

【工程机械】2025年度策略

看好工程机械2025年国内外共振，矿山&电动化贡献新增长点

首席证券分析师：周尔双
执业证书编号：S0600515110002
zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理：黄瑞
huangr@dwzq.com.cn

2024年12月24日

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- ◆ **国内：挖机开启周期上行，非挖有望于2025年筑底回升。** 2024年国内土方机械率先实现复苏，24M1-9同比增速持续维持在20%左右。具体来看，23年底万亿国债较大程度提升国内小挖景气度，并逐步向中大挖转移，6月以来中大挖国内销量显著回暖。此外，非挖板块起重机&混凝土自2021年高点下滑85%以上，24M1-9同比仍有40%-60%的下滑。展望未来，在化债、政策偏向稳楼市的大背景下，看好2025年地产基建边际复苏，对应盈利能力较强的中大挖&非挖板块销量回暖，为工程机械主机厂带来较大利润弹性。
- ◆ **出口：2025年海外需求降幅有望收窄，中国品牌竞争力凸显继续提份额。** 分区域来看，印尼、非洲、南美、中东等地有望迎来行业贝塔向上+中国品牌市占率提升共振；2024年欧美地区受大选影响需求不振，突破阻力较大，但降幅持续收窄。分产品来看，中国品牌海外挖机市占率较高，目前增长主要受益于大选结束带来的需求回暖；起重机基数不大，市场开拓难度相对较小，新产品投放+新市场开拓下增长较快；除挖掘机和起重机外，中国品牌其他工程机械在海外市场均处于市场开拓阶段，具备较大的成长空间。
- ◆ **新方向：关注矿山市场新需求，关注电动化产业进程。**（1）矿山机械：2023年全球露天矿山装备市场规模约为240亿美元，随着中资企业对外矿业投资的稳步增长，国产露天矿山机械全球品牌力逐渐建立，目前已逐步切入力拓集团、淡水河谷等全球知名矿业龙头。矿山客户对产品稳定性、可靠性要求高，品牌粘性强，前装市场壁垒深厚，突破后有望形成稳定需求。同时，矿山客户备品备件需求量大，价格不敏感，后市场利润空间大。（2）电动化：电动化工程机械同时具备环保性、经济性、舒适性三大特点，其优势已经在高机、叉车、装载机板块充分验证。我们认为，由于矿山场景对碳排放要求高，具备充电条件，矿卡技术与乘用车相似度高，矿卡可能会成为下一个电动化爆款产品。展望未来，随着国内电池、电驱技术的持续突破，电动工程机械有望成为国内工程机械主机厂实现对海外龙头换道超车的核心抓手。
- ◆ **投资建议：**本轮工程机械下行周期各公司核心注重降本增效、控制风险，通过成本优化和结构改善提升盈利能力。我们预测核心主机厂2025年利润增速约30%，对应当前估值位置较低，作为稳健性资产配置性价比较高。推荐三一重工、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。
- ◆ **风险提示：**行业周期波动，基建及地产项目落地不及预期，政策不及预期，地缘政治加剧风险。



一、国内：挖机开启周期上行，非挖有望于2025年筑底回升

二、出口：2025年海外需求降幅有望收窄，中国品牌竞争力凸显继续提份额

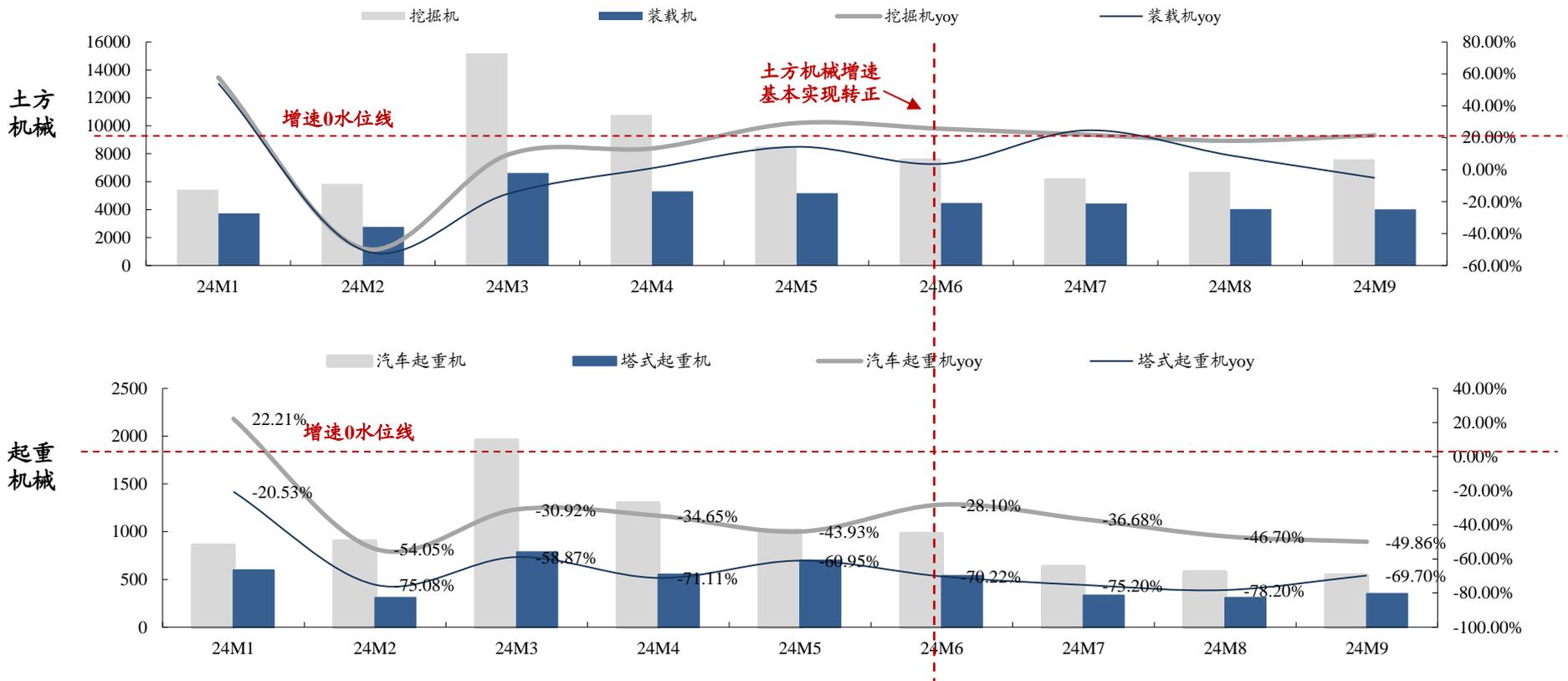
三、新方向：关注矿山市场新需求，关注电动化产业进程

四、投资建议与风险提示

1.1 国内：土方率先实现复苏，起重机&混凝土有望于2025年筑底回升

◆ 分工程机械品类来看，土方机械率先实现复苏，起重机仍在探底阶段。①土方机械：挖掘机、装载机等产品在大型房建和基建项目中的入场顺序最早；除了房建基建以外，农村水利、矿山机械、隧道工程等场景也是非常大的下游，应用多样化使土方机械率先实现复苏；②起重机：下游应用较为简单，增速恢复受制于单一作业场景限制，2024M1-9仍在探底阶段。

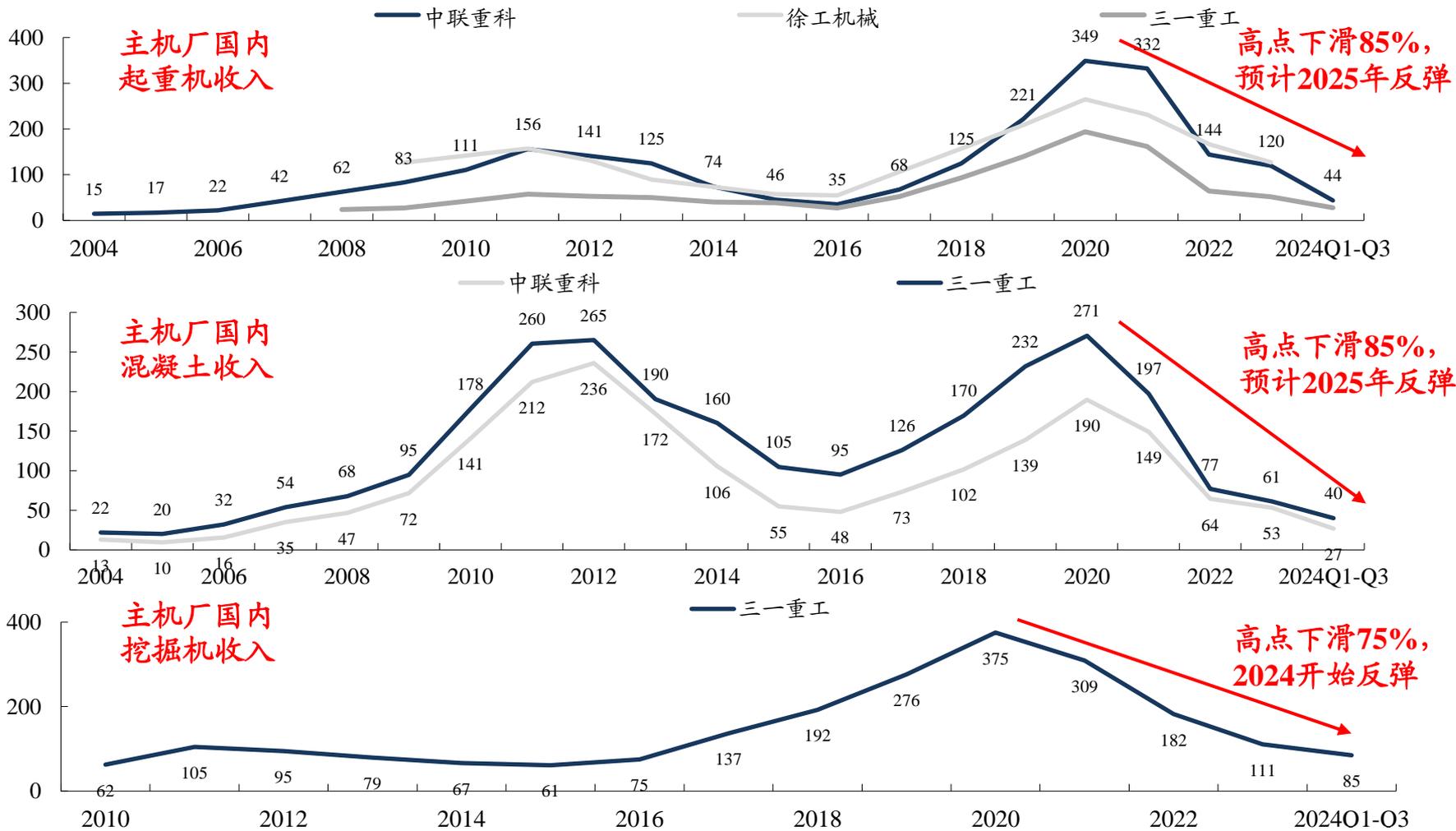
图：国内各工程机械产品市场销量（单位：台）与同比增速



1.1 国内：土方率先实现复苏，起重机&混凝土有望于2025年筑底回升

◆ 2025年化债背景下，看好地产基建相关的起重机&混凝土板块弹性。

图：国内各主机厂起重机、混凝土和挖掘机收入情况（亿元）



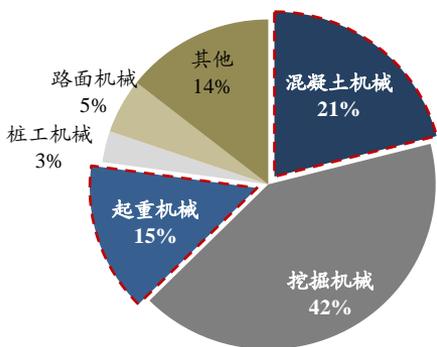
注：公司并未披露国内分品类收入，假设2021年前收入均来自国内，2021年开始国内分品类收入占比与总占比保持一致，2024Q1-Q3为真实数据

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.1 国内：土方率先实现复苏，起重机&混凝土有望于2025年筑底回升

