

同力股份（834599）

证券研究报告

2025 年 08 月 08 日

宽体自卸车行业标杆，行业扩容驱动长期价值释放

1、非公路宽体自卸车领导者，以卓越性能引领技术标准

公司首创非公路宽体自卸车，经过二十余年行业深耕，成功跻身全球工程机械制造商 50 强；现已形成非公路宽体自卸车、矿用自卸车、地下运输设备、非公路特种用途设备四大业务板块，产品系列从燃油到新能源全动力覆盖；管理层深耕自卸车行业多年，具备丰富的工程机械研发、制造及管理经验；公司业绩表现亮眼，2024 年公司实现营收 61.45 亿元，20-24 年营收 CAGR 为 22.41%，归母净利润 7.93 亿元，同期归母净利润 CAGR 为 24.13%；2025Q1 公司实现营收/归母净利润 15.36/1.87 亿元，同比分别增长 28.34%/58.45%。

2、非公路宽体自卸车需求扩张，三驱并进拓展市场空间

非公路宽体自卸车是在重型卡车和工程机械技术基础上，通过系统设计制造而成的自卸车，其优点是安全性高、稳定性高、可靠性高，属于中国工程机械行业的新兴产品。从行业发展趋势来看：在增量市场中，国内矿山开采、基建工程等多场景的稳定需求，为宽体自卸车行业注入持续增长动能；存量市场里，大型矿山的降本增效需求与中小型项目的运输装备升级趋势，正推动宽体自卸车加速替代传统设备，叠加环保政策驱动设备更新迭代，进一步激活存量替换空间；而在海外市场，亚太地区煤矿产能扩张与“一带一路”沿线矿产资源开发，正为行业打开全新增长版图。三大市场协同发力下，宽体自卸车行业有望呈现持续增长态势。

3、三化融合构建产品战略，海外拓展开辟增长路径

公司坚持“大型化、智能化、新能源”产品战略，积极开拓海外市场，2024 年研发投入同比增长 89.33%，达 1.96 亿元。**技术突破**：以无人驾驶为核心，推出 ET100/ET70M 等新能源无人矿卡，搭载“御石”线控平台，实现矿区无人化运营；开发大吨位车型，通过高强度车架、多轴驱动技术提升运输效率，满足大型矿山高效集约化需求；布局纯电、混动、氢燃料等全技术路线，多个产品获行业金奖并出口至力拓等国际矿业巨头。**全球拓展**：2024 年公司海外营收占比提升至 16.5%，海外高端市场突破显著，建立新加坡等海外子公司完善服务体系。

盈利预测：

我们预计公司 25~27 年营收分别为 65.33、71.13、79.24 亿元，同比分别 +6.3%、+8.9%、+11.4%；归母净利润分别为 8.7、10.0、11.8 亿元，同比分别 +10.2%、+14.5%、+18.2%。我们选取北方股份、徐工机械、柳工作为可比公司，给予公司可比公司 2025 年平均估值 14.1x，则对应目标市值为 123 亿元、目标股价为 26.7 元，首次覆盖并给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济波动风险，下游行业需求下行风险，行业竞争加剧风险，公司应收账款余额较大风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,860.35	6,144.63	6,532.81	7,112.86	7,923.76
增长率(%)	12.67	4.85	6.32	8.88	11.40
EBITDA(百万元)	1,030.21	1,140.25	1,061.67	1,217.06	1,416.87
归属母公司净利润(百万元)	614.67	793.08	873.76	1,000.31	1,181.95
增长率(%)	31.82	29.03	10.17	14.48	18.16
EPS(元/股)	1.33	1.72	1.89	2.17	2.56
市盈率(P/E)	17.54	13.59	12.34	10.78	9.12
市净率(P/B)	4.37	3.47	3.02	2.58	2.20
市销率(P/S)	1.84	1.75	1.65	1.52	1.36
EV/EBITDA	3.70	3.22	7.65	6.31	4.96

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/工程机械
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	23.57 元
目标价格	26.7 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	461.53
流通 A 股股本(百万股)	347.57
A 股总市值(百万元)	10,878.14
流通 A 股市值(百万元)	8,192.33
每股净资产(元)	7.06
资产负债率(%)	60.28
一年内最高/最低(元)	27.31/7.60

作者

朱晔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 非公路宽体自卸车领导者，以卓越性能引领技术标准..... 4

1.1. 发展历程：宽体自卸车行业先锋，二十余年创新突围..... 4

1.2. 产品结构：宽体自卸车性能标杆，产品系列持续丰富..... 5

1.3. 经营业绩：业绩表现亮眼，海外拓展提速..... 6

2. 非公路宽体自卸车需求扩张，三驱并进拓展市场空间..... 8

2.1. 矿产产量增长叠加多场景拓展，增量市场持续扩容..... 10

2.2. 设备更新叠加政策驱动，存量市场双引擎增长..... 12

2.3. 亚太煤矿增量与一带一路矿产开发，海外市场借势扩容..... 13

2.4. 中国宽体矿车市场空间广阔，行业前列企业主导市场格局..... 14

3. 三化融合构建产品战略，海外拓展开辟增长路径..... 15

3.1. 无人驾驶技术行业领跑，新质生产力赋能产业升级..... 17

3.2. 大型化与新能源战略双擎驱动，打造高效绿色产品矩阵..... 19

3.3. 全球化战略布局加速推进，服务价值链全面延伸..... 20

4. 盈利预测..... 21

5. 风险提示..... 22

图表目录

图 1：公司发展历程..... 4

图 2：公司主营产品..... 5

图 3：公司应用案例：西藏玉龙铜矿..... 6

图 4：公司营收及其增速情况（单位：亿元）..... 6

图 5：公司归母净利润及其增速情况（单位：亿元）..... 6

图 6：公司营业收入结构化占比..... 7

图 7：2024 年公司海内外营收占比..... 7

图 8：公司销售净利率与毛利率情况..... 7

图 9：公司期间费用情况..... 7

图 10：公司流动比例、速动比率及现金比率情况..... 7

图 11：公司现金流情况（单位：亿元）..... 7

图 12：全球矿用刚性自卸车市场规模（单位：亿美元）..... 9

图 13：2024 中国矿用车类型市场份额..... 9

图 14：自卸车制造行业产业链全景图..... 9

图 15：中国原煤产量（单位：亿吨）..... 10

图 16：中国煤炭消费量（单位：亿吨）..... 10

图 17：中国铁矿石和有十种有色金属产量（单位：亿吨）..... 11

图 18：中国采矿业及其子项固定资产投资增速..... 11

图 19：宽体自卸车港口应用场景示意图..... 11

图 20: 国内非公路宽体自卸车销售情况 (单位: 台)	13
图 21: 全球煤炭产量及其增速情况 (单位: 艾焦)	13
图 22: 全球煤炭产量占比情况	13
图 23: “一带一路”沿线重要固体矿产资源分布特征图	13
图 24: 公司研发费用情况 (单位: 亿元)	15
图 25: 公司研发人员数量 (单位: 人)	15
图 26: 中国无人驾驶矿卡销量和保有量渗透率	17
图 27: 公司无人驾驶技术发展历程	17
图 28: TLDH180 产品图	19
图 29: TLDH135 燃油混动非公路宽体自卸车	19
图 30: 公司海外营收情况 (单位: 亿元)	20
图 31: 公司海内外业务毛利率情况	20
图 32: 同力重工 62 台 TLH135 矿用车批量出口秘鲁发车仪式	20
图 33: 同力重工 (新加坡) 有限公司	21

表 1: 公司核心团队履历	4
表 2: 公路自卸车、非公路宽体自卸车、非公路矿用自卸车产品对比	8
表 3: 公路自卸车、非公路宽体自卸车、非公路矿用自卸车成本对比	12
表 4: 非公路自卸车行业前列企业	14
表 5: 公司 2024 年研发项目情况	16
表 6: ET100 与 ET70M 参数	18
表 7: 无人驾驶项目合作情况	19
表 8: 未来 3 年盈利预测 (亿元)	21
表 9: 可比公司估值表 (亿元)	22

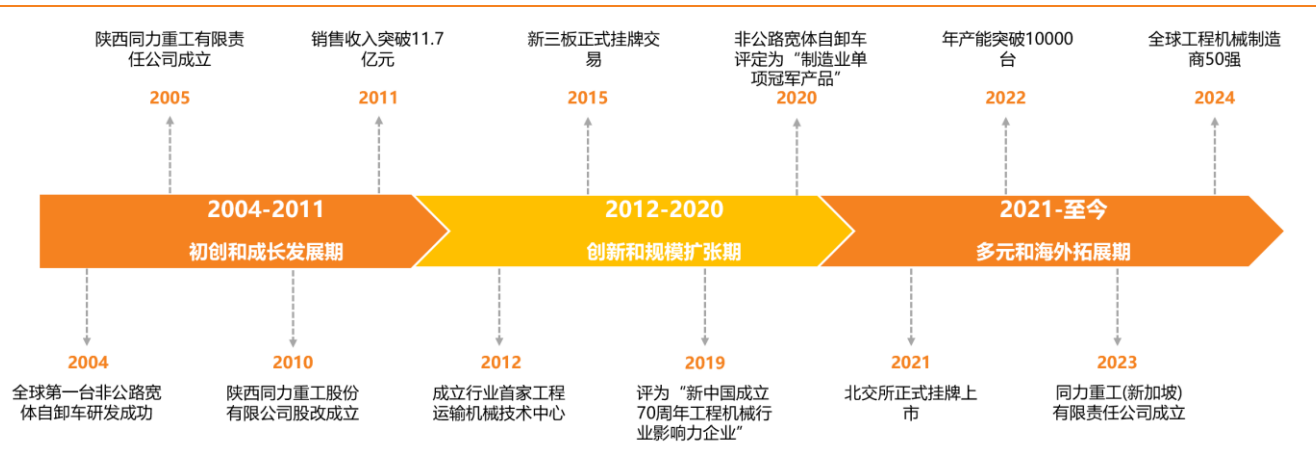
1. 非公路宽体自卸车领导者，以卓越性能引领技术标准

1.1. 发展历程：宽体自卸车行业先锋，二十余年创新突围

非公路宽体自卸车开创者，场景化运输装备领跑者。陕西同力重工股份有限公司成立于2005年2月，是国内首家研发、制造非公路宽体自卸车的专业化企业，也是非公路宽体自卸车国家及行业标准的主要制定单位。经过二十余年的专业积累，目前已形成非公路宽体自卸车、矿用自卸车、地下运输设备、非公路特种用途设备四大业务板块，拥有燃油驱动、纯电驱动、混合驱动等多个产品系列，其产品可应用于煤矿、有色金属矿、港口码头、平基工程等多种场景。

