

4 月挖机内销增速有所回落；主机厂经营质量提升

2025 年 5 月 12 日

- **4 月挖机内销正增长但增速有所回落，出口增速提高。**据工程机械工业协会，（1）**挖掘机**：2025 年 4 月销售各类挖掘机 22142 台，同比增长 17.6%。其中国内销量 12547 台，同比增长 16.4%；出口量 9595 台，同比增长 19.3%。挖机单月内销增速环比 3 月有所回落，单月出口增速环比+16.6pct。（2）**装载机**：2025 年 4 月销售各类装载机 11653 台，同比增长 19.2%。其中国内销量 7191 台，同比增长 35.4%；出口量 4462 台，同比下降 0.18%。4 月销售电动装载机 2924 台，单月电动化率 25.09%，环比增加 4pct，1-4 月累计电动化率约 19.28%，环比 3 月增加 2.22pct。
- **其他产品：1-3 月随车/履带起重机累计内销增速回正。**协会统计的销量增速显示，3 月**汽车起重机**整体-17.4%/内销-26.4%/出口+2.47%；**履带式起重机**整体+5.72%/内销+17.9%/出口-0.93%；**随车起重机**整体+4.66%/内销-6.43%/出口+63.3%；**塔机**整体-30%/内销-58.8%/出口+108%；**叉车**3 月整体+11.5%/内销+11.6%/出口+11.2%，2 月单月叉车整体/出口/内销电动化率达到 73%/78%/70%；**升降工作平台**3 月整体-9.71%/内销-22.1%/出口+6.07%。
- **开机率：国内开工情况稳定，外需稳中有升。**协会数据显示，4 月工程机械主要产品月平均工作时长为 90.1 小时，同比+3.20%，环比-0.05%，主要产品月开工率为 62%，同比-4.29pct，环比+1.17pct。小松开机小时数显示 3 月工程机械外需有所回暖，3 月北美、欧洲、日本、印尼小松挖掘机开工小时数分别为 66.1/74.8/45.5/199.8h，同比增速分别+8.3%/+9.0%/+1.5%/+0.5%。
- **2024&25Q1：四大主机厂利润高增长，经营质量提升。**（1）24 年全年和 25Q1 普遍利润增速高于营收增速，主要由于降本控费效果逐渐显现，且资本开支需求慢慢收窄，经营杠杆效应凸显。（2）主机厂经营质量继续提高，风险管理能力进一步优化。三一 24 年经营性现金流同比增长 159.5%，徐工 24 年/25Q1 经营性现金流同比分别+60.18%/+257.23%。24 年各主机厂资产负债率均继续降低，应收敞口占营收的比例也均实现压降。（3）土方机械是支撑 24 年主机厂内销的重要力量，其中土方机械占比高的柳工内销增速更佳。在 24 年非挖出口表现强于挖机、金砖国家和“一带一路”沿线国家和地区主要驱动出口稳定增长背景下，海外业务体量更小、非挖占比更高的主机厂显示出更大的增长弹性。（4）非挖内销已现部分回暖迹象，25Q1 三一起重机械、混凝土机械国内收入均已转正，中联起重机械内销亦超预期转正。
- **投资建议：**内需方面，1-4 月行业层面挖机内销整体表现亮眼，虽然 4 月单月内销增速有所回落，但是随着货币政策持续宽松，国家支持化债以及加力实施城市更新行动，我们认为后续内需回暖有望持续。同时，非挖板块内销回暖也有望期待。海外方面，小松开工率显示海外市场开工景气度呈现稳中向好态势。国内龙头主机厂 24 年和 25Q1 业绩表现出盈利能力和经营质量持续提升态势，核心产品竞争力不断加强，新兴产品市场覆盖度不断提高，海外拓展力度持续，有望顺应行业趋势继续迎来业绩放量。我们推荐龙头主机厂三一重工、徐工机械、柳工、中联重科，推荐核心零部件厂商恒立液压。
- **风险提示：**宏观经济不及预期的风险，政策推进程度不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，出口贸易争端的风险，汇率波动的风险。

机械行业

推荐 维持评级

分析师

鲁佩

☎：021-20257809

✉：lupei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521060001

研究助理

彭星嘉

✉：pengxingjia_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2025-5-11



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河机械】机械设备_2025 年度策略报告_内需复苏与新质生产力共舞
2. 【银河机械】行业点评_2025 政府工作报告点评：聚焦内需+未来产业，看好机器人及工程机械

重点公司盈利预测与估值（截至 2025/5/11）

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
600031.SH	三一重工	0.71	0.99	1.24	28	20	16	推荐
000425.SZ	徐工机械	0.51	0.68	0.86	18	13	10	推荐
000528.SZ	柳工	0.66	1.01	1.36	16	10	8	推荐
000157.SZ	中联重科	0.41	0.57	0.69	19	13	11	推荐
601100.SH	恒立液压	1.87	2.14	2.50	28	36	30	推荐

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 主要产品销量 4

 （一）挖掘机：4 月内销增速有所回落，出口增速提高 4

 （二）装载机：4 月内销表现亮眼，电动化率大幅跃升 6

 （三）起重机：3 月工起内需降幅收窄，塔机出口高增长 7

 （四）叉车：3 月内外销均正增长，电动化率保持高位 9

 （五）高空作业机械：3 月内需下滑明显，出口增速由负转正 10

 （六）其他工程机械 11

 （七）矿山机械：3 月出口增速由正转负 13

二、 开机率：国内开工情况稳定，外需稳中有升 14

三、 2024&25Q1：主机厂利润高增长，经营质量提升 15

四、 投资建议 20

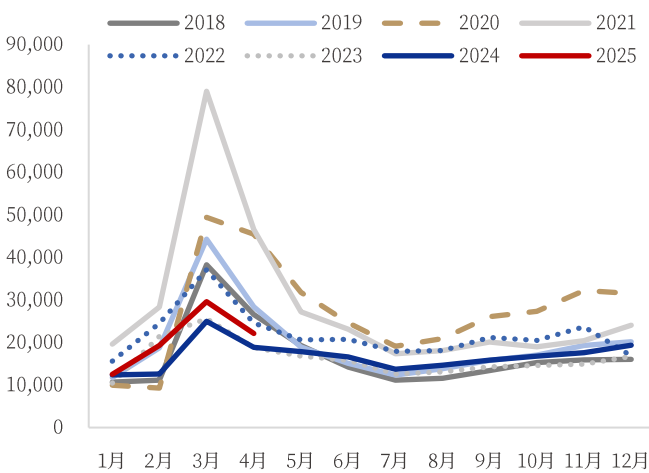
五、 风险提示 20

一、主要产品销量

（一）挖掘机：4 月内销增速有所回落，出口增速提高

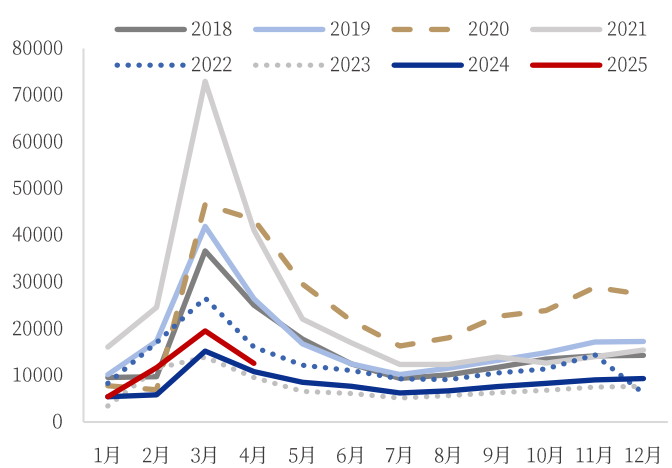
4 月挖机内销增速有所回落（+16.4%），出口增速大幅提高（+19.3%）。据中国工程机械工业协会对挖掘机主要制造企业统计，2025 年 4 月销售各类挖掘机 22142 台，同比增长 17.6%。其中国内销量 12547 台，同比增长 16.4%；出口量 9595 台，同比增长 19.3%。2025 年 1—4 月，共销售挖掘机 83514 台，同比增长 21.4%；其中国内销量 49109 台，同比增长 31.9%；出口 34405 台，同比增长 9.02%。4 月挖机单月内销增速较 3 月有所下滑，但随着货币政策持续宽松支持稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，国家加快地方政府专项债、超长期特别国债等发行使用，支持化债、企业拖欠账款以及房地产收储，以及加力实施城市更新行动，推进城中村和危旧房改造，我们认为内需回暖有望持续。