◆ 中联重科国内起重机&混凝土占比高、弹性大。中联重科2024H1国内起重机、混凝土板块收入占比达50.4%（同期三一为36%）。

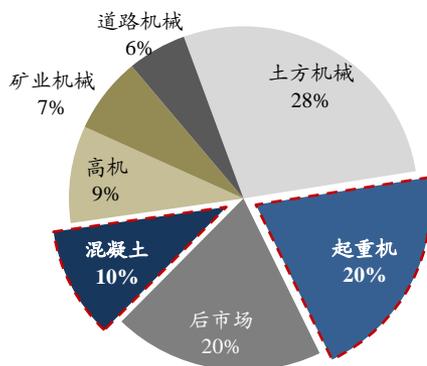
图：2024H1三一重工国内分板块收入拆分



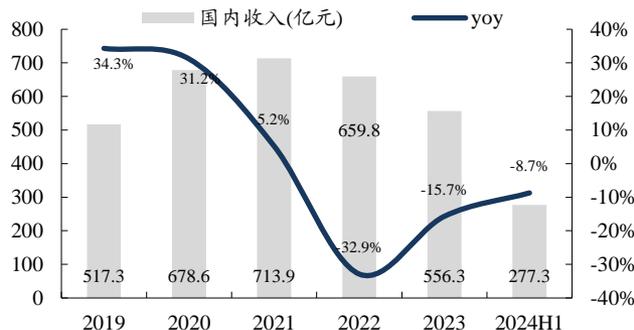
图：三一重工国内收入



图：2024H1徐工机械分板块收入（未区分国内外）

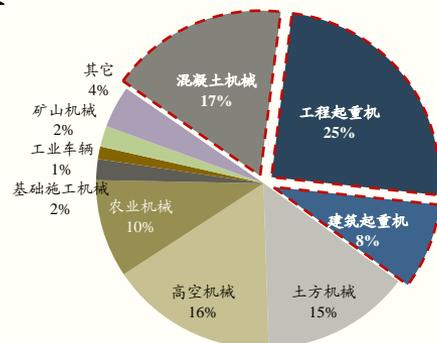


图：徐工机械国内收入



公司起重机&混凝土占比高，受行业影响，国内收入下滑明显。

图：2024H1中联重科国内分板块收入



图：中联重科国内收入



1.2 国内：基建地产边际复苏有望带动中大挖销量回暖，利润弹性大

● 2024M1-11挖掘机内销情况：

①小挖起主要拉动作用：2023年底万亿国债带来的市政工程+农村水利需求（10-20吨级同比增长30%-40%），小挖机器替人属性凸显（微挖同比20%增长）；

②9月中大挖转正：结构转好，中大挖对企业盈利具有积极影响；看好2025年地产基建边际复苏，对应中挖销量回暖，将对企业盈利产生积极影响。

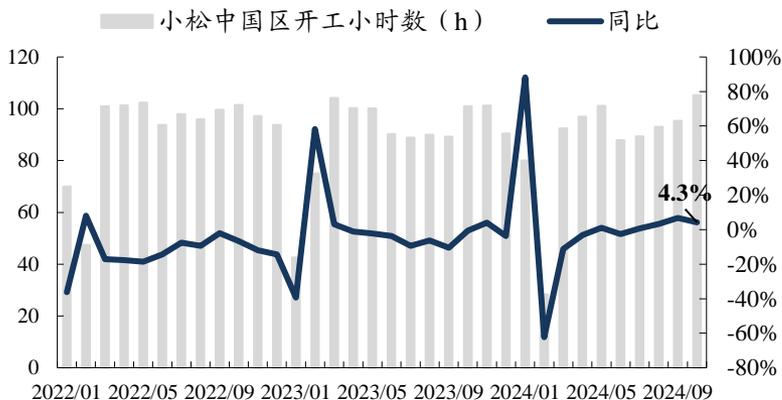
表：2024年国内小中大挖销量及增速

	销量(台)				占比				yoy			
	小	中	大	合计	小	中	大	合计	小	中	大	合计
202301	2340	629	468	3437	68%	18%	14%	100%	-57%	-66%	-54%	-58%
202302	7972	2177	1343	11492	69%	19%	12%	100%	-31%	-45%	-12%	-31%
202303	9494	2572	1833	13899	68%	19%	13%	100%	-47%	-57%	-32%	-47%
202304	6436	1705	1372	9513	68%	18%	14%	100%	-40%	-51%	-24%	-40%
202305	4424	1154	1014	6592	67%	18%	15%	100%	-45%	-56%	-36%	-46%
202306	3982	1111	1005	6098	65%	18%	16%	100%	-42%	-56%	-41%	-44%
202307	3333	1023	756	5112	65%	20%	15%	100%	-44%	-50%	-39%	-44%
202308	3724	1105	840	5669	66%	19%	15%	100%	-37%	-42%	-36%	-38%
202309	4413	1034	816	6263	70%	17%	13%	100%	-36%	-52%	-43%	-40%
202310	4952	996	848	6796	73%	15%	12%	100%	-30%	-63%	-43%	-37%
202311	5481	1129	874	7484	73%	15%	12%	100%	-31%	-69%	-69%	-41%
202312	5535	1133	957	7625	73%	15%	13%	100%	31%	-10%	42%	27%
2023年合计	62086	15768	12126	89980	69%	18%	13%	100%	-37%	-54%	-37%	-40%
202401	4045	717	659	5421	75%	13%	12%	100%	73%	14%	41%	61%
202402	4379	856	602	5837	75%	15%	10%	100%	-45%	-61%	-55%	-48%
202403	11497	2169	1522	15188	76%	14%	10%	100%	21%	-16%	-17%	12%
202404	8229	1520	1033	10782	76%	14%	10%	100%	28%	-11%	-25%	17%
202405	6245	1387	886	8518	73%	16%	10%	100%	41%	20%	-13%	32%
202406	5414	1272	975	7661	71%	17%	13%	100%	36%	14%	-3%	27%
202407	4433	1003	794	6229	71%	16%	13%	100%	33%	-2%	5%	24%
202408	4675	1036	983	6694	70%	15%	15%	100%	26%	-6%	17%	19%
202409	5479	1142	989	7610	72%	15%	13%	100%	24%	10%	21%	22%
202410	6385	1027	854	8266	77%	12%	10%	100%	29%	3%	1%	23%
202411	7012	1160	848	9020	78%	13%	9%	100%	28%	3%	-3%	22%
2024M1-M11	67793	13288	10145	91226	74%	15%	11%	100%	20%	-9%	-9%	12%

1.2 国内：基建地产边际复苏有望带动中大挖销量回暖，利润弹性大

- 设备开工小时数反映下游开工情况和设备需求，上半年数据与下游销量数据相悖。主要系小挖占比高，离散需求多，开工小时中枢下降。

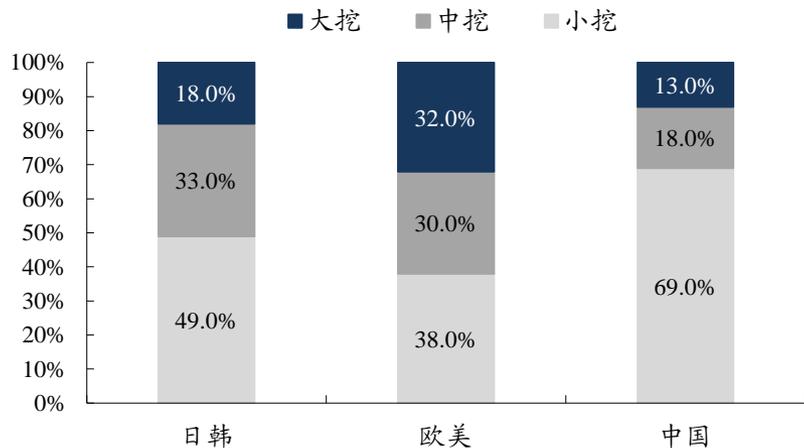
图：2024年10月小松中国区开机小时数105.3，同比+4.3%；1-10月累计开工小时数869.7，同比-1.3%



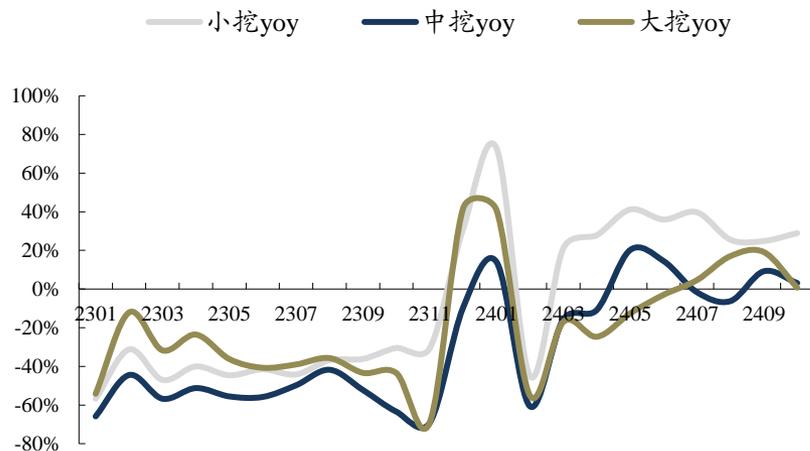
图：2024年11月徐工挖掘机开工小时数102.8，同比-6.4%；1-11月累计开工小时数967.4，同比-4.7%



图：2023年日韩品牌在华中大挖产品销量占比超50%



图：2024年内销主要由小挖拉动



1.2 国内：基建地产边际复苏有望带动中大挖销量回暖，利润弹性大

- 中大挖收入占比提升带来的利润弹性较大：假设2025年三一重工/徐工机械/柳工的中大挖国内收入同比分别增长10%，分别带来6%/9%/5%的毛利润提升。

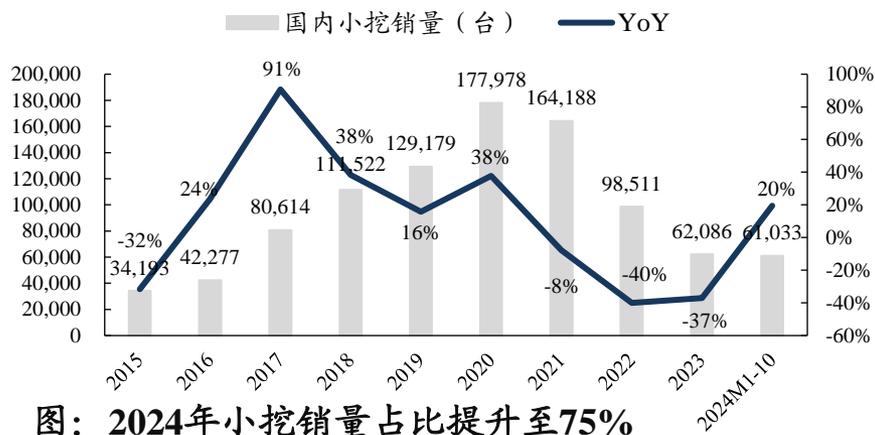
表：2025年中大挖收入提升带来的利润弹性测算

国内情况	三一重工	徐工机械	柳工
2024年国内挖掘机收入预测	100	80	30
小挖毛利率	23%	17%	15%
中大挖毛利率	30%	28%	25%
小挖收入占比	45%	20%	60%
中大挖收入占比	55%	80%	40%
小挖收入	45	16	18
中大挖收入	55	64	12
小挖毛利润	10.4	2.7	2.7
中大挖毛利润	16.5	17.9	3.0
总毛利润	26.9	20.6	5.7
假设2025年中大挖收入同比增长10%，小挖收入不变			
小挖收入占比	35%	10%	50%
中大挖收入占比	65%	90%	50%
小挖收入	45	16	18
中大挖收入	60.5	70.4	13.2
小挖毛利润	10.4	2.7	2.7
中大挖毛利润	18.2	19.7	3.3
总毛利润	28.5	22.4	6.0
提升幅度	6%	9%	5%

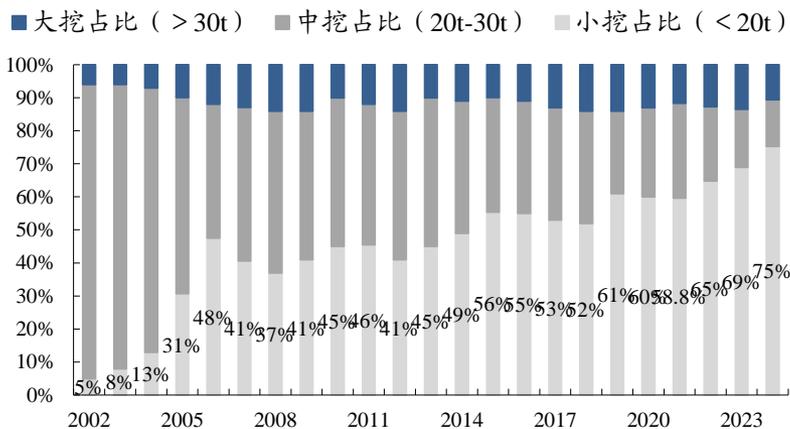
1.2 国内：水利工程开工持续增长成为小挖景气度上行的支撑力量

- 小型挖掘机具备体积小、初始投入成本低、运输便捷、属具多适应范围广等特点，广泛运用于市政工程、隧道施工、**水利工程**、**农业建设**等领域。随着2021年来国内基建、房地产行业的快速下滑，新农村及城镇建设占挖掘机下游比重由20%快速提升至2024年的40%。小挖作为农村水利建设的主要力量，2024年以来销量、占比都在快速提升。

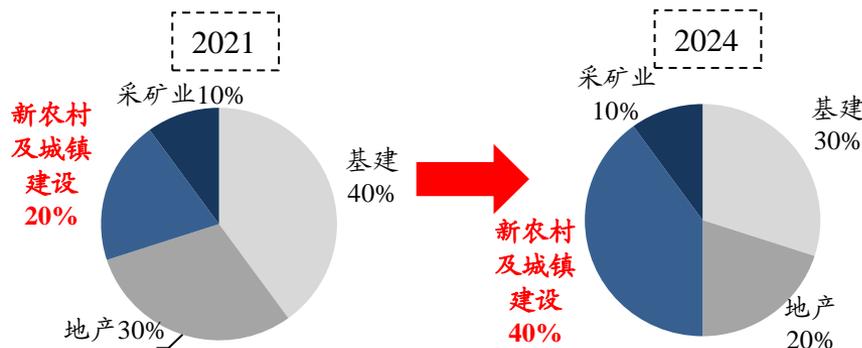
图：2015年至今国内小挖销量（台）及同比情况



图：2024年小挖销量占比提升至75%



图：挖掘机下游应用结构已发生较大变化



图：小挖具备机器替人属性，占比快速提升



果树种植



开挖管道



市政绿化



土地翻新



道路翻修



河道清淤

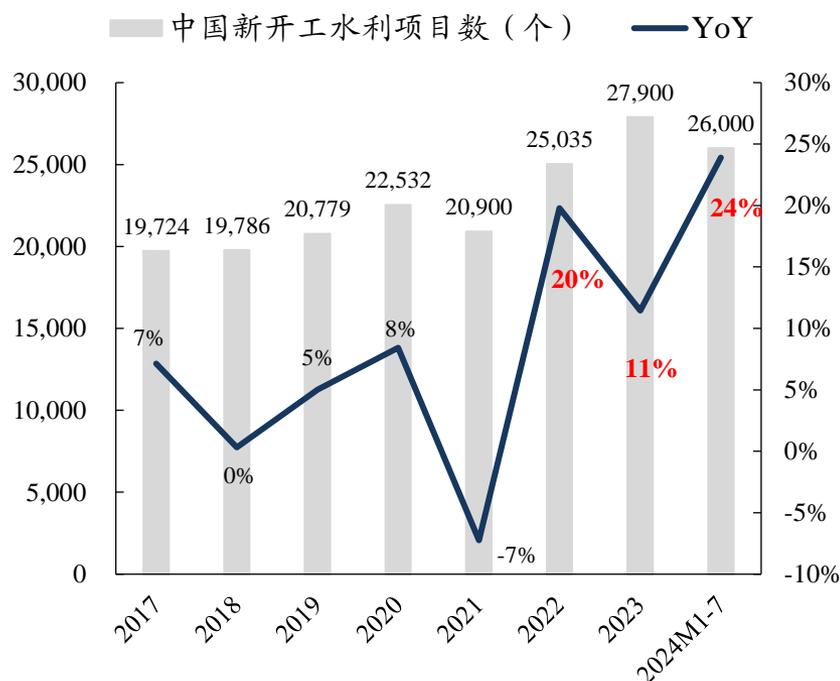
1.2 国内：水利工程开工持续增长成为小挖景气度上行的支撑力量

- 短期来看，小挖的高增长与23年10月底的万亿国债相关性较强。万亿超长期国债于23年10月底表决通过，主要面向抗洪救灾的**水利工程项目及部分高标准农田项目**，同时规定24年6月底前必须开工。2023年12月起，国内小挖销量开始呈现较高增速，且于24年8月开始出现下滑，与万亿国债期限具有较强一致性。
- 长期来看，水利工程开工成为小挖销量的支撑力量。2022-2023年，全国新开工水利工程项目数实现较快增长，分别同增19.8%/11.4%，2024年1-7月全国新开工水利工程项目数达2.6万个，同增23.9%。我们认为，水利工程作为中长期工程项目，开工项目数的持续增长对未来小挖的销量具有较强的支撑作用。

表：2021年至今国内小挖销量（台）及同比情况

时间	2021年	YoY	2022年	YoY	2023年	YoY	2024年	YoY
1月	9332	83.30%	5416	-41.96%	2340	-56.79%	4045	72.86%
2月	14655	221.95%	11601	-20.84%	7972	-31.28%	4379	-45.07%
3月	44784	47.63%	17923	-59.98%	9494	-47.03%	11497	21.10%
4月	25124	-5.82%	10739	-57.26%	6436	-40.07%	8229	27.86%
5月	12382	-30.57%	7992	-35.45%	4424	-44.64%	6245	41.16%
6月	9588	-25.04%	6815	-28.92%	3982	-41.57%	5414	35.96%
7月	6852	-24.73%	5972	-12.84%	3333	-44.19%	4657	39.72%
8月	6788	-33.35%	5891	-13.21%	3724	-36.78%	4675	25.54%
9月	8492	-35.91%	6914	-18.58%	4413	-36.17%	5507	24.79%
10月	7798	-45.97%	7125	-8.63%	4952	-30.50%	6385	28.94%
11月	8860	-48.86%	7902	-10.81%	5481	-30.64%		
12月	9533	-41.89%	4221	-55.72%	5535	31.13%		

图：中国新开工水利项目数（个）及同比情况





一、国内：挖机开启周期上行，非挖有望于2025年筑底回升

二、出口：2025年海外需求降幅有望收窄，中国品牌竞争力凸显继续提份额

三、新方向：关注矿山市场新需求，关注电动化产业进程

四、投资建议与风险提示

2.1 出口：一带一路高景气，欧美需求不振表现低迷

◆ 分区域看，亚非拉地区工程机械景气度较高，欧美市场表现低迷。2024M1-9巴西、沙特、非洲等地区工程机械出口增速较高；印度地区增速有所放缓；欧美市场需求不振，仍处在探底阶段。