从首台宽体车到新能源智造，二十年铸就产业领导力。2004年，全球第一台非公路宽体自卸车在同力重工研发成功，以高性价比产品填补了矿山运输市场空白。次年，陕西同力重工有限责任公司成立，经过多年的技术积累与产能扩张，其TL系列车型迅速占领国内市场。2015年登陆新三板后，企业加速国际化布局，产品出口东南亚、非洲等地。2021年北交所上市，目前，公司聚焦大型化、智能化技术升级，推动绿色转型，现已成为中国宽体自卸车领域的头部企业。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

管理层深度赋能，技术+产业全面领航。公司核心管理层多具备机械制造、车辆工程专业背景，深耕非公路运输设备领域多年。董事长兼总经理樊斌与常务副总经理薛晓强具备丰富的工程机械研发、制造及管理经验。董事李大开，为研究员级高级工程师、全国劳动模范、国务院特殊津贴专家，在机械制造与汽车产业领域具有深厚资历与权威影响力。

表 1：公司核心团队履历

姓名	职务	任职日期	学历	主要工作经历
樊斌	董事长 总经理	2025	本科	男，1963年生，1995年至2003年，任山东百事得生物技术工程有限公司总经理；2003年至2008年，任上海同岳租赁有限公司副总经理；2007年至今，任山东汇盈租赁有限公司法人、总经理；2017年至今，任山东汇盈融资租赁有限公司总经理；2018年至今，任山东华岳汇盈机械设备有限公司执行董事兼总经理；2015年8月至2021年6月，任天津同力执行董事；2015年3月至今任同力股份董事。
薛晓强	董事 常务副 总经理	2022	本科	男，1976年生，高级工程师，毕业于武汉理工大学专用车辆专业，拥有工程机械行业25年从业经历；1999年至2005年任职于陕西黄河工程机械厂研究所，担任产品设计工程师；2005年至今任职于陕西同力重工股份有限公司，担任产品设计工程师、物料部主管、制造部主管、总经理助理、副总经理、常务副总经理；2022年6月至今同时兼任陕西同力重工新能源智能科技有限公司执行董事、总经理，领导公司新能源和智能化产品的发展。
安杰	董事	2025	本科	男，1978年生，高级管理会计师，高级国际财务管理师，毕业于东北财经大学会计

财务负责人				学专业，1999 年到 2005 年任新黄工程机械集团有限公司驻新疆分公司财务，大修分公司财务；2005 年至今担任陕西同力重工股份有限公司财务主管、财务总监。
李大开	董事	2019	本科	男，1953 年生，中共党员，研究员级高级工程师，曾获得全国劳动模范、国务院特殊津贴专家、中国汽车产业功勋人物等荣誉；1980 年起于陕西汽车齿轮厂，历任工程师、经营计划处处长、总经济师、厂长等职；2001 年转任陕西法士特集团总经理、董事长、党委书记等职；曾任中国齿轮行业协会会长，2015 年 11 月至今任中国齿轮和电驱动专业分会名誉会长；2019 年出任同力重工董事；2021 年起兼任沃尔沃、五洲新春等上市公司独立董事。
杨建耀	副总经理	2013	本科	男，1969 生；1993 年至 2001 年，任陕西黄河工程机械集团有限公司进出口分公司业务经理、副经理；2001 年至 2004 年，任陕西黄河工程机械集团有限公司进出口分公司经理；2004 年至 2008 年，任陕西新黄工机械有限责任公司总经理；2008 年至 2010 年，任中联重科股份有限公司土方机械分公司营销公司总经理；2010 年至 2014 年，任同力股份总经理助理；2014 年 1 月至今，任同力股份副总经理，主管销售工作；2025 年 7 月起兼任西安同力重工有限公司法定代表人/执行董事。
杨鹏	董事会秘书	2013	本科	男，1978 年生，注册税务师，曾任陕西东科麦迪森医药科技股份有限公司总账会计；陕西通达果汁集团股份有限公司主管会计；2010 年 6 月至 2013 年 12 月，任同力股份董事会秘书兼财务总监；2014 年 1 月至今，任同力股份董事会秘书；2024 年 2 月至今担任西安主函数智能科技有限公司董事。

资料来源：公司公告，同花顺，天风证券研究所

1.2. 产品结构：宽体自卸车性能标杆，产品系列持续丰富

从燃油到新能源全栈覆盖，TL 系列宽体自卸车性能领先。公司主要产品为非公路宽体自卸车、矿用自卸车、地下运输自卸车、非公路特种用途设备等。其主导产品为 TL87 系列、TL88 系列、TL89 系列，TLE 纯电系列，TLH 混合动力系列非公路宽体自卸车，2024 年宽体自卸车收入占主营业务收入比例 92.21%。TL87 系列荣获行业“市场表现金奖”和“匠工精品”称号，TL88 系列荣获行业“市场表现金奖”和“国之重器”称号，TL89 系列荣获行业“应用贡献奖”，TLE105 荣获行业“新能源金奖”称号，产品综合性能处于行业领先地位。

图 2：公司主营产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

产品矩阵多元，服务体系健全。公司提供全系列矿用自卸车产品解决方案，包括传统动力车型 TLD 燃油矿用自卸车，新能源车型 DTE、DTH 及 TLDH 系列，以及搭载无人驾驶技术的 ET100 智能无人驾驶非公路自卸车。同时，公司生产少量桥梁运输车、非公路洒水车、非公路清障车等非公路工程运输机械，为各类矿山、水电水利工程等应用场景提供全面技术产品解决方案。此外，公司提供非公路宽体自卸车的配件服务及车辆维修服务，确保有效地为用户提供保障服务。

产品性能成就西藏高寒矿区标杆案例。在西藏玉龙铜矿，其产品（TL875、TL875B、TL875D、TL875K、TL875H、TLD125）满足高海拔、高寒、冻土等复杂严苛工况的应用，可靠性高、运输效率高。

图 3：公司应用案例：西藏玉龙铜矿

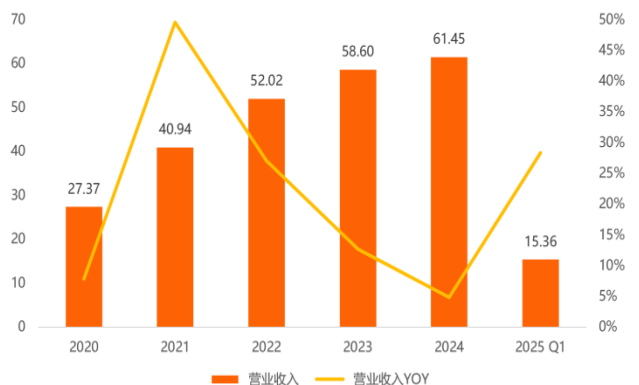


资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.3. 经营业绩：业绩表现亮眼，海外拓展提速

公司业绩稳健增长，经营质量持续提升。公司营业收入由 2020 年的 27.37 亿元快速增长至 2024 年的 61.45 亿元，4 年年均复合增速达 22.41%，2025Q1 实现营收 15.36 亿元，同比增长 28.34%。2020-2024 年，归母净利润由 3.34 亿元提升 7.93 亿元，4 年年均复合增速达 24.13%，2025Q1 实现归母净利润 1.87 亿元，同比增长 58.45%，业绩表现亮眼。

图 4：公司营收及其增速情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺，天风证券研究所

图 5：公司归母净利润及其增速情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺，天风证券研究所

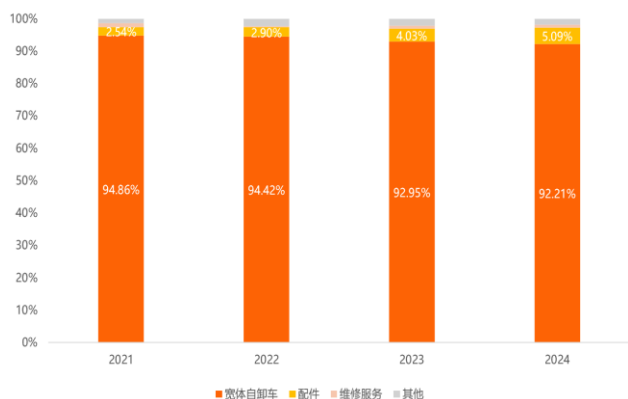
将营收按产品拆分，宽体自卸车营收占比较大，近 4 年营业收入占比均超 92%。2024 年非公路宽体自卸车营收为 56.66 亿元，相较于 2023 年同比增长 4.01%，占比 92.21%。2021-2024 年配件营收占比逐年递增，2024 年度配件销售收入 3.1 亿元，同比增长 32.41%，此增长主

要得益于整机销售的持续攀升，服务商对三包期内和三包期外、客户对三包期外维修和保养配件的需求随之增长，从而使得公司配件销售收入大幅增长，整体来看配件销售与维修服

务占营业总收入比例仍较低。

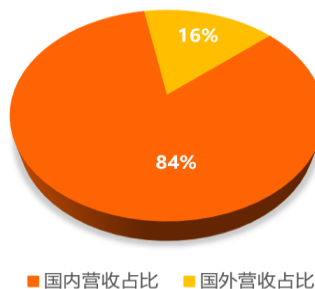
将营收按销售地区拆分，目前公司主要依赖对内销售，2024 年占比 83.55%。近年来，公司加速对海外销售的资源配置，将其作为公司优先发展战略方向。海外营收占比呈上升态势，由 2021 年的 8.58%提升至 2024 年的 16.45%，2022 和 2023 年，海外营收同比增长超 65%。

图 6：公司营业收入结构化占比



资料来源：同花顺，天风证券研究所

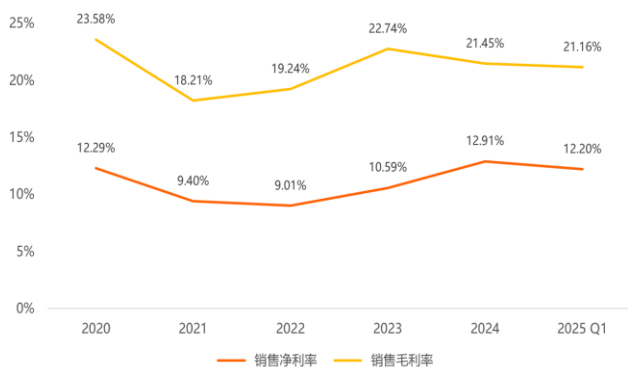
图 7：2024 年公司海内外营收占比



资料来源：同花顺，天风证券研究所

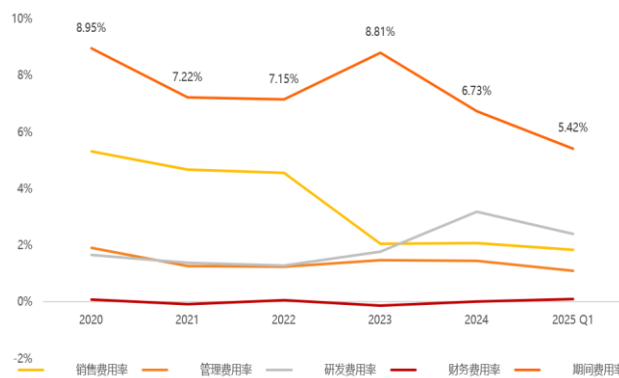
毛利率与净利率保持稳定，期间费用管理良好。2020-2024 年，公司毛利率和净利率分别在 18%-24%，9%-13%的区间内波动。2021 年利润率略有下滑，主要原因是上游钢材等价格大幅上涨导致公司原材料和零部件成本上涨。公司期间费用从 2020 年的 8.95%逐步降至 2024 年 6.73%，2023 年销售费用有所上升，主要是由销售费用中三包费等大幅增长以及新增销售人员股权激励费用所导致的。总体来看，公司费用管理能力持续优化。