图1：挖掘机月度销量（台）



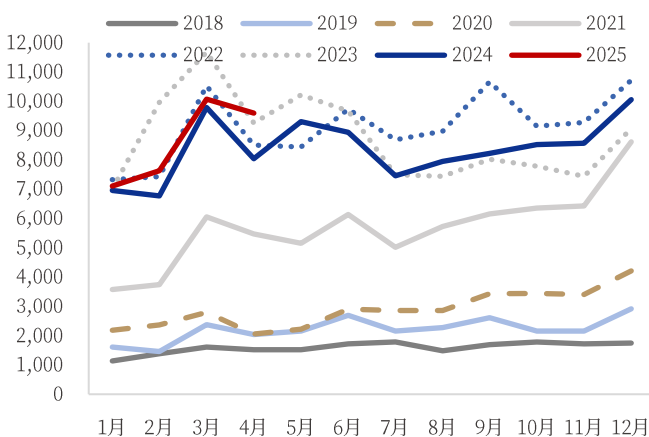
资料来源：中国工程机械工业协会，中国银河证券研究院

图2：挖掘机月度内销销量（台）



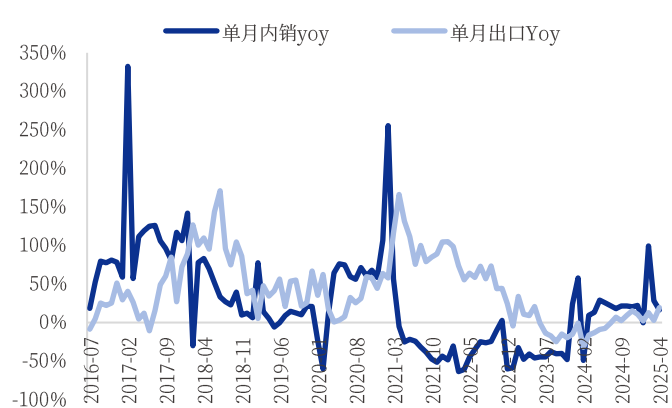
资料来源：中国工程机械工业协会，中国银河证券研究院

图3：挖掘机月度出口销量（台）



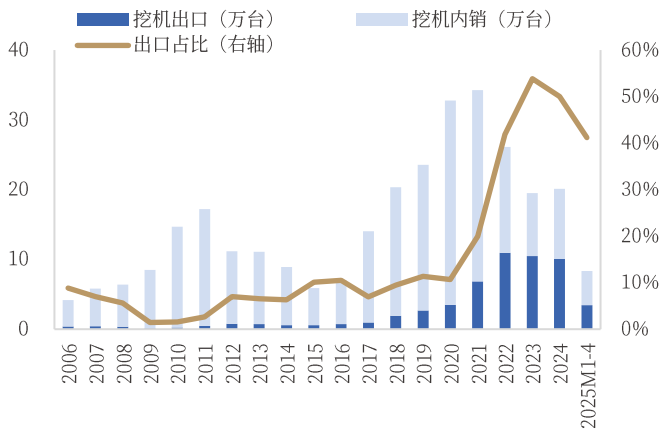
资料来源：中国工程机械工业协会，中国银河证券研究院

图4：挖掘机月度销量 YoY



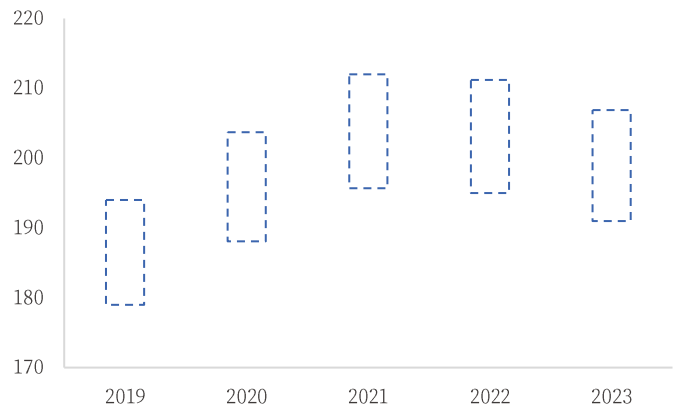
资料来源：中国工程机械工业协会，中国银河证券研究院

图5：挖掘机年度销量（万台）



资料来源：中国工程机械工业协会，中国银河证券研究院

图6：挖掘机保有量（万台）



资料来源：中国工程机械工业协会，中国银河证券研究院

表1：挖掘机月度内销量汇总（2014至2025年4月）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1月	4112	3165	2486	3948	9550	10142	7758	16026	8282	3437	5421	5405
2月	9034	2272	3219	13918	9726	17286	6909	24562	17052	11492	5837	11640
3月	19297	11084	13109	20587	36654	41901	46610	72977	26556	13899	15188	19517
4月	12478	8048	6466	13673	25043	26373	43371	41100	16032	9513	10782	12547
5月	7408	4886	4786	10491	17790	16744	29521	22070	12179	6592	8518	
6月	5764	3564	3658	8226	12465	12426	21724	16965	11027	6098	7661	
7月	4231	2612	3094	6997	9337	10190	16253	12329	9250	5112	6234	
8月	4010	2532	3863	7957	10106	11566	18076	12349	9096	5669	6,694	
9月	4145	2704	4856	9530	11719	13182	22598	13934	10520	6263	7,610	
10月	4500	3009	5345	9670	13492	14870	23892	12608	11350	6796	8,266	
11月	4676	3282	5939	12900	14160	17159	28833	14014	14398	7484	9,020	
12月	4918	3460	6173	12733	14278	17238	27319	15423	6151	7625	9312	
累计值	84,573	50,618	62,994	130,630	184,320	209,077	292,864	274,357	151,893	89,980	100,543	49,109

资料来源：中国工程机械工业协会，中国银河证券研究院

表2：挖掘机月度出口销量汇总（2014至2025年4月）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1月	421	399	464	600	1,137	1,614	2,184	3,575	7,325	7,006	6,955	7,107
2月	376	342	435	612	1,387	1,459	2,371	3,743	7,431	9,958	6,771	7,630
3月	778	432	635	802	1,607	2,377	2,798	6,058	10,529	11,679	9,792	10,073
4月	432	440	693	724	1,518	2,037	2,055	5,472	8,502	9,259	8,040	9,595
5月	557	484	695	780	1,523	2,153	2,223	5,150	8,445	10,217	9,306	
6月	547	594	791	707	1,723	2,695	2,901	6,135	9,734	9,668	8,942	
7月	385	624	570	659	1,786	2,156	2,857	5,016	8,689	7,494	7,456	
8月	484	484	507	757	1,482	2,277	2,863	5,726	8,980	7,436	7,953	

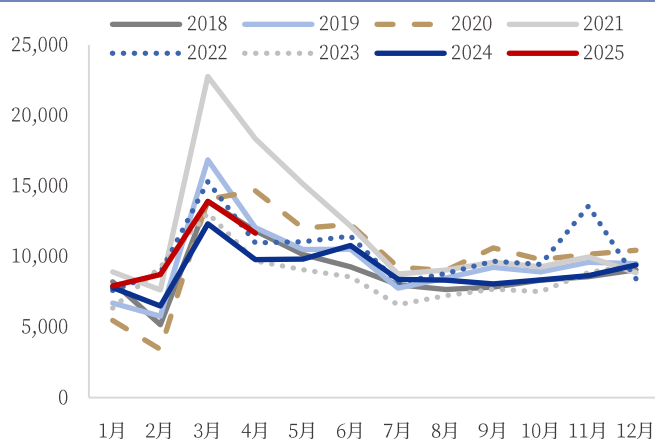
9月	414	481	603	966	1,689	2,617	3,436	6,151	10,667	8,020	8,221	
10月	475	385	471	871	1,782	2,157	3,439	6,356	9,151	7,788	8,525	
11月	508	578	725	922	1,717	2,157	3,403	6,430	9,282	7,440	8,570	
12月	557	488	738	1,272	1,749	2,917	4,211	8,615	10,718	9,073	10,057	
累计值	5,934	5,731	7,327	9,672	19,100	26,616	34,741	68,427	109,453	105,038	100,588	34,405

资料来源：中国工程机械工业协会，中国银河证券研究院

（二）装载机：4月内销表现亮眼，电动化率大幅跃升

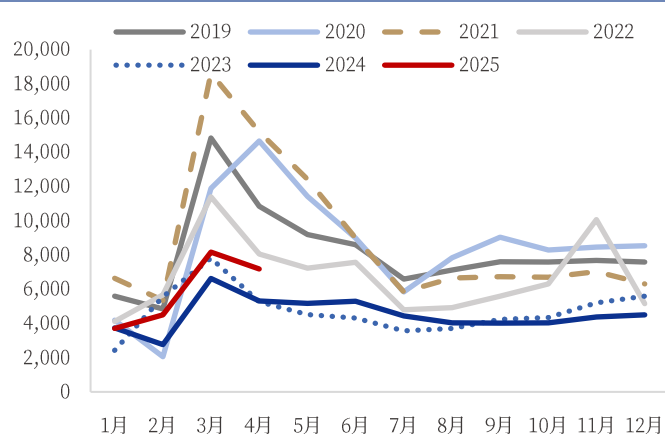
装载机内销表现亮眼，电动化率大幅跃升。据中国工程机械工业协会对装载机主要制造企业统计，2025年4月销售各类装载机11653台，同比增长19.2%。其中国内销量7191台，同比增长35.4%；出口量4462台，同比下降0.18%。2025年1—4月，共销售各类装载机42220台，同比增长16%。其中国内销量23570台，同比增长27.8%；出口量18650台，同比增长3.87%。2025年4月销售电动装载机2924台，单月电动化率25.09%，环比增加4pct，1-4月累计电动化率约19.28%，环比3月增加2.22pct。

图7：装载机月度销量（台）



资料来源：中国工程机械工业协会，中国银河证券研究院

图8：装载机月度内销销量（台）



资料来源：中国工程机械工业协会，中国银河证券研究院

图9：装载机月度出口销量（台）

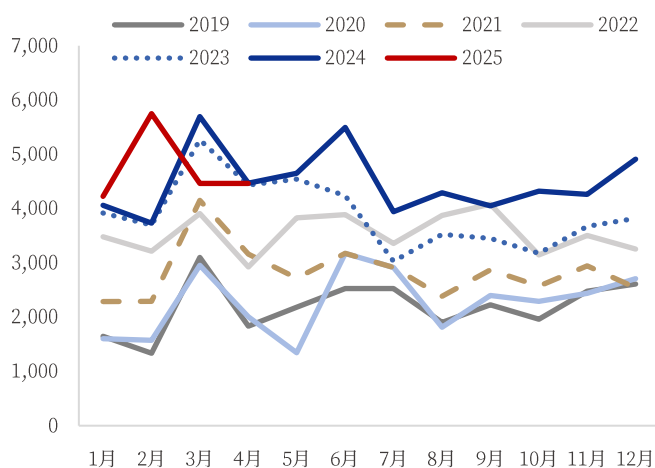
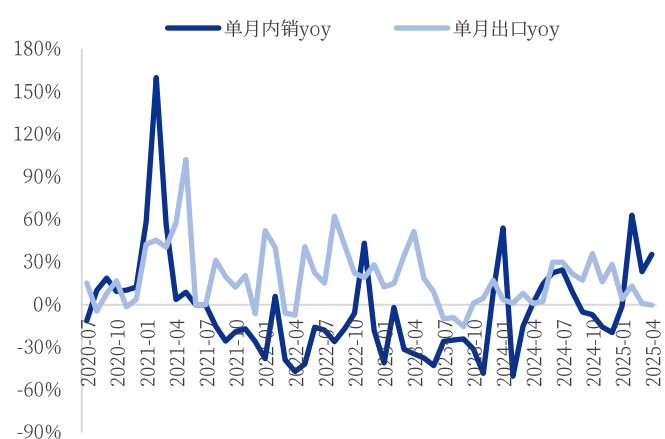
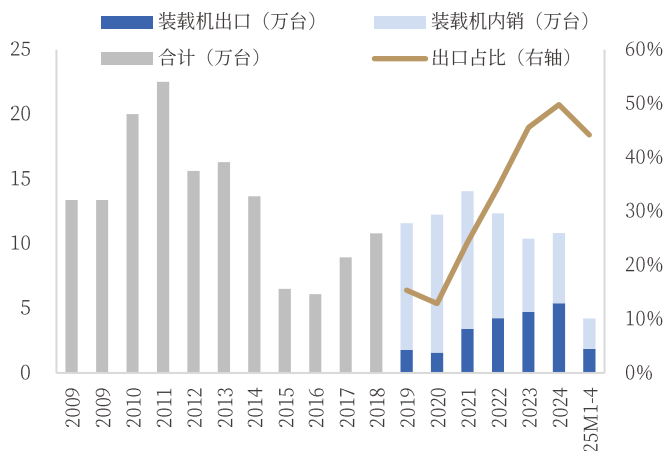