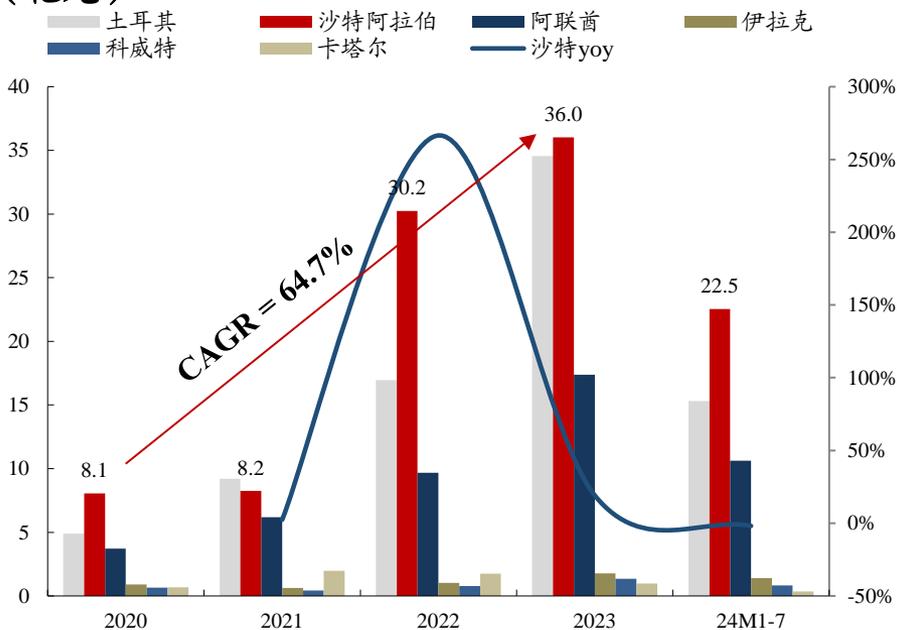
表：工程机械产品分区域出口额情况一览（单位：亿元）

时间	巴西	yoy	非洲	yoy	美国	yoy	欧洲	yoy	沙特	yoy	阿联酋	yoy	科威特	yoy	印尼	yoy	印度	yoy
202301	2.9	32.7%	7.8	-1.4%	5.7	125.0%	19.8	74.3%	5.5	479.4%	1.00	77.9%	0.29	/	8.0	-10.5%	1.7	-16.8%
202302	0.7	-68.0%	6.9	29.9%	4.2	152.3%	18.7	111.8%	2.9	235.3%	1.06	94.9%	0.01	-87.4%	4.9	-27.6%	1.1	-23.5%
202303	1.6	-17.6%	8.7	10.7%	8.3	117.5%	36.2	176.5%	3.4	120.3%	1.56	246.3%	0.09	2162.4%	8.8	35.2%	1.8	6.5%
202304	1.1	-7.5%	9.8	24.9%	6.0	95.0%	29.5	305.7%	3.9	430.7%	1.17	169.1%	0.24	409.0%	7.0	5.4%	1.6	318.8%
202305	1.1	-18.2%	10.8	44.6%	8.0	176.4%	28.6	157.6%	1.9	83.8%	1.48	157.5%	0.04	-68.1%	5.2	-11.3%	1.4	23.8%
202306	1.8	38.2%	10.5	30.6%	4.8	-13.3%	24.6	113.1%	3.0	15.0%	1.22	14.1%	0.13	599.1%	5.7	-43.1%	0.8	-53.3%
202307	2.3	-25.5%	11.5	32.3%	7.0	54.5%	15.7	-16.5%	2.3	6.5%	1.59	93.9%	0.13	-2.9%	4.9	-46.0%	0.9	-33.8%
202308	1.5	-50.2%	10.9	37.8%	4.0	35.2%	19.0	16.2%	1.7	70.0%	1.22	4.8%	0.05	-47.1%	4.6	-51.2%	1.0	-10.1%
202309	1.6	-56.4%	9.8	-2.7%	6.8	20.4%	18.1	-32.8%	2.5	-35.2%	1.81	77.4%	0.11	40.1%	4.5	-59.6%	1.6	12.0%
202310	2.1	-34.2%	8.3	3.2%	3.5	-29.5%	18.0	-29.0%	2.1	-49.7%	1.37	11.4%	0.07	-41.9%	4.0	-54.9%	1.1	-35.3%
202311	2.2	10.5%	10.3	55.5%	1.8	-68.5%	14.7	-8.6%	2.6	-52.6%	1.94	211.4%	0.12	263.2%	4.8	-13.2%	2.2	8.0%
202312	2.5	67.0%	12.2	77.0%	5.2	-26.5%	15.3	-35.6%	4.1	-27.3%	1.97	66.2%	0.08	19.5%	5.5	-27.1%	1.8	-5.3%
2023年	21.5	-20.0%	117.6	26.8%	65.5	29.1%	258.2	35.5%	36.0	19.2%	17.4	79.7%	1.4	74.1%	67.8	-29.5%	17.0	-5.4%
202401	2.7	-6.2%	10.8	38.1%	5.6	-1.7%	11.6	-41.3%	3.7	-33.6%	1.48	48.1%	0.05	-83.0%	4.9	-38.9%	1.5	-13.4%
202402	2.6	245.7%	10.1	46.7%	4.3	1.4%	14.1	-24.7%	1.9	-34.9%	1.72	62.4%	0.07	683.7%	5.2	4.7%	1.1	1.2%
202403	4.6	190.6%	14.2	62.8%	4.7	-43.1%	18.9	-47.9%	4.6	33.3%	2.20	41.0%	0.29	208.0%	5.1	-41.4%	1.1	-40.0%
202404	3.7	237.3%	14.6	49.2%	4.3	-28.5%	22.1	-25.0%	2.8	-28.2%	1.69	44.3%	0.15	-37.9%	3.8	-45.1%	1.1	-28.1%
202405	3.8	256.6%	15.5	43.7%	4.5	-43.9%	22.7	-20.6%	1.6	-15.3%	0.97	-34.7%	0.20	441.4%	6.3	20.4%	1.3	-8.3%
202406	2.9	61.2%	17.2	63.2%	5.9	22.2%	27.5	11.8%	2.8	-4.4%	1.57	28.7%	0.01	-90.7%	5.1	-10.3%	1.1	35.9%
202407	5.2	122.0%	12.6	9.6%	5.3	-24.9%	18.3	16.3%	5.2	120.9%	1.00	-37.0%	0.06	-54.8%	6.6	34.4%	0.9	-6.2%
202408	3.1	103.0%	17.1	56.4%	4.0	0.2%	17.5	-7.8%	2.8	68.9%	1.76	44.2%	0.17	259.2%	8.7	89.6%	1.8	78.2%
202409	2.4	50.5%	15.1	53.5%	4.1	-39.7%	17.0	-6.5%	1.4	-43.9%	1.76	-2.7%	0.28	144.1%	8.2	82.3%	1.7	4.3%
2024M1-M9	31.0	111.6%	127.2	46.6%	42.7	-22.2%	169.6	-19.3%	26.8	-1.5%	14.1	16.8%	1.3	17.4%	53.9	0.6%	11.6	-3.5%

2.1.1 中东地区：我国工程机械重要贸易伙伴，地产基建需求旺盛

- ◆ 我国出口中东地区工程机械产品额快速提升。我国近年与中东地区合作日益紧密，中东基建需求为我国工程机械产品出口提供较大敞口。以沙特阿拉伯为例，我国2020年出口沙特工程机械总额仅8.1亿元人民币，到2023年快速提升至36亿元人民币，2020~2023年复合增长率达64.7%，我国对中东地区工程机械产品出口进入快速上升通道。
- ◆ 沙特等多个中东国家成为我国重要工程机械贸易伙伴。据统计，2024年1月~7月，沙特、阿联酋等国成为我国多种工程机械产品前十大出口目标国，中东地区对我国工程机械产品出口重要性不断提升。

图：我国出口中东地区国家工程机械产品总额快速提升（亿元）



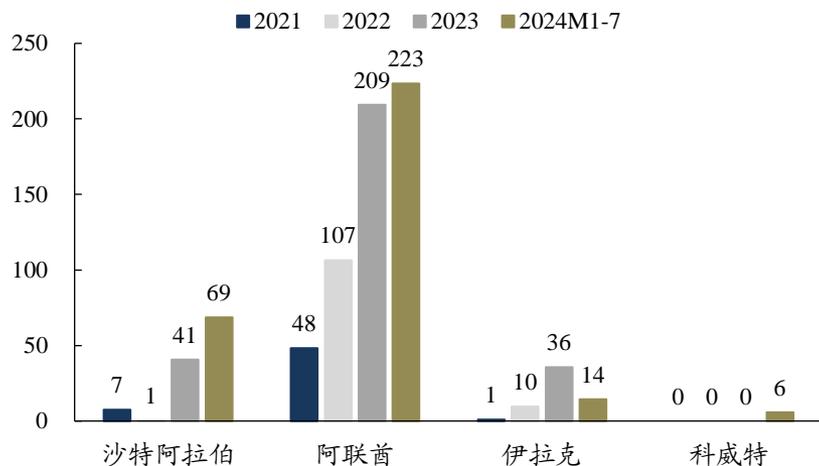
图：2024年1-7月，沙特、阿联酋等中东国家位列我国多种工程机械产品出口前十大目标地区

	挖掘机	压路机	装载机	履带起重机	混凝土搅拌车
1	俄罗斯	美国	俄罗斯	印度	沙特阿拉伯
2	印度尼西亚	俄罗斯	美国	沙特阿拉伯	俄罗斯
3	比利时	巴西	巴西	印度尼西亚	菲律宾
4	沙特阿拉伯	澳大利亚	哈萨克斯坦	新加坡	阿尔及利亚
5	土耳其	哈萨克斯坦	澳大利亚	土耳其	墨西哥
6	菲律宾	印度尼西亚	沙特阿拉伯	韩国	阿联酋
7	美国	墨西哥	印度尼西亚	阿联酋	印度尼西亚
8	越南	加纳	阿联酋	俄罗斯	越南
9	巴西	菲律宾	比利时	卡塔尔	摩洛哥
10	加纳	沙特阿拉伯	墨西哥	埃及	马来西亚

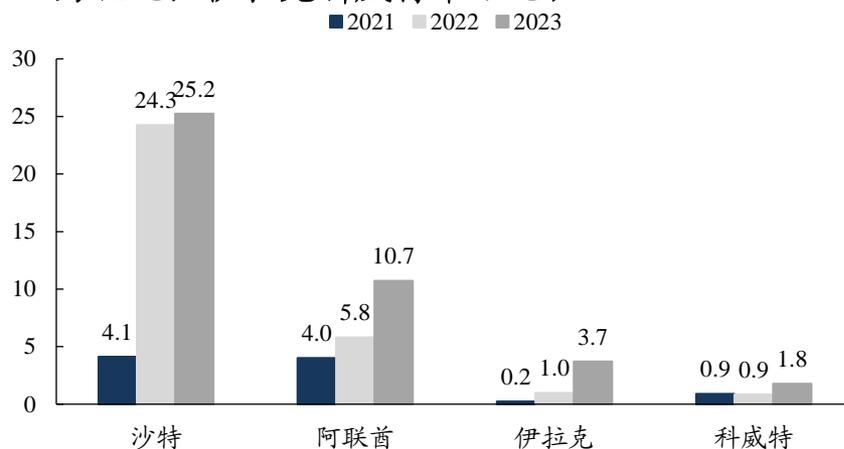
2.1.1 中东地区：我国工程机械重要贸易伙伴，地产基建需求旺盛

- ◆ **收入端：**中东地区基建房产需求带动与之相关性较强的塔吊、挖机、起重机、混凝土设备出口高增，未来增长趋势有望持续。

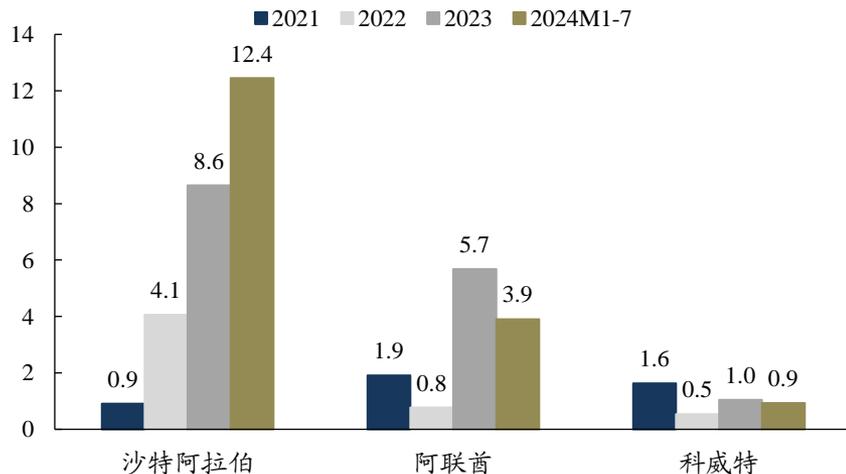
图：中国塔吊出口中东情况（百万元）



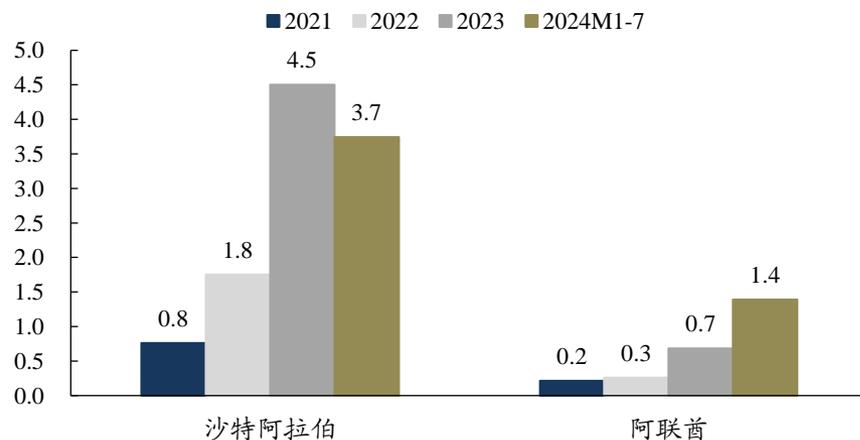
图：中国挖机出口中东情况（单位：沙特阿联酋为亿元，伊拉克科威特千万元）



图：中国汽车起重机出口中东情况（百万元）



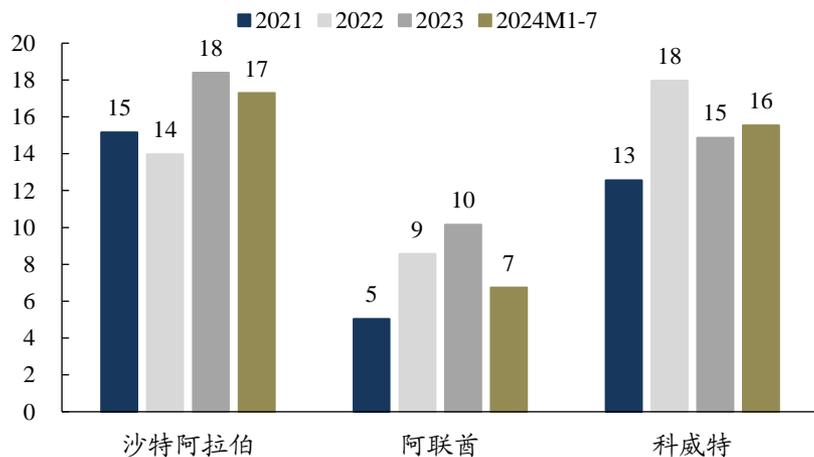
图：中国混凝土设备出口中东情况（亿元）



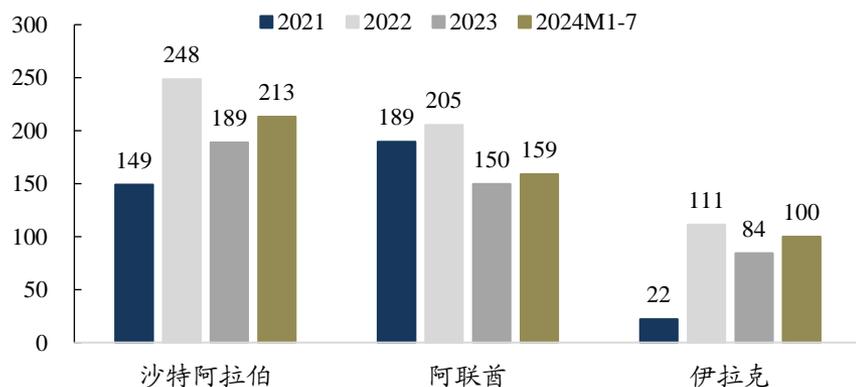
2.1.1 中东地区：我国工程机械重要贸易伙伴，地产基建需求旺盛

◆ **盈利端：**与欧美市场以小型设备为主的出口结构不同，中东工程机械需求多由基建房地产带动，以中大挖+混凝土+起重机等盈利能力较强的重型设备为主。近年来，在国内主机厂充分的价格竞争下，中东地区设备出口均价仍呈维持或微降态势，盈利空间可观。

