

工程机械行业跟踪点评

1月挖掘机内销同比下降0.3%，外销增长趋势延续

◆ 行业研究·行业快评

证券分析师：吴双
证券分析师：年亚颂

◆ 机械设备·工程机械

0755-81981362
0755-81981159
wushuang2@guosen.com.cn
nianyasong@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市(维持)

执证编码：S0980519120001
执证编码：S0980523100002

事项：

挖掘机：据中国工程机械工业协会对挖掘机主要制造企业统计，2025年1月销售各类挖掘机12512台，同比增长1.1%。其中国内销量5405台，同比下降0.3%；出口量7107台，同比增长2.19%，2025年1月销售电动挖掘机18台。

装载机：据中国工程机械工业协会对装载机主要制造企业统计，2025年1月销售各类装载机7920台，同比增长1.51%。其中国内销量3706台，同比下降1.01%；出口量4214台，同比增长3.84%。2025年1月销售电动装载机1086台。

市场指数：1月中国地区小松挖掘机开工小时数为66.2小时，同比下降17.2%。2025年1月工程机械主要产品月开工率为56.2%，同比增加1.43个百分点，环比下降8个百分点。

国信机械观点：2025年1月挖掘机、装载机销量同比均实现增长，从下游开工小时数来看，1月中国地区小松挖掘机开工小时数为66.2小时，同比下降17.2%，主要受2025年1月春节影响。国内方面，2024年以来国内市场持续修复，2024年3月-12月，挖机内销连续实现正增长。2025年1月，挖掘机内销同比小幅下滑，主要系2025年春节在1月份，工地项目开工率较弱所致，我们认为整体国内挖机仍处于企稳回升态势；出口方面，2024年8月以来，出口增速持续正增长，已连续6个月保持正增长态势。随着我国逐步深化与“一带一路”沿线国家合作，以及我国工程机械产品竞争力不断提升，我们认为工程机械出口仍具韧性，有望保持增长。

投资建议：国内工程机械有望企稳回升，出口有望持续增长，主机厂建议关注徐工机械/三一重工/柳工/中联重科/山推股份，零部件厂商建议关注恒立液压，工业车辆建议关注安徽合力/杭叉集团。

风险提示：宏观经济下行、原材料涨价、汇率大幅波动、国际贸易风险、地产、基建投资不及预期。

评论：

◆ 挖机内销小幅下降、外销增长趋势延续

历史总体情况：2015-2021年我国挖掘机销量由5.63万台增长至34.28万台，CAGR达35.11%，2022/2023年我国挖掘机累计销量26.13/19.50万台，同比增长-23.76%/-25.38%。挖掘机销量自2016年以来大幅复苏，呈现一轮五年的景气上行周期，2021年5月以来持续下滑，景气度降低。**国内方面**，2015-2020年挖机内销从5.06万台增长至29.28万台，CAGR为42.06%，2021-2023年受疫情、宏观经济影响，挖机销量由27.44万台下降至9.00万台。**出口方面**，2015-2022年挖机外销从0.57万台增长至10.95万台，CAGR为52.41%，2023年挖机出口同比下降4%，主要系2022年基数较高，叠加全球经济放缓所致。

从1月销量看，挖机方面，2025年1月销量同比增长1.1%，国内方面，2025年1月国内销量5405台，同比下降0.3%，挖机销量小幅下滑主要系2025年春节在1月份，工地项目开工率较弱所致，结合开工率等数据来看，国内挖机仍处于企稳回升阶段。展望未来，随着新一轮的更换周期到来、国家大规模刺激政策等因素影响，2025年挖机内销有望进入新一轮上升周期；出口方面，受2023年高基数以及海外市场的需求疲软等影响，2024年上半年挖机出口同比下滑，随着海外部分地区需求温和复苏、国产品牌去库存完成，