图10：装载机月度销量 YoY



资料来源：中国工程机械工业协会，中国银河证券研究院

图11：装载机年度销量（万台）

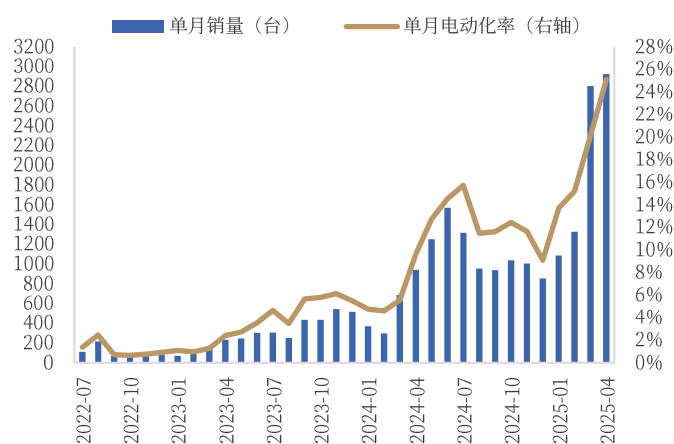


注：出口和内销的分类数据统计自2019年开始

资料来源：中国工程机械工业协会，中国银河证券研究院

资料来源：中国工程机械工业协会，中国银河证券研究院

图12：电动装载机月度销量（台）



资料来源：中国工程机械工业协会，中国银河证券研究院

表3：装载机月度销量汇总（2014至2025年4月）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1月	7,716	5,516	3,457	4,133	8,218	6,698	5,471	8,923	7,598	6,347	7,802	7,920
2月	10,158	3,191	2,968	6,361	5,169	5,772	3,420	7,638	8,882	9,260	6,495	8,730
3月	21,648	9,609	13,063	10,393	13,912	16,857	14,065	22,772	15,309	13,080	12,324	13,917
4月	17,402	7,789	4,977	8,435	11,836	12,052	14,662	18,354	10,975	9,693	9,779	11,653
5月	14,060	6,485	4,469	7,862	10,143	10,497	12,018	15,145	11,059	9,066	9,824	
6月	13,364	6,015	4,413	7,864	9,275	10,523	12,281	12,160	11,457	8,556	10,794	
7月	10,413	4,482	3,796	6,900	7,998	7,768	9,264	8,763	8,158	6,590	8,379	
8月	9,290	4,398	3,998	6,884	7,666	8,473	9,006	9,045	8,802	7,227	8,329	
9月	9,075	4,578	4,624	8,092	7,842	9,233	10,619	9,601	9,668	7,689	8,072	
10月	8,411	4,213	4,826	7,503	8,319	8,906	9,777	9,276	9,448	7,517	8,355	
11月	7,508	4,248	5,176	7,387	8,569	9,600	10,160	9,975	13,582	8,873	8,646	
12月	7,649	4,516	5,168	7,644	9,074	9,505	10,455	8,857	8,417	9,418	9,410	
累计值	136,694	65,040	60,935	89,458	108,021	115,884	121,198	140,509	123,355	103,316	108,209	42,220

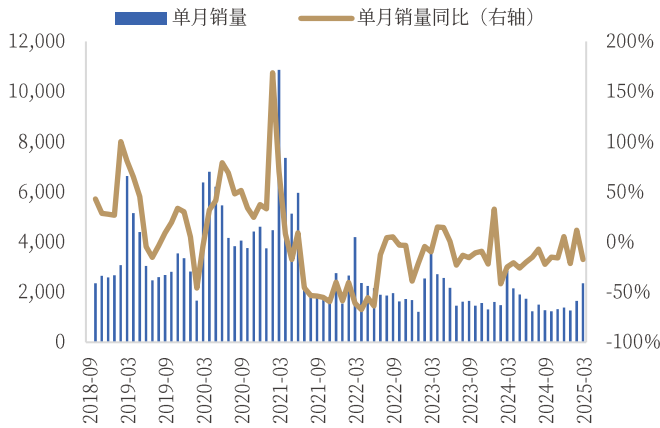
资料来源：中国工程机械工业协会，中国银河证券研究院

（三）起重机：3月工起内需降幅收窄，塔机出口高增长

1. 汽车起重机

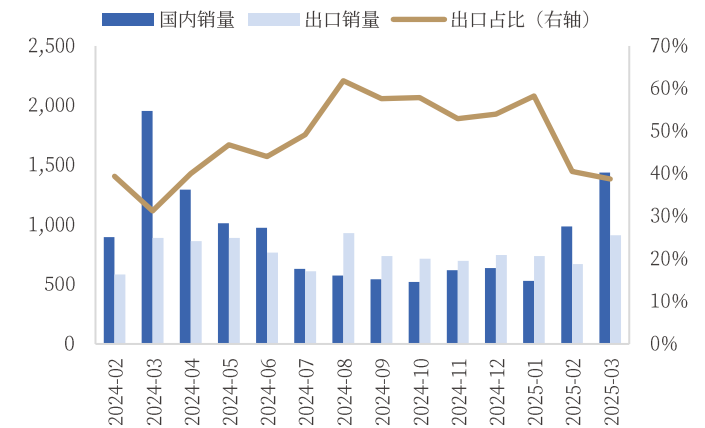
据中国工程机械工业协会对汽车起重机主要制造企业统计，2025年3月当月销售各类汽车起重机2350台，同比下降17.4%，其中国内销量1439台，同比下降26.4%；出口量911台，同比增长2.47%。

图13: 汽车起重机月度销量(台)及YoY



资料来源: 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

图14: 汽车起重机内销和出口量(台)

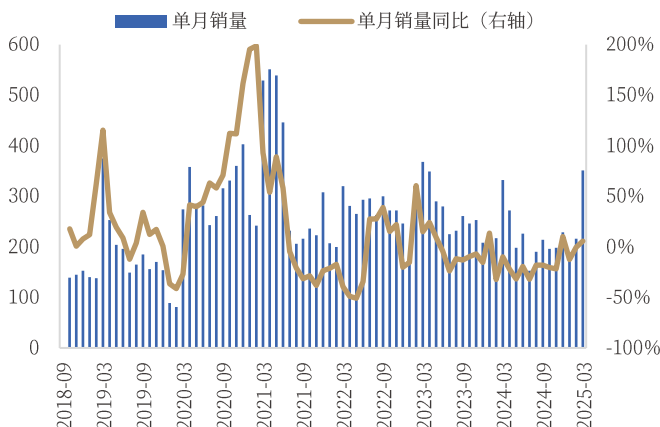


资料来源: 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

2. 履带式起重机

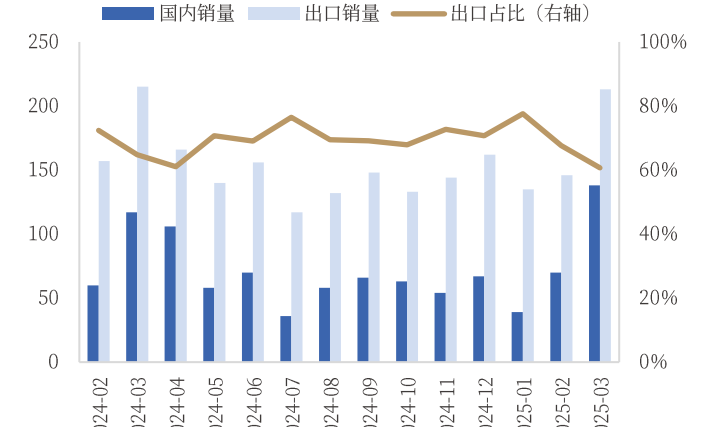
据中国工程机械工业协会对履带起重机主要制造企业统计, 2025年3月当月销售各类履带起重机 351 台, 同比增长 5.72%, 其中国内销量 138 台, 同比增长 17.9%; 出口量 213 台, 同比下降 0.93%。

图15: 履带式起重机月度销量(台)及YoY



资料来源: 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

图16: 履带式起重机内销和出口量(台)

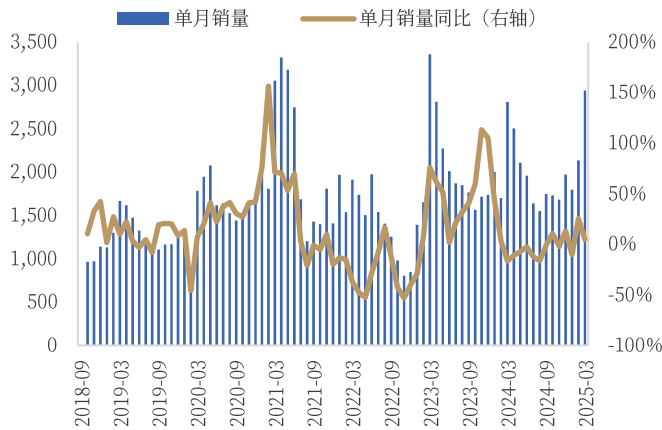


资料来源: 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

3. 随车式起重机

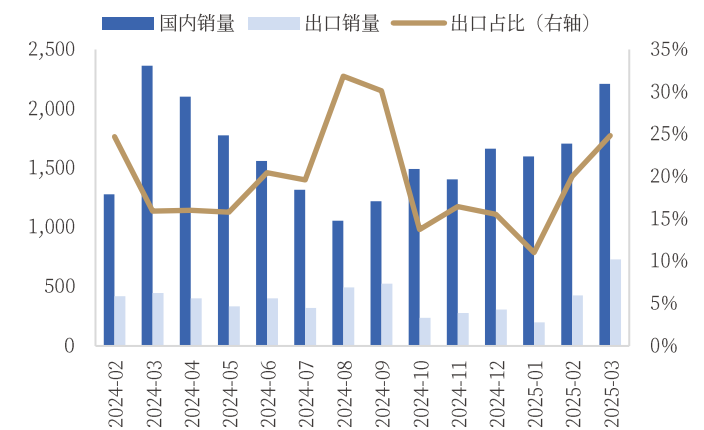
据中国工程机械工业协会对随车起重机主要制造企业统计, 2025年3月当月销售各类随车起重机 2941 台, 同比增长 4.66%, 其中国内销量 2211 台, 同比下降 6.43%; 出口量 730 台, 同比增长 63.3%。

图17: 随车式起重机月度销量(台)及YoY



资料来源: 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

图18: 随车式起重机内销和出口量(台)

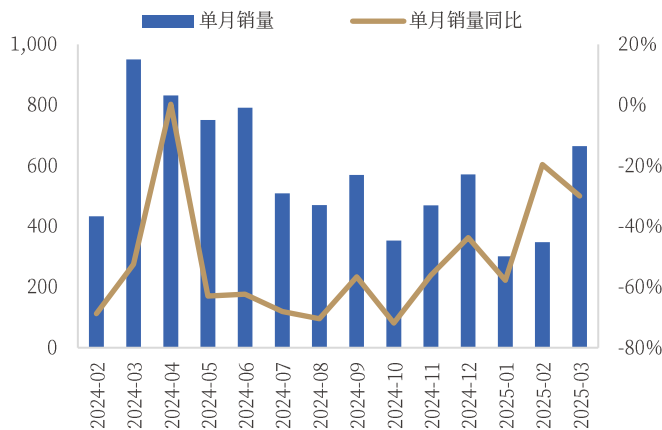


资料来源: 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

4. 塔式起重机

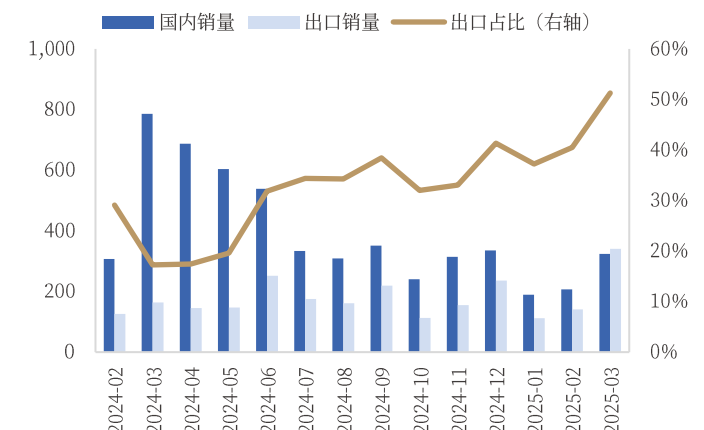
据中国工程机械工业协会对塔式起重机主要制造企业统计, 2025年3月当月销售各类塔式起重机665台, 同比下降30%, 其中国内销量324台, 同比下降58.8%; 出口量341台, 同比增长108%。