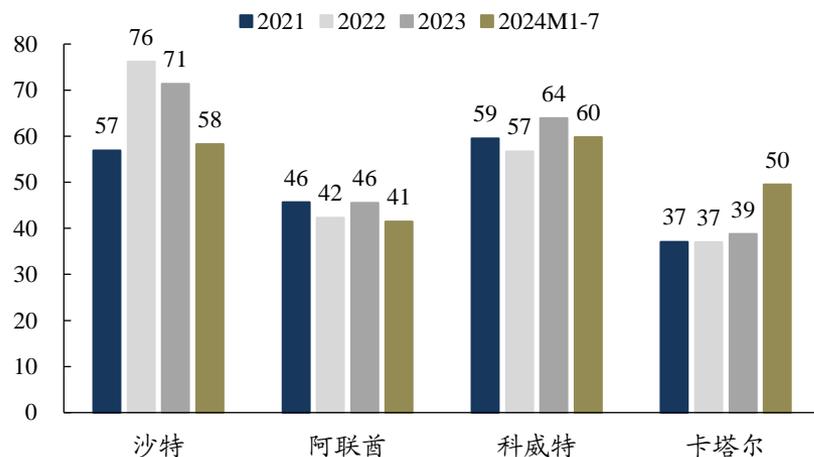
图：中东汽车起重机出口均价（万元/台）



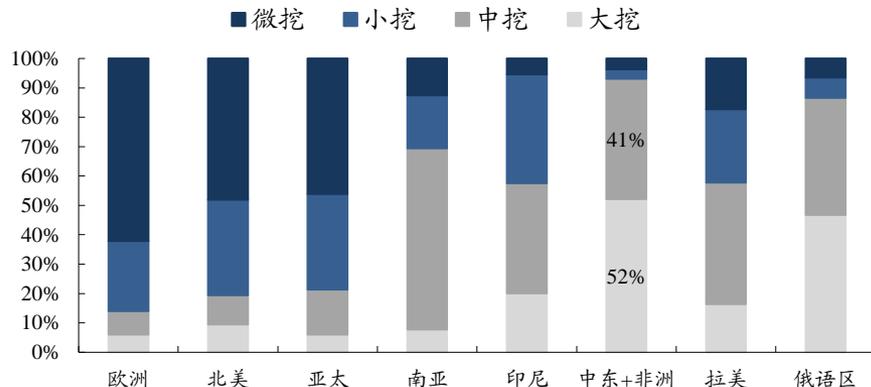
图：中东地区履带起重机出口均价（万元/台）



图：中东地区挖机出口均价（万元/台）



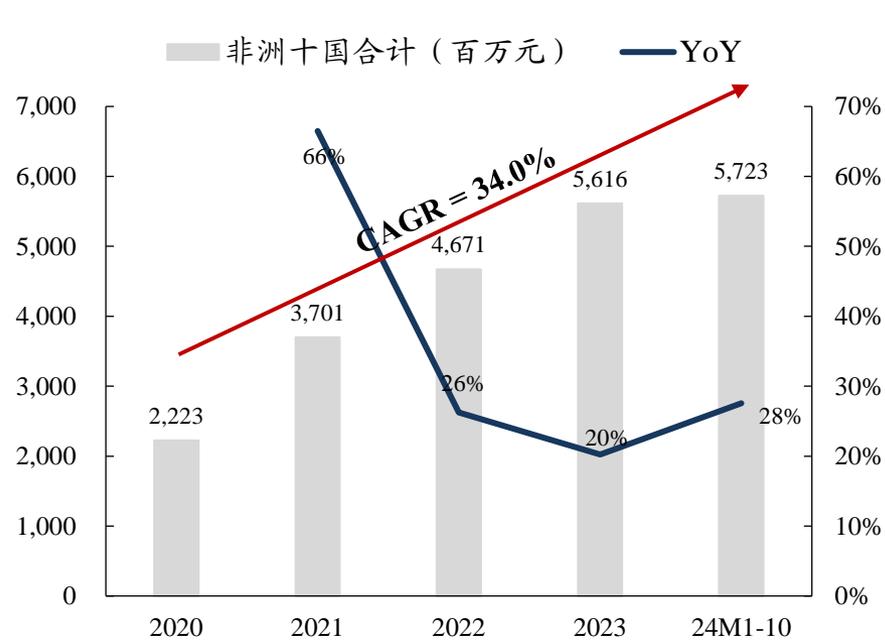
图：中东挖机出口均价远高于其他地区（万元/台）



2.1.2 非洲：出口金额快速提升，贸易伙伴关系不断加强

- ◆ 我国出口非洲地区工程机械产品额快速提升。以南非、埃及阿尔及利亚等非洲GDP前十的国家为例，2020年中国出口非洲十国工程机械金额仅为22.2亿元，2024M1-10快速提升至57.2亿元，同增28%，2020年至今CAGR高达34.0%，出口规模持续提升。
- ◆ 南非、阿尔及利亚等多个非洲国家在我国工程机械贸易伙伴中的地位不断提升。

图：我国出口非洲地区国家工程机械产品总额快速提升



图：非洲各国在我国挖掘机出口国家中地位逐步上升（名）

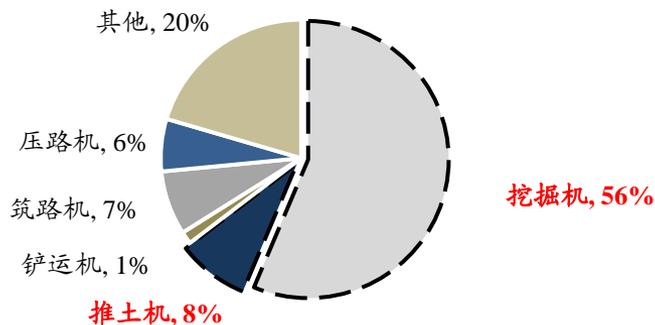
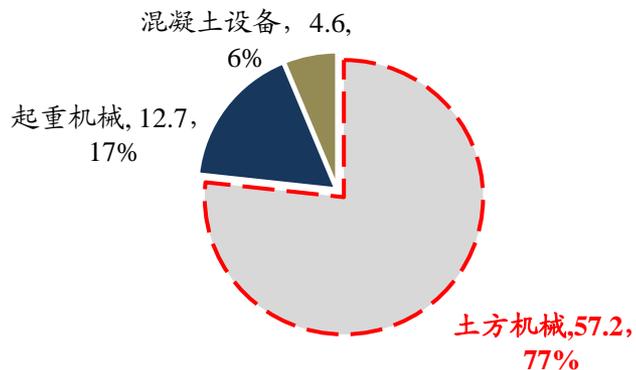
国家	2022	2023	2024M1-10
南非	12	14	11
阿尔及利亚	86	76	27
坦桑尼亚	37	25	28
科特迪瓦	59	38	32
尼日利亚	34	24	33
摩洛哥	77	65	50
安哥拉	38	45	56
肯尼亚	35	53	57
埃塞俄比亚	135	70	90
埃及	64	96	92

*上述国家按照GDP排序，加粗为2024年在中国工程机械出口金额中排名提升的国家

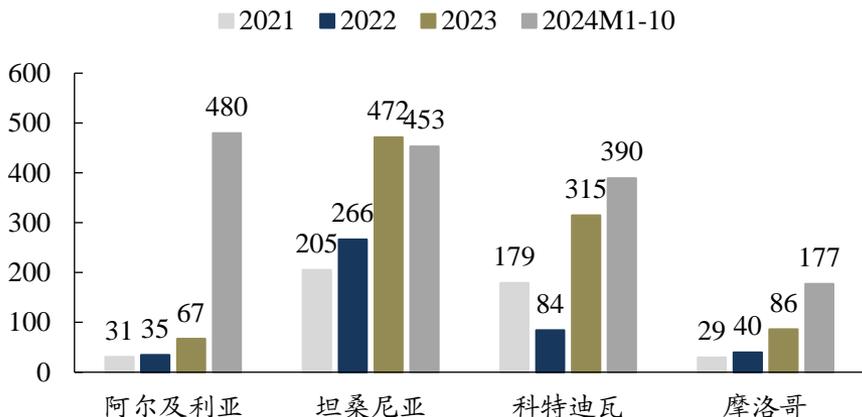
2.1.2 非洲：矿业投资+大型基建带动主机厂收入、利润规模上涨

- ◆ **收入端：**由于非洲国家发展时间短，城市化进度较慢，基础设施建设不齐全，工程机械需求多集中在交通基建领域，对土方机械需求较高，对起重机械需求较少。同时挖掘机和推土机也是采矿业最常用的机械之一。因此，非洲地区对工程机械的需求多以挖掘机和推土机等土方机械为主，出口金额持续上升。

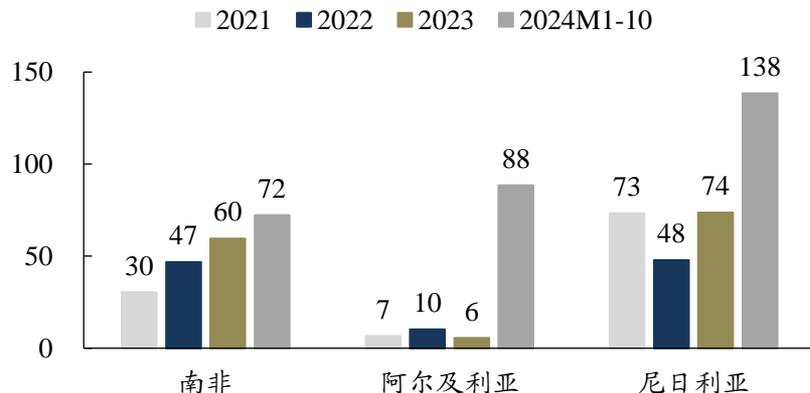
图：2024M1-10中国出口非洲十国工程机械结构（亿元） 图：2024年1-10月中国出口非洲十国土方机械结构



图：中国挖掘机出口非洲情况（百万元）



图：中国推土机出口中东情况（百万元）

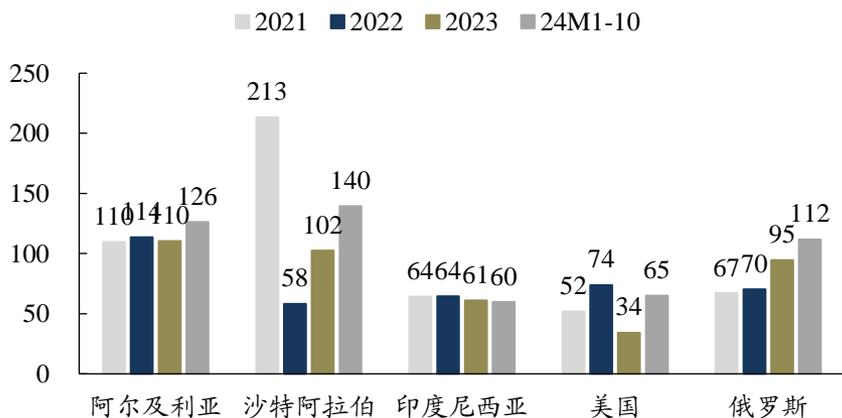


*2024年中资企业获取多个阿尔及利亚地区交通基建订单，包括全长575千米的西部铁路矿业线（未公布金额）、121千米的布切古夫-苏克阿赫拉斯-德雷亚铁路（2.6亿美元）、Annaba-Djebel Onk铁路的电气化、信号系统及通信系统升级工程（4.8亿美元）

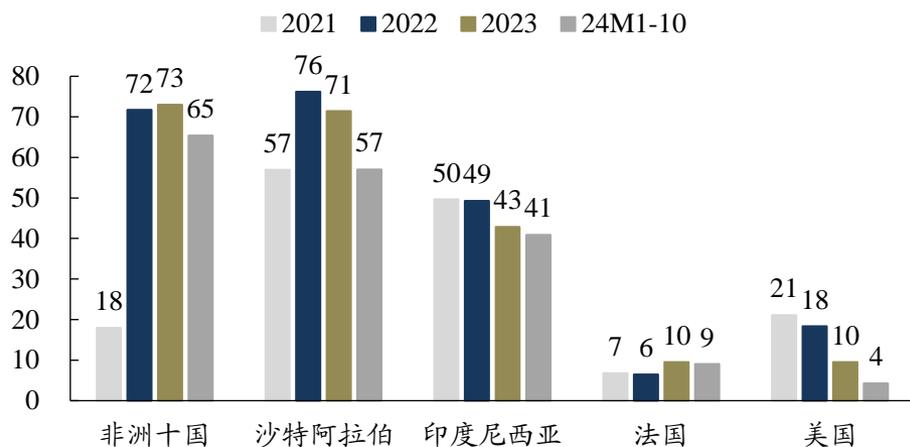
2.1.2 非洲：矿业投资+大型基建带动主机厂收入、利润规模上涨

- ◆ **盈利端：**与欧美市场以小型设备为主的出口结构不同，非洲工程机械需求多由矿业投资&大型基建带动，以中大挖+中大推等盈利能力较强的重型设备为主，均价高于其他地区。