图 8：公司销售净利率与毛利率情况



资料来源：同花顺，天风证券研究所

图 9：公司期间费用情况



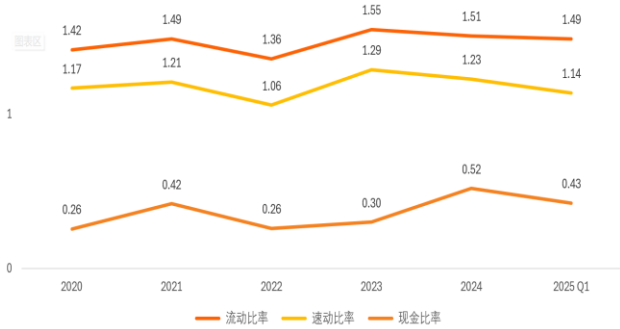
资料来源：同花顺，天风证券研究所

偿债能力稳健，现金情况总体健康。从短期偿债能力来看，流动比率、速动比率分别围绕 1.5 和 1.2 左右浮动，现金比率变化不大，整体稳健。就现金流而言，2020-2024 年，企业经营活动产生的现金流与期末现金及现金等价物余额有所波动，总体呈上升态势，2024 年两个指标分别为 14.70 亿元与 15.92 亿元。2022 年现金流有所回落，主要驱动因素包括：公司为降低采购成本实施的结算方式变更，以及业务增长所引发的增值税、所得税等税款增长。

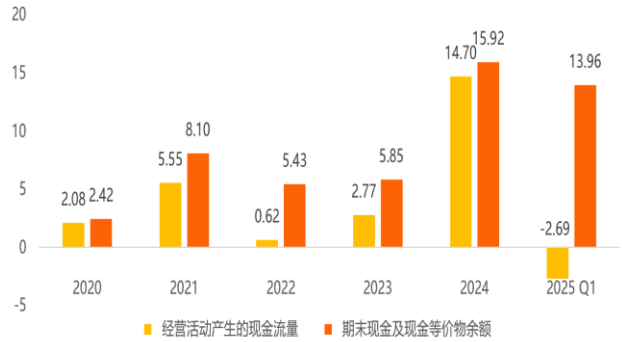
图 10：公司流动比例、速动比率及现金比率情况

图 11：公司现金流情况（单位：亿元）

2



资料来源：同花顺，天风证券研究所



资料来源：同花顺，天风证券研究所

2. 非公路宽体自卸车需求扩张，三驱并进拓展市场空间

非公路宽体自卸车，是指采用矿用汽车偏置式驾驶室和自卸车动力传动系统的布置方式，并将其车架加强，车厢加宽、加高，悬架系统加强，以及其他部位的加强和改进，并匹配大马力发动机等措施使之尽量适合于矿山的使用环境的自卸车，具有安全性高、稳定性高、可靠性高等优点，属于中国工程机械行业的新兴产品。

非公路矿用自卸车，一般采用刚性车架，用车轮或履带转向的自卸车，一般有效载荷 70 吨以上。该产品采用专用底盘，属工程机械类产品。其优点是底盘按矿山工况设计、道路通过性能好、载重能力强、使用寿命长、安全性能高。

从产品类型角度，非公路矿用自卸车、非公路宽体自卸车均应用于露天矿山物料运输，在使用场景上没有明显区别，矿山企业一般根据矿山工况、初次投入成本、运营成本等因素综合考量进行选择。

从来源和应用场景角度，非公路矿用自卸车产品源自海外，主要应用于有效载荷 70 吨乃至 100 吨以上的场景，尤其是刚性矿车适用于大规模矿山开采运输；而非公路宽体自卸车为中国市场首创，主要适用于 20-80 吨之间的有效载荷场景，适用于中小型矿山开采运输。

表 2：公路自卸车、非公路宽体自卸车、非公路矿用自卸车产品对比

类别	公路自卸车	非公路矿用自卸车	非公路宽体自卸车
图例			
车架结构	栓接式车架	刚性焊接车架	栓接式车架
行驶道路	公路/非公路	非公路	非公路
路面适应性	低	高	中
载重量	10t-20t	70t 以上	20t-80t
安全性	低	高	高
单价	10 万-20 万	100 万-3000 万	50 万-100 万
使用寿命	公路工况：10 年以上 非公路工况：5 年以下	10 年以上	5-10 年
维护成本	中	高	低
售后便捷性	高	低	高
应用场景	公路运输/矿区运输	矿区运输	矿区运输

资料来源：同力股份公开发行说明书等，天风证券研究所

高端刚性矿卡主导全球市场，大吨位+高单价驱动市场规模。刚性矿卡为当前全球市场主导机型，具有较高的价值量，200 吨-300 吨是最常见的大型矿用卡车，市场上畅销的车型包括卡特彼勒 739（240 吨）、小松 930E（290 吨）、别拉斯 7530（220 吨）和北方股份 NTE240（214 吨）等，单价普遍在 2000-3000 万元。根据 Market Research Intellect 预测，2024 年刚性自卸车市场规模为 65 亿美元，预计到 2033 年将增加到 92 亿美元，2026 年至 2033 年的复合年增长率为 4.8%。

全球矿用车市场竞争格局：国际巨头主导，中国厂商崛起。目前，矿用车市场的主要国际制造商包括卡特彼勒、小松、日立、别拉斯、利勃海尔。与此同时，以徐工机械、北方股份、三一重装、临工重机、同力重工为代表的中国厂商正对全球非公路矿用车市场形成强有力的竞争态势。一直以来，我国矿用车以宽体自卸车为主，不过随着我国矿用车的发展升级，以及矿区的大运输量需求的增长，我国大型的刚性矿用自卸车比例开始提升。

图 12：全球矿用刚性自卸车市场规模（单位：亿美元）

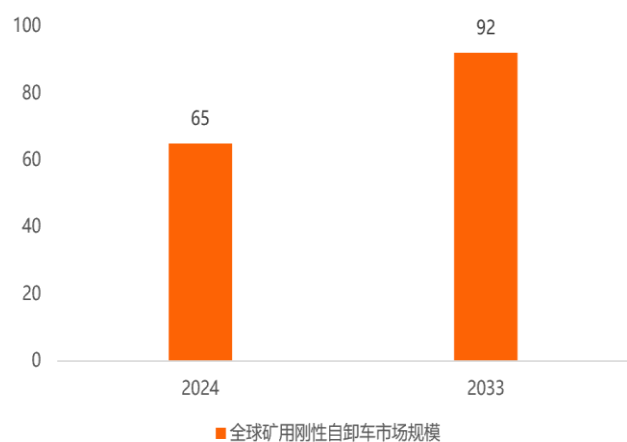
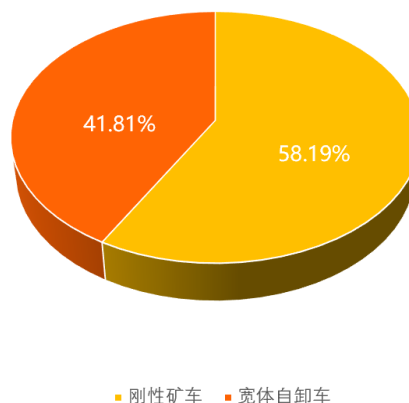


图 13：2024 中国矿用车类型市场份额



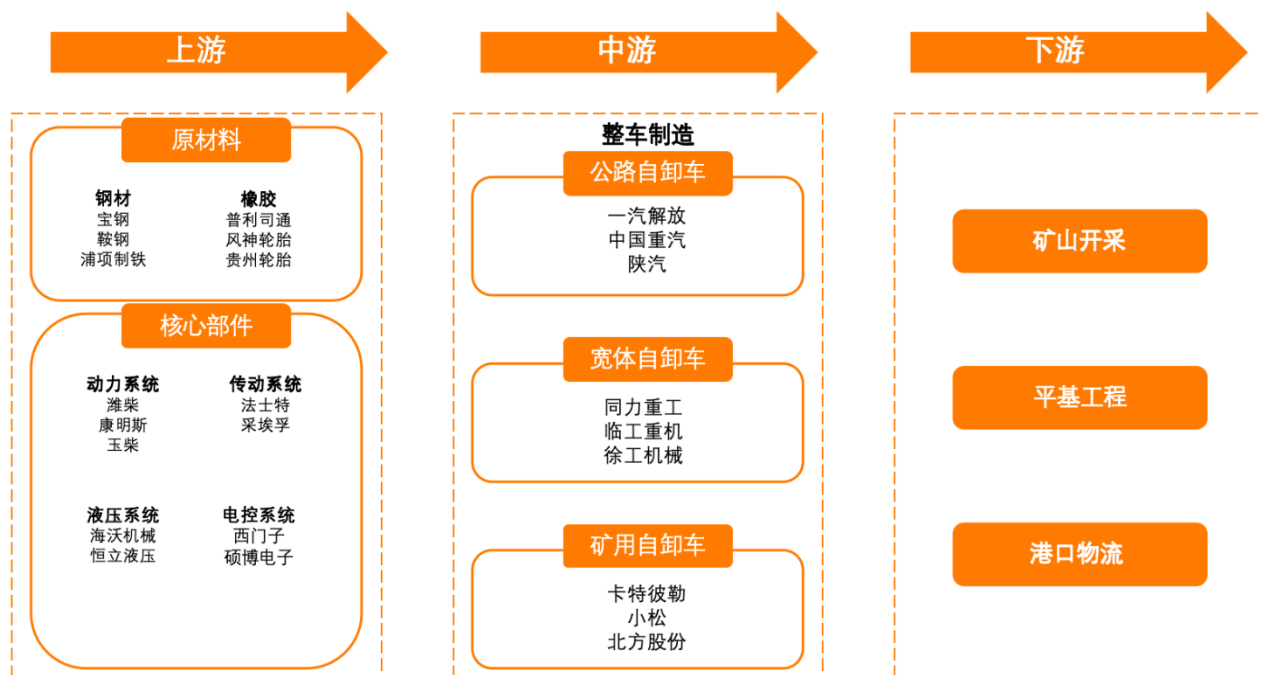
资料来源：Market Research Intellect，天风证券研究所

资料来源：观研天下数据中心，天风证券研究所

宽体自卸车相比刚性矿车具备成本效益优势，在宽体矿车未广泛应用前，矿山开采领域所采用的主要运输设备为公路重卡和刚性矿车，公路重卡适用于在公路路况驾驶，价格相对较低，但在矿山场景下其使用的安全性、耐久性均相对较差；而刚性矿车适用于矿山路况，但其产品的载重较高且价格昂贵，对于中小型矿山开发的经济适用性较低。**宽体自卸车的出现解决了前述痛点问题，具有很强的专用性和高性价比。**