图19: 塔式起重机月度销量(台)及YoY



资料来源: 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

图20: 塔式起重机内销和出口量(台)

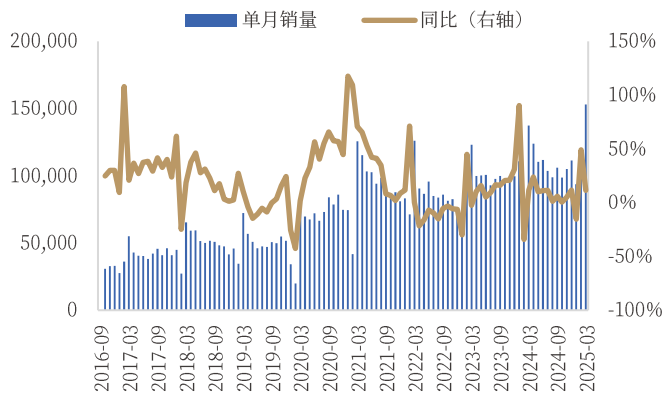


资料来源: 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

(四) 叉车: 3月内外销均正增长, 电动化率保持高位

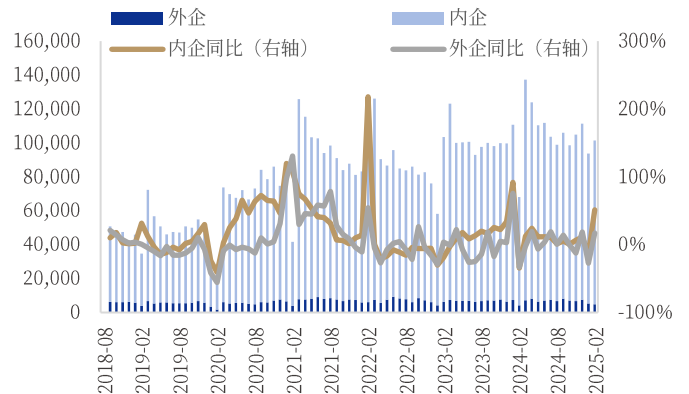
据中国工程机械工业协会对叉车主要制造企业统计, 2025年3月当月销售各类叉车153084台, 同比增长11.5%。其中国内销量107849台, 同比增长11.6%; 出口量45235台, 同比增长11.2%。据Wind数据, 2025年2月内资和外资叉车主要制造企业分别销售各类叉车96,547和4,904辆, 同比增长51.2%和17.12%; 2月中国叉车主要制造企业销售电动和内燃叉车74,067和27,384辆, 同比分别增长62.43%和22.01%, 2月单月叉车整体、出口、内销电动化率达到73%、78%、70%, 1-2月叉车累计销售电动化率达到73%, 环比1-2月-0.07pct。

图21: 叉车月度销量(辆)及YoY



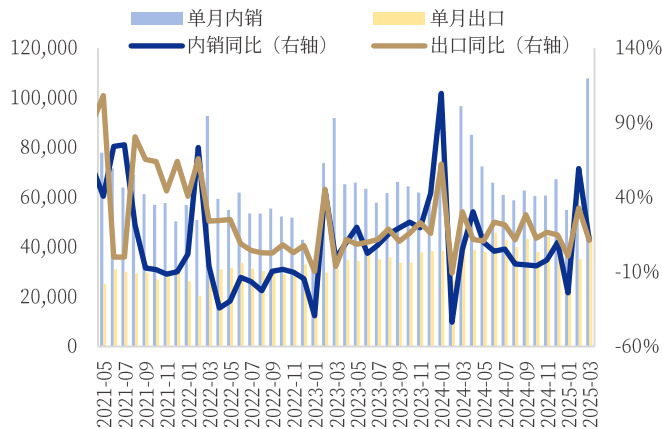
资料来源: 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

图22: 叉车内资和外资企业销售量(辆)及增速



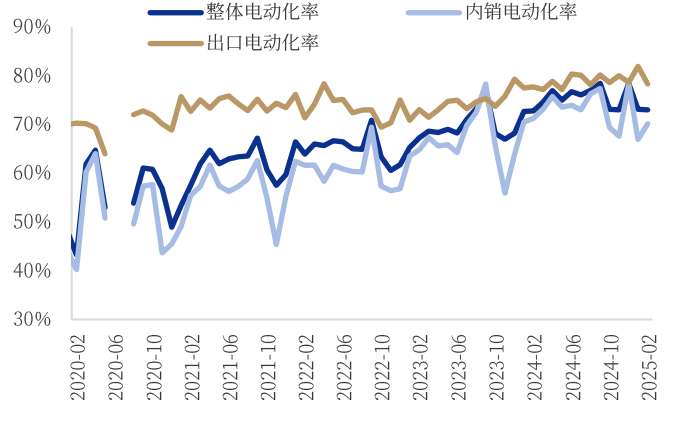
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 叉车内销和出口量(辆)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 叉车整体、内销、出口电动化率



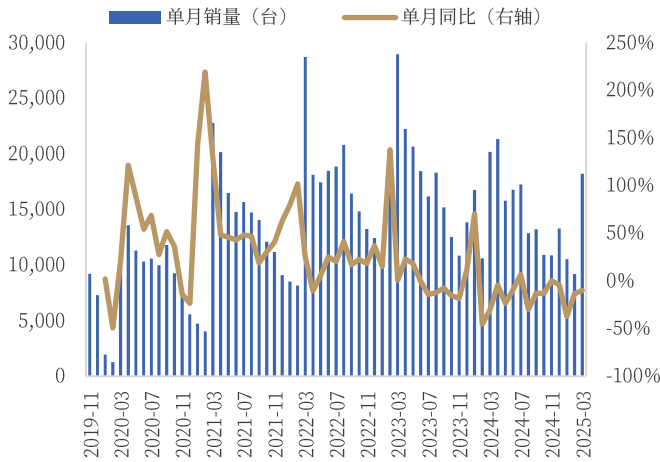
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(五) 高空作业机械: 3月内需下滑明显, 出口增速由负转正

1. 升降工作平台

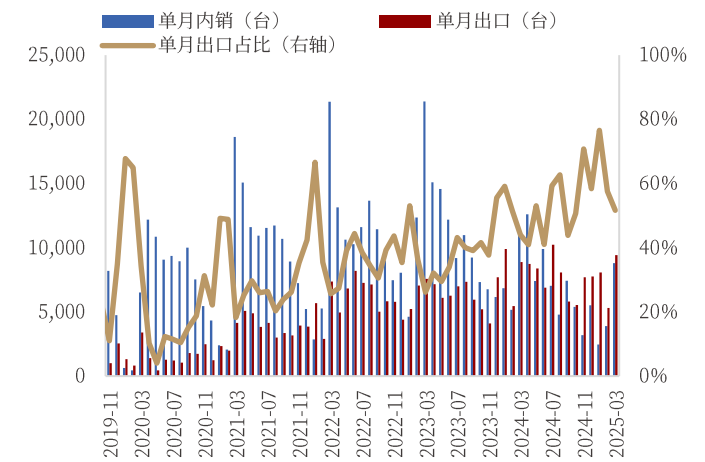
据中国工程机械工业协会对升降工作平台主要制造企业统计, 2025年3月当月销售各类升降工作平台18221台, 同比下降9.71%, 其中国内销量8806台, 同比下降22.1%; 出口量9415台, 同比增长6.07%。

图25: 升降工作平台月度销量(台)及YoY



资料来源: 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

图26: 升降工作平台内销和出口量(台)

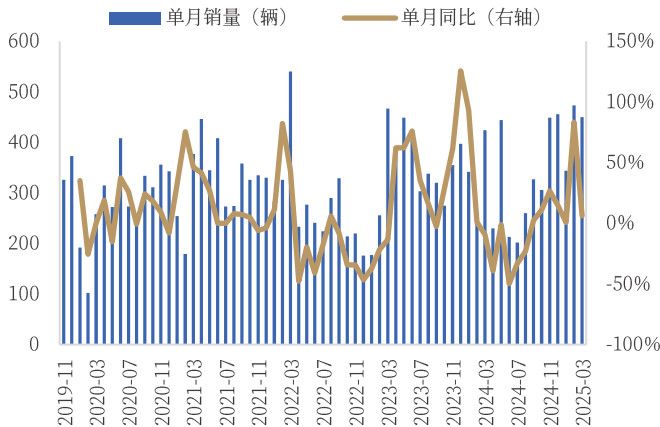


资料来源: 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

2. 高空作业车

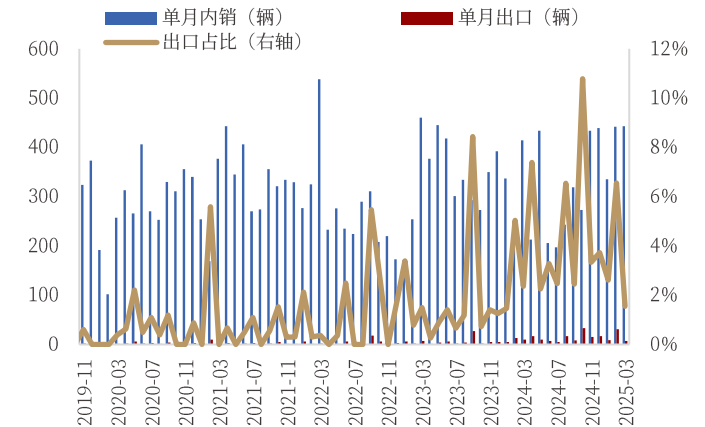
据中国工程机械工业协会对高空作业车主要制造企业统计, 2025 年 3 月当月销售各类高空作业车 450 台, 同比增长 6.13%, 其中国内销量 443 台, 同比增长 7%; 出口量 7 台, 同比下降 30%。

图27: 高空作业车月度销量(辆)及YoY



资料来源: 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

图28: 高空作业车内销和出口量(辆)



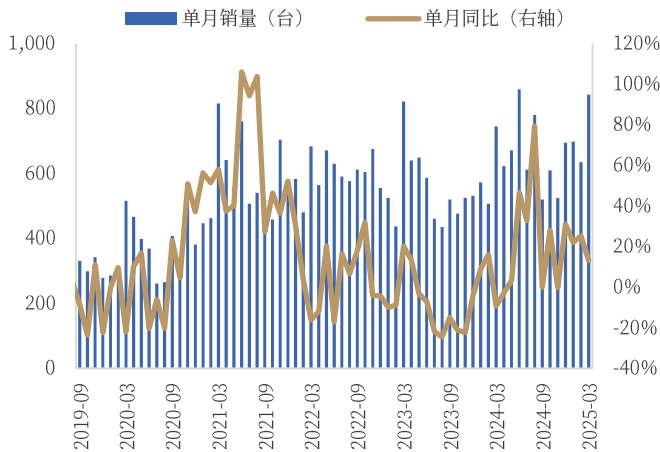
资料来源: 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