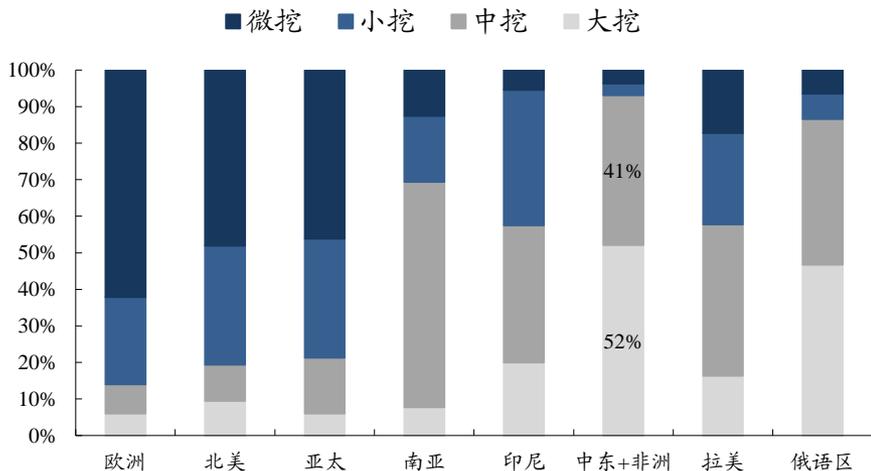
图：出口非洲推土机均价较高（万元/台）



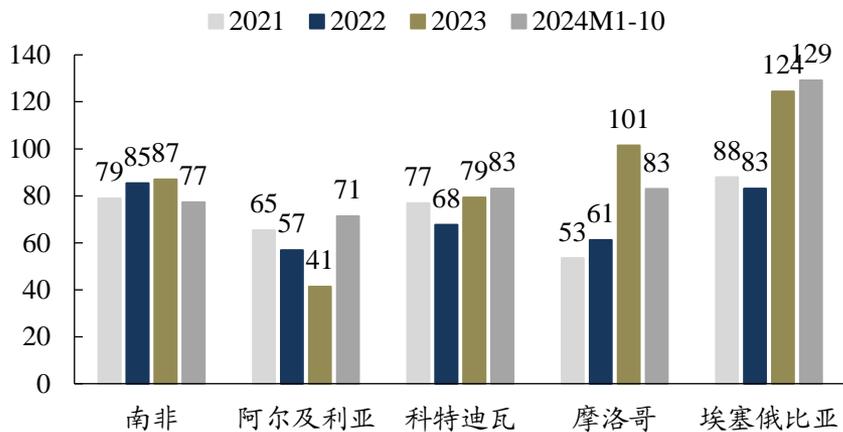
图：出口非洲挖机均价高于其他地区（万元/台）



图：非洲挖机结构优于其他区域，以中大挖为主



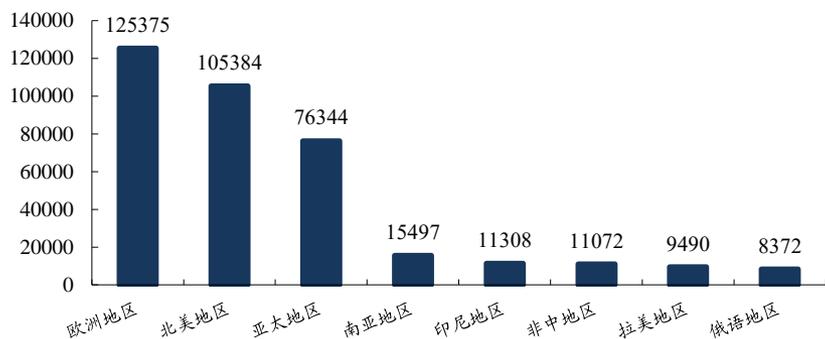
图：出口非洲各国挖机均价情况（万元/台）



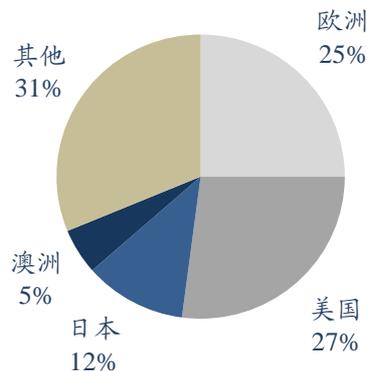
2.1.3 欧美：海外最大市场，国产品牌份额提升空间大

- 分地区来看，欧美地区为最大海外市场。但欧美市场对品牌、渠道、后市场服务要求较高，目前国产品牌在欧美市场市占率较低，2023年三一在美国市占率仅为3.2%。

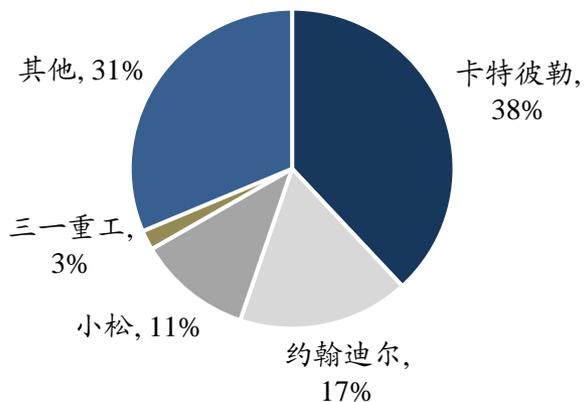
图：2023年1-9月海外挖掘机市场销量（台）



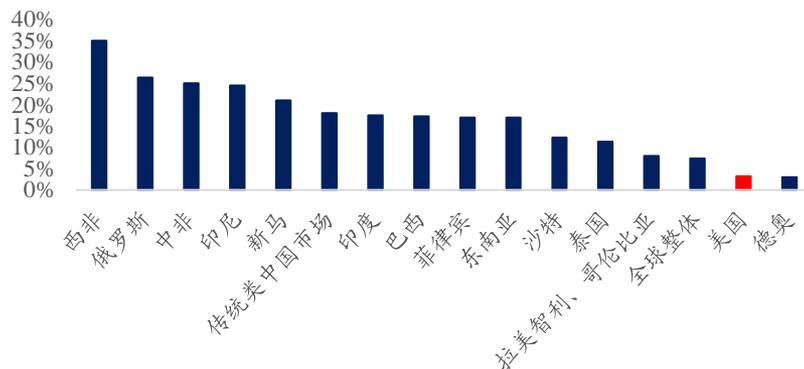
表：2023年海外市场挖掘机销量分区域占比



图：2023年北美市场工程机械竞争格局



图：2023年国内某龙头分地区挖掘机市占率



2.1.3 欧美：海外最大市场，国产品牌份额提升空间大

- 欧美地区成长为慢变量，欧美地区突破一方面依托海外子公司的拓展（如三一的普迈、徐工的施维英、中联的CIFA），一方面需要提高本土化制造能力（如在欧美扩厂建产能等）。目前三一重工是工程机械行业在欧美地区投入最高的公司。当前三一重工挖机是从印尼工厂发往美国，1期年产能3000台，当前年产能3800台，其中2000台是国内发过去组装；2期年产能6000台，合计年产能8000-1万台。

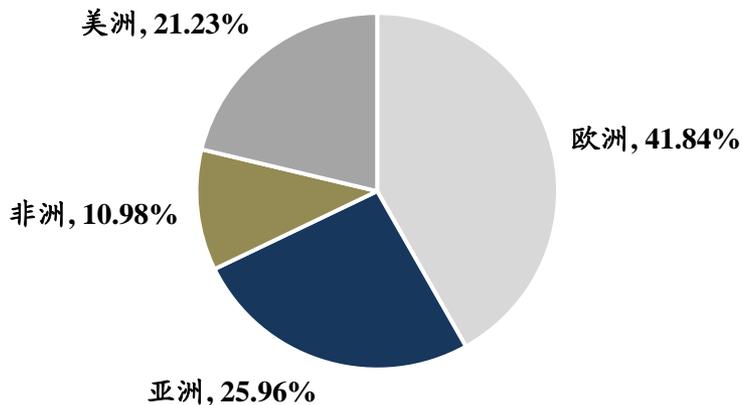
表：各公司目前在欧美生产基地布局情况

	欧美品牌	欧美生产基地	产能
三一重工	普茨迈斯特（主营混凝土，年收入稳定在50-60亿元）	美国园区+欧洲园区	美国园区：一期年产能2000台，二期年产能6000台；欧洲园区：年产能3000台
徐工机械	施维英（主营混凝土，年收入稳定在60-80亿元）	欧美没有，但巴西有，可以从巴西运	巴西基地产能规划60亿以上，随二期技改+当地产能布局不断加深，目标100亿元
中联重科	CIFA（主营混凝土，年收入约20亿元）	欧美没有，但墨西哥有，可以从墨西哥运	墨西哥工厂主要生产高机，之后不排除美国建厂可能性
柳工	-	-	-

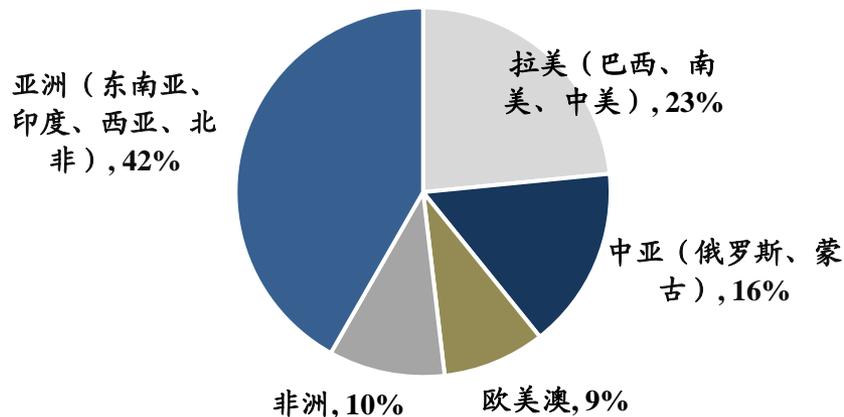
2.2 各公司海外收入占比

◆ 三一深耕欧美，徐工机械、中联重科、柳工一带一路占比高。

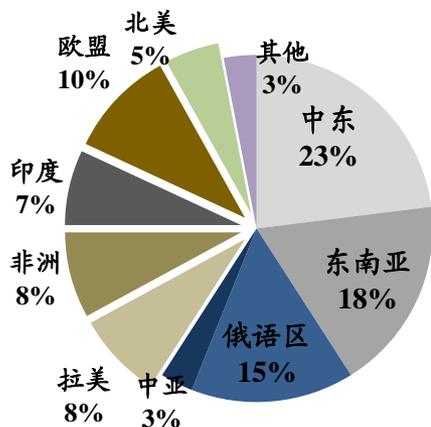
图：24H1三一重工海外收入结构



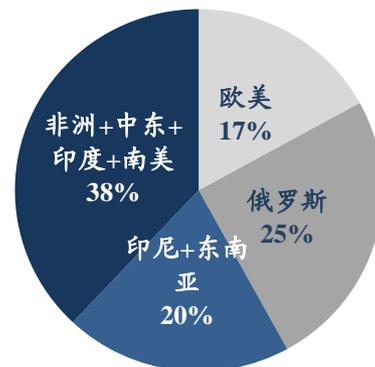
图：24H1徐工机械海外收入结构



图：2024H1中联重科海外收入结构

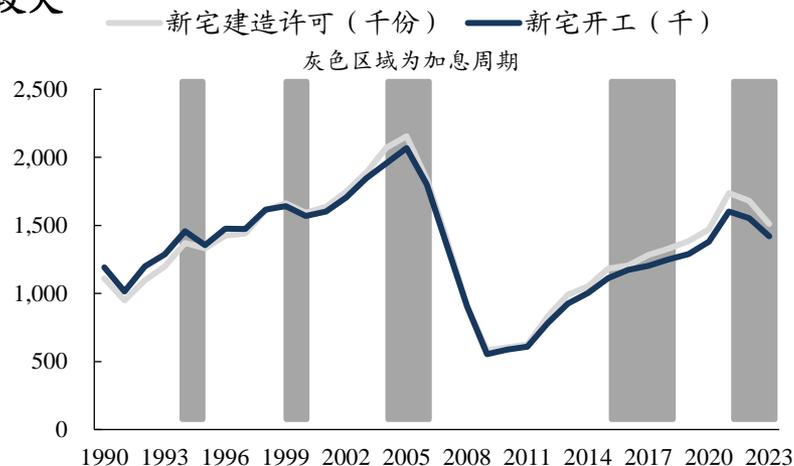


图：2024H1柳工海外收入结构

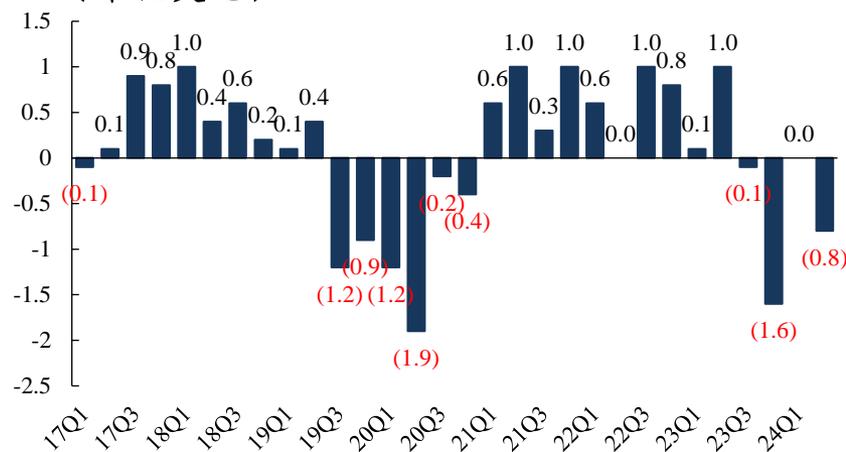


2.3 展望2025年：欧美降幅收窄，非洲、东南亚、拉美需求有望回暖

图：长期看美国房地产市场与美联储货币政策相关性较大



图：卡特彼勒库存同比情况，进入主动去库存周期（十亿美元）



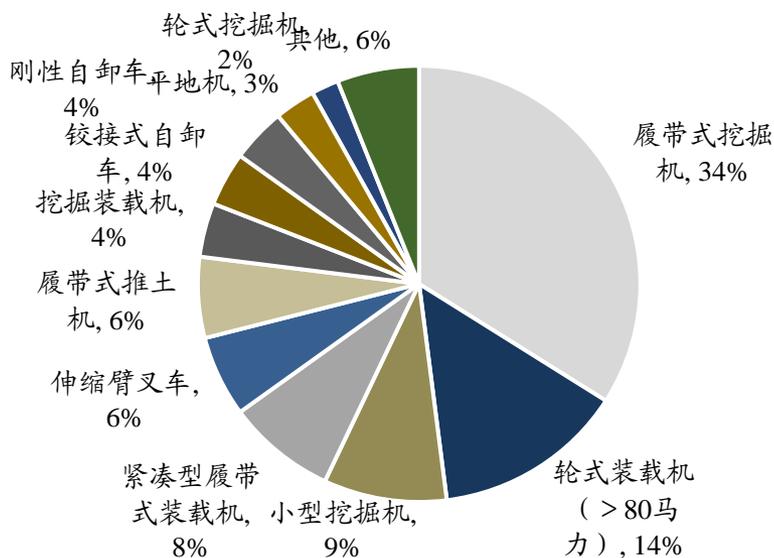
表：核心出口区域未来需求持续向好

国家/地区	需求核心影响因素	2025年需求展望
欧洲	市政工程更新替换，与GDP相关性大	欧洲基建寿命较大，进入更新替换周期。全球进入宽松周期有望带动更新替换需求。
美国	基建更新替换+房地产开工	2024年受大选影响需求后置，2025年有望迎来释放。联邦基金利率仍处高位，降息有望带动利率敏感的基建房地产投资上升。
俄罗斯	地缘政治进展+报废税	俄乌冲突结束的预期提升，2025年有望终止，战后恢复带动工程机械需求向上。近年欧美品牌退出俄罗斯市场，中国品牌在俄罗斯知名度快速提升。
中东	兴建基建+能源项目投资	中东地区希望摆脱石油经济，对基建、工业投资需求较高；部分国家有去美国化趋势，主动引进各类中国工程商，对中国工程机械需求显著上升。
东南亚	矿山开采+兴建基建+房地产	24H1受印尼大选影响工程机械需求不振，24H2快速修复，2025年增长势头有望延续
印度	兴建基建+房地产	全球进入宽松周期带动发展中国家、地区基础设施建设、房地产投资快速上涨。
中亚	兴建基建	
南美	兴建基建+自然资源开采	
非洲	兴建基建+金属矿业	全球进入宽松周期带动发展中国家、地区基础设施建设投资快速上涨。同时，非洲拉美均为资源禀赋较好的国家，为实现快速发展，矿业、林业开采快速增长。