自卸车产业链：行业上游主要为钢铁、橡胶等原材料和动力系统、传动系统、液压系统、电控系统等关键总成与零部件供应行业；自卸车行业的下游则高度集中于矿区开采、平基工程、港口物流等领域。

图 14：自卸车制造行业产业链全景图



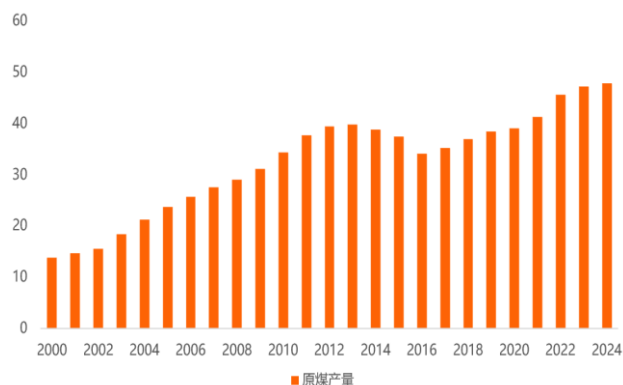
资料来源：智研咨询，同力股份公开发行说明书，方得网公众号，同力官网，聚亿信息咨询等，天风证券研究所

2.1. 矿产产量增长叠加多场景拓展，增量市场持续扩容

我国宽体自卸车增量市场需求向好，主要受三大因素驱动：煤炭能源需求稳定；有色金属和黑色金属产量持续增长；水电、港口，土石方工程等应用场景拓展。

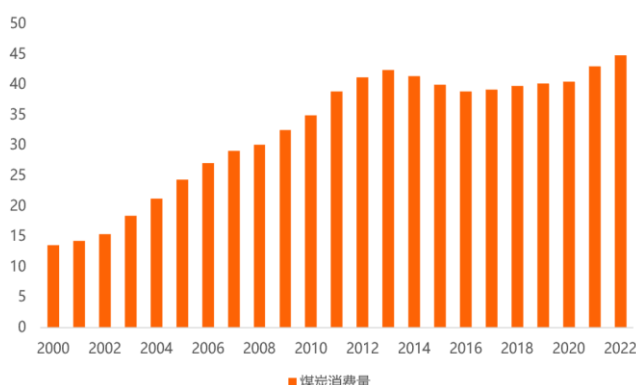
（1）**露天煤矿驱动宽体矿车需求，煤炭能源支撑市场长期稳定。**露天煤矿是非公路宽体自卸车的核心应用领域与目标市场，我国约有超半数的非公路宽体自卸车产品用于露天煤矿的矿石及物料运输。从能源消费结构看，在原油、天然气和煤炭三大能源中，煤炭作为我国主体能源和重要工业原料的地位举足轻重。自 2016 年起，我国原煤产量和煤炭消费量持续递增，2024 年煤炭消费量占能源消费总量的 53.2%，原煤生产量达 47.81 亿吨，同比增长 1.24%。我国富煤贫油少气的能源资源禀赋特点决定了煤炭的主体能源地位短期内不会发生根本性变化，这为宽体矿车市场的发展提供了有力支撑。

图 15：中国原煤产量（单位：亿吨）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 16：中国煤炭消费量（单位：亿吨）

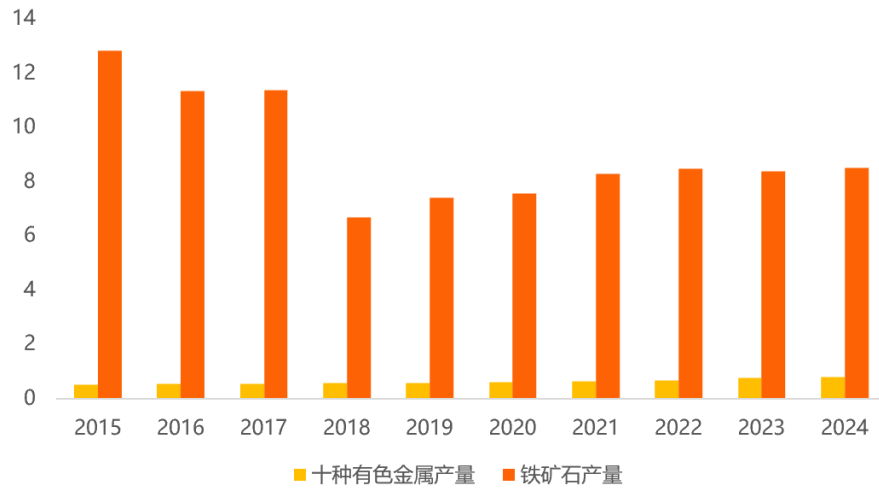


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

（2）**非煤矿山金属产量双升，宽体自卸车运输需求共振。**矿山开采中，非煤矿山主要包括黑色金属和有色金属，其中黑色金属主要是铁矿，有色金属则以金、银、铜、铝、铅、锌、镍、锡、钼、锑十类为代表。2015-2024 年，我国十种有色金属产量由 5155.82 万吨增长至 7918.80 万吨，年均复合增速为 4.88%，铁矿石产量自 2018 年平稳增长，由 2018

年 6.70 亿吨增长至 2024 年 8.50 亿吨，年均复合增速 4.06%。

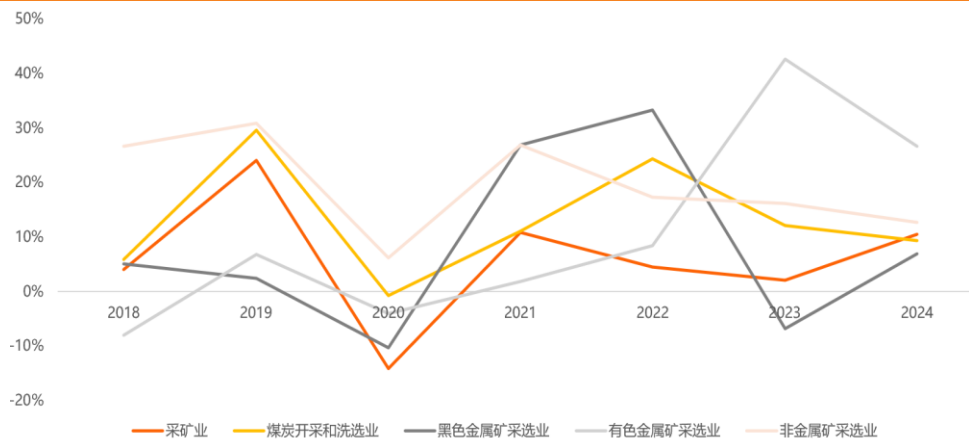
图 17：中国铁矿石和十种有色金属产量（单位：亿吨）



资料来源：国家统计局，同花顺，天风证券研究所

采矿投资持续扩容，资源开发激活装备市场。采矿业固定资产投资已连续四年实现正增长，2024 年延续上扬态势，同比增幅达 10.5%。2021-2024 年，除黑色金属矿采选业在 2023 年出现短暂下滑外，其余矿种的固定资产投资均保持显著增长。国内巨大的矿产资源开发需求需要大量先进的矿用运输设备，非公路宽体自卸车具备高效运输优势，其市场需求将伴随矿产资源开发进程不断释放，在行业应用中的拉动效应也将持续增强。

图 18：中国采矿业及其子项固定资产投资增速



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

（3）突破矿山场景边界，多领域物料转运需求全覆盖。新能源宽体自卸车正突破传统矿山场景，在大型基础设施建设中，宽体自卸车凭借其强大载重能力与强地形适应性，可适用于土石方工程，水电水利工程，港口码头等场景，高效解决巨量、高密度、短距物料转运需求。

图 19：宽体自卸车港口应用场景示意图



资料来源：盟识科技官网，天风证券研究所

2.2. 设备更新叠加政策驱动，存量市场双引擎增长

非公路宽体自卸车开启存量替代，破解矿山基建运输工具错配困局。非公路宽体自卸车当前另一核心增长潜力在于存量装备替代市场，国内露天矿山与基建工程长期面临运输工具错配困境：大型矿山依赖进口矿卡，但购置及运维成本高昂、灵活性差；中小型项目则普遍采用公路自卸车，其车架、悬挂、轮胎等设计无法适应复杂工况，导致载重小、爬坡能力弱、安全风险突出。宽体自卸车通过融合两类车型优势，针对性优化重载结构、强化横向稳定性，在适用性、安全性显著提升的同时，兼具突出的经济性，具有明显的替代优势。

表 3：公路自卸车、非公路宽体自卸车、非公路矿用自卸车成本对比

产品类型	购置成本	运营和维护成本
公路自卸车	1.8 万元/吨	车辆故障率高，寿命短
非公路矿用自卸车	国产：3-5 万元/吨 进口：5-8 万元/吨	零配件的价格高，供货周期长；维修的技术要求高、难度大
非公路宽体自卸车	1.5 万元/吨	出勤率和运营效率较高；其易损零配件大都选购公路重卡零配件，性价比高，供应充足

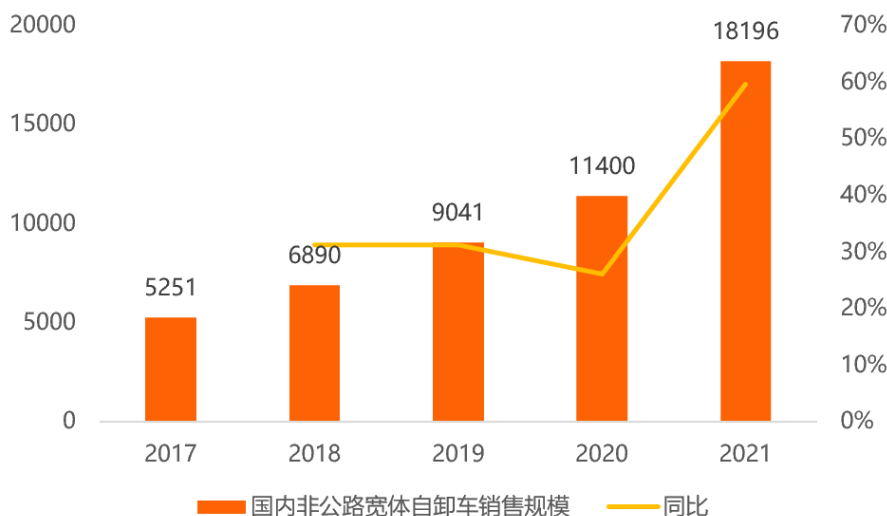
资料来源：同力股份公开发行说明书，天风证券研究所

环保政策正加速行业存量替代进程。2019 年国四排放标准(GB 20891-2014)强制要求 2022 年 12 月 1 日起 560kW (含本数) 以下非道路机械达标，迫使高污染车辆退出，释放替代需求。2024 年国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知以及工业和信息化部等七部门《关于印发推动工业领域设备更新实施方案的通知》明确支持交通运输设备和工程机械更新，淘汰“超龄”“低效”设备，有利于行业的更新改造推进，为宽体自卸车创造持续增长空间。

根据华经产业研究院数据统计，2021 年国内非宽体自卸车销售规模为 18196 台，同比增

长 59.6%。宽体自卸车使用年限一般为 5-10 年，在恶劣道路条件及高负荷作业情况下，实际使用年限可能缩短至 5 年以下，若将平均使用年限设定为 5 年，基于历史销量数据和使用寿命构建动态更新模型，通过设定分年残存率，预计 2025 年宽体自卸车更新量约为 15000 台。

图 20：国内非公路宽体自卸车销售情况（单位：台）

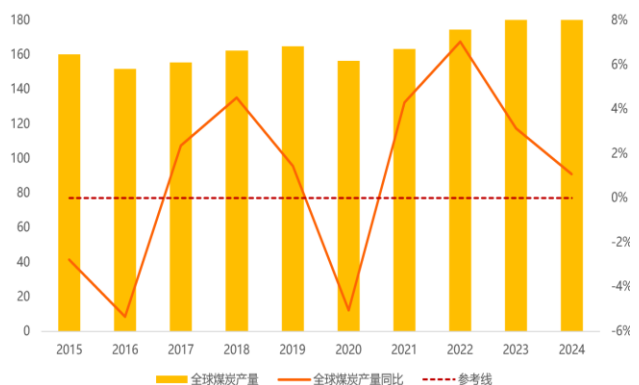


资料来源：同力股份公开发行说明书，共研产业咨询，华经产业研究院，天风证券研究所

2.3. 亚太煤矿增量与一带一路矿产开发，海外市场借势扩容

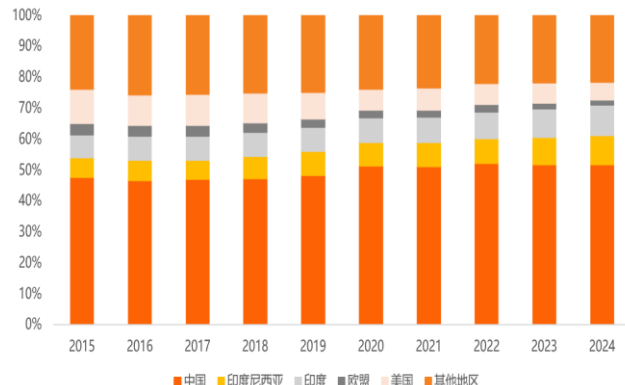
全球煤炭产量再创新高，亚太增量拉动宽体车需求。2024 年，世界煤炭产量再创历史新高，达到 92.42 亿吨（182 艾焦），超过 2023 年创下的 91.35 亿吨的阶段峰值。亚太地区煤炭产量继续扩张，印度和印尼的产量分别增加了 7% 和 8%，尽管欧盟与美国煤炭产量下降，仍不足以抵消全球整体增长态势，印度和印尼的煤炭供给增量有望拉动包含宽体自卸车在内的矿山机械需求。

图 21：全球煤炭产量及其增速情况（单位：艾焦）



资料来源：同花顺，天风证券研究所

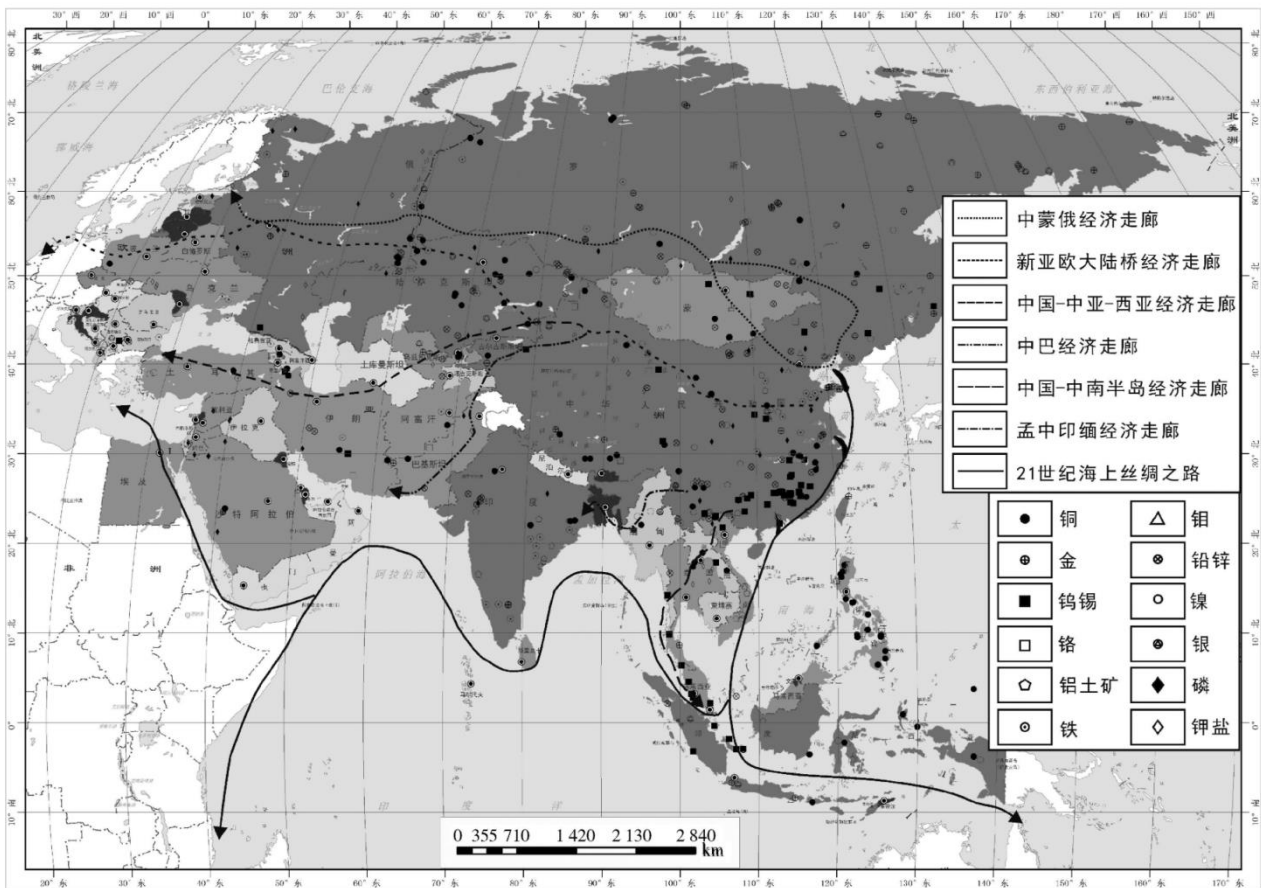
图 22：全球煤炭产量占比情况



资料来源：同花顺，天风证券研究所

“一带一路”矿业合作深化，激活宽体自卸车海外市场。“一带一路”沿线国家矿产资源丰富，地质工作程度较低，成矿条件好，找矿潜力大，尤其是铀、铜、铝、铅、锌、镍、铁等矿产资源聚集，但基础设施建设薄弱，开采能力亟待提升，对矿山机械需求较大。随着中国与“一带一路”国家矿业合作不断深化，政策推动设备出口与技术输出协同发展，为宽体自卸车企业开拓海外市场创造了良好机遇。

图 23：“一带一路”沿线重要固体矿产资源分布特征图



资料来源：陈喜峰等“一带一路”沿线重要固体矿产资源分布特征与潜力分析[J]. 中国矿业, 2017, 26(11): 32-41., 天风证券研究所

2.4. 中国宽体矿车市场空间广阔，行业前列企业主导市场格局

受益于增量市场与存量市场的增长态势以及海外市场的拓展，近年来中国宽体矿车行业市场规模不断扩大。根据智研咨询数据，2023 年我国宽体矿车需求量达 23840 辆，市场规模达 136.17 亿元。中国非公路宽体自卸车行业市场竞争较为激烈，形成了以同力重工、临工重机、三一重装、山东蓬翔、徐工机械、柳工机械、北方股份为主的企业竞争格局。

表 4：非公路自卸车行业前列企业

公司	公司简介	主营产品
同力重工	陕西同力重工股份有限公司成立于 2005 年 2 月，主要研发、设计、生产、销售与服务为各类矿山开采及大型工程物流运输所需的非公路车辆，拥有非公路宽体自卸车、矿用自卸车、地下运输设备、非公路特种用途设备四大业务板块	其主导产品为 TL87 系列、TL88 系列、TL89 系列，TLE 纯电系列，TLH 混合动力系列非公路宽体自卸车、矿用自卸车、地下运输设备以及非公路特种用途设备
临工重机	临工重机股份有限公司成立于 2012 年 2 月，位于山东省济南市高新区，聚焦矿山开采设备、高空作业机械、特种机械、关键零部件等多个业务板块	矿山机械板块涵盖宽体矿车（燃油系列：MT95H、MT106H、RT136、MT126H 等；新能源系列：MTE106H、CMTE106H、MTE86H；RTH 系列：RTH100、RTH136-2）及大型矿山挖掘机、液压打桩机等
徐工机械	徐工集团工程机械股份有限公司前身为 1943 年创建的华兴铁工厂，1989 年组建成立集团，公司业务范围包括工程机械、矿山机械、农业机械、环卫机械、	矿业机械板块涵盖露天矿山机械、井工煤矿机械、井工金属矿山机械近 120 产品，其中矿用自卸车包括 XDE440、XDE320、XDA45、XGH150、XGE136、

	应急救援装备和商用汽车、现代服务业等	XG130 等产品
三一重装	三一重型装备有限公司是全球装备制造领先企业——三一集团的成员公司，专业从事矿山机械及煤炭掘、采、运成套设备的研发、制造与销售	自卸车方面主要包含非公路宽体自卸车、矿用自卸车等。矿用自卸车主要包括 SRT55D、SRT95C 等产品，非公路宽体自卸车主要包括 SKT90S、STK90E 等产品
山东蓬翔	山东蓬翔汽车有限公司由一汽山东汽车改装厂改制而成，是由吉林东光集团有限公司、中国第一汽车集团公司、雷岩投资公司由公司经管层四方出资组建的有限责任公司	产品结构为专用车、中重型卡车桥、液压件和卡车车架，专用车产品有半挂车、自卸车、厢式车、非公路自卸车等四个系列 130 多个品种，非公路自卸车有 PX90、PX75、PX65 等产品系列
柳工机械	广西柳工机械股份有限公司是广西柳工集团有限公司核心子企业，拥有挖掘机械、铲土运输机械、起重机械、工业车辆、压实机械、路面施工与养护机械、混凝土机械、桩工机械、高空作业机械、矿山设备、钢筋和预应力机械、压缩机、经济作物机械化设备、气动工具、工程机械配套件等产品	矿用卡车包含 DW130A、DW120AE、DR50C、DW90A-H 等多个产品
北方股份	内蒙古北方重型汽车股份有限公司于 1988 年中外合资成立，现为中国兵器北重集团旗下 A 股上市公司，是专业从事非公路矿用车辆及其零部件研发、生产和销售的公司	拥有 TR 系列机械传动非公路矿用车辆（含矿用洒水车）、NTE 系列电传动矿用自卸车及新能源系列产品

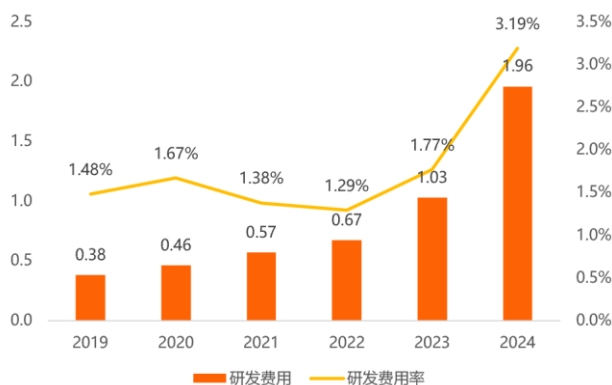
资料来源：各公司官网，天风证券研究所

3. 三化融合构建产品战略，海外拓展开辟增长路径

坚持“大型化、智能化、新能源”产品战略，加速海外市场拓展。公司在以无人驾驶为代表的智能化，以新能源为代表的电动化，以提升施工效率和安全性为目的的大型化方面持续发力，在无人驾驶、电动化技术和重型装备研发方面重点突破；同时积极布局海外市场，推动全球化业务发展。

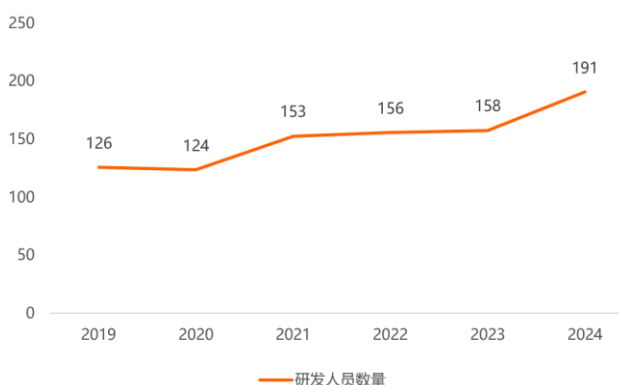
研发投入持续加码，技术团队不断壮大。近年来，公司持续加大研发投入，2024 年研发费用达 1.96 亿元，同比增长 89.33%，重点投向 TLD135、TLD145 等大型化、新能源车型及无人驾驶产品的研发。研发人员规模稳步扩大，从 2019 年的 126 人增长至 2024 年的 191 人。

图 24：公司研发费用情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺，天风证券研究所

图 25：公司研发人员数量（单位：人）



资料来源：同花顺，天风证券研究所

研发项目稳步推进，产品序列持续丰富。自 2023 年以来，公司持续围绕“大型化、绿色化、智能化”发展方向，积极研发的重点产品项目有：大型化混合动力矿用自卸车产品研发与应用、新能源非公路自卸车无人驾驶技术研究与应用、纯电动非公路宽体自卸车换电

关键技术研究与应用。

表 5：公司 2024 年研发项目情况

研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
DTH145 新能源非公路宽体自卸车	开发一款额定载重量 91 公吨的新能源宽体自卸车，满足大型矿山运输设备大型化、绿色化需求。	完成	采用整车全局能量管理系统，提高能量利用率；采用整体式焊接车架和前后油气悬架结构，保障底盘安全可靠的，同时大幅提升舒适性；采用 CAE 仿真技术优化关键零部件结构，提升其 3 倍以上安全系数，确保整车 8 年以上使用寿命。	该产品已经实现批量销售，在提升企业研发能力的同时，加快了公司大型化、绿色化矿用产品供应链、工艺装备、生产制造、营销和服务的能力建设。
DTH145 新能源无人驾驶非公路宽体自卸车	开发一款额定载重量 91 公吨的新能源无人驾驶宽体自卸车，适用于露天矿山开采短距离倒装物料工况，满足矿山建设绿色化、智能化需求。	完成	开发智能驾驶矿车的制动控制方法以及控制装置，提高无人驾驶状态下的制动安全性；研发前部端梁与主纵梁前后插接的贯通式刚性车架结构，提高整车的承载能力，延长车辆使用寿命。	该产品批量应用于西藏玉龙矿，成为国内无人驾驶非公路自卸车最高海拔运行示范项目。未来该产品将成为智慧矿山、绿色矿山建设的重要产品支撑，对公司及行业发展产生深远影响。
DTE145 新能源非公路宽体自卸车	开发一款充换电一体式的新能源宽体自卸车，可解决单一充电车型，充电耗时长的问题，快速换电模式可满足矿区双班运营需求。	完成	采用环保的电驱驱动技术，同时集成车联网数据平台技术车辆预留线控化底盘接口，为后期车辆智能化、无人驾驶建立基础平台，为纯电动宽体自卸车的长期演进指明了方向。	该产品已完成可靠性试验，顺利通过国家工程机械质量检验检测中心检测，并完成陕西省机械工业联合会新产品技术鉴定验收。目前该产品已面向世界矿山施工巨头力拓集团在蒙古国奥尤陶勒盖铜矿形成应用试点项目，未来将成为公司主销的新能源宽体自卸车产品。
TLDH180 新能源非公路矿用自卸车	开发一款额定载重量 110 公吨的新能源矿用自卸车，满足大型矿山运输设备大型化、绿色化需求。	完成	借助电动化技术，构建额定载质量 100 公吨以上的产品，参与国际高端市场竞争。	该产品已进入矿区验证。在未来该产品与载重 91 公吨-136 公吨的竞品相比，有很大的经济性优势，具备在该吨位范围内强有力的产品竞争力。可以为公司产品进入高端市场奠定坚实的基础。
TLDH125 新能源非公路矿用自卸车	开发一款额定载重量 91 公吨的新能源矿用自卸车，满足大型矿山运输设备大型化、绿色化需求。	完成	满足矿区大型化、绿色化、高可靠、长寿命的设备需求，进军国际高端市场。	该产品已完成可靠性试验，顺利通过国家工程机械质量检验检测中心检测，并完成陕西省机械工业联合会新产品技术鉴定验收。目前该产品已面向全球销售，并已实现出口，未来将成为公司主销的新能源矿用自卸车产品。
TLH135N 新能源非公路矿用自卸车（天然气混动）	开发一款额定载重量 90 公吨的新能源宽体自卸车，满足大型矿山运输设备大型化、绿色化需求。	完成	面向天然气资源丰富的场景，开发完成 90 公吨承载质量的非公路新能源宽体自卸车，充分利用天然气与燃油的价差，降低车辆运营成本，为用户创造更大经济价值。	该产品顺利通过国家工程机械质量检验检测中心检测，目前已在矿区进行可靠性验证。预计未来成为天然气资源丰富地区的新能源宽体自卸车主销产品，对公司产品型谱形成补充。
非公路矿用智能线控系统	开发一款使矿区运输从“有人驾驶”向“无人驾驶”转型的智能化线控平台，为矿山向绿色化、智能化转型奠定基础。	完成	打造集“线控动力、线控转向、线控举升、线控制动和线控附件”于一体的矿卡无人驾驶控制平台。	该项目荣获 2025 工程机械年度 TOP50 唯一“年度推荐智能解决方案”，在新能源、无人驾驶领域持续引领行业高质量发展。

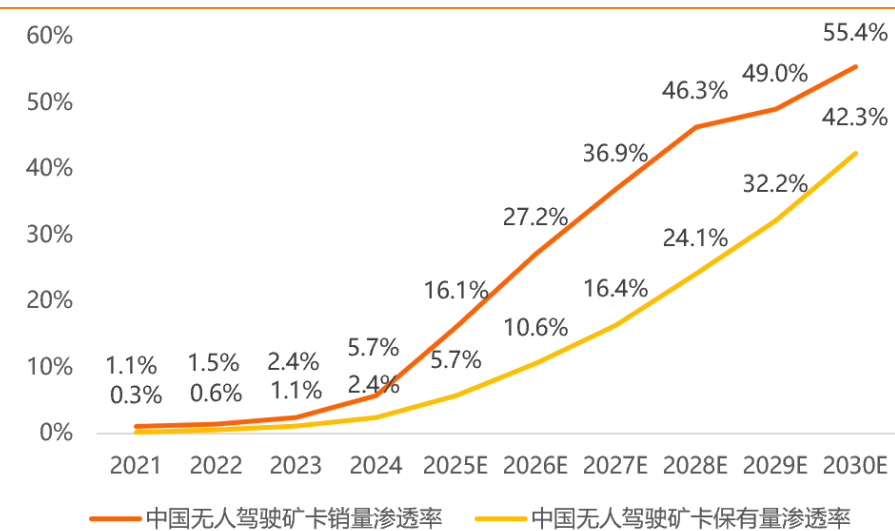
资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.1. 无人驾驶技术行业领跑，新质生产力赋能产业升级

矿山痛点倒逼转型，政策助推行业升级。在矿山运输管理方面，矿山客户长期面临三大核心痛点：一是安全风险高，根据中国国家统计局数据，2024 年国内百万吨煤炭开采死亡率达 0.059 人；二是用工困境突出，单车需配 2-4 名驾驶员，每人每年人工成本在 10-15 万人民币之间，偏远矿区合格驾驶员稀缺，部分露天煤矿年流失率超 50%；三是效率瓶颈明显，人力资源与车辆调度制约产能提升。这些运营痛点使得矿山少人化、无人化转型需求日益凸显。在政策层面，《关于加快煤矿智能化发展的指导意见》等文件明确要求“机械化换人、自动化减人”，并设定了“2025 年露天煤矿实现智能连续作业和无人化运输”的目标，为行业转型升级提供了明确方向指引。这一政策导向与市场需求高度契合，进一步加速了矿山智能化改造进程。

中国矿区无人驾驶技术预计迎来规模化落地窗口期，根据弗若斯特沙利文数据，行业预计到 2025 年中国无人驾驶矿车销量渗透率将突破 10%，2030 年有望达到 50%，销量将从 2025 年的约 4,000 辆增长至 2030 年的 16,340 辆，年复合增长率达 32.5%。

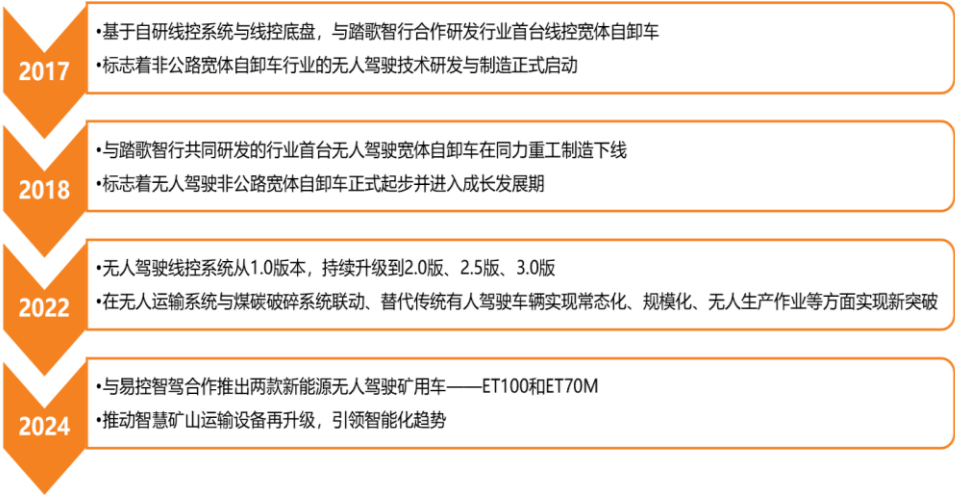
图 26：中国无人驾驶矿卡销量和保有量渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文，易控智驾公告，天风证券研究所

提前布局无人驾驶技术，开创智慧矿山新局。2017 年公司与踏歌智行开展战略合作，基于自主开发的线控系统和底盘技术，成功研制出国内首台无人驾驶宽体自卸车，开创了矿区无人驾驶技术研发与装备制造的先河。2018 年该车型正式下线，标志着技术进入成长期。经过持续迭代升级，至 2022 年无人驾驶系统已演进至 3.0 版本，实现了与生产系统的智能联动及规模化无人作业，在封闭矿区成功构建全流程无人化运营体系。2024 年公司创新推出新能源无人驾驶矿用车 ET100 和 ET70M，深度融合主机厂制造优势与智能驾驶技术，持续推动智慧矿山运输装备升级，进一步巩固了在绿色智能矿用车领域的技术领先地位和市场竞争能力。

图 27：公司无人驾驶技术发展历程



资料来源：公司官网，第一工程机械网，新华网，天风证券研究所

首发 ET100/ET70M 新能源无人矿卡，新质生产力赋能矿山企业。2024 年，公司首发两款新能源无人矿卡：ET70M 是行业首款专为采煤场景设计的无人驾驶新能源矿卡，依托同力重工成熟技术和国产化核心部件，搭载易控“御石”线控平台，动力储备提升 30%，适应复杂采煤工况，并实现“采煤混行场景”常态化无人运营。ET100 作为百吨级 V2.0 车型，基于百万公里数据迭代，覆盖露天矿全场景，支持无人/有人模式自主选配。其“御石”平台深度融入“车-能-路-云”生态，实测节油 30%，车架寿命超 12 年，可实现最高 18km/h 车速持续爬坡 8%，运输高度超 350 米，适应露天矿运输全场景，具备高可靠性和高场景适应性。

表 6：ET100 与 ET70M 参数

设备型号	ET70M	ET100
设备图例		
工作性能	额定载重量(t)	70
	整机空载重量(t)	38
	装载容量(m³)	70
	最高行驶速度(km/h)	45
	整车全长(mm)	11585
整车参数	整车全宽(mm)	4320
	整车全高(mm)	4950
	轴距(mm)	4875+1750
	车架形式	三层槽梁式柔性车架
	悬架结构	前油气悬架+后板簧平衡悬架
电能参数	整车电量(kWh)	120
	驱动电机型号	主辅双驱动电机+变速箱
		主辅双驱动电机+变速箱

资料来源：第一工程机械网，易控智驾官网，天风证券研究所

积极开展深度合作，加速推进新能源无人驾驶非公路自卸车的研发进程。目前，公司与多家单位展开合作，研发的无人驾驶车辆已在矿区实现成功应用，技术成熟度达到商业化运营标准。截至 2024 年上半年，公司与易控智驾合作完成的无人驾驶产品订单交付量已近 300 台，其中在矿区实际投入运行的车辆超过 200 台，市场应用规模持续扩大。

表 7：无人驾驶项目合作情况

合作单位	合作项目	合作协议的主要内容
易控智驾科技有限公司	ET70M/80M/90M 系列线控增程式新能源无人驾驶非公路自卸车开发项目(无人驾驶产品，已交付)	双方重点围绕非公路宽体自卸车底盘线控技术、混合动力非公路宽体自卸车技术、矿区无人运输技术等领域，发挥各方资源优势，加强产学研合作，共同推进矿山智能化建设
上海伯镭智能科技有限公司	DTH145 新能源无人驾驶非公路宽体自卸车开发项目(无人驾驶项目产品，已交付)	由同力重工提供线控底盘产品，合作单位提供无人驾驶系统，双方产业和技术互补，共同推进矿山智能化建设

资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.2. 大型化与新能源战略双擎驱动，打造高效绿色产品矩阵

公司坚持大型化研究方向，重点开发大吨位、绿色高效的非公路宽体自卸车及全路面矿用自卸车，通过提升单车运营效率为客户更高价值。公司推出多款突破性产品：国内首款载重 100 吨级以上的多轴驱动混合动力矿用 TLDH180、首款双桥驱动刚性矿卡 TLD125(载重 90 吨)，以及 90 吨级宽体自卸车 TLE135/TLH138 系列，全面满足国内外市场对高承载运输装备的需求。

图 28：TLDH180 产品图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

十年深耕铸就新能源全谱系技术，引领非公路自卸车绿色革命。自 2014 年公司启动新能源技术研发以来，先后在增程式、混动式、分布式混合驱动、纯电动及氢燃料电池等全谱系电动化技术领域开展深度研发，形成了行业领先的技术储备。作为技术创新的重要里程碑：2014 年成功研制全球首台纯电动非公路宽体自卸车；2021 年推出行业首台氢燃料增程式非公路宽体自卸车；2022 年下线行业首台甲醇混动非公路宽体自卸车，持续引领行业绿色低碳技术发展。

新能源产品全系列覆盖，效能环保双提升。目前，新能源产品已实现全系列布局，其明星产品 TLE105 纯电动车型与 TLDH135 燃油混动车型分别斩获工程机械行业“新能源金奖”和“新能源产品创新金奖”。其中，TLDH135 燃油混动非公路宽体自卸车，采用大功率发动机匹配大功率发电机的增程系统+功率电池的补能方案，解决了大吨位宽体自卸车，在重载上坡工况下，整机纯电驱动时的里程焦虑问题，和同级别燃油矿车相比，单车运营效率提升 10~15%，能耗下降 10~15%，出勤率超过 90%。

图 29：TLDH135 燃油混动非公路宽体自卸车

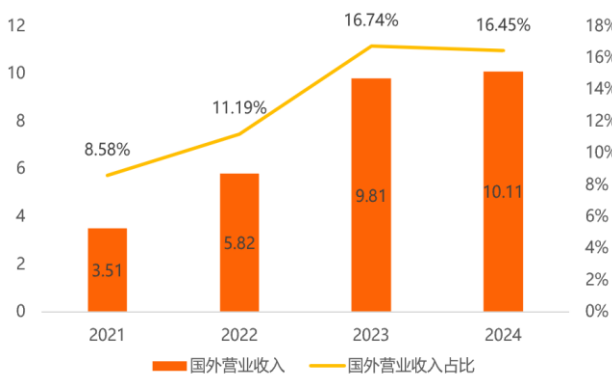


资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3. 全球化战略布局加速推进，服务价值链全面延伸

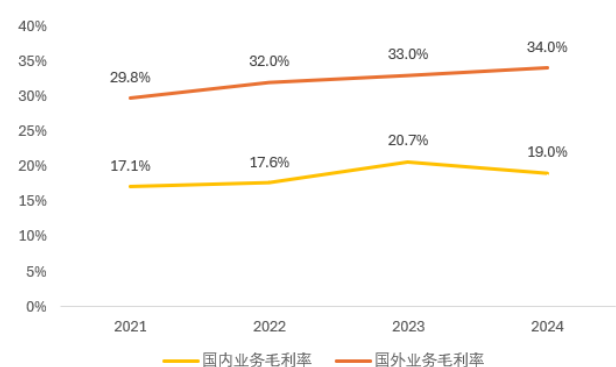
海外业务量利双增，全球布局持续深化。公司海外业务呈现强劲增长态势，近四年实现收入规模大幅提升。2024 年，公司海外营业收入达 10.11 亿元，占总营收比重提升至 16.45%。值得关注的是，海外业务展现出优异的盈利能力，2024 年海外毛利率达 34.03%，显著高于国内业务水平。目前，公司产品已成功出口至亚洲、非洲等多个重要市场，包括巴基斯坦、印度尼西亚、马来西亚、蒙古、塔吉克斯坦、印度以及刚果（金）等国家和地区，全球化布局持续深化。

图 30：公司海外营收情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺，天风证券研究所

图 31：公司海内外业务毛利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

产品技术出海双重突破，口碑基础和品牌影响力持续提升。2024 年 12 月，62 台 TLH135 矿用车批量发往秘鲁最大铁矿公司，标志其南美高端市场取得突破性进展。产品配置核心驱动系统，双电机 620kW+多挡 AMT 变速箱，搭载 400kW 发电机+功率型动力电池的补能系统，运输效率高。此前 TLD125 车型已成功登陆厄瓜多尔金属矿，巩固区域布局。同年，公司与启源芯动力联合研发的 91 吨 DTE145 换电宽体矿卡正式交付力拓集团，助力全球采矿行业减碳进程。系列动作凸显同力重工在电动化、智能化领域的技术整合能力，为全球市场持续渗透构建“产品+技术”双优势，海外业务进入规模化输出新阶段。

图 32：同力重工 62 台 TLH135 矿用车批量出口秘鲁发车仪式



资料来源：公司官网，天风证券研究所

深化全球布局，共谋海外发展。公司近年来持续深化海外市场布局，已在新加坡、蒙古、印尼等关键市场设立子公司。2023 年 10 月，公司在西安西坡生产基地召开国际代理商大会，共商海外发展战略，为加快全球化步伐奠定基础。未来，公司计划加速海外销售渠道拓展和服务能力建设。

图 33：同力重工（新加坡）有限公司



资料来源：公司官网，天风证券研究所

构建矿山全生命周期服务体系，服务价值链全面延伸。公司在为客户提供适应矿山作业环境产品方案的同时，也致力于提供匹配的服务方案，为客户提供涵盖售前、售中、售后的全生命周期工程运输解决方案。公司已在俄罗斯、刚果金、塞尔维亚、巴基斯坦等国家开展本土化服务培训，提供专业驾驶指导、维修保养支持及个性化施工方案优化服务，打造具备全球竞争力的服务体系，持续延伸价值链。

4. 盈利预测

我们预计公司 25~27 年营收分别为 65.33、71.13、79.24 亿元，同比分别+6.3%、+8.9%、+11.4%；归母净利润分别为 8.7、10.0、11.8 亿元，同比分别+10.2%、+14.5%、+18.2%。由于公司 90%以上收入来源于自卸车业务，并无完全可比公司，我们选取北方股份、徐工机械、柳工作为可比公司，我们给予公司可比公司 2025 年平均估值 14.1x，则对应目标市值为 123 亿元、目标股价为 26.7 元，首次覆盖并给予“增持”评级。

表 8：未来 3 年盈利预测（亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
自卸车	49.11	54.47	56.66	59.49	63.95	70.35

收入 yoy	26.4%	10.9%	4.0%	5.0%	7.5%	10.0%
毛利率	18.6%	22.1%	20.5%	21.0%	21.5%	22.0%
配件	1.51	2.36	3.13	4.07	5.29	6.88
收入 yoy	45.2%	56.3%	32.6%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	34.8%	35.5%	36.5%	37.0%	37.0%	37.0%
维修	0.22	0.53	0.54	0.59	0.65	0.72
收入 yoy	-56.0%	140.9%	1.9%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	73.4%	74.6%	79.6%	80.0%	80.0%	80.0%
其他收入	1.18	1.24	1.12	1.18	1.23	1.30
收入 yoy	107.0%	5.1%	-9.7%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	16.0%	5.7%	2.5%	5.0%	5.0%	5.0%
合计收入	52.02	58.60	61.45	65.33	71.13	79.24
收入 yoy	27.1%	12.6%	4.9%	6.3%	8.9%	11.4%
毛利率	19.2%	22.7%	21.5%	22.2%	22.9%	23.5%

资料来源: wind, 天风证券研究所

表 9: 可比公司估值表 (亿元)

证券代码	证券简称	总市值	归母净利润			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600262.SH	北方股份	39.6	2.2	2.7	3.2	18.2	14.8	12.3
000425.SZ	徐工机械	1,015.5	80.1	100.8	123.6	12.7	10.1	8.2
000528.SZ	柳工	230.5	20.3	26.6	34.0	11.4	8.7	6.8
均值		428.5	34.2	43.4	53.6	14.1	11.2	9.1
834599.BJ	同力股份	107.8	8.7	10.0	11.8	12.3	10.8	9.1

资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 表中数据对应日期为 2025-08-07)

5. 风险提示

(1) **宏观经济波动风险**。工程机械运输设备的生产和销售受宏观经济周期性波动影响较大, 产业与宏观经济波动的相关性较明显。若未来国家宏观经济政策调控或经济周期性波动, 存在下游市场降低固定资产投资和缩减生产规模、减少订单量的风险, 会对公司业绩造成一定的影响。

(2) **下游行业需求下行风险**。公司专注于非公路宽体自卸车行业, 主要客户集中于露天煤矿、金属矿、砂石骨料矿等领域。若未来采矿业固定资产投资呈持续下行趋势, 将对下游行业需求产生较大影响, 公司可能遭受经营业绩下滑的风险。

(3) **行业竞争加剧风险**。公司在宽体自卸车行业处于领先地位, 但市场竞争激烈, 若未来行业竞争持续加剧, 公司未能巩固和提升市场竞争优势, 将影响公司未来的业绩增长。

(4) **公司应收账款余额较大风险**。公司应收账款期末余额账龄较短, 截至 2024 年末, 账龄在 1 年以内的应收账款占应收账款总额的 86.64%。若未来下游行业发生重大不利变化, 客户财务状况、合作关系发生恶化, 则可能导致公司应收账款无法收回形成坏账损失, 对公司资金状况造成不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	930.58	2,296.84	2,696.51	3,150.57	3,840.04
应收票据及应收账款	2,922.34	2,980.10	3,110.52	3,212.03	3,391.11
预付账款	79.08	208.78	95.57	128.53	150.40
存货	665.71	958.97	790.67	1,037.25	982.00
其他	179.50	231.16	263.10	204.72	278.35
流动资产合计	4,777.21	6,675.85	6,956.36	7,733.10	8,641.90
长期股权投资	25.85	19.39	19.39	19.39	19.39
固定资产	617.31	621.60	638.02	604.44	570.86
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	110.03	107.50	105.01	102.51	100.01
其他	192.01	164.93	207.42	188.12	186.83
非流动资产合计	945.21	913.43	969.84	914.46	877.09
资产总计	5,722.41	7,589.29	7,926.20	8,647.56	9,518.99
短期借款	29.69	88.60	100.00	100.00	100.00
应付票据及应付账款	1,486.71	2,427.03	2,370.36	2,504.10	2,544.03
其他	1,502.34	1,831.60	1,795.92	1,771.34	1,890.90
流动负债合计	3,018.75	4,347.23	4,266.28	4,375.44	4,534.93
长期借款	32.06	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	100.72	61.68	90.67	84.36	78.90
非流动负债合计	132.78	61.68	90.67	84.36	78.90
负债合计	3,221.02	4,484.42	4,356.95	4,459.80	4,613.84
少数股东权益	35.34	0.00	2.53	5.59	8.03
股本	452.53	457.53	461.53	461.53	461.53
资本公积	536.98	530.40	531.60	531.60	531.60
留存收益	1,516.41	2,083.23	2,592.11	3,197.26	3,901.68
其他	(39.86)	33.72	(18.52)	(8.22)	2.33
股东权益合计	2,501.39	3,104.87	3,569.25	4,187.76	4,905.15
负债和股东权益总计	5,722.41	7,589.29	7,926.20	8,647.56	9,518.99

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	620.77	793.34	873.76	1,000.31	1,181.95
折旧摊销	34.95	74.00	36.08	36.08	36.08
财务费用	3.28	4.25	1.44	0.52	(1.55)
投资损失	(17.29)	6.46	(3.61)	(4.82)	(0.66)
营运资金变动	(460.74)	676.28	7.13	(196.52)	(89.78)
其它	96.35	(84.42)	4.35	5.06	4.08
经营活动现金流	277.31	1,469.91	919.15	840.64	1,130.12
资本支出	138.84	108.34	21.01	6.31	5.45
长期投资	25.85	(6.46)	0.00	0.00	0.00
其他	(227.95)	(167.60)	(67.40)	(1.50)	(4.80)
投资活动现金流	(63.27)	(65.72)	(46.39)	4.82	0.66
债权融资	(75.47)	177.08	(59.36)	(4.52)	27.33
股权融资	(173.44)	(244.78)	(413.73)	(386.86)	(468.63)
其他	76.52	(330.07)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(172.39)	(397.77)	(473.09)	(391.39)	(441.31)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	41.65	1,006.42	399.67	454.07	689.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,860.35	6,144.63	6,532.81	7,112.86	7,923.76
营业成本	4,527.48	4,826.67	5,079.59	5,483.76	6,057.75
营业税金及附加	20.56	28.12	29.47	33.27	34.22
销售费用	335.26	127.36	130.66	142.26	158.48
管理费用	86.29	89.84	88.19	92.47	95.09
研发费用	103.44	195.85	182.92	184.93	198.09
财务费用	(8.43)	0.42	1.44	0.52	(1.55)
资产/信用减值损失	(130.18)	(11.55)	(10.00)	(21.48)	(14.32)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.29	(6.46)	3.61	4.82	0.66
其他	197.95	(20.38)	0.00	0.00	0.00
营业利润	710.69	914.75	1,014.15	1,158.98	1,368.03
营业外收入	0.18	0.30	0.49	0.32	0.37
营业外支出	(2.40)	0.22	2.07	(0.04)	0.75
利润总额	713.27	914.83	1,012.58	1,159.34	1,367.65
所得税	92.50	121.49	134.47	153.96	181.63
净利润	620.77	793.34	878.11	1,005.37	1,186.03
少数股东损益	6.10	0.26	4.35	5.06	4.08
归属于母公司净利润	614.67	793.08	873.76	1,000.31	1,181.95
每股收益（元）	1.33	1.72	1.89	2.17	2.56

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	12.67%	4.85%	6.32%	8.88%	11.40%
营业利润	27.73%	28.71%	10.87%	14.28%	18.04%
归属于母公司净利润	31.82%	29.03%	10.17%	14.48%	18.16%
获利能力					
毛利率	22.74%	21.45%	22.24%	22.90%	23.55%
净利率	10.49%	12.91%	13.37%	14.06%	14.92%
ROE	24.93%	25.54%	24.50%	23.92%	24.14%
ROIC	57.59%	52.99%	93.75%	111.26%	109.37%
偿债能力					
资产负债率	56.29%	59.09%	54.97%	51.57%	48.47%
净负债率	-32.45%	-64.43%	-68.87%	-69.63%	-72.98%
流动比率	1.55	1.51	1.63	1.77	1.91
速动比率	1.33	1.29	1.45	1.53	1.69
营运能力					
应收账款周转率	2.11	2.08	2.15	2.25	2.40
存货周转率	7.13	7.56	7.47	7.78	7.85
总资产周转率	1.02	0.92	0.84	0.86	0.87
每股指标（元）					
每股收益	1.33	1.72	1.89	2.17	2.56
每股经营现金流	0.60	3.18	1.99	1.82	2.45
每股净资产	5.34	6.73	7.73	9.06	10.61
估值比率					
市盈率	17.54	13.59	12.34	10.78	9.12
市净率	4.37	3.47	3.02	2.58	2.20
EV/EBITDA	3.70	3.22	7.65	6.31	4.96
EV/EBIT	3.83	3.44	7.92	6.51	5.09

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期三板成指的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期三板成指的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com