(六) 其他工程机械

1. 平地机

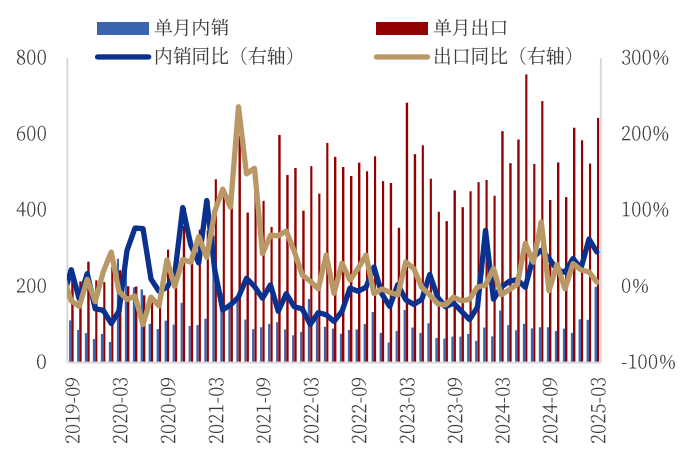
据中国工程机械工业协会对平地机主要制造企业统计, 2025 年 3 月当月销售各类平地机 842 台, 同比增长 13%, 其中国内销量 199 台, 同比增长 45.3%; 出口量 643 台, 同比增长 5.76%。

图29: 平地机月度销量(台)及YoY



资料来源: 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

图30: 平地机内销和出口量(台)及YoY

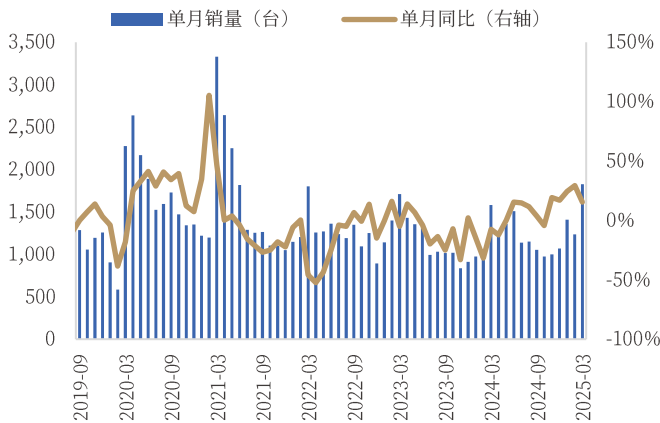


资料来源: 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

2. 压路机

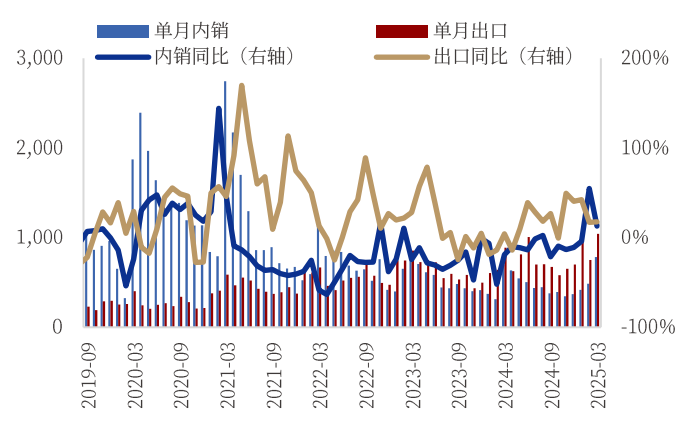
据中国工程机械工业协会对压路机主要制造企业统计, 2025年3月当月销售各类压路机1827台, 同比增长15.5%, 其中国内销量784台, 同比增长13%; 出口量1043台, 同比增长17.5%。

图31: 压路机月度销量(台)及YoY



资料来源: 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

图32: 压路机内销和出口量(台)及YoY

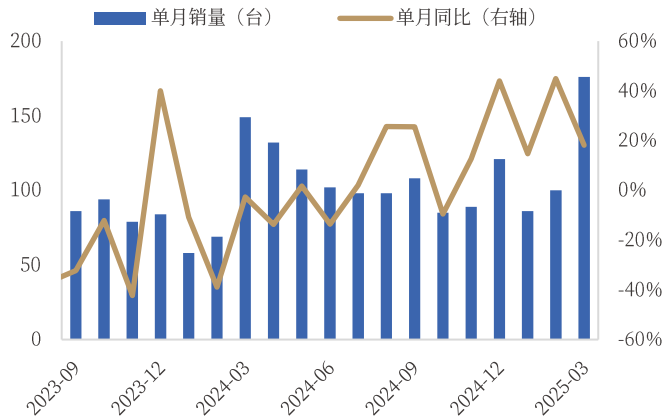


资料来源: 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

3. 摊铺机

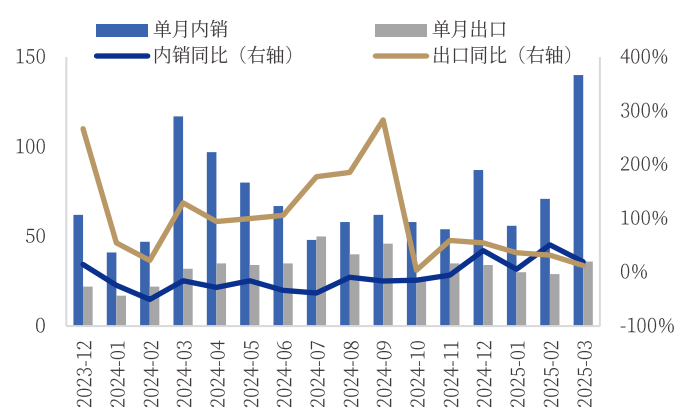
据中国工程机械工业协会对摊铺机主要制造企业统计, 2025年3月当月销售各类摊铺机176台, 同比增长18.1%, 其中国内销量140台, 同比增长19.7%; 出口量36台, 同比增长12.5%。

图33: 摊铺机月度销量(台)及YoY



资料来源: 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

图34: 摊铺机内销和出口量(台)及YoY

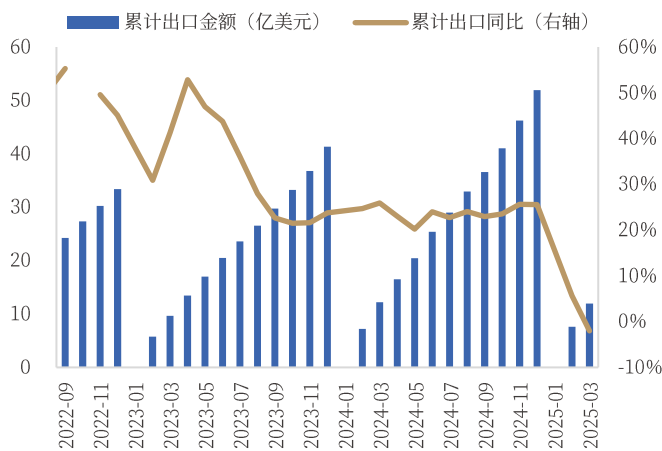


资料来源: 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

(七) 矿山机械: 3月出口增速由正转负

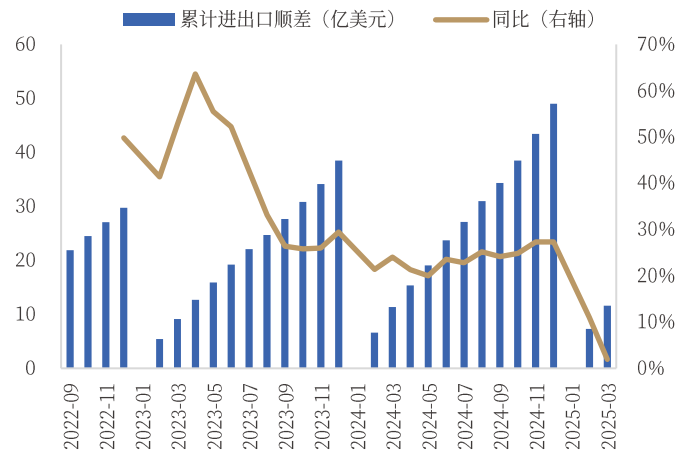
根据中国重型机械工业协会数据, 矿山机械行业1-3月实现进出口总额12.30亿美元, 同比下降5.48%。其中, 出口额11.94亿美元, 同比下降2.02%; 进口额0.36亿美元, 同比下降56.29%; 进出口顺差11.58亿美元, 同比增长1.93%。

图35: 中国矿山机械累计出口金额及增速



资料来源: 中国重型机械工业协会, 中国银河证券研究院

图36: 中国矿山机械累计进出口顺差及增速



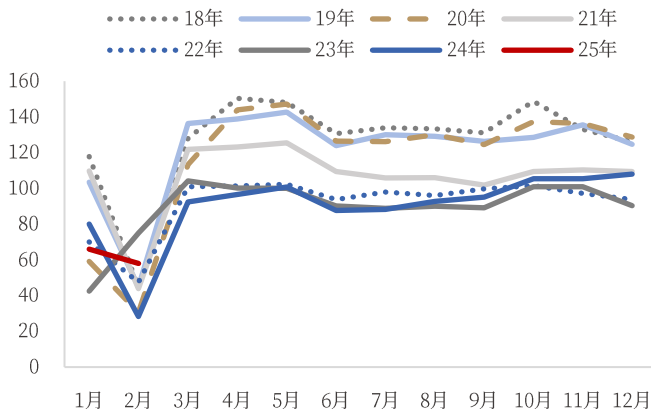
资料来源: 中国重型机械工业协会, 中国银河证券研究院

二、开机率：国内开工情况稳定，外需稳中有升

4月工程机械主要产品开工情况相对稳定。中国工程机械工业协会数据显示，2025年4月工程机械主要产品月平均工作时长为90.1小时，同比增长3.20%，环比下降0.05%。其中：挖掘机85小时；装载机98.3小时。2025年4月工程机械主要产品月开工率为62%，同比下降4.29个百分点，环比增加1.17个百分点。其中：挖掘机66.3%；装载机62.4%。

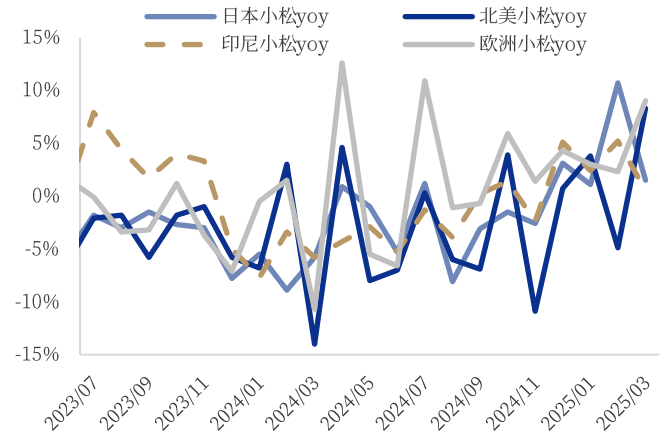
3月工程机械外需有所回暖。据小松官网，2025年3月北美、欧洲、日本、印尼小松挖掘机开工小时数分别为66.1小时、74.8小时、45.5小时、199.8小时，同比增速分别+8.3%、+9.0%、+1.5%、+0.5%。