2.3 展望2025年：挖机、起重机实现增长，多品类扩张值得关注

◆ **多品类扩张值得关注。**挖掘机、装载机等土方机械是我国工程机主机厂出海的主力品类，目前已经在大部分市场具备稳定的市场占有率。总的来看，2023年该部分机型占全球工程机械约65%，市场竞争激烈，2024年实现小幅增长。起重机方面，受益于新产品的投放和新市场的开拓，起重机海外同比增速超50%，大部分来源于欧美市场，市占率快速提升。我们认为，土方机械领域卡特、小松龙头地位较为稳固，市占率再次提升难度较大，短期内建议关注全球竞争格局较好，目前出口基数较低的起重机、混凝土设备等其他工程机械品类。

图：2023年全球工程机械销量（美元价值口径）



图：卡特彼勒工程机械型谱





一、国内：挖机开启周期上行，非挖有望于2025年筑底回升

二、出口：2025年海外需求降幅有望收窄，中国品牌竞争力凸显继续提份额

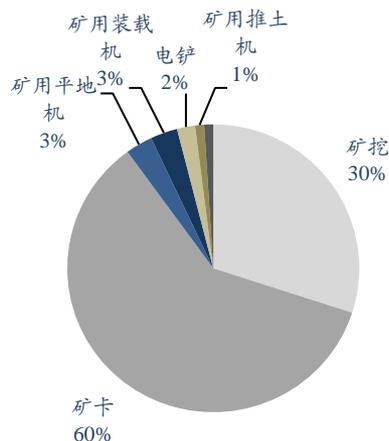
三、新方向：关注矿山市场新需求，关注电动化产业进程

四、投资建议与风险提示

3.1 矿山市场开始突破，前装壁垒高、后装利润高

- 矿山设备空间大，2023年全球市场规模约1200亿美元，和工程机械市场规模相当。其中中国企业矿山设备的布局聚焦露天矿山装备，该市场在全球矿山装备中占比19%，2023年对应约240亿美元市场。国产露天矿山设备增长逻辑：国内设备更新+一带一路随矿主出海。
- 露天矿山装备需求主要为大吨位矿挖和大吨位矿车，矿车主要包括刚性自卸车和宽体自卸车（统称矿卡）。
- *全球露天矿山挖运设备收入构成：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：露天矿山市场规模拆分

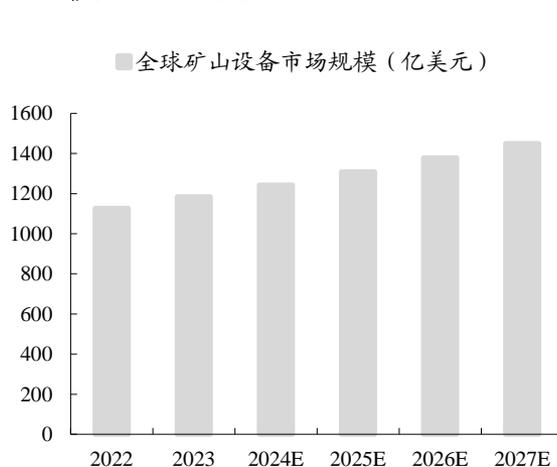


图：2023-2029年预计是矿山设备更新替换高峰

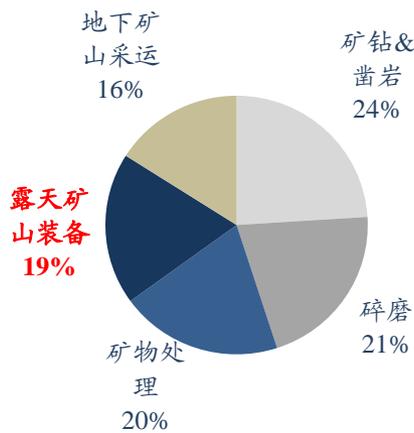


数据来源：美国工业信息资源公司

图：2023年全球矿山设备市场规模1183亿美元



图：2023年中国企业可触达矿山机械空间约240亿美元



3.1 矿山市场开始突破，前装壁垒高、后装利润高

• 2023年国内露天矿山设备竞争格局：

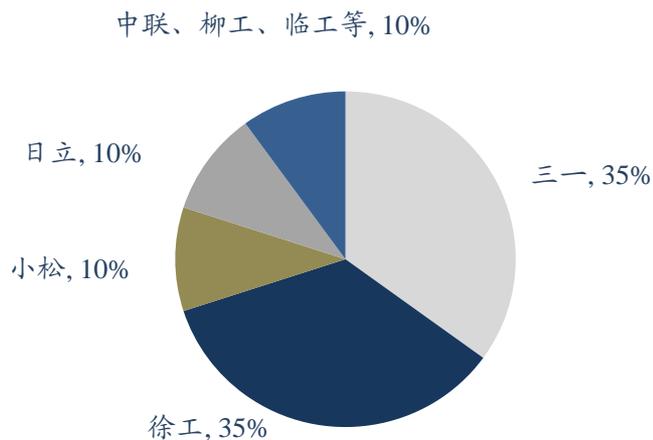
①刚性自卸车（2023年国内市场约40亿元）：徐工机械+北方股份合计占比85%-90%，三一、中联、柳工起步较晚，市占率均为5%左右。

②宽体车（2023年国内市场约100-200亿元）：同力股份和临工份额较高，三一、徐工、柳工体量差不多，目前都不大。

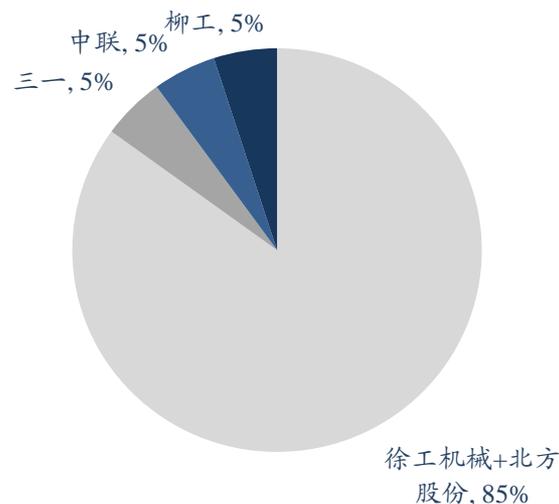
③矿挖（2023年国内市场约400亿元）：三一+徐工合计约35%，小松+日立各自10%，卡特基本没有市场份额，中联柳工临工等占据一部分份额。

• 海外露天矿山设备竞争格局：卡特小松为主，国内品牌在海外刚起步

图：2023年国内矿挖市场竞争格局



图：2023年国内刚性自卸车市场竞争格局



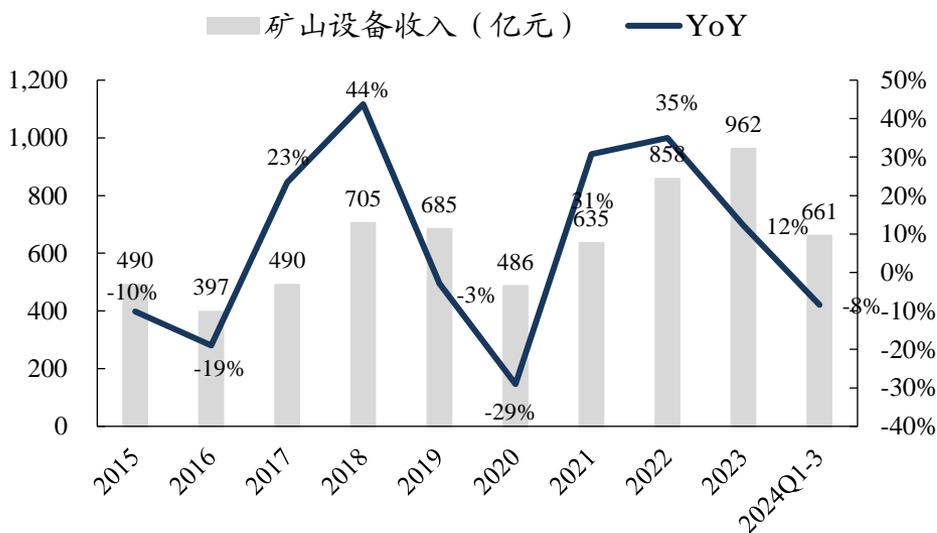
3.1 矿山市场开始突破，前装壁垒高、后装利润高

• 矿山设备是一个比较好的市场：前装壁垒高、后装利润高、市场波动小、全球空间大。

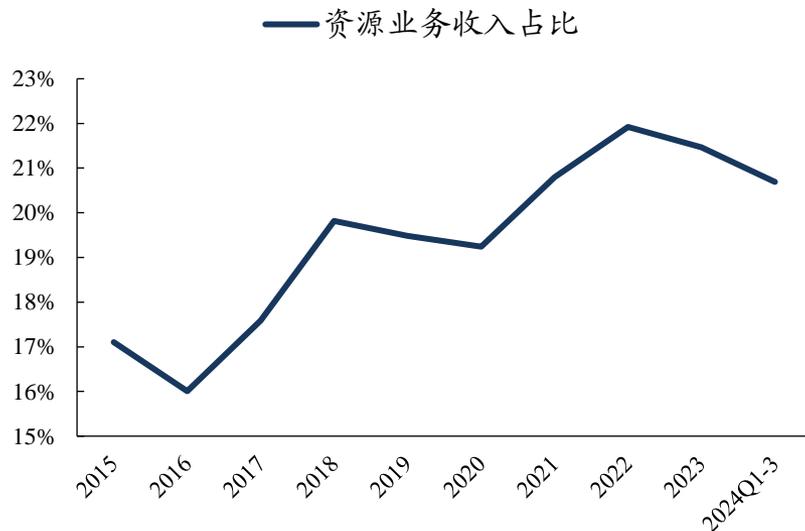
①前装壁垒高：矿山客户对产品稳定性和可靠性要求非常高、品牌粘性强。

②后装利润高：矿山客户备品备件需求量大、价格不敏感，矿山客户对挖掘机主机和零部件的采购配比约为1:10。以卡特为例，卡特在国内新机销售额一年约1000万美元，备品备件销售额约1亿美元/年；新机销售毛利率约20%-30%，备品备件毛利率约50%。

图：卡特矿山设备收入及yoy



图：卡特矿山设备收入（即资源业务）占比逐年提升



3.1 从中资客户切入全球矿业龙头，国产矿山机械实现较大突破

- 从跟随中资企业对外矿业投资出海到凭借产品实力切入全球矿业龙头，徐工矿业机械已经形成成套化、专业化矿业机械产品群，并在2023年全球矿山露天挖运设备制造商中排名中国第一、全球第五。

图：徐工机械2024年来重要矿山机械订单情况

时间	客户	国家/地区	合同金额	合同内容
2024年3月	保密客户	加纳	超4亿元	包括各类液压挖掘机及矿车
2024年5月	某中国能源央企	中国新疆	超10亿元	包括各类液压挖掘机及矿车
2024年8月	力拓集团	几内亚	8亿元	中标40台设备，含34台矿卡和6台平地机
2024年8月	巴新铜矿	巴布亚新几内亚	6000万美元	包括矿卡，平地机，推土机，装载机等
2024年11月	澳大利亚第三大矿山客户FMG	澳大利亚	30余亿元	合计百余台 电动化设备，包括电动矿卡，电动装载机，电动轮推和电动平地机
/	淡水河谷	/	/	先后提供6台200吨大型液压挖掘机，25台大型矿用平地机，近期交付560吨超大型液压挖掘机等

3.2 电动化是全球化的核心抓手

- **电动化的核心逻辑：**①省油、经济性强；②柴油产品的技术壁垒和产品标准已经被海外龙头牢牢把握，中国品牌当前技术再继续突破的空间不大，换条优势路径弯道超车。
- **电动化产品先后顺序：**高机 > 叉车 > 装载机 > 混凝土搅拌车 > 矿卡 > 农机 > 挖掘机 > 矿挖，下一个电动化的爆款产品可能是矿卡。
*矿山场景非常适配电动化，大吨位可以带多块电池、充电方便、大量省油。
- 徐工在宝马展中标澳洲第三大矿业公司FMG30亿元电动化矿山设备订单，包括自卸车、装载机、推土机、平地机。

图：徐工中标澳矿30亿元电动化订单



3.2 电动化是全球化的核心抓手

• 技术路径和当前技术突破方向:

① 电池端: 方向主要是提高电池的能量密度和充电速度, 若固态电池技术成熟, 工程机械电动化将迎来突破性机会。

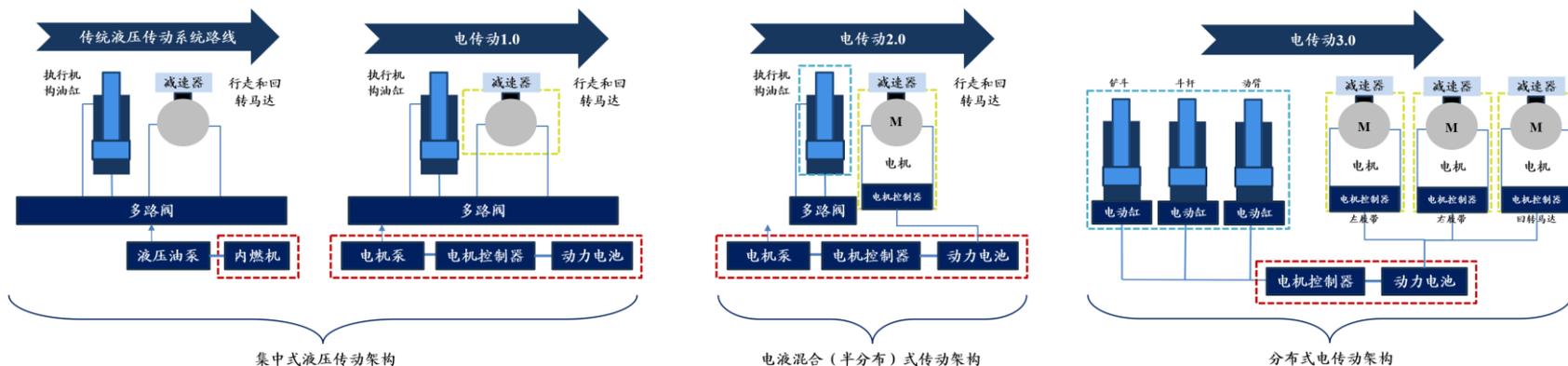
② 电驱端: 终局可能是全电驱 (用电缸替代液压缸, 由电驱直接驱动, 省略泵和阀), 但电缸目前有固有缺陷, 需要从泵阀端寻找提效方案。泵阀端, 当前行业研究重点在于高速泵, 高速泵的好处在于提高泵转速就可以降低扭矩, 减少电机的成本和体积; 另一重点是分布式泵, 可以减少阀的集成度或直接取消阀, 提高效率。