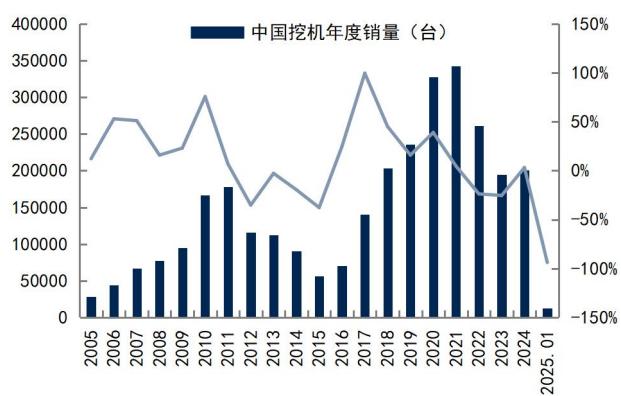
2024年8月开始，挖机出口销量重回增长区间，2025年1月挖机外销同比增长2.19%，连续6个月实现正增长，出口市场持续修复。展望未来，随着国内主机厂海外竞争力持续增强，以及海外市场的需求回暖，挖机出口有望维持高速增长。**装载机方面**，2024年装载机销量同比增长4.14%，增长主要受出口拉动，2024年装载机出口同比增长13.8%，2025年1月装载机出口延续增长趋势，同比增长3.84%。内销受房地产下滑影响，2024年装载机内销同比下降3.94%，2025年1月装载机内销同比下降1.01%，此外装载机电动化渗透率持续提升。**从开工小时数看**，2025年1月中国地区小松挖掘机开工小时数为66.2小时，同比下降17.2%，主要受2025年1月春节影响。

图1：2025年1月挖掘机销量同比增长1.1%



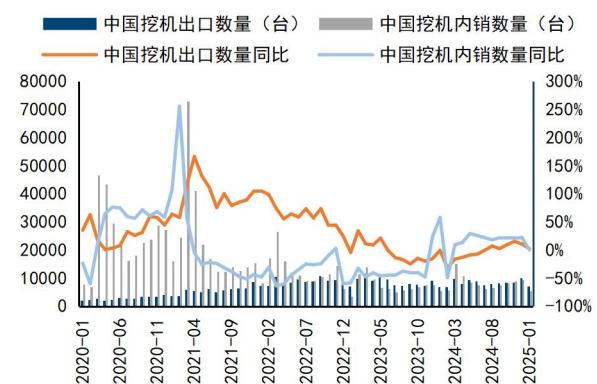
资料来源：中国工程机械协会，国信证券经济研究所整理

图2：2024年挖掘机销量同比增长3.13%



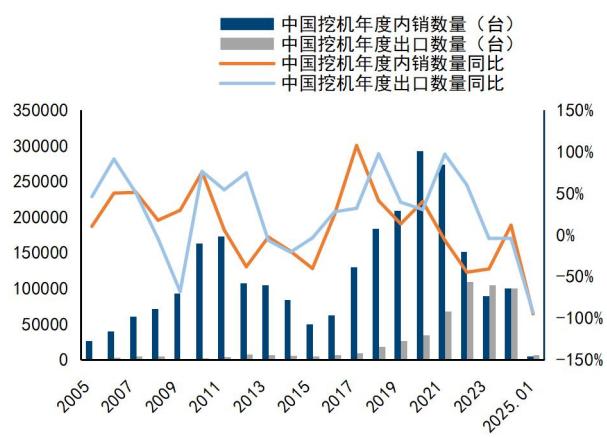
资料来源：中国工程机械工业协会，国信证券经济研究所整理

图3：挖掘机内外销月度数据



资料来源：中国工程机械工业协会，国信证券经济研究所整理

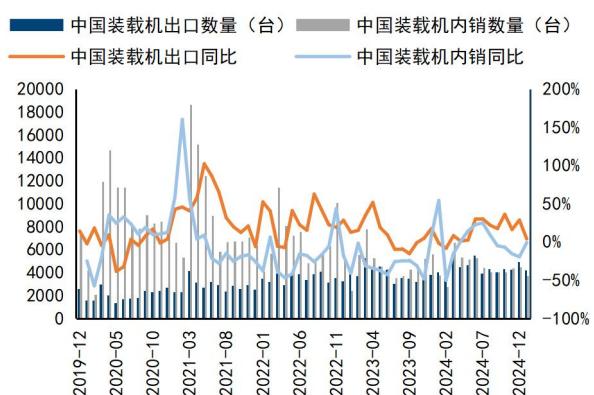
图4：挖掘机内外销年度数据



资料来源：中国工程机械工业协会，国信证券经济研究所整理

图5: 2025年1月装载机销量同比增长1.51%

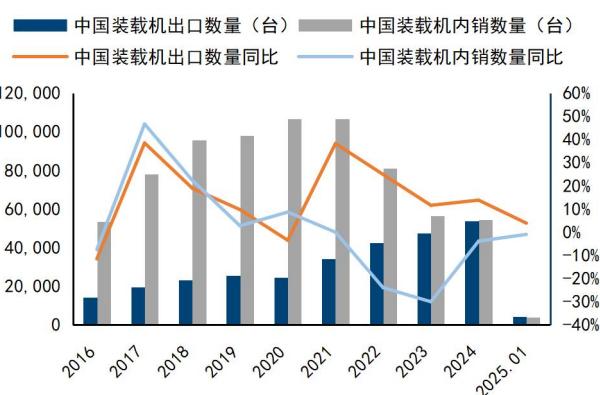

资料来源：中国工程机械工业协会，国信证券经济研究所整理

图7: 装载机内外销月度数据


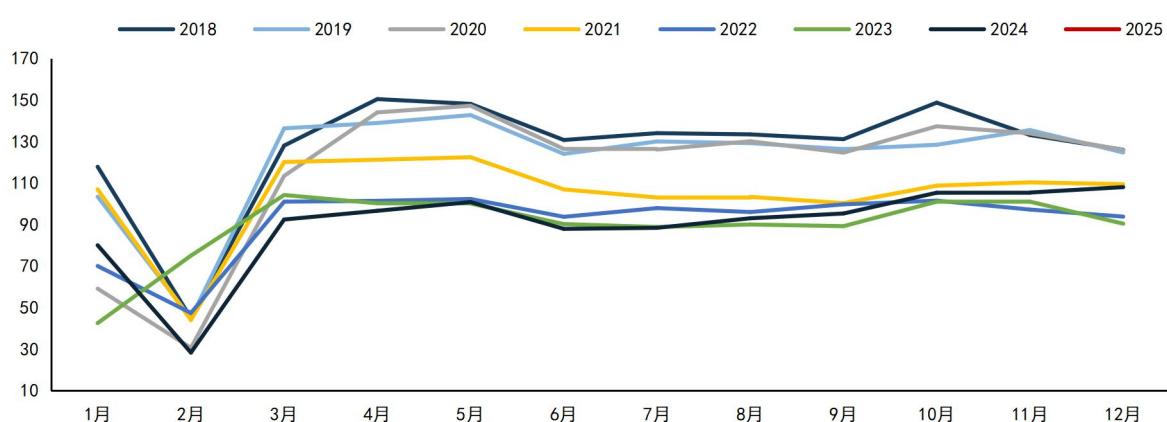
资料来源：中国工程机械工业协会，国信证券经济研究所整理

图6: 2024年装载机销量同比增长4.14%


资料来源：中国工程机械工业协会，国信证券经济研究所整理

图8: 装载机内外销年度数据


资料来源：中国工程机械工业协会，国信证券经济研究所整理

图9: 小松中国挖机开工小时数


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：

长期来看，国内挖机随着新一轮的更替周期到来以及电动化率的提升，需求有望逐步回升，出口方面我国工程机械海外市占率较低，市场空间广阔，近年来主机厂加大海外市场布局，未来国内工程机械有望强势出海。**短期来看**，国内挖机销量已经触底，工程机械更新周期 8-10 年，随着新一轮更新周期到来、国家刺激内需政策的相继出台以及国内房地产在相关政策的刺激下企稳，国内工程机械有望迎来新一轮增长；出口方面，随着高基数结束以及海外市场复苏，出口有望持续增长，主机厂建议关注徐工机械/三一重工/柳工/中联重科/山推股份，零部件厂商建议关注恒立液压，工业车辆建议关注安徽合力/杭叉集团。

表1：重点公司盈利预测和估值（20250219）

证券简称	投资评级	总市值(亿元)	收盘价	EPS				PE			
				2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E
三一重工	优于大市	1,478.88	17.45	0.51	0.53	0.71	0.91	35	33	25	19
徐工机械	优于大市	1,007.92	8.53	0.36	0.45	0.54	0.68	24	19	16	13
中联重科	优于大市	600.56	7.35	0.27	0.43	0.47	0.61	27	17	16	12
柳工	优于大市	223.93	11.09	0.31	0.44	0.74	1.02	36	25	15	11
山推股份	未评级	142.23	9.48	0.42	0.51	0.65	0.83	23	19	15	11
恒立液压	优于大市	1,058.04	78.91	1.79	1.86	1.92	2.26	44	42	41	35
安徽合力	优于大市	173.24	19.45	1.22	1.73	1.72	2.03	16	11	11	10
杭叉集团	优于大市	273.23	20.86	1.14	1.86	1.54	1.68	18	11	14	12

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

注：无评级公司系 Wind 一致预期

◆ 风险提示：

宏观经济下行、原材料涨价、汇率大幅波动、国际贸易风险、地产、基建投资不及预期。

相关研究报告：

《工程机械行业跟踪点评-12月挖机内、外销增长趋势延续，小松开工小时数同比增长19.5%》 ——
2025-01-12

《工程机械行业跟踪点评-国内筑底回升，海外持续修复》 ——2024-11-19

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032