图37：中国小松挖掘机开机小时数（小时）



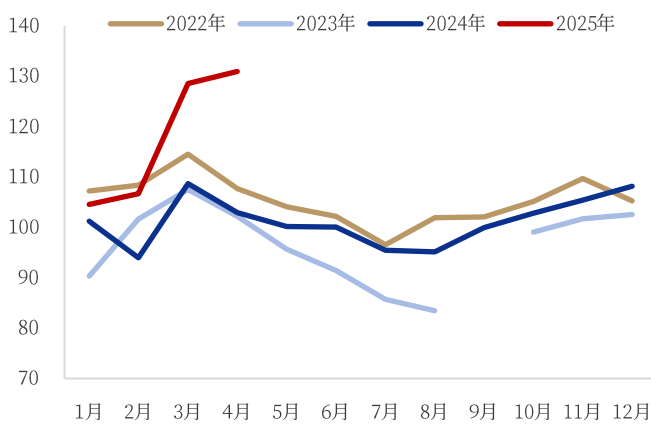
资料来源：小松官网，中国银河证券研究院

图38：海外小松挖掘机开机小时数同比变化



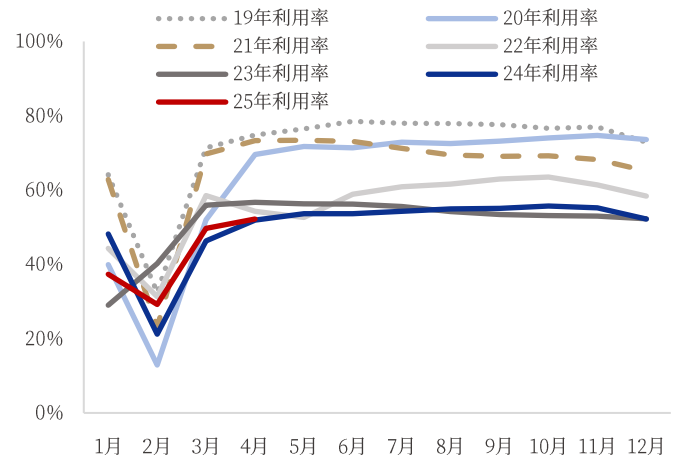
资料来源：小松官网，中国银河证券研究院

图39：CMI指数



资料来源：今日工程机械网，中国银河证券研究院

图40：庞源租赁塔吊吨米利用率



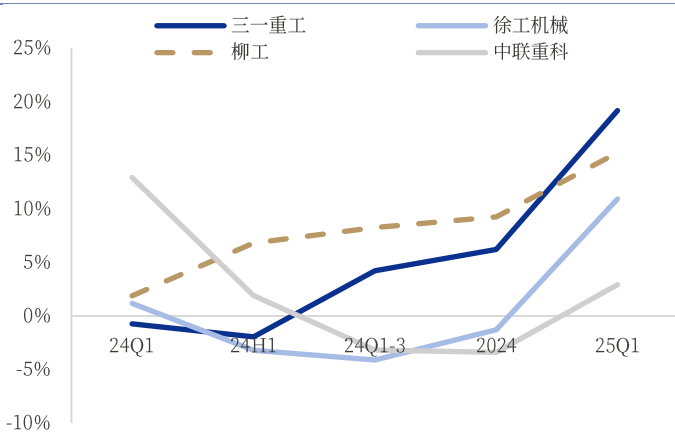
资料来源：庞源租赁，中国银河证券研究院

三、2024&25Q1：主机厂利润高增长，经营质量提升

1. 24 年报&25Q1 业绩表现

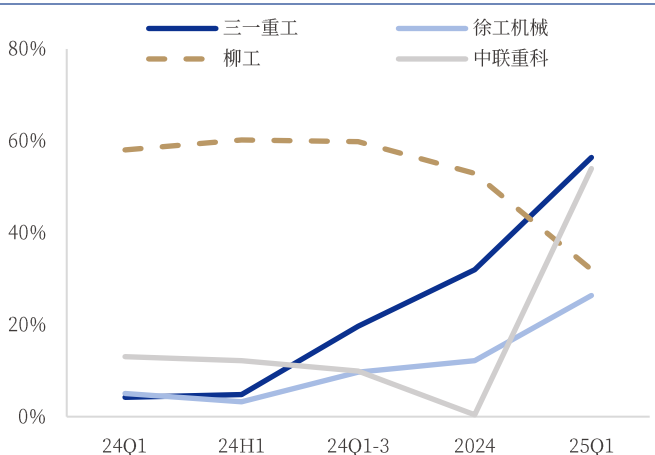
工程机械四大主机厂 24 年全年和 25Q1 普遍利润增速高于营收增速，主要由于降本控费效果逐渐显现，且资本开支需求慢慢收窄，经营杠杆效应凸显。去年四家主机厂毛利率均实现提升，主要受益于产品结构优化与海外占比提升。24 年三一挖掘机械占主营业务收入比例+1.4pct 至 40%，毛利率增加 0.96pct 至 31.82%，徐工土方机械收入占比提升 1.9pct 至 26.2%，毛利率增加 1.75pct 至 26.2%，中联土方机械收入占比提升 0.55pct 至 14.67%，毛利率增加 2.67pct 至 30.18%。三一/徐工/柳工/中联 24 年境外营收占比分别继续提升 3.5/5.4/4.1/13.4pct 至 64%/45%/46%/51%，且各家海外毛利率高于国内毛利率 5-12pct，促进盈利能力提高。自 21 年资本开支高峰后至 24 年，三一、柳工、徐工等资本开支均逐年收拢，投入期向收获期转向促进利润释放。

图41：工程机械主机厂营收增速



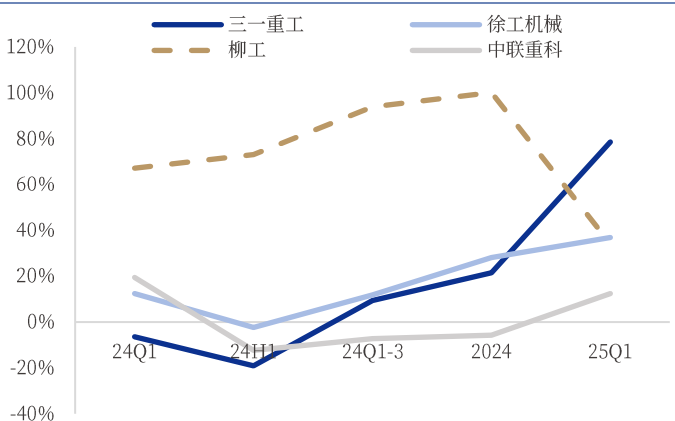
资料来源：三一重工、徐工机械、柳工、中联重科公司公告，Wind，中国银河证券研究院

图42：工程机械主机厂归母净利润增速



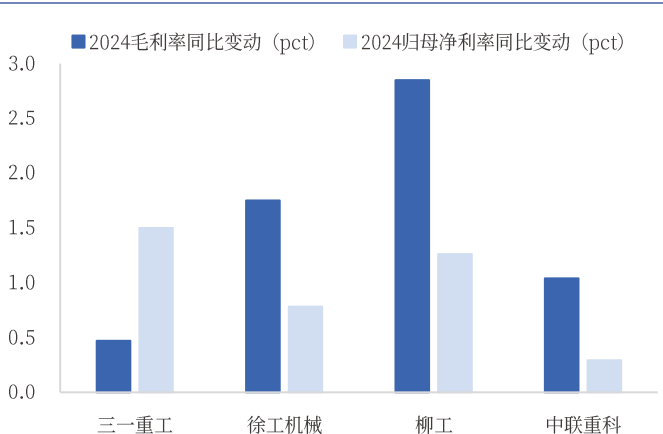
资料来源：三一重工、徐工机械、柳工、中联重科公司公告，Wind，中国银河证券研究院

图43：工程机械主机厂扣非归母净利润增速



资料来源：三一重工、徐工机械、柳工、中联重科公司公告，Wind，中国银河证券研究院

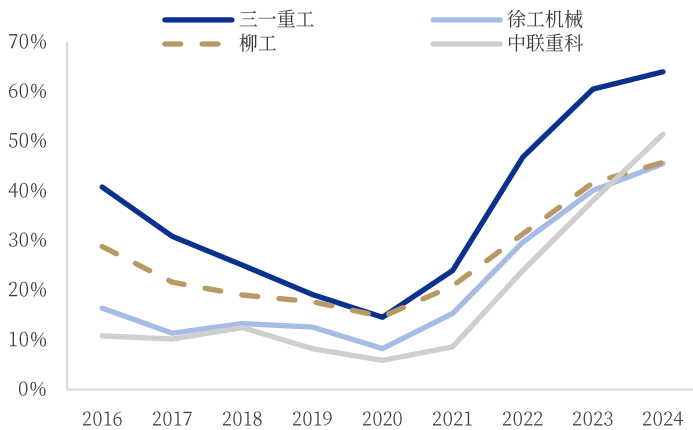
图44：工程机械主机厂毛利率与归母净利率变动



注：三一采用主营业务毛利率计算

资料来源：三一重工、徐工机械、柳工、中联重科公司公告，Wind，中国银河证券研究院

图45：工程机械主机厂境外营收占比



资料来源：三一重工、徐工机械、柳工、中联重科公司公告，Wind，中国银河证券研究院

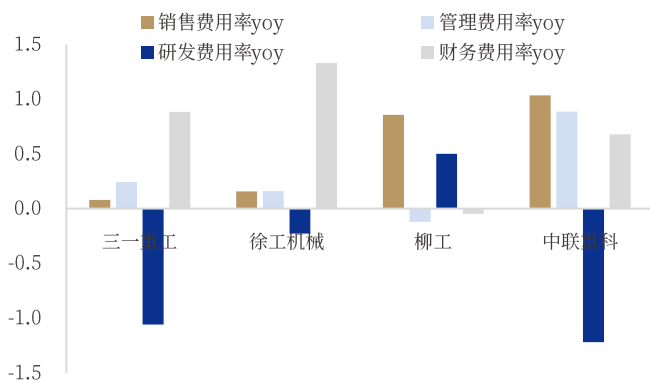
图46：工程机械主机厂境内外毛利率及变动

	境内毛利率		境外毛利率	
	2024	变动 (pct)	2024	变动 (pct)
三一重工	21.12%	0.02	29.72%	0.26
徐工机械	20.19%	0.46	25.38%	2.97
柳工	17.38%	3.01	28.57%	1.51
中联重科	24.06%	-0.05	32.05%	-0.01