③ 电控端: 较为成熟。

图: 恒立液压最新产品高速泵



图: 电动化技术路径趋势





一、国内：挖机开启周期上行，非挖有望于2025年筑底回升

二、出口：2025年海外需求降幅有望收窄，中国品牌竞争力凸显继续提份额

三、新方向：关注矿山市场新需求，关注电动化产业进程

四、投资建议与风险提示

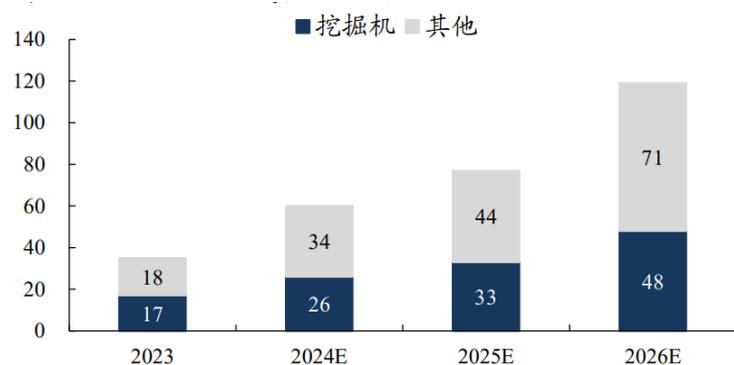
4.1 【三一重工】把握北美布局先发优势，2025年核心考核北美业绩

- 目前三一重工是工程机械行业在欧美地区投入最高的公司。当前三一重工挖机从印尼工厂发往美国，1期年产能3000台，当前年产能3800台，其中2000台是国内发过去组装；2期年产能6000台，合计年产能8000-1万台。预计明年特朗普上台会加快公司美国工厂投产进程。
- 产品&渠道开始发力，2025年重点考核北美业绩。渠道端，卡特高管的加盟帮助公司渠道端突破；产品端，2025年公司会向欧美市场投放全系列挖机新品、滑移装载机等，覆盖多个市场关键领域。
- 风险提示：海外拓展不及预期，贸易摩擦加剧，国内政策不及预期，行业周期波动

图：积极扩宽北美化产品矩阵，增强市场竞争力



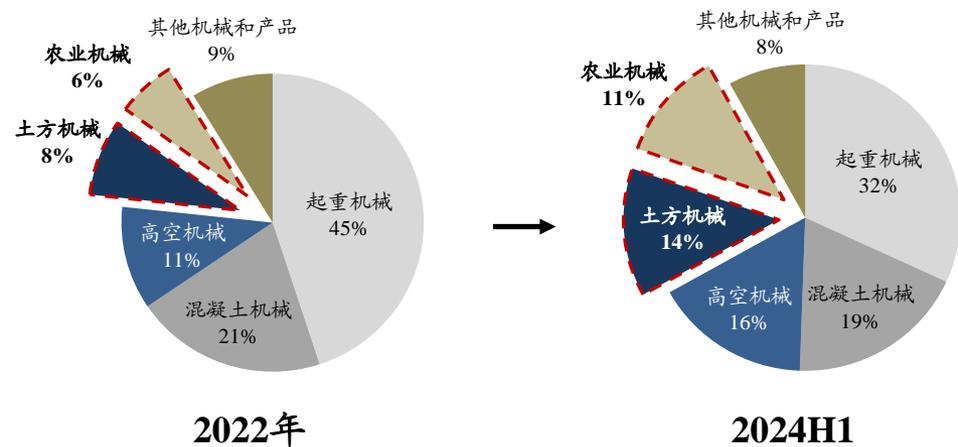
图：三一北美区域收入目标（亿元）



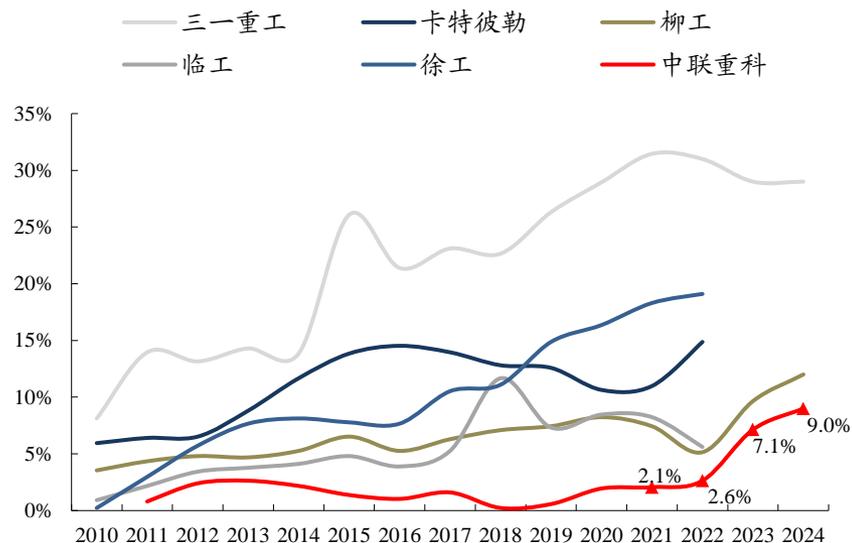
4.2 【中联重科】2025年业绩确定性强，长期看土方、高机和农机放量

◆ 公司新兴板块增长迅速，拓品类逻辑不断兑现。①土方机械聚焦头部客户、矿山领域，中大挖市场份额行业领先，挖机综合市占率从2021年2%左右迅速提升至2024H1约9%；②农业机械持续优化，烘干机稳居行业第一，小麦机稳居行业第二，先后推出拖拉机、玉米机、水稻机等。2024H1公司农机收入占总收入比重约11%，产品矩阵不断扩展；③高机强化技术产品创新能力，电动化技术持续领先；④矿山机械、应急装备、中联新材料即将大批放量。

图：2024H1公司土方与农机板块收入比重较2022年大幅提升



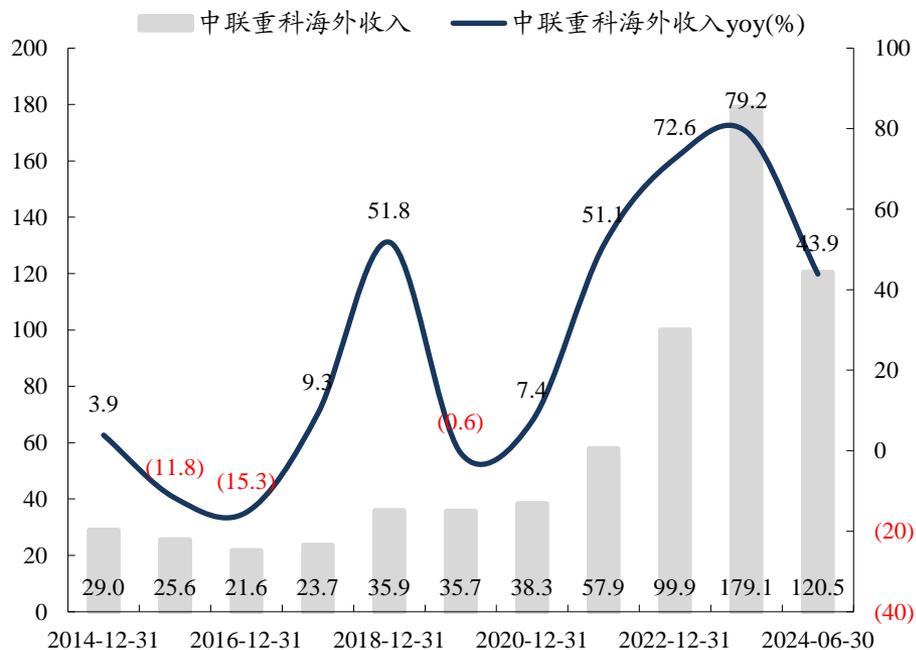
图：公司近年挖掘机市占率快速提升



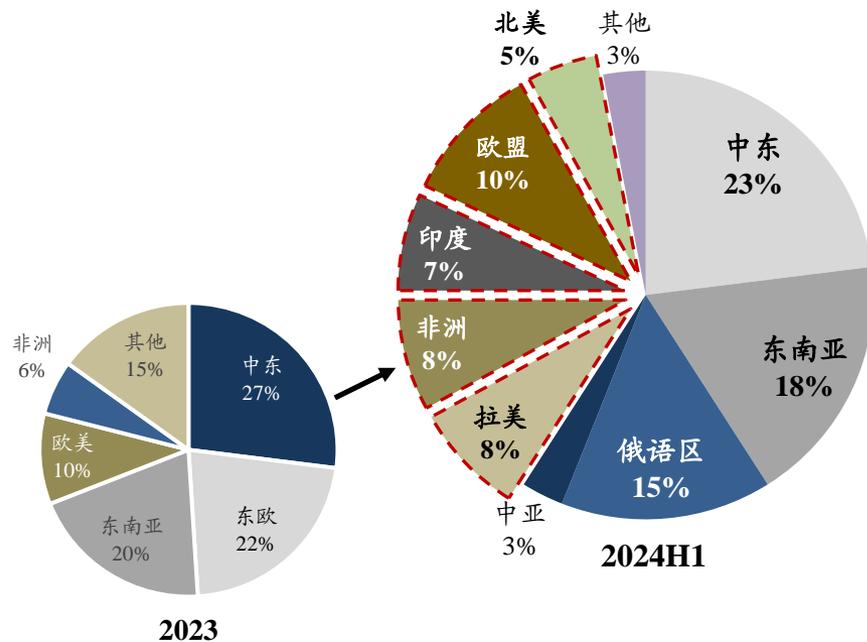
4.2 【中联重科】2025年业绩确定性强，长期看土方、高机和农机放量

- ◆ 海外地区收入快速扩张，多市场突破有望维持高速增长态势。中联重科自2020年起海外收入保持快速正增长，2020~2023年海外收入复合增速67.2%，保持高速增长态势。公司于拉美、非洲、印度等发展中地区以及欧盟和北美等发达国家区域市场持续突破，海外高速增长态势有望维持。
- ◆ 风险提示：海外拓展不及预期，贸易摩擦加剧，国内政策不及预期，行业周期波动

图：中联重科海外收入连续多年维持正增长(单位:亿元)



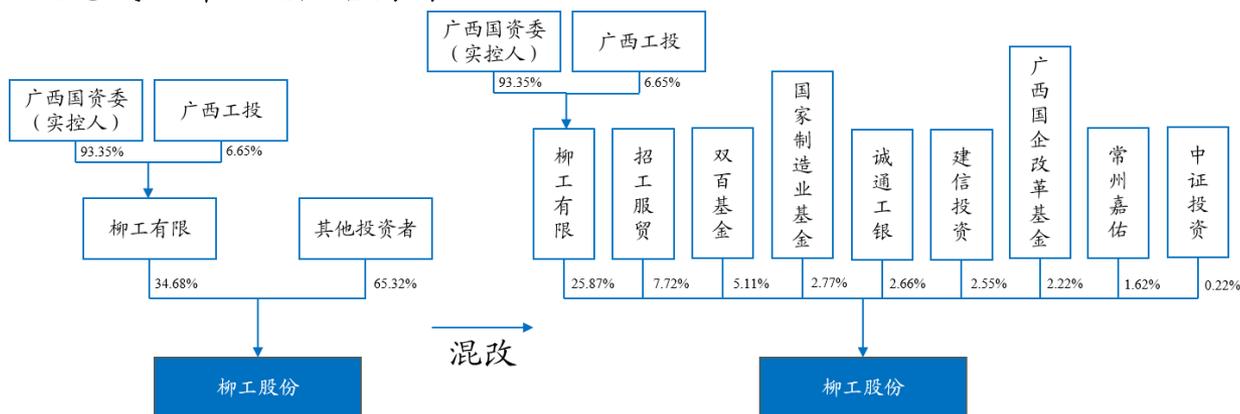
图：2024H1中联重科海外收入结构



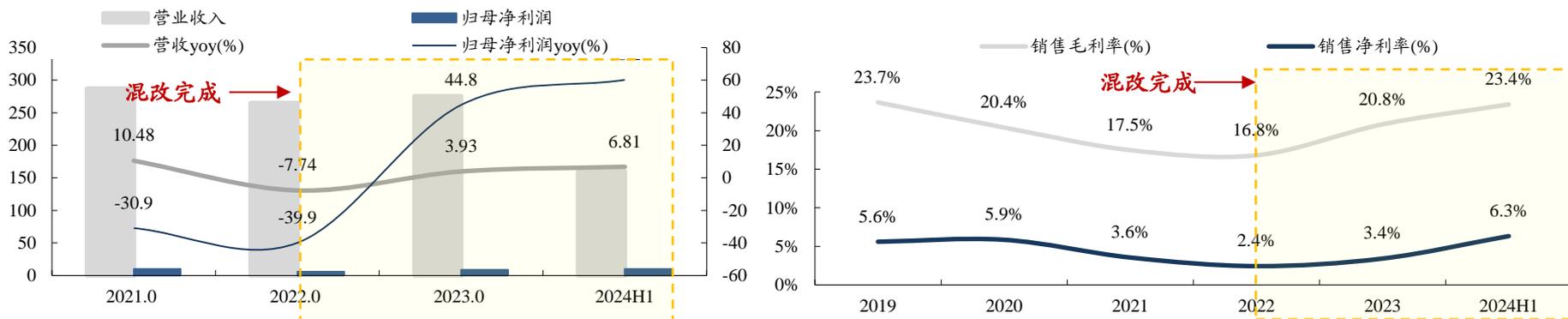
4.3 【柳工】业绩释放确定性强，拓品类&电动化打开长期成长天花板

- ◆ **实施混合所有制改革，构建国企发展新模式。**公司通过整合主业资产、推进员工持股、引入战略投资者、完善市场化经营机制等一系列举措，完成了柳工股份、欧维姆等6家子公司整合进入广西柳工集团机械有限公司的战略目标，并成功引入7家高质量战略投资者。
- ◆ **混改提升经营质量，盈利能力显著提升。**2024H1公司归母净利润同比大幅提升60.2%，混改对盈利能力拉动作用显著。随着高质量投资者不断引入、经营水平不断提高，未来有望进一步释放利润空间。

图：2022年3月混改完成后柳工股权结构图



图：混改后柳工盈利能力持续提升(单位:亿元)



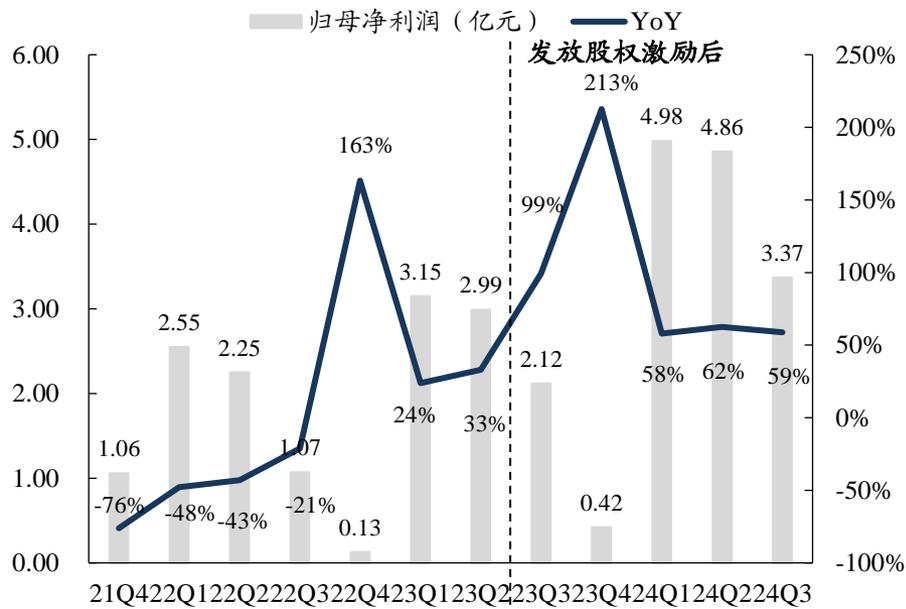
4.3 【柳工】业绩释放确定性强，拓品类&电动化打开长期成长天花板

◆ 年内两次回购股份，提振市场信心。2024年12月2日，公司发布股份回购公告，拟使用自有资金及股票回购专项贷款资金合计3.0亿元-6.0亿元回购公司股份。本次回购预计回购股数1648万股到3297万股，叠加24年7月回购的1932万股，合计3580万股到5229万股，均拟用于后续股权激励或员工持股计划。2023年6月公司发布股权激励，首次授予5314万股，聚焦核心管理层，实现充分激励，业绩规模、质量快速上升。我们认为，公司通过股权激励有望形成常态化激励机制，激发公司内生活力。本次回购为公司2024年第二次股份回购计划，以12月6日公司市值229亿元计算，回购股份占公司总股本1.3%-2.6%，为公司史上最大力度回购。公司已取得金额不超过4.2亿元，贷款利率1.96%，期限为一年回购A股股票专项贷款支持，高于目前市值对应股息率1.71%，较大程度展现公司对未来增长的信心。

