多强”向“多极化”演变的趋势。以三一重工为代表的工程机械企业凭借电动化换道超车，正在重塑全球产业格局。国内市场集中度高，海外市场中国品牌话语权逐步增强，产业格局较好。

海外业务(4星):

在全球范围内，中国工程机械产业链具备极强的韧性与成本优势。特别是在电动化领域，我国企业具备一定的竞争优势。公司已在全球建立了400多家海外子公司及代理商，拥有近1000个海外配件仓库，海外员工本地化率近70%。这种深度的本地化布局使得公司在与国际巨头的竞争中，能够提供更快的响应速度和更优的服务体验，逐步打破了欧美品牌在高端市场的垄断，产业格局优势日益凸显。

国内业务(3.5星):

国内挖掘机市场CR3（三一、徐工、临工）占据了绝大部分市场份额，三一重工挖掘机国内市占率长期保持第一，市场份额稳固，产业格局较好。

5.4 护城河

★★★★☆

作为中国工程机械行业的领军者，三一重工构筑了宽广且深厚的护城河，来源于长期高研发投入构建的电动化与智能化技术壁垒，以及作为国内工程机械标杆的规模效应和品牌护城河。

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
海外业务	(3.5星) 三一重工是我国工程机械企业出海的标杆企业，市占率位居全球前五；该业务经壹评级调整后的ROIC为19.7%，拥有较为明显的超额收益。作为工程机械企业的标杆，公司对下游的议价权较强，产业链地位高，业务控制力强。	(4.5星) 公司海外业务的护城河主要构建在规模优势、品牌护城河以及技术迭代带来的性价比优势之上，持续性较强。1) 不同于简单的产品出口，三一重工在印尼、印度、美国、德国、巴西等地建立了完善的海外制造基地。这种“本土制造、本土销售”的模式大幅降低了物流成本和供应链成本，并缩短了交付周期，持续性较强。2) 公司在电动化、智能化产品上具备先发优势。2024年新能源产品收入同比增长23%，电动挖掘机、电动起重机等在海外市场（特别是欧洲）具备极强的竞争力。随着全球碳中和趋势加速，这种技术领先优势将持续转化为市场份额，护城河持续性较强。3) 随着多年的海外开拓和渠道深耕，海外客户对于三一重工的认可度逐年增加，二手机的残值率也较多年前有明显提升，具备一定的品牌优势，护城河持续性较强。
国内业务	(3.5星) 三一重工是我国工程机械企业的龙头企业之一，挖掘机市占率排名第一；该业务经壹评级调整后的ROIC为5.8%，超额收益不明显。但公司对于下游经销商的议价权较强，业务控制力强。	(4.5星) 目前国内工程机械行业仍处于周期偏底部的位置，行业竞争激烈，业务没有超额利润。但随着下游需求逐步改善，业务的利润有望修复，并享有一定的超额利润。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于公司海外业务有望保持双位数增长、国内工程机械更新周期逐步启动的假设，根据壹评级的DDM模型和动态估值模型，公司的估值处于合理水平。

6.1 核心假设及逻辑

我们试图将公司的主要业务拆分成海外业务和国内业务两个部分，并对其进行预测和估值，预测的核心假设和逻辑如下：

业务1：海外业务

1) 收入：近年非洲、东南亚及南美等地区的矿山开采与基础设施建设需求强劲，带动了挖掘机、矿山机械等高价值量产品的出口增长，但考虑到核心区域印尼收紧了煤矿的配额，出口整体增速可能比过去3年略有放缓。我们预计公司的海外收入在2025-2029年的增速维持在13%左右，继续维持稳健的增长速度。

2) 毛利率：随着国内企业持续出海，叠加海外需求增速略有放缓，我们预计毛利率可能将逐步回落至29%左右的水平。

3) 费用率：考虑到公司经营海外业务已久，我们预计公司未来的费用水平维持稳定。

业务2：国内业务

1) 收入：国内工程机械市场步入存量更新为主的新阶段，成长性主要来源于周期复苏与技术迭代。按照挖掘机8-10年的更新周期测算，我们预计2025-2026年将逐步迎来新一轮更新周期的上行通道，2025-2029年的收入增速有望维持在12%的水平。

2) 毛利率：经历了前几年的激烈价格战后，国内工程机械行业竞争趋于理性，龙头企业不再单纯追求规模，而是更加注重经营质量与现金流。随着需求回暖，我们预计公司国内业务的毛利率将逐步恢复至24%左右。

3) 费用率：考虑到公司经营工程机械业务已久，我们预计公司未来的费用水平维持稳定。

表2：公司整体业绩预测

三一重工	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	800.0	731.2	777.3	873.0	1003.6	1157.5	1304.8	1409.2
归母净利润(亿)	42.9	45.1	59.7	99.8	112.6	125.5	143.7	139.2
归母净利润增速(%)	-64.9	5.3	32.3	67.2	12.8	11.5	14.5	-3.1
经营性净利润(亿)	37.1	42.1	51.0	91.5	103.8	116.1	133.8	128.6
经营性净利润增速(%)	-67.3	13.5	21.3	79.3	13.4	11.8	15.2	-3.9
经营性归母净利润(亿)	36.0	41.4	50.1	89.5	101.5	113.5	130.9	125.8
经营性归母净利润增速(%)	-67.5	15.0	21.0	78.8	13.4	11.8	15.2	-3.9

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

海外业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	384.7	448.6	504.1	572.5	664.0	763.7	840.0	907.2
收入增速(%)	40.2	16.6	12.4	13.6	16.0	15.0	10.0	8.0
经营性净利润(亿)	21.4	32.7	49.6	76.4	86.9	93.2	102.5	94.8
经营性净利率(%)	5.6	7.3	9.8	13.3	13.1	12.2	12.2	10.4
经营性净利润增速(%)	5.2	52.8	51.5	54.1	13.8	7.3	10.0	-7.6
国内业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	415.3	282.6	273.2	300.5	339.6	393.9	464.8	502.0
收入增速(%)	-47.2	-31.9	-3.3	10.0	13.0	16.0	18.0	8.0
经营性净利润(亿)	15.7	9.4	1.5	15.2	16.9	22.9	31.3	33.9
经营性净利率(%)	3.8	3.3	0.5	5.0	5.0	5.8	6.7	6.7
经营性净利润增速(%)	-83.1	-40.1	-84.2	925.2	11.6	35.3	36.6	8.2

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)
国内业务	-6.1%	小幅负增长	较好	强	8.5%	10.58	32.1
海外业务	5.2%	中等	较好	强	8.5%	16.5	99.9
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
国内业务(亿)	39.8	245.4	285.1	53.1	11.0	26.0	353.3
海外业务(亿)	209.3	1189.7	1399.1	94.3	-	-	1493.4
公司整体测算(亿)	249.1	1435.1	1684.2	147.5	11.0	26.0	1846.7

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
国内业务(亿)	165.0	86.4	251.4	53.1	11.0	26.0	319.5
海外业务(亿)	661.0	571.2	1232.2	94.3	-	-	1326.5
公司整体测算(亿)	826.0	657.5	1483.6	147.5	11.0	26.0	1646.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

工程机械行业是强周期行业，尽管行业的数据较易跟踪，但三一重工历史盈利和收入的波动性较大，业绩的可预测性不强，总体的估值确定性一般。

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。