资料来源：三一重工、徐工机械、柳工、中联重科公司公告，Wind，中国银河证券研究院

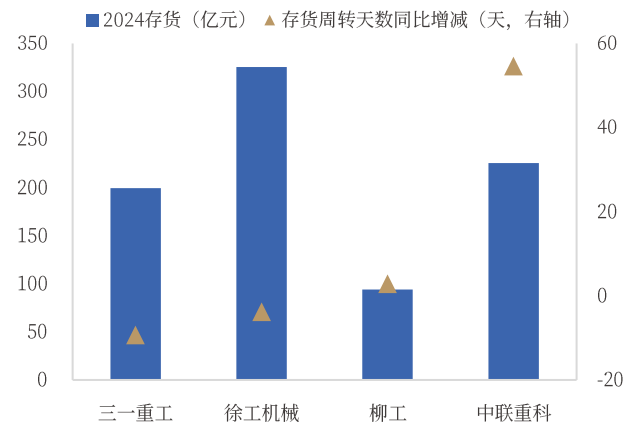
主机厂经营质量继续提高，风险管理能力进一步优化。24 年主机厂管理费用率和销售费用率普遍有所增长（除柳工管理费用率下降 0.12pct），部分由于海外业务尚处于持续开拓期，营销投入和人员配备需求相对较大。25Q1 三一 / 徐工 / 柳工 / 中联期间费率分别压降 5.7pct/1.85pct/0.18pct/0.02pct，其中三一销售&管理费率合计继续压降 0.08pct，表现出优秀的费控管理能力。营运效率和风险管控上，三一 24 年经营性现金流同比增长 159.5%，净现比高达 2.43，徐工 24 年/25Q1 经营性现金流同比分别+60.18%/+257.23%。24 年各主机厂资产负债率均继续实现了有效压降，应收敞口占营收的比例也均实现降低，且较上一轮上行周期起始点 2015 年大幅下降，同时表外风险敞口占营收的比例同步降低，整体风险管控能力持续加强。

图47：工程机械主机厂 2024 年费用率同比变动 (pct)



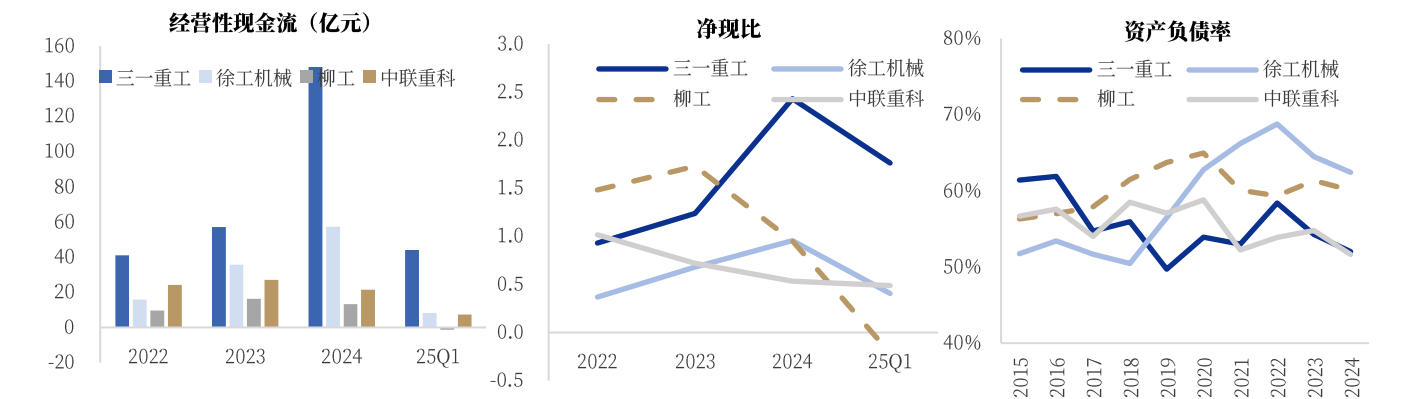
资料来源：三一重工、徐工机械、柳工、中联重科公司公告，Wind，中国银河证券研究院

图48：工程机械主机厂存货及周转天数变动



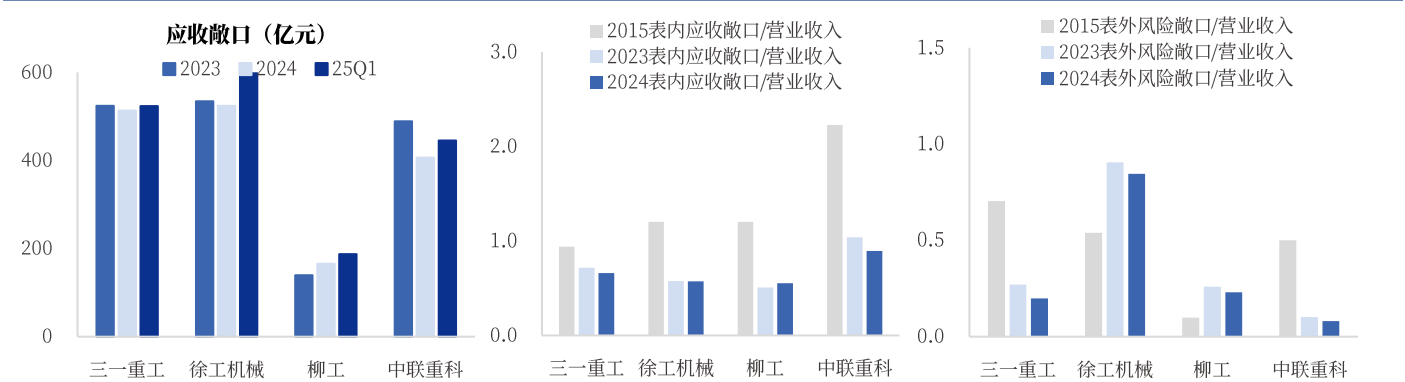
资料来源：三一重工、徐工机械、柳工、中联重科公司公告，Wind，中国银河证券研究院

图49：工程机械主机厂经营性现金流及资产负债率



资料来源：三一重工、徐工机械、柳工、中联重科公司公告，Wind，中国银河证券研究院

图50：工程机械主机厂应收敞口及表外风险敞口



资料来源：三一重工、徐工机械、柳工、中联重科公司公告，Wind，中国银河证券研究院

2. 分品类营收表现

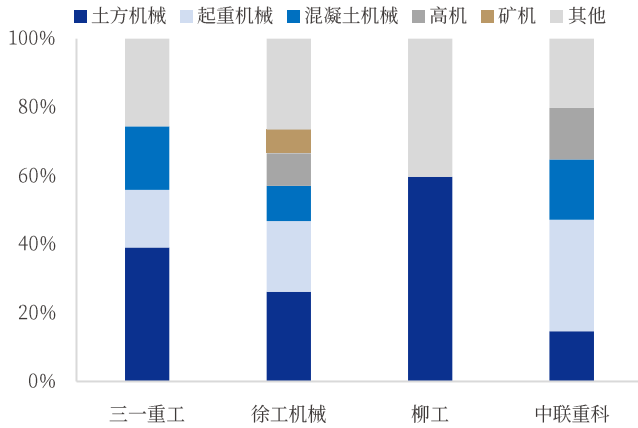
土方机械是支撑 24 年主机厂内销的重要力量，其中土方机械占比高的柳工内销增速更佳。24 年 3 月挖机单月内销开始转正，24Q2 起单月内销增速徘徊在 20% 左右，25Q1 增速超预期，1-2 月及 3 月增速跃升至 51.4% 和 28.5%。装载机单月内销 24 年 4 月开始由负转正并持续至 8 月。而起重机、高机 24 年各月内销量基本处于下滑态势，此外，据混凝土机械分会数据及预测，2024 年国内混凝土搅拌站/泵车预计销量同比-28%/-3%，24 年 1-10 月混凝土搅拌站国内销量下滑 14.2%。

在 24 年非挖出口表现强于挖机、金砖国家和“一带一路”沿线国家和地区主要驱动出口稳定增长背景下，海外业务体量更小、非挖占比更高的主机厂显示出更大的增长弹性。据协会统计，2024 年装载机/平地机/工起/塔机/叉车/高机出口量增速分别 13.8%/16.7%/10.9%/5.5%/18.5%/21.8%，而挖机出口增速为负。据海关数据，2024 年出口金额增速较快的有推土机、工起、混凝土机械、非公路用自卸车、叉车&高机。业绩表现上，2024 年装载机龙头柳工、起重机龙头中联海外收入增长分别 20% 和 31%，高于三一和徐工的 12% 和 12%。

非挖内销已现部分回暖迹象，主机厂内销增长驱动力有望增强。从 25Q1 行业情况看，挖机内销持续复苏且季度增速高于 24 年各季，据协会数据，25Q1/25M1-4 月挖机内销增速+38.3%/+31.9%。在挖机为主驱动的国内工程机械回暖情况下，24Q1 基数相对更低、挖机市占率更高的挖机龙头三一

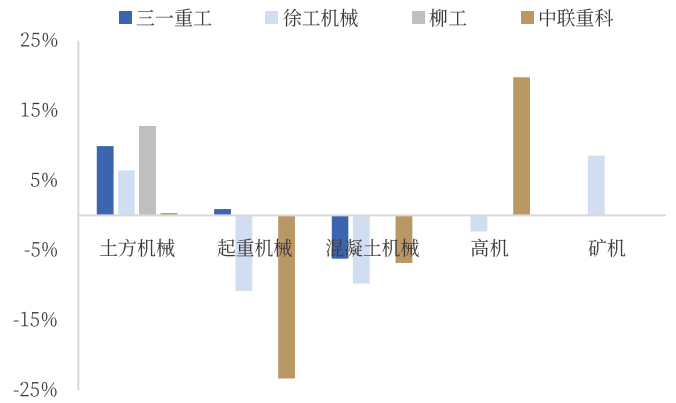
表现出更高的营收和利润增速。目前非挖板块国内销售亦初现回暖态势，1-3 月工程起重机整体内销增速-5.4%，但履带起重机和随车起重机内销同比已经回正。25Q1 三一起重机械、混凝土机械国内收入均已转正，中联起重机械内销亦超预期转正。若非挖板块复苏态势更明确，混凝土和起重机械业务对主机厂内销拖累有望逐步减轻。