图：2024年柳工两次股份回购情况

回购时间	资金来源	回购金额	回购用途	回购价格	回购数量
2024年7月	自有资金	2亿元	股权激励或员工持股计划	不超过18.2元/股	1648-3297万股
2024年12月	自有资金 & 股票回购专项贷款资金	3.0-6.0亿元	股权激励或员工持股计划	不超过15.0元/股	1932万股

图：图2：柳工单季度归母净利润及同比情况



4.3 【柳工】业绩释放确定性强，拓品类&电动化打开长期成长天花板

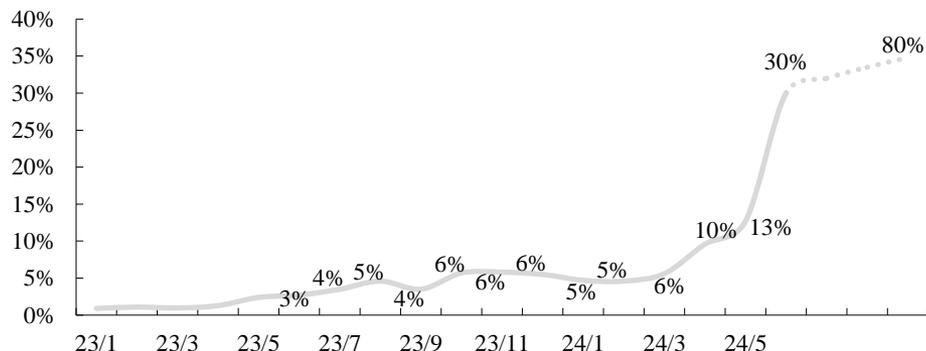
- ◆ 以电动装载机为核心，辐射工程机械全品类电动化布局。公司是燃油装载机龙头企业，随着电动化工程机械趋势演进，迅速成为电动装载机龙头，2024H1公司国内电装市占率超25%，国内领先。公司以电装产品为核心辐射电控在内的其他电动化工程机械产品，电动化产品矩阵迅速完善。
- ◆ 公司稳健推进国际化进程，积极响应海外多品类需求。2024H1公司海外收入维持增速，小型工程机械、矿卡、汽车起重机、高机海外收入增速均超100%；摊铺机、铣刨机销量增速超300%，国际化拓品类成果显著
- ◆ 风险提示：海外拓展不及预期，贸易摩擦加剧，国内政策不及预期，行业周期波动

图：装载机电动化渗透率迅速提升

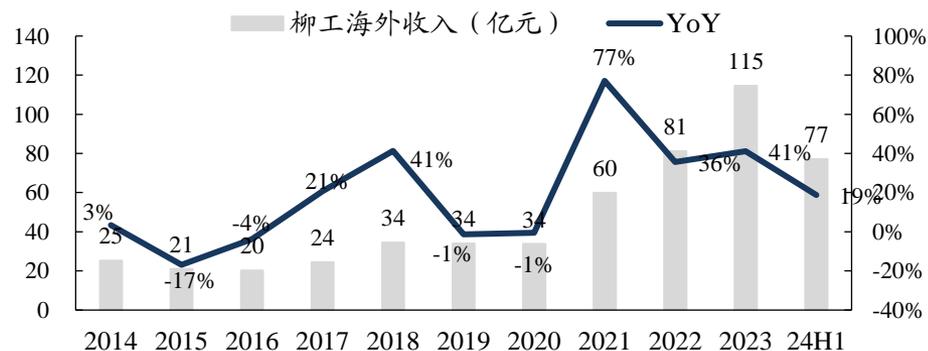
		机型	机重(吨)	功率(kW)	标准斗容(m³)	产品示例
电动挖掘机	小型挖掘机	906FE	6.16	50	0.21	
		9017FE	1.78	10	0.045	
		9027FE	2.75/2.68	16.5	0.08	
	中型挖掘机	922FE拖电	22	140	1	
		922FE	24.1	140	1	
		924FE	24.9	165	1	
	大型挖掘机	939FE拖电	39	226	2	
		960FE	55	电310/油272	3.6	
	港口码头抓料	973FMH	74.7	电280/油272	5(贝壳)	

		机型	额定载重	功率(kW)	标准斗容(m³)	产品示例
电动装载机	小型装载机	820TE	2	60	1.2	
	中型装载机	856E	5.5	180	3	
		870HE MAX	7.5	210	5	
		856HE MAX	5.8	185kN	2.7-5.6	
		862HE	6.5	190kN	2.7-5.6	
		860HE	6	185kN	3-6	
		870HE	7	200kN	3-7	

图：我国装载机电动化渗透率迅速提升



图：公司全球化收入维持高增速(单位:亿元)



4.4 【山推股份】大马力跟随国资矿主出海，挖机资产注入市场广阔

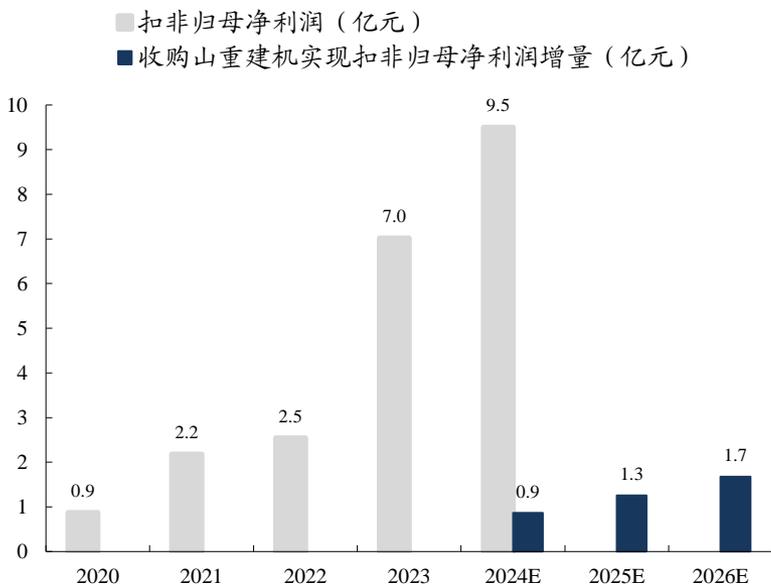
● 大马力推土机跟随中国矿主出海，拉高盈利能力。

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
460hp	4	10	30	56	90	110	120
单价 (万元/台)	300	300	300	300	300	300	300
收入 (万元)	1200	3000	9000	16800	27000	33000	36000
净利率	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
600hp	6	12	32	77	90	110	120
单价 (万元/台)	400	400	400	400	400	400	400
收入 (万元)	2400	4800	12800	30800	36000	44000	48000
净利率	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
900hp	6	10	18	47	40	60	60
单价 (万元/台)	680	680	680	680	680	680	680
收入 (万元)	4080	6800	12240	31960	27200	40800	40800
净利率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
大型推土机销量 (台)	16	32	80	180	220	280	300
大型推土机收入 (万元)	7680	14600	34040	79560	90200	117800	124800
大型推土机净利润 (万元)	1728	3218	7278	17314	18950	25050	26400
yoy		86.2%	126.2%	137.9%	9.4%	32.2%	5.4%
小型推土机	3544	4148	4345	4415	3890	4150	4210
单价 (万元/台)	30	30	30	30	30	30	30
收入 (万元)	106326	124452	130338	132444	116700	124500	126300
净利率	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
小型推土机净利润 (万元)	10633	12445	13034	13244	11670	12450	12630
yoy		17.0%	4.7%	1.6%	-11.9%	6.7%	1.4%

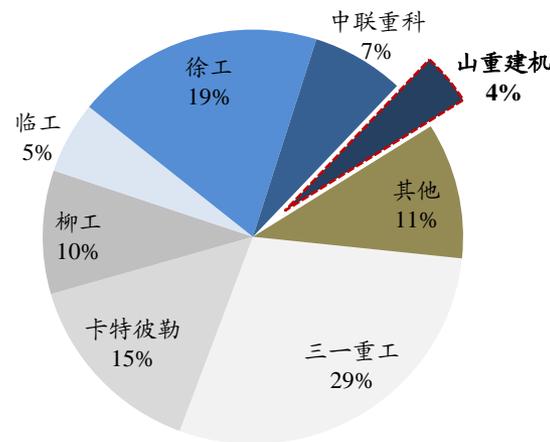
4.4 【山推股份】大马力跟随国资矿主出海，挖机资产注入市场广阔

- 公司发布拟收购山重建机公告，优质挖机资产即将注入上市公司主体。2024年11月12日山推发布收购公告，拟以18.4亿元收购山重工程全资子公司山重建机100%股权。山重工程承诺对于交割完成后三个年度（2024至2026年度）山重建机实现扣非归母净利润分别不低于0.86/1.26/1.67亿元，累计不低于3.80亿元。
- 山重建机：国内挖机小巨人。山重建机当前拥有挖机产能2万台/年，2024年Q1~Q3国内市场占有率约4.03%，具有一定的市场地位。
- 风险提示：海外拓展不及预期，贸易摩擦加剧，国内政策不及预期，行业周期波动，资产注入不及预期

图：山重建机挖机资产注入后利润增量预测



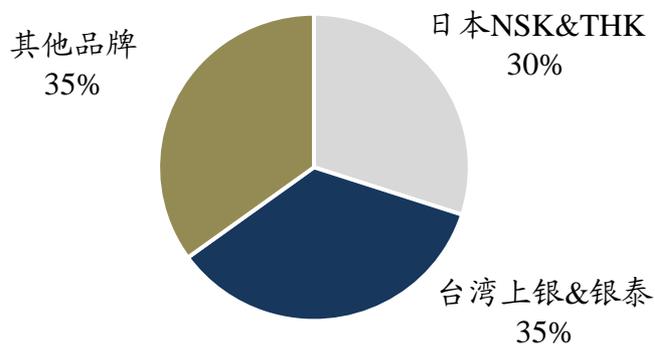
图：2024Q1~Q3山重建机挖掘机市占率达4%



4.5 【恒立液压】国产液压件稀缺龙头，泵阀+非标+丝杠再造恒立

- ◆ 丝杠导轨进口依赖度高，核心零部件替代需求强烈。2023年国内丝杠导轨市场约260亿元，日本、中国台湾企业占比超60%，替代空间广阔。公司①引进NSK、THK核心研发人员70余人；②进口日本高端磨床、检测设备；③于法国设研发中心，具备C0高精度加工工艺；④聚焦非标定制化产品，大幅提升核心竞争力。
- ◆ 风险提示：海外拓展不及预期，贸易摩擦加剧，国内政策不及预期，行业周期波动，资本开支不及预期

图：2022年，我国丝杠导轨供给多来自中国台湾、日本企业



图：恒立液压较日本NSK&THK产品对比

	日本NSK、THK	恒立液压
精度	产品质量、精度全球领先	进口日本高端磨床、检测设备；法国设有研发中心，具备C0精度加工工艺
品类	高精度产品出口有限制，在中国市场仅售卖标准化产品	具备丝杠导轨定制化个性化加工能力，能够准确满足各类客户需求
价格	较高	较日本产品低约10%

图：惠台政策收紧利好大陆替代

时间	事件	关税条例
2010/6/29	两岸两会领导人签订ECFA，并同意于2010年9月12日开始实施	以大陆2009年税则为基础，关税<5%，1月1日起即降为零；5%<关税<15%第一年关税降为5%，第二年降为零；关税>15%，第一年关税降为10%，第二年降为5%，第三年降为零。 绝大部分列入早收清单的产品都会集中在两年内关税降为零。
2024/5/30	国务院关税税则委员会发布公告中止ECFA下部分产品（第二批）关税减让	自2024年6月15日起，对原产于台湾地区的附件所列134个税目（ 包含丝杠导轨 ）进口产品，中止适用《海峡两岸经济合作框架协议》协定税率，按现行有关规定执行。
丝杠导轨（海关编码84834010）普通税率为30%		

4.5 【恒立液压】国产液压件稀缺龙头，泵阀+非标+丝杠再造恒立

图：恒立液压丝杠导轨目前主要市场规模测算

机床	2023	2024E	2025E
中国金属切削机床消费额（亿元）①	1215	1252	1289
中国金属成型机床消费额（亿元）②	654	674	694
中国金属加工机床消费额（亿元）③=①+②	1869	1926	1983
丝杠导轨占机床成本比重④	7%	7%	7%
丝杠导轨市场空间（亿元）⑤=③*④	130.8	134.8	138.8
注塑机	2023	2024E	2025E
全球电动化注塑机市场空间（亿元）①	327	343	361
中国电动注塑机占比②	30%	32%	34%
中国电动化注塑机市场空间（亿元）③=①*②	98	110	123
丝杠导轨占注塑机成本比重④	5%	5%	5%
丝杠导轨市场空间（亿元）⑤=③*④	4.9	5.5	6.1
高机	2023	2024E	2025E
国内剪叉式高机销量（台）①	60241	66265	72892
剪叉式高机纯电动化率②	0.10%	2%	15%
剪叉式高机平均电动缸需求（台）③	1.5	1.5	1.5
电动缸中丝杠价值量（元）④	5000	4000	3600
丝杠导轨市场空间（亿元）⑤=①*②*③*④	0.0	0.1	0.6
国内上述行业丝杠导轨市场空间（亿元）	135.7	140.4	145.5

图：人形机器人有望带动行星滚柱丝杠市场规模大幅增长

人形机器人	2023	2024E	2025E	远期2035E
销量（万台）①	0.5	3.0	10.0	1000.0
单个机器人线性执行器用量（个）②	12	12	12	12
单价（元）③	3600	3240	2916	1550
单台机器人价值量（万元）④=②*③	4.3	3.9	3.5	1.9
线性执行器空间（亿元）⑤=①*④	2.2	11.7	35.0	1860.0
滚柱丝杠占线性执行器比重⑥	50%	50%	50%	50%
全球行星滚柱丝杠空间（亿元）⑦=⑤*⑥	1.1	5.8	17.5	930.0

4.6 板块当前市场预期不高，具备配置性价比

- 本轮工程机械下行周期各公司核心注重降本增效、控制风险，通过成本优化和结构改善提升盈利能力。我们预测核心主机厂2025年利润增速约30%，对应当前估值位置较低，作为稳健性资产配置性价比较高。推荐三一重工、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。

图：可比公司估值表（截至2024年12月23日收盘价）

2024/12/23		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
代码	公司				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
600031.SH	三一重工	CNY	16.32	1,383	45.3	62.8	84.9	113.2	31	22	16	12
000157.SZ	中联重科	CNY	7.08	584	35.1	39.0	50.4	62.4	17	15	12	9
000528.SZ	柳工	CNY	10.98	222	8.7	15.7	20.3	28.1	26	14	11	8
000680.SZ	山推股份	CNY	9.76	146	7.7	10.6	13.9	15.4	19	14	11	10
601100.SH	恒立液压	CNY	52.31	701	25.0	24.6	30.3	36.2	28	28	23	19

(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) 基建及地产项目落地不及预期: 基建及房地产为工程机械下游最大需求, 若基建及房地产投资不足, 将影响行业主要产品销售。

(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: 2023年工程机械主要企业出口收入占比达30%-60%, 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。

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>

东吴证券 财富家园