图51：工程机械主机厂 24 年营收结构（按产品）



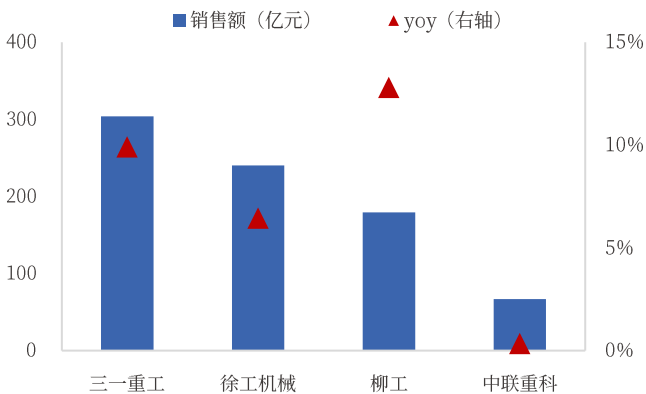
资料来源：三一重工、徐工机械、柳工、中联重科公司公告，中国银河证券研究院

图52：工程机械主机厂各产品 24 年营收增速



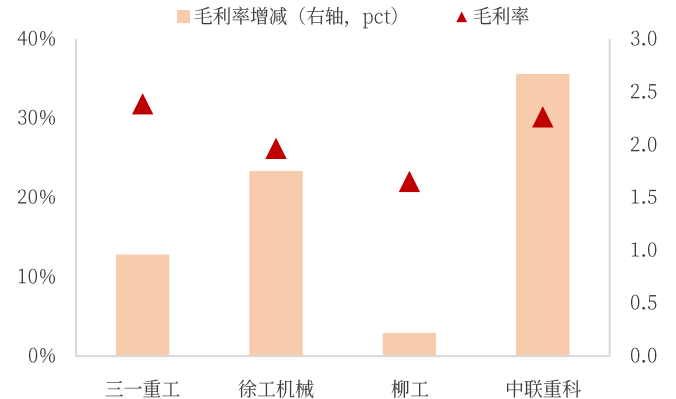
资料来源：三一重工、徐工机械、柳工、中联重科公司公告，中国银河证券研究院

图53：工程机械主机厂土方机械营收及增速对比



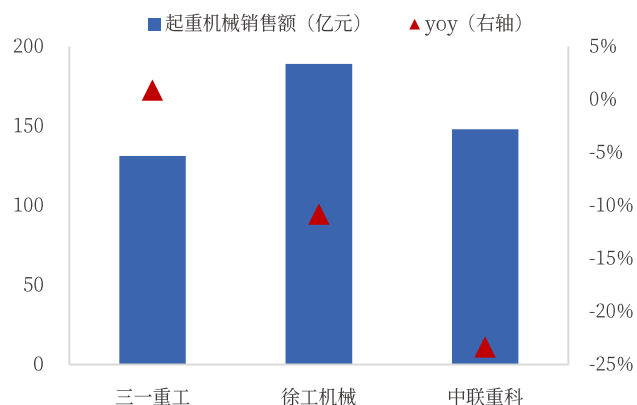
资料来源：三一重工、徐工机械、柳工、中联重科公司公告，中国银河证券研究院

图54：工程机械主机厂土方机械毛利率对比



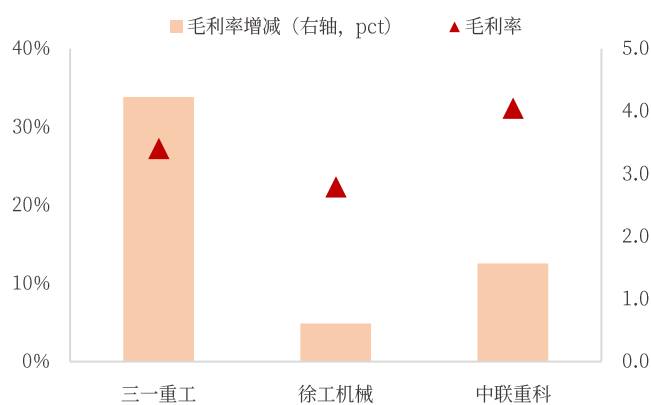
资料来源：三一重工、徐工机械、柳工、中联重科公司公告，中国银河证券研究院

图55: 工程机械主机厂起重机械营收及增速对比



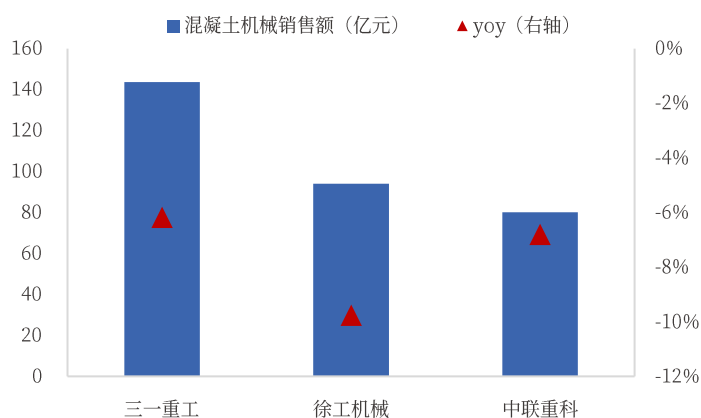
资料来源: 三一重工、徐工机械、中联重科公司公告, 中国银河证券研究院

图56: 工程机械主机厂起重机械毛利率对比



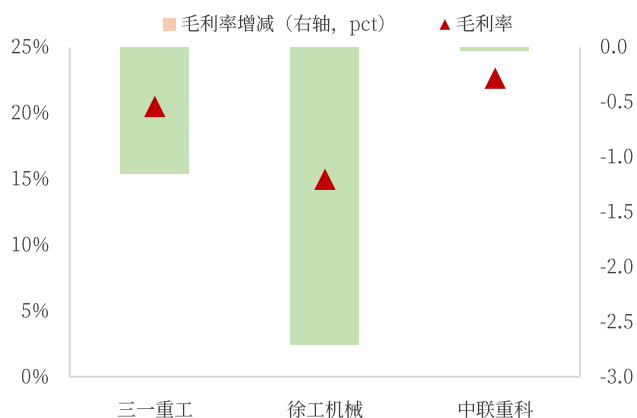
资料来源: 三一重工、徐工机械、中联重科公司公告, 中国银河证券研究院

图57: 工程机械主机厂混凝土机械营收及增速对比



资料来源: 三一重工、徐工机械、中联重科公司公告, 中国银河证券研究院

图58: 工程机械主机厂混凝土机械毛利率对比



资料来源: 三一重工、徐工机械、中联重科公司公告, 中国银河证券研究院

四、投资建议

我们认为，内需方面，1-4 月行业层面挖机内销整体表现亮眼，虽然 4 月单月内销增速有所回落，但是随着货币政策持续宽松，国家加快地方政府专项债、超长期特别国债等发行使用，支持化债、企业拖欠账款以及房地产收储，以及加力实施城市更新行动，推进城中村和危旧房改造，我们认为后续内需回暖有望持续。同时，复苏品类逐渐拓展至非挖，非挖板块内需回暖有望期待。海外方面，小松开工率显示海外市场开工景气度呈现稳中向好态势。国内龙头主机厂 24 年和 25Q1 业绩表现出盈利能力和经营质量持续提升态势，核心产品竞争力不断加强，新兴产品市场覆盖度不断提高，海外拓展力度持续，有望顺应行业趋势继续迎来业绩放量。我们推荐龙头主机厂三一重工、徐工机械、柳工、中联重科，推荐核心零部件厂商恒立液压。

表4：工程机械标的建议关注理由、盈利预测、估值（截止 2025 年 5 月 11 日）

股票代码	股票名称	核心看点	EPS (元)			PE(X)			投资评级
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
600031.SH	三一重工	工程机械龙头，向全球化迈进	0.71	0.99	1.24	28	20	16	推荐
000425.SZ	徐工机械	老牌工程机械龙头，受益设备更新，混改推进释放业绩弹性	0.51	0.68	0.86	18	13	10	推荐
000528.SZ	柳工	老牌工程机械国企，改革焕发新活力	0.66	1.01	1.36	16	10	8	推荐
000157.SZ	中联重科	新老业务共振发展，海外布局成效显著	0.41	0.57	0.69	19	13	11	推荐
601100.SH	恒立液压	液压件龙头，多元化国际化持续推进	1.87	2.14	2.50	28	36	30	推荐

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

五、风险提示

宏观经济不及预期的风险，政策推进程度不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，出口贸易争端的风险，汇率波动的风险。

图表目录

图 1: 挖掘机月度销量 (台)	4
图 2: 挖掘机月度内销销量 (台)	4
图 3: 挖掘机月度出口销量 (台)	4
图 4: 挖掘机月度销量 YoY	4
图 5: 挖掘机年度销量 (万台)	5
图 6: 挖掘机保有量 (万台)	5
图 7: 装载机月度销量 (台)	6
图 8: 装载机月度内销销量 (台)	6
图 9: 装载机月度出口销量 (台)	6
图 10: 装载机月度销量 YoY	6
图 11: 装载机年度销量 (万台)	7
图 12: 电动装载机月度销量 (台)	7
图 13: 汽车起重机月度销量 (台) 及 YoY	8
图 14: 汽车起重机内销和出口量 (台)	8
图 15: 履带式起重机月度销量 (台) 及 YoY	8
图 16: 履带式起重机内销和出口量 (台)	8
图 17: 随车式起重机月度销量 (台) 及 YoY	9
图 18: 随车式起重机内销和出口量 (台)	9
图 19: 塔式起重机月度销量 (台) 及 YoY	9
图 20: 塔式起重机内销和出口量 (台)	9
图 21: 叉车月度销量 (辆) 及 YoY	10
图 22: 叉车内资和外资企业销售量 (辆) 及增速	10
图 23: 叉车内销和出口量 (辆)	10
图 24: 叉车整体、内销、出口电动化率	10
图 25: 升降工作平台月度销量 (台) 及 YoY	11
图 26: 升降工作平台内销和出口量 (台)	11
图 27: 高空作业车月度销量 (辆) 及 YoY	11
图 28: 高空作业车内销和出口量 (辆)	11
图 29: 平地机月度销量 (台) 及 YoY	12
图 30: 平地机内销和出口量 (台) 及 YoY	12
图 31: 压路机月度销量 (台) 及 YoY	12
图 32: 压路机内销和出口量 (台) 及 YoY	12
图 33: 摊铺机月度销量 (台) 及 YoY	13
图 34: 摊铺机内销和出口量 (台) 及 YoY	13

图 35: 中国矿山机械累计出口金额及增速.....	13
图 36: 中国矿山机械累计进出口顺差及增速.....	13
图 37: 中国小松挖掘机开机小时数（小时）	14
图 38: 海外小松挖掘机开机小时数同比变化.....	14
图 39: CMI 指数.....	14
图 40: 庞源租赁塔吊吨米利用率.....	14
图 41: 工程机械主机厂营收增速.....	15
图 42: 工程机械主机厂归母净利润增速.....	15
图 43: 工程机械主机厂扣非归母净利润增速.....	15
图 44: 工程机械主机厂毛利率与归母净利率变动	15
图 45: 工程机械主机厂境外营收占比.....	16
图 46: 工程机械主机厂境内外毛利率及变动.....	16
图 47: 工程机械主机厂 2024 年费用率同比变动（pct）	16
图 48: 工程机械主机厂存货及周转天数变动.....	16
图 49: 工程机械主机厂经营性现金流及资产负债率	17
图 50: 工程机械主机厂应收敞口及表外风险敞口	17
图 51: 工程机械主机厂 24 年营收结构（按产品）	18
图 52: 工程机械主机厂各产品 24 年营收增速.....	18
图 53: 工程机械主机厂土方机械营收及增速对比	18
图 54: 工程机械主机厂土方机械毛利率对比.....	18
图 55: 工程机械主机厂起重机械营收及增速对比	19
图 56: 工程机械主机厂起重机械毛利率对比.....	19
图 57: 工程机械主机厂混凝土机械营收及增速对比	19
图 58: 工程机械主机厂混凝土机械毛利率对比	19
表 1: 挖掘机月度内销销量汇总（2014 至 2025 年 4 月）	5
表 2: 挖掘机月度出口销量汇总（2014 至 2025 年 4 月）	5
表 3: 装载机月度销量汇总（2014 至 2025 年 4 月）	7
表 4: 工程机械标的建议关注理由、盈利预测、估值（截止 2025 年 5 月 11 日）	20

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

鲁佩，机械首席分析师。伦敦政治经济学院经济学硕士，证券从业 10 年，2021 年加入中国银河证券研究院，曾获新财富最佳分析师、IAMAC 最受欢迎卖方分析师、万得金牌分析师、中证报最佳分析师、Choice 最佳分析师、金翼奖等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn