

矿山物流领军者，新兴产业蓄势待发

—— 三一国际 (0631.HK) 深度报告

2025 年 08 月 04 日

核心观点

- 矿山物流领军者，持续推进智能、绿色、全球化。**公司 09 年港交所主板上市且 18 年纳入港股通，实控人为三一集团创始人梁稳根，核心业务包括矿山装备及物流装备制造。采掘设备、集装箱流动装备国内龙头优势稳固，油气资产 24 年减值风险已充分释放，锂能、硅能、氢能、矿山无人驾驶等新兴业务顺应全球能源转型趋势潜力可观。公司技术实力优秀，智能化、电动化、全球化探索经验丰富，与三一集团产业布局和生态伙伴充分协同。24 年受减值影响业绩触底，25Q1 实现营收+14.6%/归母净利润+23.2%的快速增长。
- 矿山装备：领跑煤炭采掘装备制造，海外拓新机。**1) 国内，公司掘进机市占率超过 60%，液压支架市占率约 20%，实现了综采全栈自研；并在 24 年成为华为矿鸿首批 OSV 生态伙伴。2) 海外，宽体车刚卡产品近年实现畅销，24 年宽体车全球市占率已经达到 23.1%/同比提升 4.5pct。我们认为，短期受益国内矿采回暖，公司掘进机和宽体车销售有望筑底回升；中长期公司掘进机龙头优势稳固，非煤矿山设备占比有望持续提升，智能化、电动化、全球化优势显著，有望顺应国内长周期大体量基建项目建设、煤机智能化和海外矿山设备更新趋势实现业绩放量。
- 港口物流：大港机订单加速交付，小港机电动化快速渗透。**1) 大港机投资额大且规划多跟随港口设计，总体市场规模较为稳定，但公司在手订单表现良好，25Q1 交付规模双位数增长。2) 小港机受贸易吞吐量影响更大，看好电动化需求加速释放。公司至 24 年初正面吊堆高机等移动港口机械全球市占率 35%+，国内市占率 70%+，25Q1 海外电动化率提高+制造工艺精进，产品毛利率大幅提升。同时，重叉、伸缩臂叉车、电动叉车等新产品新区域持续拓展。我们期待公司凭借电动化趋势实现全球市占率提升。
- 油气装备：定位高端，驶向全球。**油价震荡下行，国内油气公司基于能源自主和长期储备资本开支降幅有限，非常规油气开采力度有所加大。同时公司海外拓展初见成效，高端成套压裂设备已进入中亚非常规油气勘探开发领域。24 年板块商誉减值风险释放，我们看好公司营收稳健增长和盈利水平恢复。
- 新兴业务：顺应全球能源转型，蓄势待发。**公司通过布局硅能、锂能、氢能等业务，加速实施电动化战略，各项业务 24 年均取得了可观进展，硅能、锂能销售收入大幅增长，氢能业务完成了新一代方形电解槽的研发和技术认证，全年新增订单同比+200%。展望 25 年，锂电行业需求有所改善，硅能延期利润有望释放，我们认为公司新兴业务规模有望快速增长，盈利能力有望提升。
- 投资建议：**我们认为公司 25-27 年有望实现营收 257.13/296.67/350.14 亿元，同比+17.36%/15.38%/18.03%，实现综合毛利率 24.41%/24.82%/25.15%。当前股价对应 25-27 年 PE 9.5/7.8/6.3x，基于可比公司估值及港股流动性情况，首次覆盖给予推荐评级。
- 风险提示：**煤炭产量不及预期的风险；上游原材料价格波动的风险；外部环境不确定性加剧的风险；新业务拓展不及预期的风险。

主要财务指标预测（截至 2025/08/04）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,909.64	25,712.86	29,666.66	35,014.22
收入增长率%	8.05	17.36	15.38	18.03
归母净利润(百万元)	1,101.61	2,248.33	2,749.83	3,418.31
利润增速%	-42.89	104.10	22.31	24.31
毛利率%	22.43	24.41	24.82	25.15
摊薄 EPS(元)	0.32	0.70	0.85	1.06
PE	12.84	9.50	7.77	6.25
PB	1.08	1.47	1.24	1.03
PS	0.61	0.83	0.72	0.61

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

三一国际 (0631.HK)

推荐 首次评级

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

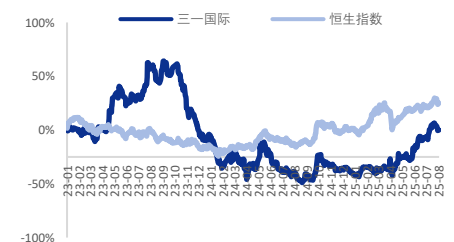
市场数据

2025-08-04

股票代码	0631.HK
H 股收盘价(港元)	7.26
恒生指数	24,733
总股本(万股)	371,059
实际流通 H 股(万股)	323,081
流通 H 股市值(亿港元)	235

相对恒生指数表现图

2025-08-04



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河机械】公司 25Q1 业绩点评_三一重工_业绩超预期，盈利能力持续提升
- 【银河机械】公司 24 年业绩点评_三一重工_全球化、智能化、电动化加速，经营呈现高质量

目录

Catalog

一、 矿山物流领军者，持续推进智能、绿色、全球化	3
(一) 矿山物流为核心，新业务蓄势勃发	3
(二) 财务表现：风险暴露相对彻底，静待盈利提升	6
二、 矿山装备：领跑煤炭采掘装备制造，海外拓新机	9
(一) 国内市场：未来煤炭新增产能有限，关注电动化和智能化	9
(二) 海外矿山市场：露天矿用设备规模稳步增长	12
(三) 智慧矿山：当前全球无人矿车市场近百亿元，且将快速扩容	13
(四) 公司：国内修复预期加强，智能、绿色、全球化优势显著	14
三、 港口物流：集装箱流动装备国内龙头，受益电动化	17
(一) 行业：大型港机规模平稳，绿色港机需求提升	17
(二) 公司：大港机订单加速交付，小港机电动化快速渗透	19
四、 油气装备：定位高端，驶向全球	22
(一) 行业：国内需求有支撑，海外中企开拓进展可喜	22
(二) 公司：压裂产品优势稳固，盈利有望恢复	22
五、 新兴业务：顺应全球能源转型，蓄势待发	25
(一) 三一硅能：海外微电网有望成为未来新亮点	25
(二) 三一锂能：产能建设顺利，业绩放量加速	25
(三) 三一氢能：“3+1”产品体系，多元场景覆盖	26
六、 盈利预测与估值	27
七、 风险提示	30

一、矿山物流领军者，持续推进智能、绿色、全球化

（一）矿山物流为核心，新业务蓄势勃发

三一国际于 2009 年 7 月 23 日成立，2009 年 11 月 25 日在港交所主板上市，2018 年 9 月 10 日正式纳入港股通。公司两项核心业务包括矿山装备制造及物流装备制造。矿山装备领域主要涵盖采掘设备（采煤机、液压支架及刮板输送机等采煤设备，以及全岩及半煤岩掘进机、掘锚护一体机等巷道掘进设备）和矿用车辆；物流装备领域主要涵盖集装箱装备如正面吊、堆高机及岸边龙门起重机等、散料装备如抓料机、高架吊等、通用装备如重型叉车、伸缩臂叉车等。公司 2023 年以来陆续新增了新能源电池设备、氢能、硅能、油气压裂设备、锂能等板块，新业务蓄势待发。

图1：公司主要业务板块及产品



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司历史可以分为初创、发展、升级三个阶段，目前战略重点为进一步电动化智能化和全球化。

初创期，技术突破与市场开辟（2004-2008）：2004 年三一重装成立，进军煤炭机械行业。同年第一台 EBZ160C 掘进机下线，次年国内第一台大功率硬岩掘进机 EBZ200H 研制成功，随后，矿用混凝土泵、连续采煤机、首台国产梭车陆续研制并试验成功，2008 年公司掘进机市占率已实现国内第一。

发展期，资本运作与业务拓展（2009-2017）：2009 年公司在港交所上市，资本助力下业务逐渐拓展，不仅从井下采煤机械扩展至露天矿用设备，而且 2014 年收购了三一海工，产品扩大至港口机械和海上重型机械。海外拓展层面，2015 年公司小港机与全球前十大港口均建立了合作关系，矿用车辆完成对突尼斯客户交付并中标阿根廷水电建设项目，2017 年大港机首次进入北美市场。

升级期，电动化、数智化、多元化、全球化（2018 至今）：电动化和智能化产品上，2018 年公司电动集卡、电动堆高机等系列电动化产品上市，2019 年推出了第一代无人驾驶纯电动宽体车并进行无人电动集卡内部测试，2020 年完成首单无人驾驶矿车销售，并成立三一机器人公司，2023 年三一智矿与腾讯云签订长期战略合作协议，打造智慧矿山整体解决方案。智慧工厂层面，2021 年港机行业首座灯塔工厂投入使用，2023 年矿山领域西安“灯塔工厂”建成投产。多元化上，公司通过与集团达成收购协议，2023 年陆续新增了新能源电池设备、氢能、硅能、油气压裂设备等业务，2024 年新增了换电站、新能源电池和换电服务业务。全球化上，2019 年公司正面吊在印度市场占有率已经超过 45%，2024 年宽体车全球市占率 23.1%，同比增长 4.5pct，矿山装备首个海外自营工厂（印尼）投产，油气装备产品也成功进入中亚地区非常规油气勘探开发领域。

图2：公司发展历史

	公司整体	矿山机械	物流机械	其他业务	海外建设
2004	成立三一重装，进军煤炭机械				
2005		研制出国内第一台大功率硬岩掘进机EBZ200H			
2006					三一集团提出国际化战略，投资首个海外产业园
2007		三一重装沈阳产业园区奠基			
2008		掘进机市占率第一			
2009	港交所上市，初期聚焦矿山装备				
2010		推出国内首套刨煤机成套设备，弥补国内空白；研制完成薄煤层综采设备			
2011					
2012		成立三一矿机子公司，专业生产非公路矿用自卸车；涉足露天矿用设备			
2013					
2014			收购三一海工，产品扩大至港口机械、海上重型机械；首台伸缩臂叉车下线（SCPS320）		
2015		大力开拓工程掘采产品市场，开始全面进军非煤领域	正式拥有5万吨级码头		小港机成功进驻韩国釜山港，标志着小港机与全球前十大港口均建立了合作关系；矿用车辆产品完成对突尼斯客户交付并中标阿根廷水电建设项目
2016					获沙特31台流动港机订单，在中东市场再突破
2017		成功开收新型纯水液压支架装置，并获得神华订单			获得美国最大铁路公司联合太平洋铁路的RTG采购合同，标志着大港机首次进入北美市场
2018	正式入港股通	抓料机全球首发	小港机实现泰国PSA零突破；电动集卡、电动堆高机等系列电动化产品上市		
2019		推出了第一代无人驾驶纯电动宽体自卸车SKT90E	无人电动集卡完成内部测试		正面吊遍布印度全境集装箱枢纽堆场，在印度市场占有率超过45%；多台流动港机设备正式交付英国Maritime物流集团
2020		完成首单无人驾驶矿车销售		成立三一机器人公司，推出了AGV机器人等	
2021			港机行业首座灯塔工厂投入使用		
2022		矿山装备销售额破百亿元			
2023		三一智矿与腾讯云签订长期战略合作协议，打造智慧矿山整体解决方案；首台EBZ200S智能化掘进机正式问世；西安“灯塔工厂”建成投产，主要生产矿用宽体车、液压支架		收购三一石油科技，进军油气装备行业；收购三一硅能，进军光伏业务；收购三一氢能，布局制氢设备；收购三一技术装备，进军新能源电池设备行业	
2024		成功下线300吨级矿车（混动，SET320S）；成为华为鸿蒙首批OSV生态伙伴	10t/12t/35t电叉下线，行业首家10t-46t最全电叉型谱覆盖；首创全球首台远控电动堆高机	收购三一锂能，进军换电站、新能源电池及换电服务业务；完成三一机器人的出售	矿山装备首个海外自营工厂投产（印尼），预计产能2000台/年，年产值超过20亿元

资料来源：公司官网，公司公告，三一重装公众号，三一海工公众号，中国银河证券研究院

图3：公司产能全球布局

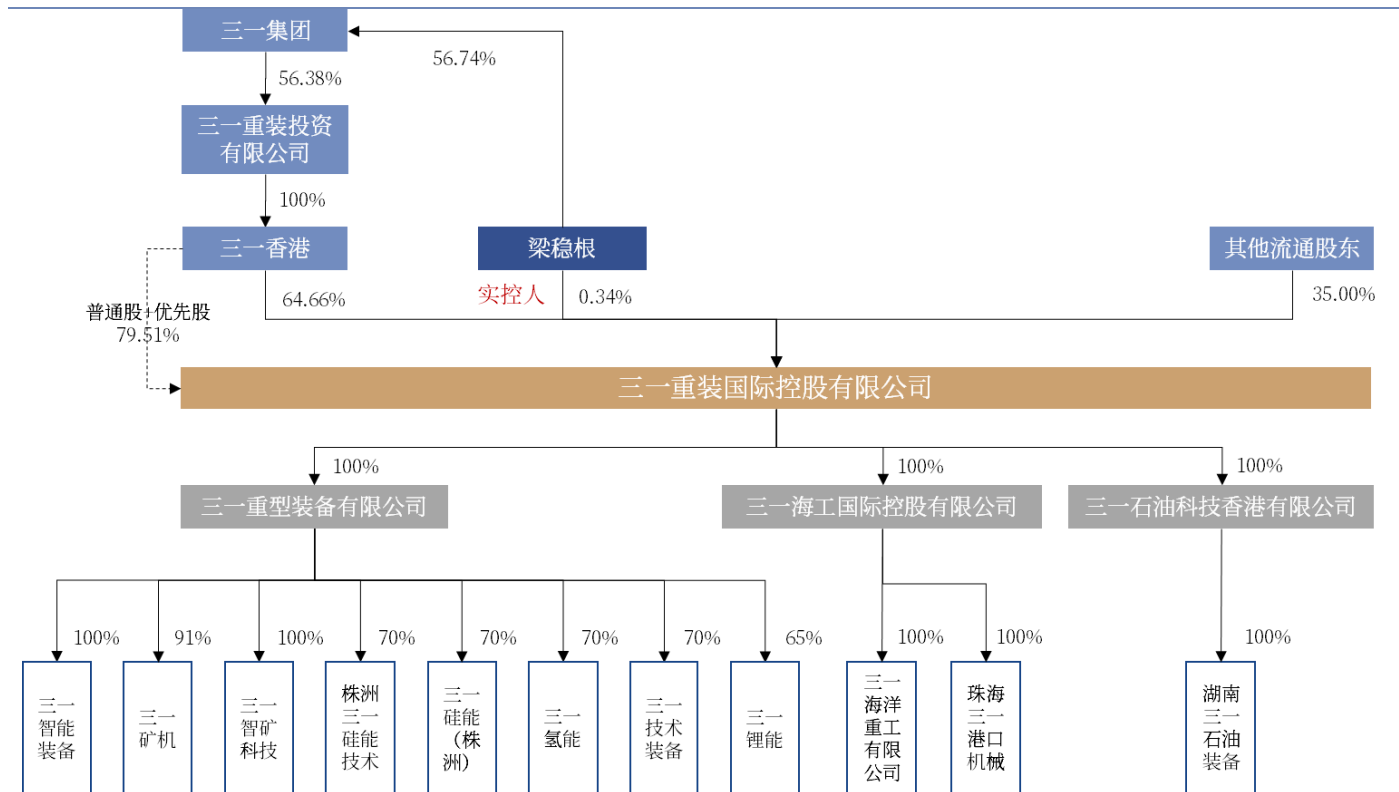
- **沈阳矿山装备产业园：**
三一重装总部所在地，规划产值120亿元，主要生产煤炭机械、矿山机械。
- **西安矿山装备产业园：**
三一重装新产能布局，2023年9月交付使用，规划产能40亿元。
- **珠海物流装备产业园：**
三一海工总部所在地，主要生产大小港机设备，规划产能小港机2880台/年；大港机120台/年。
- **株洲油气装备、光伏产业集群：**
三一石油、三一硅能总部所在地，主要生产油服装备、光伏电池，规划产能压裂主机1200台/年；光伏电池组件5.5GW/年。
- **长沙储能、氢能产业集群：**
三一锂能、三一氢能所在地，主要生产锂电池储能系统、制氢储能系统。
- **印度浦那港机产能：**
物流装备板块海外产能，主要负责生产伸缩臂叉车。
- **印尼西爪哇矿车产能：**
矿山装备板块海外产能，主要负责海外宽体车总装。



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

实控人为三一集团创始人梁稳根，集团赋能协同共进。截至25年7月31日，梁稳根直接持股0.34%，在三一香港持股比例56.38%，为公司实控人。公司核心团队与三一集团联系紧密，董事会主席梁在中先生现任三一集团轮值董事长，非执行董事中，向文波和唐修国现任三一重工董事长、三一集团总裁，二者也均是三一集团轮值董事长。

图4：公司股权结构



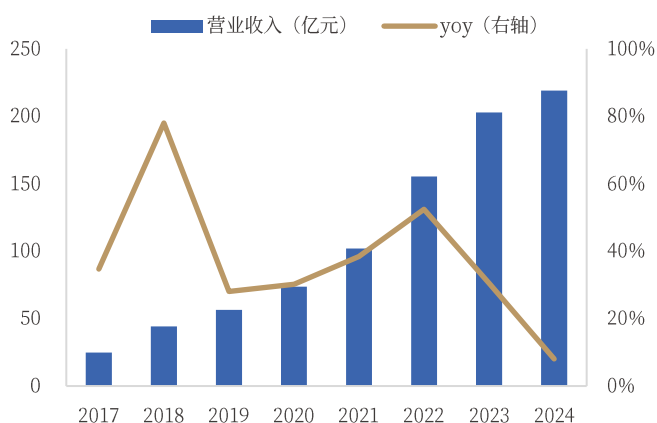
注：时间截止 2025/07/31

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）财务表现：风险暴露相对彻底，静待盈利提升

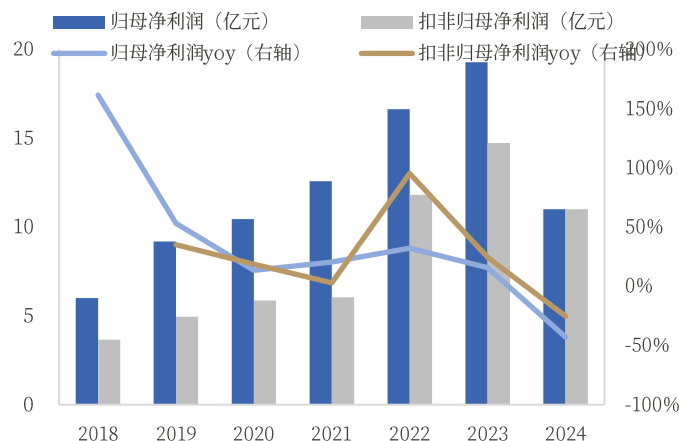
24 年收入稳健增长，风险暴露相对彻底，25Q1 盈利能力提升。2024 年公司营业收入 219.1 亿元/同比+8%，主要受益于大小港机及太阳能组件产品收入及境外销售收入大幅增长。增速有所下滑主要由于国内煤炭装备行业尚处下行周期，且公司在油气装备业务上有选择性放弃了部分风险偏高订单。24 年公司归母净利润 11.02 亿元/同比-43%，部分由于珠海待售物业减值（增加成本 2.78 亿元）以及油气装备分部商誉减值（增加其他开支 4.70 亿元）。在国内煤炭设备需求筑底回升、露天矿矿车明显改善、海外矿山设备更新高峰将至、大港机订单加速交付背景下，25Q1 公司实现营收利润双增长，主营收入 58.8 亿元，同比+14.6%，归母净利润 6.35 亿元，同比+23.2%。

图5：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

图6：公司归母/扣非归母净利润及同比增速



注：其中珠海待售物业减值增加成本 2.78 亿元，油气装备分部商誉减值增加其他开支 4.70 亿元

资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

新业务占比提升，境外销售表现强劲。分产品，24 年公司矿山机械和物流机械分别实现收入 107 亿元和 73 亿元，同比分别-9%和+25%，二者共占公司总收入的 82%，占比下降 4.8pct。油气装备、硅能、锂能分别实现收入 19 亿元、13 亿元和 5 亿元，占比分别 9%、6%和 2%，其中油气装备收入增速达 24%。分区域，2024 年境内和境外收入分别 137.4 亿元和 81.7 亿元，同比分别-1%和+28%，境外收入占比增加 5.9pct 至 37.3%。

图7：公司收入结构（按产品）

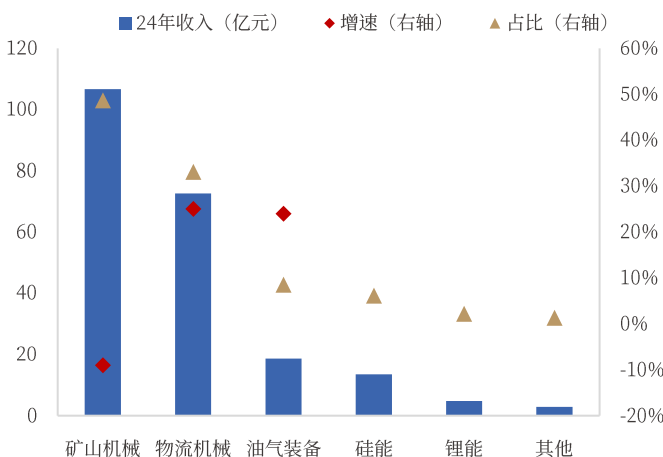
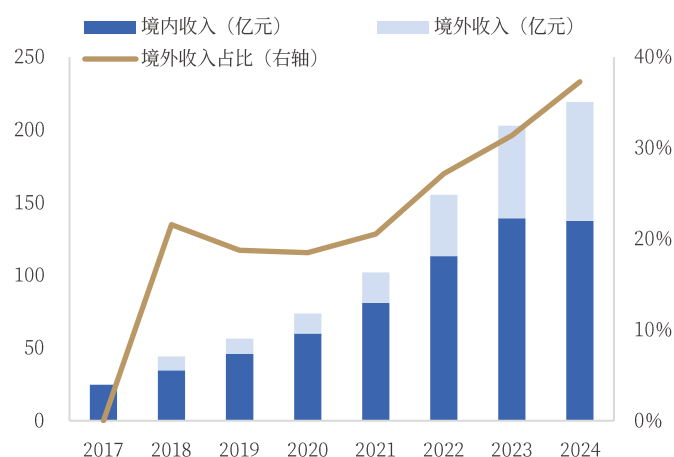


图8：公司收入结构（按区域）

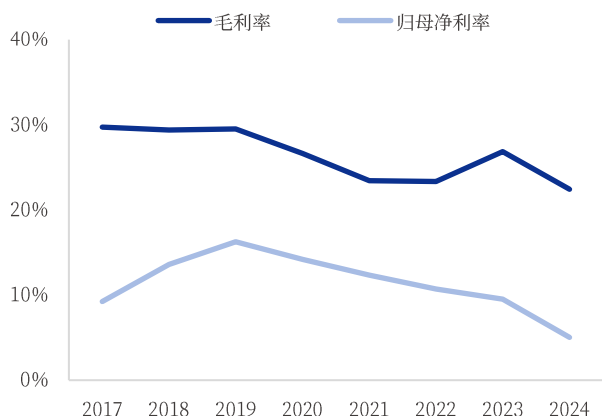


资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

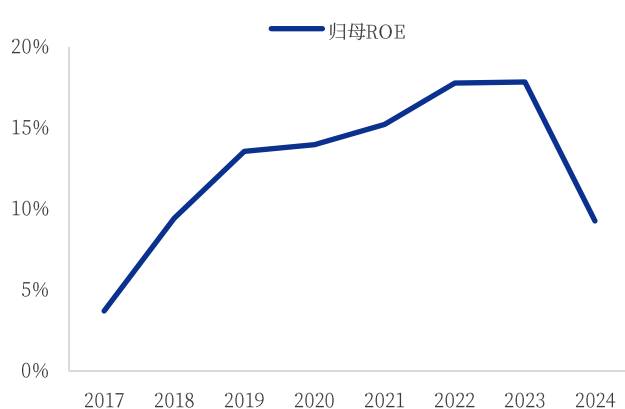
产品结构变化与减值拖累 24 年盈利水平，看好 25 年持续修复。24 年公司毛利率 22.4%，同比-4.4pct。毛利率降低主要是由于低毛利率产品销售占比提高，珠海待售物业减值增加成本 2.78 亿元（计入物流港机板块），油气装备及新兴产业产品毛利率有所下降。24 年归母净利率 5.0%，同比-4.5pct，除了毛利率下降影响外，还由于油气装备分部商誉减值增加其他开支 4.70 亿元。随着 25 年高毛利率掘进机和宽体车销售回暖，小港机自制率提升，减值影响大幅降低，盈利能力有望持续修复。

图9：公司毛利率和归母净利率



资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

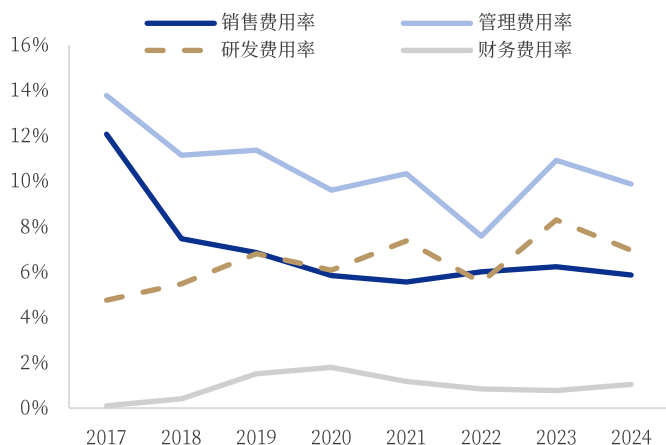
图10：公司归母 ROE



资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

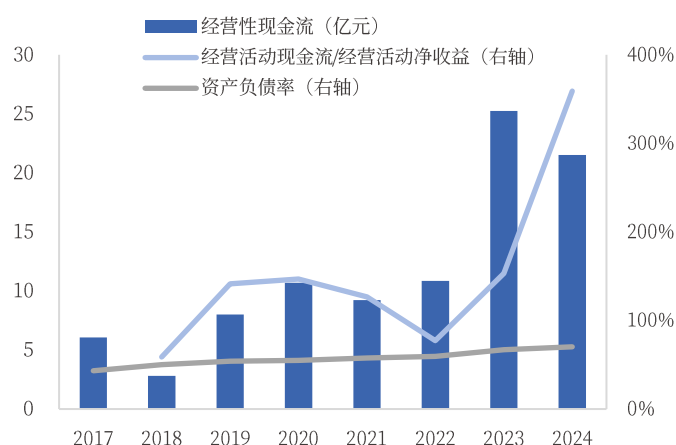
费用率实现有效控制，剔除一次性影响经营现金流同比表现良好。2024 年公司销售费用率 5.87%/同比-0.35pct，主要是由于管控费用且海外销售规模提升。研发费用率 6.96%/同比-1.34pct，主要由于进行了研发体系管理变革及聚焦核心产品研发提高了研发效率。管理费用率 2.91%/同比+0.29pct，主要由于西安和珠海产业园的房屋建筑物等固定资产折旧增加。财务费用率 1.04%/同比+0.26%，融资成本增加 0.7 亿元主要由于银行借款增加。经营性现金流 21.52 亿元/同比-14.7%，若剔除 2023 年西安政府一次性补贴 7.39 亿元，经营性现金流同比+20.6%。资产负债率 70.25%/同比+3.25pct，主要由于银行借款增加。

图11：公司各项费用率



资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

图12：公司经营现金流净额与资产负债率



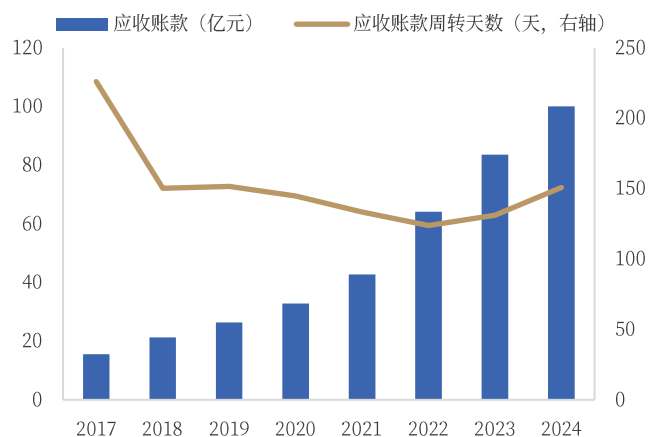
注：其中 23 年西安政府补贴 7.39 亿元

资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

新业务处于资源投入期，周转率略增。24 年公司应收账款和应收票据余额分别 100.1 亿元和

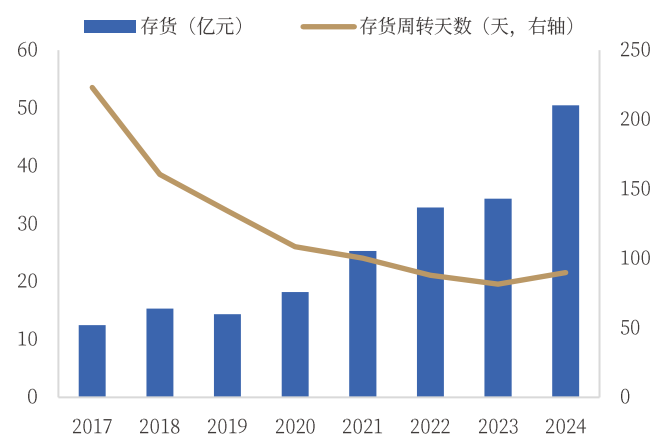
11.3 亿元，其中应收账款同比增加 16.5 亿元，应收账款周转天数同比略有增加。24 年公司存货余额 50.48 亿元，同比增加 16.2 亿元，存货周转天数小幅上涨，主要是由于新业务备货增加。

图13: 公司应收款项及周转天数



资料来源: 公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

图14: 公司存货及周转天数



资料来源: 公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

二、矿山装备：领跑煤炭采掘装备制造，海外拓新机

（一）国内市场：未来煤炭新增产能有限，关注电动化和智能化

按煤矿开采顺序，煤炭机械设备包括勘探设备、综合采掘设备、运输设备、洗选/安全/电气设备、露天矿设备以及其他设备。

掘进机：能够同时完成破岩（煤）、装岩（煤）和运岩（煤）等工序，适用于全煤、半煤岩、全岩巷道掘进、非煤矿山采掘。

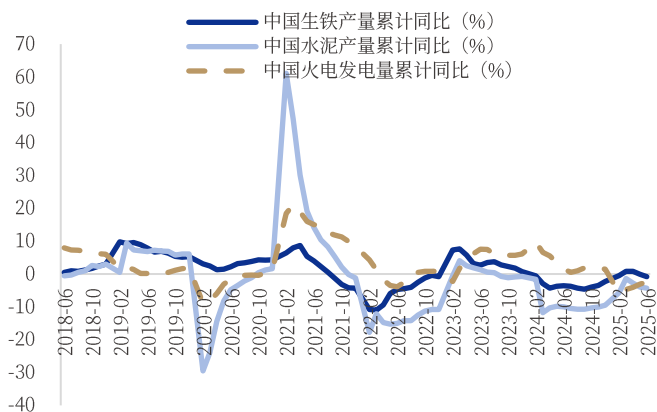
综采设备：采煤机、液压支架和刮板运输机等组成的整套采煤系统。采煤机能够实现对煤层的切割和落煤；刮板输送机用于将采煤机采下的煤炭运出工作面；液压支架则起到支撑顶板的作用，防止顶板垮落，保障工作面的安全。

宽体车和矿车：主要用于露天矿物和机械的运输。传统矿车大致分为铰接式自卸车与刚性自卸车两类。铰接式自卸车体积较小，适用于建筑工地和采石场，适合搬运 20-50 吨的物料。刚性自卸车体积更大，最大能够搬运数百吨物料，价格也较为昂贵。中国主机厂推出了性价比更高的宽体自卸车，载重吨位一般小于 100 吨，较公路自卸车载荷更大，传动系统和车轴更坚固，且成本远低于铰接式自卸车和刚性自卸车。宽体车在印尼、中东、非洲和拉美较受欢迎。

终端需求通过煤价和煤炭产量影响煤机投资需求。煤炭下游对应行业为火电、钢铁、化工和建材等，Wind 数据显示 24 年火电发电量、生铁产量、水泥产量累计同比增速分别从 23 年的 6.9%/0.7%/-0.7%降至 1.5%/-2.3%/-9.5%。供给端，新疆内蒙地区产量增长，国内煤炭产量保持稳中有增（增速 1.3%），同时 24 年煤及褐煤进口量达 54270 万吨，同比增加 6828 万吨，增速（14.4%）超过下游需求。需求景气度滑落叠加供给保持增长、煤炭进口量增加，带来 24 年煤价下行及行业企业利润收缩，传导到煤机投资需求上表现为承压状态。

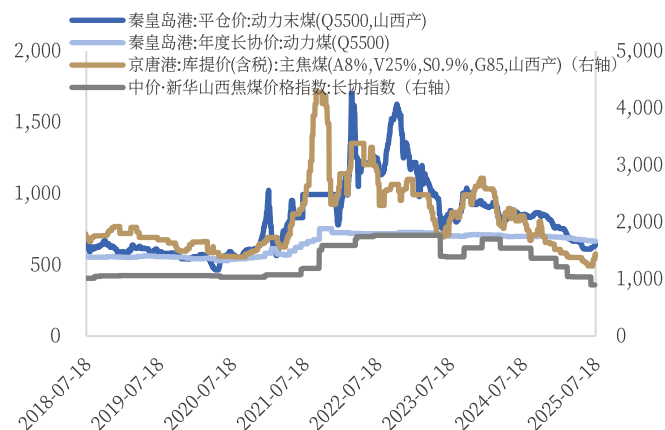
预计 25 年煤炭市场仍旧需求偏弱供应宽松，煤价可能时段性波动，中枢有所下移。关注近期“反内卷”驱动供给收缩预期升温。需求端，据 Wind，25 年 1-6 月火电发电量、生铁产量、水泥产量累计同比增速分别-2.4%/-0.8%/-4.3%。宏观经济整体“弱企稳”，出口受关税扰动，制造业 PMI 4 月份以来转弱至荣枯线以下，生铁产量累计同比微幅下滑，较 24 年有所好转；新能源替代、传统工业需求疲软叠加电厂煤炭库存水位较高，虽有迎峰度夏效应但火电对煤炭需求的拉动有限；房地产深度调整、地方政府债务压力下，水泥市场依旧弱势但累计降幅较 24 年收窄。供给端，年初 2025 年全国能源工作会议表明“全年煤炭产量力争达到 48 亿吨左右”，较 24 年 47.6 亿吨产量持平微增。1-6 月国内煤炭产量累计增幅 5.4%，主要产煤地新疆/内蒙/陕西/山西产量累计增速分别 16%/1%/3%/11%。1-6 月煤及褐煤进口量同比减少 2787 万吨，降幅 11.1%，主要由于印尼降雨及价格政策调整。短期看夏季用电高峰煤价预计旺季反弹，但在全年需求偏弱供应宽松背景下，中枢可能进一步下移。不过近期国家能源局发声煤炭行业“反内卷”，供给收缩和煤价企稳预期升温。

图15: 煤炭终端需求累计增速



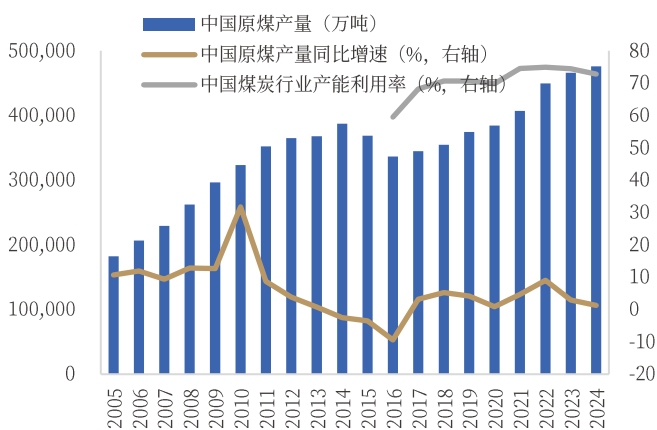
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 动力煤和炼焦煤市场/长协价格走势 (元/吨)



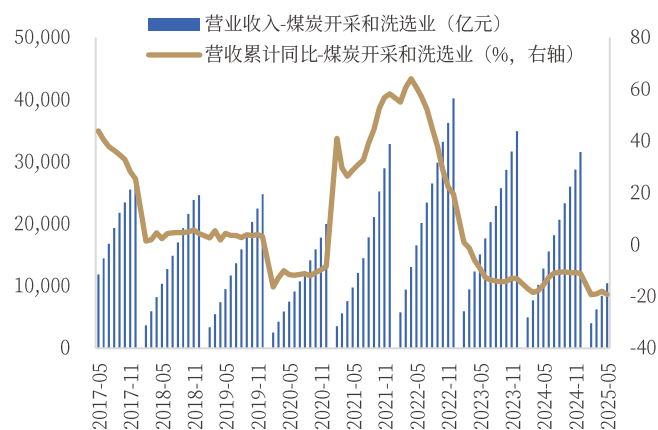
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 中国煤炭产量、增速及行业产能利用率



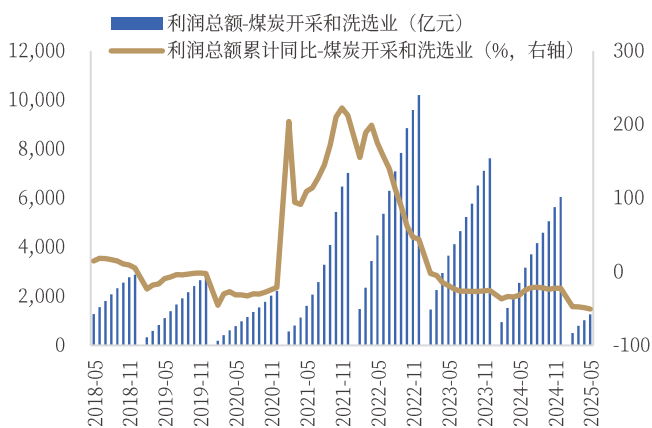
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 煤炭企业营收及增速



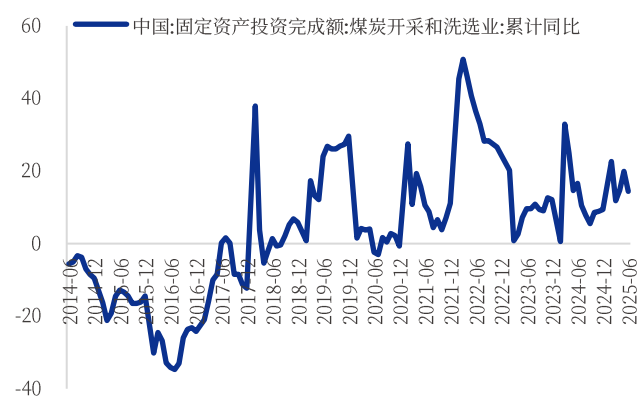
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 煤炭企业利润及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 煤炭开采及洗选业固定资产投资累计增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

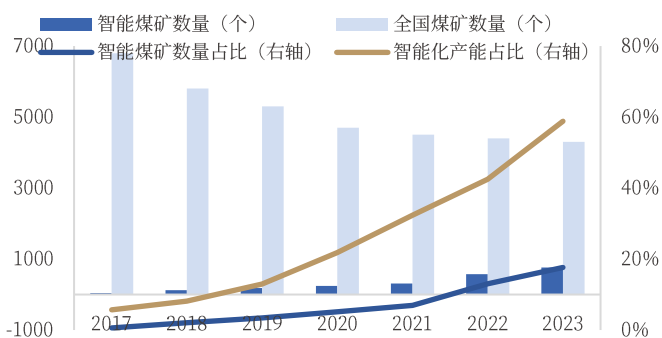
未来煤炭新增产能有限对应煤机新增需求有限。2016 年我国开启“供给侧结构性改革”，驱动煤炭行业落后产能退出（至 17 年基本完成），带来产能利用率提升。目前我国煤炭开采产能利用率稳定在 70+%，产量增长中枢 5% 左右并自 22 年开始进一步放缓，在“煤炭保价稳供”、发展绿色清洁能源需求、煤炭行业“反内卷”下，我们预计未来煤炭产能扩张空间不大，煤机新增需求有限。

关注煤机存量更新和智能化改造。“三机”（掘进机、采煤机、刮板输送机）寿命较短，约 3-5 年，“一架”（液压支架）寿命较长，约 5-8 年。2011-2013 年是上一轮煤炭行业固定资产投资峰值区间，对应煤机更新周期自 2017 年步入新高峰。由于疫情影响，部分煤机可能更新延迟，当前仍处于更新周期后半程。

政策目标有望驱动煤机智能化升级需求释放。据中国煤炭工业协会，我国智能化采掘工作面数量由 2017 年 47 个增加到至 2023 年 1651 个。智能化煤矿建设数量由 2013 年的 1 处发展到 2023 年的 758 处，智能化煤矿数量占总煤矿数量的比例于 2023 年达到 17.63%。智能化产能由 2013 年 600 万吨增加到 2023 年 27.7 亿吨，智能化产能占总产能比例由 2013 年的 0.15% 增加到 2023 年的 58.81%。但相较 2024 年 4 月《关于深入推进矿山智能化建设促进矿山安全发展的指导意见》所提出的“到 2026 年，全国煤矿智能化产能占比不低于 60%，智能化工作面数量占比不低于 30%”目标还有较大空间，25 年全国能源工作会议也再次明确争取今年大型煤矿基本实现智能化。我们认为煤矿智能化建设将成为推动煤机更新换代、升级改造的重要力量。

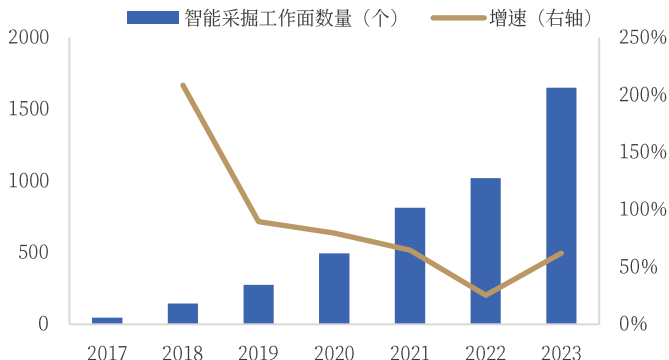
此外，关注雅江水电站等非煤基建工程项目对宽体车和矿车需求的拉动。7 月 19 日雅下水电工程举行开工仪式，项目总投资 1.2 万亿元，被称为“人类历史上最大的基建工程”。基于环保考虑，项目建设偏好采购新能源设备，并优选无人化产品。我们认为，雅江水电站建设有助于拉动宽体车、刚卡和无人矿卡需求，推动宽体车和矿车国内市场筑底回升。

图21：中国智能煤矿数量和占比&智能化产能占比



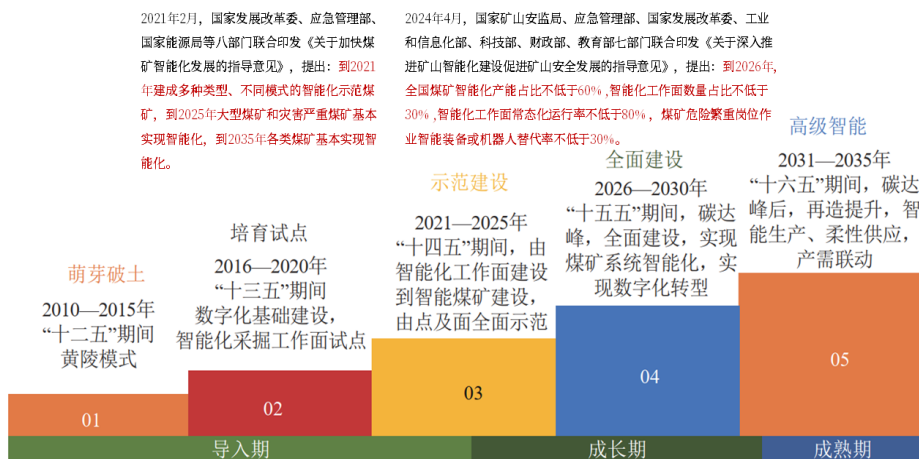
资料来源：张林，王国法，刘治国等《煤矿智能化建设市场现状及发展趋势研究》，中国银河证券研究院

图22：中国智能采掘工作面数量及增速



资料来源：中国煤炭工业协会，中国银河证券研究院

图23：煤矿智能化发展进程及生命周期对照

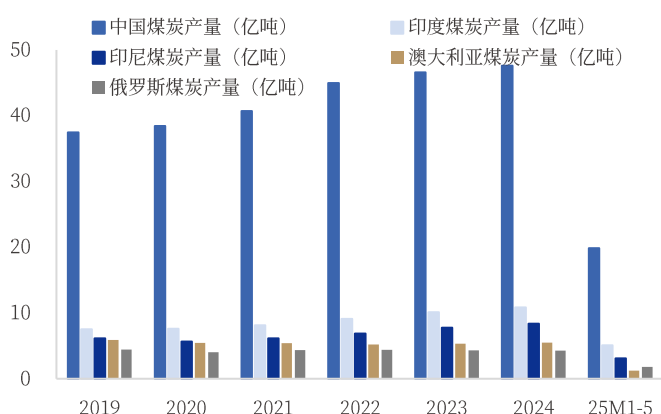


资料来源：张林，王国法，刘治国等《煤矿智能化建设市场现状及发展趋势研究》，中国政府网，国家矿山安监局，中国银河证券研究院

(二) 海外矿山市场：露天矿用设备规模稳步增长

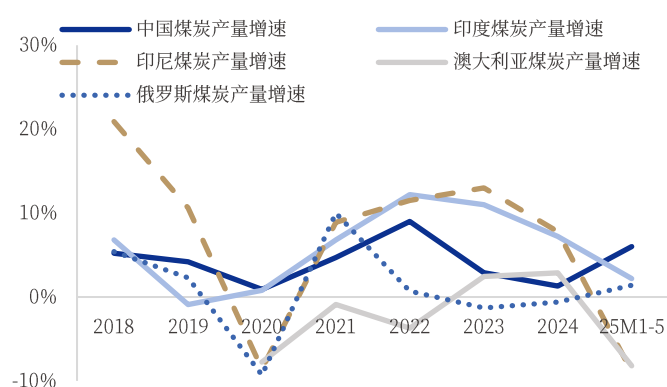
25 年全球煤炭需求预计增幅趋缓，供大于求态势持续，新增投资增长放缓且集中在现有煤炭资产。AI 进步和数据中心投建加快驱动全球电力需求上涨，美国煤电退役速度有所趋缓，东南亚和印度对化石燃料发电依赖度依旧较高，对 25 年全球煤炭需求有一定支撑，但基于新能源替代作用加强，煤炭需求长期前景疲软。同时，市场仍将保持供大于求态势。虽然中国和印度煤炭进口量减少，印尼暴雨及高热值煤炭质量竞争优势不足情况下，印尼 25 年煤炭产量可能下滑显著。但是印度产量预计继续增长，印度煤炭部近日设定了未来 5 年煤炭产量目标，计划到 2029-30 财年，将产量由 2025-26 财年的 10.8 亿吨增加至 15.33 亿吨，复合增速 7.2%。同时中国煤炭工业协会预测 25 年中国煤炭产量预计稳中有增。此外，煤炭投资层面，据国际能源署，25 年全球煤炭生产投资预计增加 4%，仅为过去五年年均增长率的一半，其中新建煤矿投资有限。

图24：五大主要产煤国 19 年至 25M1-5 煤炭产量



资料来源：国家统计局，印尼能源和矿产资源部，印度煤炭部，Australian government's OCE, Rosstat, 中国煤炭经济研究会，中国银河证券研究院

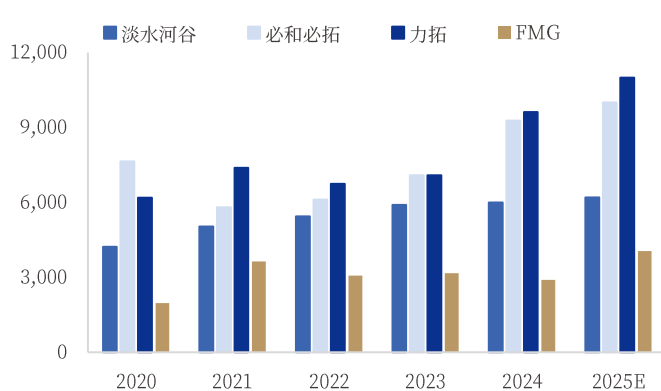
图25：五大主要产煤国 19 年至 25M1-5 煤炭产量增速



资料来源：国家统计局，印尼能源和矿产资源部，印度煤炭部，Australian government's OCE, Rosstat, 中国煤炭经济研究会，中国银河证券研究院

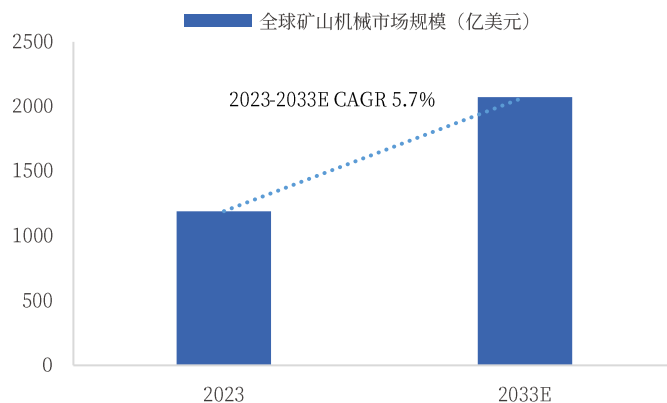
全球主要矿企 25 年资本开支继续扩大，铜、锂、镍、钴、石墨和稀土等关键能源矿产需求提升，矿山机械市场规模有望稳步增长。全球四大矿企淡水河谷、必和必拓、力拓、FMG 25 年财年资本开支计划 62 亿美元、100 亿美元、110 亿美元、39-42 亿美元，增幅分别 3-40%，驱动全球矿山机械市场需求蓬勃发展。据 Precedence Research，全球矿山机械市场规模有望从 23 年的 1191 亿美元增至 2033 年的 2074 亿美元，10 年复合增速 5.7%。

图26：四大矿山企业资本开支（百万美元）



注：必和必拓和 FMG 年报截止日期为 6/30

图27：全球矿山机械市场规模及增速



资料来源：Precedence Research，中国银河证券研究院

资料来源：淡水河谷官网，必和必拓官网，力拓官网，FMG 官网，中国银河证券研究院

当前全球矿车规模达千亿级且将继续扩大。据 Interact Analysis，24 年全球矿车销量 45600 辆，中国厂商占据一半以上，且预计到 2030 年，全球矿用卡车销量将保持稳定增长。据弗若斯特沙利文，预计 2025 年中国矿车销量接近 25000 辆，且将以 3.5% 复合增速至 2030 年达到 29500 台左右。海外露天矿开采是矿车矿挖需求的重要来源。区别于国内露天煤矿产能比例约 25%（23 年底），露天开采是美国、印度、印尼、澳大利亚、俄罗斯等世界主要采煤大国主要采煤方式。中国煤炭工业协会报告显示，澳大利亚、南美等地露天煤矿产量占比高达 70%-90%。据倪坤、王妍、刘闯《俄罗斯露天煤矿发展研究》，露天煤矿产量占俄罗斯煤炭产量 75% 以上。露天矿挖运设备除了核心设备矿卡、矿挖，还包括矿用平地机、矿用装载机、矿用推土机、电铲等。

（三）智慧矿山：当前全球无人矿车市场近百亿元，且将快速扩容

传统采矿作业存在事故频发、工作环境恶劣、劳动力老化、经济效益较低等问题。据希迪智驾招股书，每年中国因采矿安全事故导致的直接经济损失近人民币 100 亿元，由于工作环境常常伴随高温高湿高噪音和空气品质差，矿区难以吸引年轻人，中国采矿业员工数预计将由 2024 年的约 330 万人降至 2030 年的 320 万人，且 60% 以上工人年龄超过 40 岁。此外，传统采矿方式对人力和机械设备依赖程度高，矿卡每天作业时间达 16-24h，每辆车一般需 2-3 名驾驶员，人工成本高昂。

矿区，尤其是露天矿，是无人驾驶技术商业化和规模化应用的重要场景之一。矿山具有封闭、高度结构化的运营环境，在其中无人矿卡可全天候运行，大幅提高了生产效率并缩短停工时间。所有矿区场景中，露天矿作业尤其适合部署无人驾驶。运输是露天开采中劳动力和成本最密集的环节之一，而露天矿运输性质偏沿着预定路线的点对点运输，为无人驾驶系统提供了理想的运行环境。

2024 年全球无人矿车市场规模约 50-100 亿元，中国企业占比可达 50%。据灼识咨询，2024 年全球/中国无人矿车销量 2100/1400 辆，以国际/中国平均 500 万元/250 万元计算，2024 年全球/中国无人矿车规模约 70 亿/35 亿元。随着无人驾驶技术、5G+工业互联网等技术在矿山场景逐渐成熟，以及国务院明文下达 2030 年实现矿山基本无人化绿色化，智慧矿山市场将快速扩容。灼识预测至 2026 年全球/中国无人矿车销量将达到 8700/5500 辆，并将在 2030 年进一步超过 26000/16000 辆。此外，据弗若斯特沙利文，中国矿区无人驾驶解决方案市场规模将由 2024 年的 20 亿元增至 2030 年的 301 亿元，复合增速 57%。当前中国无人矿车主要分为增程/燃油/纯电动宽体车和刚性矿卡，其中增程宽体车是露天矿无人矿车的主流选择。但目前露天矿无人驾驶部署仍面临暴雨、极寒、沙尘暴等恶劣多变的环境问题，对企业技术、产品、运营有较高的综合要求。

图28：中国无人矿车销量渗透率及保有量渗透率

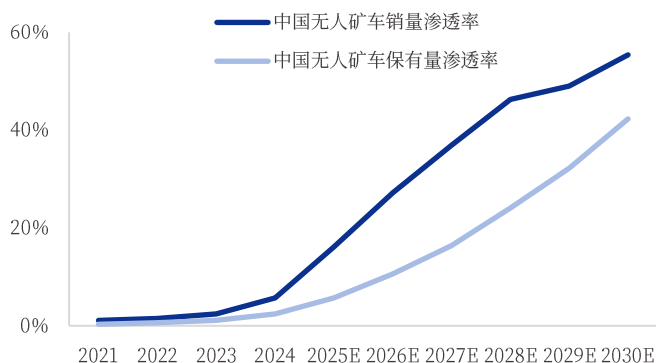
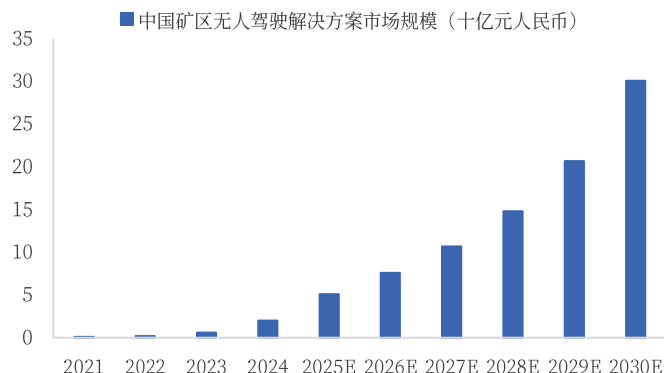


图29：中国矿区无人驾驶解决方案市场规模



注：中国无人矿车销量渗透率=中国无人矿车销量/中国矿车总销量；中国无人矿车保有量渗透率=中国无人矿车保有量/中国矿车总保有量
资料来源：弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

资料来源：弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

（四）公司：国内修复预期加强，智能、绿色、全球化优势显著

三一国际矿山业务运营主体是旗下重装事业部。三一重装成立于 2004 年，专业从事矿山机械、煤炭掘采运成套设备研发制造和销售，产品包括煤炭和非煤采掘设备、矿车、智慧矿山设备及配件。

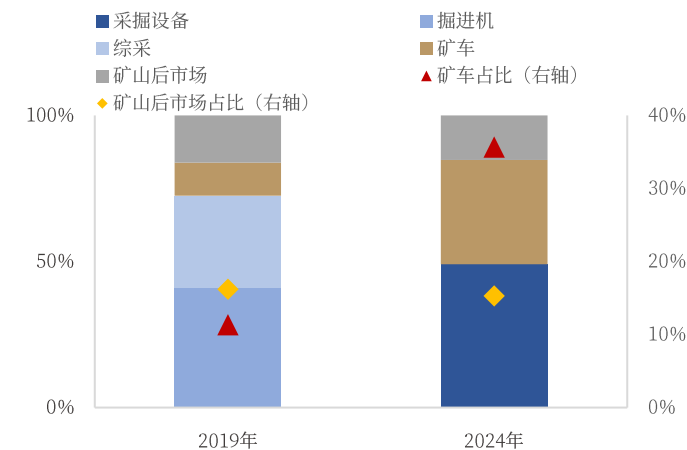
25 年公司掘进机和宽体车订单有望逐步修复。16-23 年公司矿山分部（含智矿及其他）对外销售收入从 7.28 亿元快速增加至 125.01 亿元，复合增速达到 50%，24 年受国内部分区域采矿活动停滞影响，整体矿山设备对外销售下滑至 109 亿元。矿山装备营收结构中，采掘设备占比已从 19 年的 72% 降至 24 年的 49%，矿车占比较 19 年提升 24.3pct 至 24 年 35.6%，矿山后市场 24 年占比 15.3%。展望 25 年，Q1 公司掘进机、宽体车收入和毛利率双提升，海外刚性矿卡增速达 300%，随着国内宽体车需求改善，全球矿车更新替代高峰期即将来临，公司 100-150 吨级高度国产化电动钢卡产品力逐渐获市场认可，我们看好公司矿山领域订单逐步修复，实现稳中向好增长。

图30：公司矿山装备营收及增速



注：营收额上，2022 年及之前包括智矿及其他收入，2023 年开始不含智矿等
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图31：公司矿山装备业务营收结构



注：采掘设备包括掘进机和综采

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

三一国际在矿山装备领域具备掘进机龙头地位和智能化、电动化、全球化优势。且伴随矿山设备智能化、大型化、成套化趋势及设备出海浪潮，三一国际优势有望继续巩固。

1) 掘进机龙头，市场认可度高，液压支架等市占率稳步提升。掘进机技术难度和安全性要求较高，技术迭代节奏相对平稳，进入壁垒较深。据公司披露，三一国际掘进机国内市占率自 2008 年已跃居第一，24 年达到 63.2%，同比继续增加 0.8pct，较 19 年+10pct，掘进机业务龙头地位稳固。同时液压支架市占率稳步提升，24 年 29.8%，同比 23 年/19 年分别+0.7pct/+16.0pct。

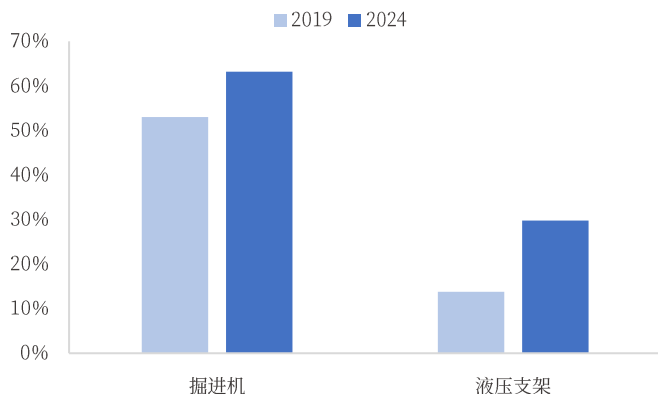
2) 技术领先及智能化电动化优势。三一国际 18 年上市世界首套纯水液压支架并成功投入使用；智能掘进机荣获中国煤炭科学技术三等奖，目前市占率 60+%；针对综采自动化产品建立了专门的自动化研究院，实现了全栈自研；24 年成为华为矿鸿首批 OSV 生态伙伴，共同研发多样化的矿山智能化设备；针对电动化产品，24 年 100 吨级混合动力刚性矿车畅销海内外，150-300 吨级的混合动力电动轮矿车也陆续下线并实现销售。

3) 全球化优势。相较于郑煤机和天地科技，三一国际重要特点之一在于全球化布局。24 年其矿山装备海外销售占比达到 33.5%，高于郑煤机（<7%）和天地科技煤机业务（0%），主要受益于面向全球的矿车销售占比的快速提升（从 19 年的 11% 提升至 24 年的 36%），宽体车全球市占率已

经达到 23.1%/同比提升 4.5pct。此外，去年价值 1.2 亿元综采三机成套设备集中交付土耳其 HATTAT，创海外市场单笔订单额新高。

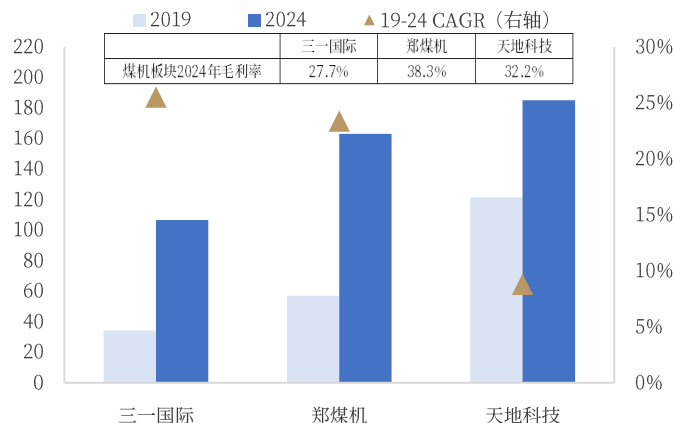
4) **后市场优势**。矿山场景更青睐于具备全面解决方案、具备快速服务响应和配件供应的厂商，小松 23 年矿山机械后市场的占比达到 60+%。三一国际掘进机销售历史悠久，已具备较成熟的配件网点布局和供应能力，未来有望继续巩固优势释放后市场发展潜力。

图32：公司掘进机与液压支架国内市占率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

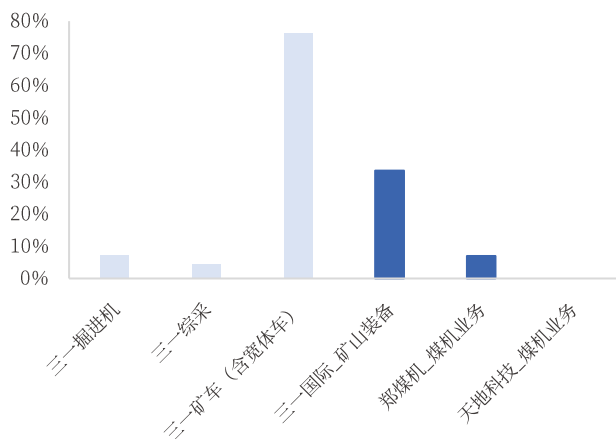
图33：三大煤机上市公司煤机板块营收及毛利率对比



注：三一国际选取矿山装备收入、郑煤机选取剔除贸易收入后的液压支架及其他煤机设备收入、天地科技选取机械制造+安全装备+环保装备收入之和作为煤机板块收入和毛利率计算基础

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

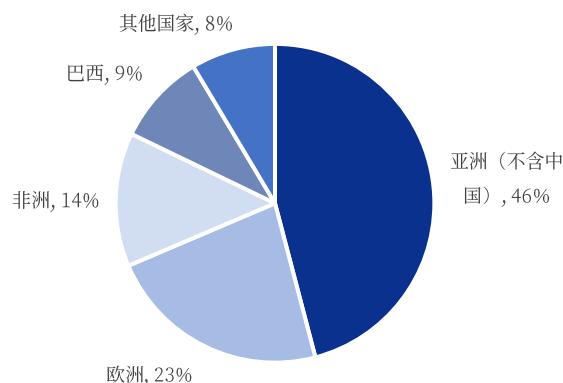
图34：三大煤机上市公司煤机板块海外收入占比



注：三一国际矿山装备业务板块由掘进机、综采、矿车（含宽体车）、配件构成；郑煤机煤机业务国内收入占比超过 93%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图35：公司矿山装备业务海外营收区域结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

智慧矿山业务层面，经营主体三一重装子公司三一智矿具备全栈自研技术体系、一体化集成交付能力、专业矿区运营经验、多元化商业拓展能力，产品矩阵完善，产品力优秀，且立足三一优势产业资源实现了多方合作链接。

1) **产品矩阵上**，三一国际目前已具备燃油/换电/纯电无人宽体车、无人刚性矿卡、遥控挖掘机/装载机等智慧矿山全系列产品，实现了全场景覆盖，实现 80%露天矿设备和 100%井工矿设备覆盖。

2) **技术研发上**，具备“车+路+云”全栈技术平台和矿山云平台，可连接无人矿卡、综采、监测

和边缘设备，串联供应、开采、运输、装卸等业务，云平台实现 1000+设备接入、50+矿山运营应用和 99%功能稳定性。

3) **集成交付上**，三一国际已实现井工场景/露天场景小于 5 天/60 天快速部署。矿区运营上，公司累计运输里程已超过 500 万公里，累计运输土方已超过 2000 万立方，并伴随线上数字化安全预警、设备人员管理、预测性维护和灾害防治等，实现数据积累反哺线下运营效率提升。

4) **生态建设上**，打通三一国际、三一重工、三一重能等集团资源，在露天矿领域已与紫金矿业、中国有色、RioTinto、Fortescue、海螺水泥等达成合作，在井工矿领域已和中煤科工、潞安集团、中国神华、淮北矿业、山东能源达成合作，并在通讯、测绘、科研等领域建立了多元合作，形成了差异化生态优势。

图36：三一国际智能化绿色化无人矿机系列



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图37：三一国际全系列智慧矿山产品矩阵及解决方案

标准化产品+平台交付系统 综合运营+技术服务+全套设备						
运营服务	自动化作业	智能调度	安全监控	经营管理 矿区管理	远程控制	应急联动
辅助系统	巡检系统	计量系统	生产计划 管理	人员调度	设备监测	配矿管理
	机电系统	人员定位 系统	驾驶行为 管理	通讯管理	通风管理	应急联动
核心系统	无人驾驶 系统	设备管理 系统	云端调度 系统	M-GIS数据 管理系统	矿山物联 网平台	智能物流 运输系统
主机设备	无人宽体 车燃油款	无人宽体 车换电款	无人宽体 车纯电款	无人刚性 矿卡	遥控挖掘 机	遥控装载 机

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

三、港口物流：集装箱流动装备国内龙头，受益电动化

（一）行业：大型港机规模平稳，绿色港机需求提升

1. 分类及介绍

港口作业机械是指在港口用于货物装卸、搬运、堆存和运输等作业的各类机械设备。按型号大小和是否固定可以分为大港机和小港机。

大港机：主要指大型的起重设备，如岸桥和场桥，用于集装箱的直接装卸。大港机规划随港口设计，投资额大，周期性强，生命周期较长。

- **岸桥**：是集装箱船与码头前沿之间装卸集装箱的主要设备。其装卸能力和速度直接决定码头作业生产率。
- **场桥**：即轨道式集装箱门式起重机，也称“轨道吊”，主要用于大型集装箱储运场的集装箱装卸、搬运、堆放以及集装箱铁路转运场，是集装箱在后方堆场进出口的主要设备。

小港机种类较丰富，主要包括用于集装箱短距离搬运和堆叠的集装箱设备（正面吊、堆高机、电动集卡）、用于大宗散装物料装卸运输和存储的散装设备（抓料机、高架吊），以及通用装卸设备（重型叉车、伸缩臂叉车）等。

表1：港口机械分类介绍

分类		设备名称	功能场景	特点
大型港机		岸桥（岸边集装箱起重机）	安装在码头前沿，直接对集装箱船进行装卸作业	规划随港口设计，投资额大，周期性强，生命周期较长
		场桥（集装箱龙门起重机）	在堆场内进行集装箱的堆放和搬运，常见为轨道式或轮胎式	
小型港机	集装箱装备	正面吊、堆高机、电动集卡	用于堆场内的集装箱短距离搬运和堆叠	生命周期更短，无强周期波动
	散料装备	抓料机、高架吊	主要用于大宗散装物料（如煤炭、矿石、粮食等）的装卸、运输和存储	
	通用装备	重型叉车、伸缩臂叉车	重载装卸、灵活装卸	

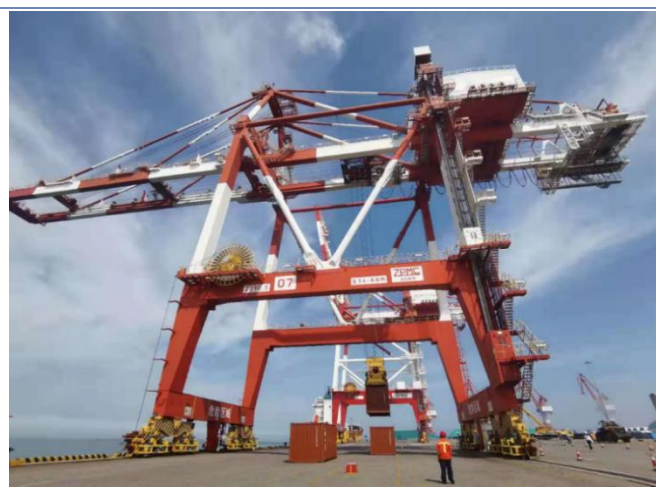
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图38：大港机之场桥（轨道式集装箱门式起重机）



资料来源：山东港口威海港，中国银河证券研究院

图39：大港机之岸桥



资料来源：山东港口威海港，中国银河证券研究院

图40：小港机之正面吊



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图41：小港机之叉车



资料来源：青岛港公众号，中国银河证券研究院

2. 港机需求驱动因素

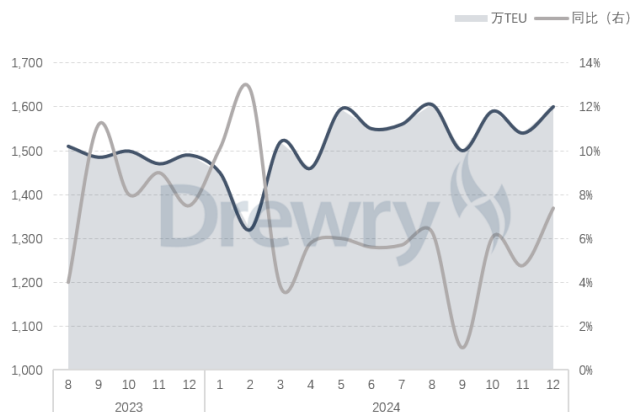
大型港机：由于投资额大且规划跟随港口设计，市场增量总体有限，我们认为 25 年全球市场规模有望基本持平。大型港机驱动因素除部分地区码头新建带来增量外，更多来自周期性自然更新需求、疫情期间部分项目延期更换需求、船舶大型化和港口智能化驱动升级改造需求。

集装箱&散料装备：生命周期相对较短，受吞吐量波动影响更大，新增&置换需求下 25 年市场预计稳中有增，但需警惕高关税落地抑制外贸进而拖累港口机械需求。国内主要驱动因素来自智慧港口和智慧巷道建设、内河运输建设，海外驱动因素来自大流量港口的自动化码头新建及改造需求，以及“一带一路”沿线国家的港口设备需求。据 Drewry，24 年末全球集装箱吞吐量同比增速已呈持续改善态势。24 年中国集装箱运输增长超预期，散货杂货运输增长平稳，25 年 1-5 月集装箱吞吐量累计同比增速较 24 年末有所提升（国家统计局数据）。我们认为，若关税摩擦未进一步恶化，考虑国内经济稳定增长，但外贸有所承压、房地产低迷拖累钢铁需求、废物循环减少铁矿石进口需求，25 年全国港口货物吞吐量有望稳中微增，增速逐步放缓。全球经济整体低速增长，国际贸易面临一定不确定性，全球港口货物吞吐量可能表现平稳。

电动化驱动绿色港机需求提升。固定运行的大型港口起重机械一直以来都以电能作为动力来源，电动化更多的集中在原本以燃油为主的流动机械，比如集卡、空箱堆高机、集装箱正面吊运机等。《绿色交通“十四五”发展规划》设定目标，25 年 11 个国际集装箱枢纽海港新能源清洁能源集卡占比达到 60%。《交通领域绿色低碳发展实施方案》提出到 2030 年，具备条件的沿海主要港口、铁路物流基地、物流园区、机场等内部车辆装备和场内作业机械等总体完成新能源、清洁能源动力更新替代。此外，沿海港口不断推进世界级港口群和世界一流港口建设，行业持续朝着智慧、绿色转型发展，电动化港口机械有望迎来放量。

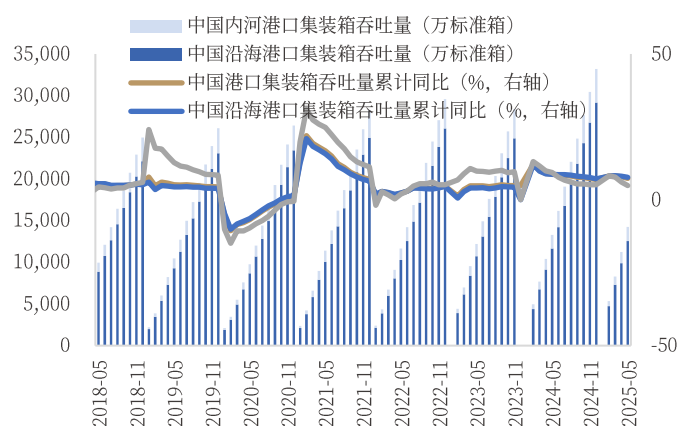
伸缩臂叉车：受高通胀及经济降速影响，25 年美国需求明显下滑，欧洲预计维持稳定。基建投资、农业机械化提升、采矿需求增长、智能化升级是伸缩臂叉车需求的重要支撑。按区域看，欧美是重要需求市场，但以中国为代表的亚洲市场占比在逐步提升。据 Off-Highway Research，2020 年全球伸缩臂叉车需求量达 7.5 万台，约三分之二位于欧洲和北美。我们预计，由于美国国内通胀及经济增速趋缓，25 年美国市场需求可能受到抑制；欧洲市场整体预计平稳，且由于城市密集对于紧凑型产品需求可能提升。

图42: 全球集装箱吞吐量（重箱）



资料来源: Drewry Maritime Research, CTS, 中国银河证券研究院

图43: 中国港口集装箱吞吐量及同比增速



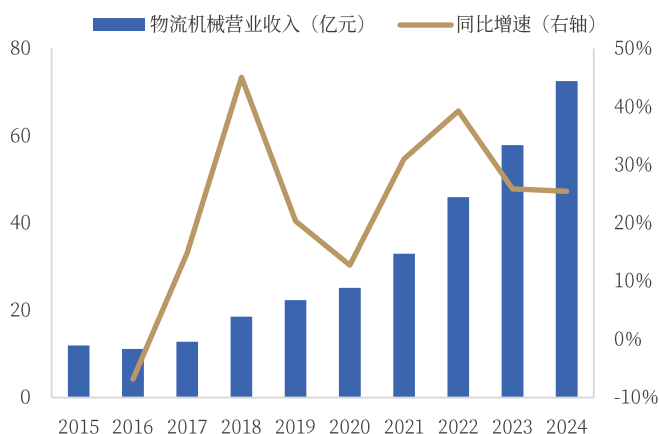
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

（二）公司：大港机订单加速交付，小港机电动化快速渗透

三一国际物流机械业务经营主体主要是旗下全资子公司三一海工，拥有长沙和珠海两大产业园，主要产品包括集装箱流动装备（正面吊、堆高机、电动集卡），港口装备（岸桥、场桥、门座），物流装备（抓料机、重叉、伸缩臂叉车），散料装备（卸船机、装船机、堆取料机等）等产品。当前三一海工产品远销欧美、中东、非洲、亚太等 100 多个国家和地区，全球占有率 35% 以上，国内市场占有率 70% 以上，连续十多年国内市场占有率第一。24 年物流机械业务海外收入占比 61.6%，同比提升 0.16pct。

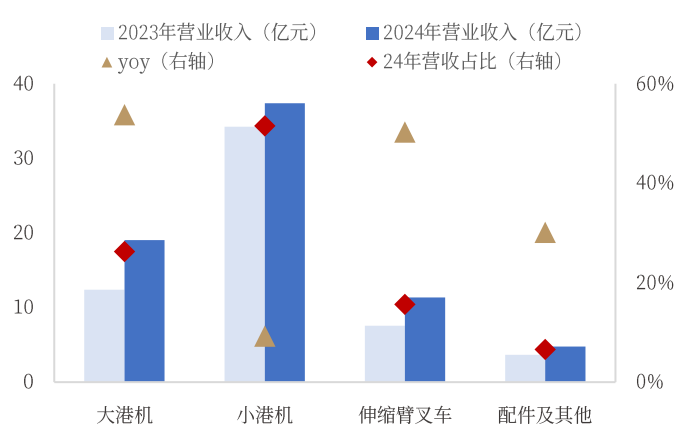
绿色化快速发展，电动渗透率超过 50%。截至 24 年初，三一电动正面吊、电动堆高机、电动重叉、电动集卡等新能源产品实现国内 27 省（直辖市、自治区）客户投入使用，并批量交付海外 PSA、APMT、Hutchison、DPW 等主流港口运营商，至 24 年累计销量 1500 台，行业领先。

图44: 三一国际物流机械营收及增速



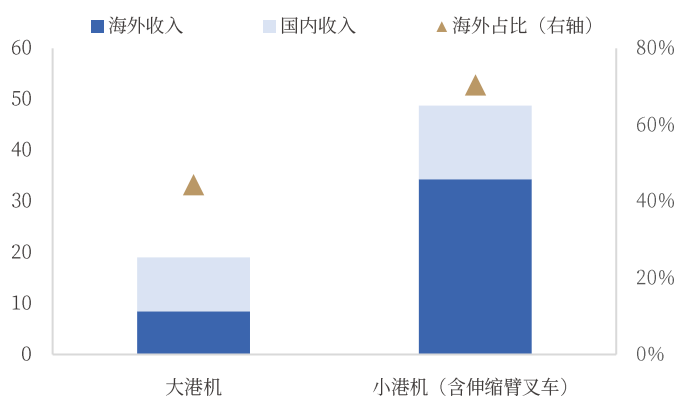
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图45: 三一国际物流机械营收结构（分产品）



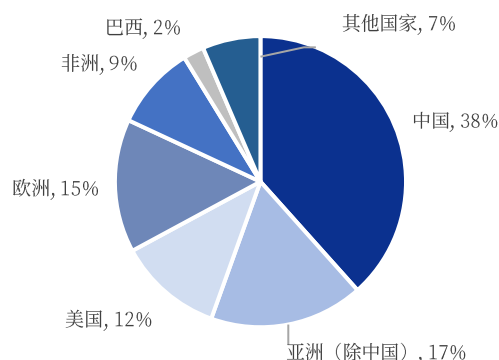
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图46: 三一国际物流机械主要产品营收结构 (分区域)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图47: 三一国际物流机械营收结构 (分区域)

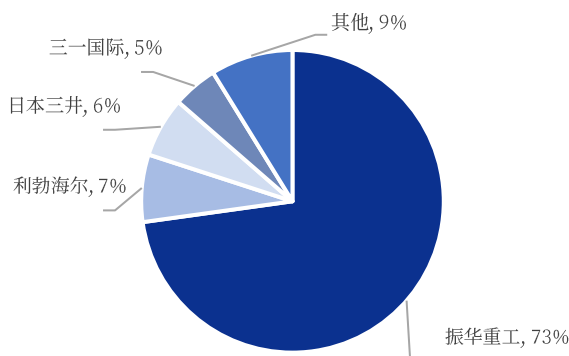


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

大型港机集中度较高, 振华重工是全球龙头, 三一国际订单加速交付。以岸桥产品为例, 振华重工按交付量计 2023 年市占率达到 73% (WorldCargo), 至今连续 27 年保持市场份额全球第一。其余厂商主要为综合性工程机械制造商, 包括利勃海尔、日本三井、三一国际等, 23 年岸桥市场份额分别为 7%、6% 和 5%。三一国际 25Q1 大港机交付规模实现双位数增长, 在手订单表现良好, 我们看好订单加速交付下业绩放量。

小型港机格局相对分散, 三一国际为国内正面吊堆高机龙头。至 24 年初, 三一国际正面吊堆高机等移动港口机械产品全球市占率 35+%, 国内市场占有率 70+%, 连续 16 年国内市场占有率第一。据 24 年业绩报告, 公司正面吊堆高机国内市占率继续提升, 分别提高 0.3pct/1.5pct 至 68.3%/68.6%。25Q1 海外电动化率提升+制造工艺精进, 公司小港机毛利率大幅提升, 盈利能力持续优化。

图48: 全球岸桥市场 2023 年竞争格局 (按交付量计)



资料来源: WorldCargo, 中国银河证券研究院

图49: 三一国际正面吊和堆高机 24 年国内市占率领先



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

新产品、新区域持续拓展, 业绩潜力不断释放。

重叉:三一重叉既适用于大吨位货物的装卸, 又能承担重要设备的辅助维修、拆卸和安装任务, 具备稳定可靠、安全高效的特点, 载重覆盖 10-46 吨, 同时可搭配多种属具和门架。目前三一重叉已经覆盖国内各大知名港口, 并批量交付联合国、美国宇航局、德国、沙特、阿联酋、卡塔尔、巴西、阿根廷、墨西哥、南非等全球客户。

伸缩臂叉车:公司自 2022 年起加大对伸缩臂叉车的全球投入, 全新 14m 和 18m 机型亮相德国宝马展, 进入欧洲市场。同时也开发了针对全球不同区域的定制化机型, 突破北美、南美、泛俄

等区域空白市场。产能布局上，公司在海外已建立了生产基地。24 年伸缩臂叉车实现销售收入 11 亿元，同比增长 50%。25 年虽然北美需求收缩，但公司在欧洲和新兴市场投入加大，有望实现整体销售稳中有增。

此外，针对叉车行业电动产品销量增速年均 18% 的旺盛需求，三一陆续实现了 2-46t 吨位电动叉车全覆盖，并实现了全工况全场景覆盖。

四、油气装备：定位高端，驶向全球

（一）行业：国内需求有支撑，海外中企开拓进展可喜

我们认为下半年油价可能整体承压伴随区间震荡。受中东局势升级影响，原油价格 6 月小幅冲高又回落，综合 OPEC+ 加速增产，全球整体需求偏弱，关税风险和地缘冲突，我们预测下半年油价可能存在阶段性上涨，但整体仍偏下行趋势。

中国油气公司资本开支降幅有限。油气装备需求受油价和国内能源政策有关。油价降低可能削弱下游油气公司扩产意愿，带来油气公司资本开支下行，进而削减油服企业订单。据各公司年报披露，中国石油、中国石化、中国海油 25 年资本预期开支较 24 年分别 -4.8%/-7.0%/-0.2%，同比有所滑落。但油价传导至油气装备需求的过程会受国家能源安全政策影响。近年可观察到中国油气公司资本开支与油价的联动性降低，主要是基于能源自主和长期储备考量。22H2 开始油价骤跌后持续走低，但三大油气公司资本开支 22/23 年稳步上行、24 年基本持平。

国内油气产量回暖预期+非常规油气开采力度加大，有望带动相关油服设备需求。2 月 27 日国家能源局印发《2025 年能源工作指导意见》，提出了 2025 年能源工作的主要目标和 21 项年度重点任务。其中要求：原油产量保持 2 亿吨以上，天然气产量保持较快增长，油气储备规模持续增加。同时，中国非常规油气开采力度正逐步加大，页岩气、致密气等成为增储主力。随着在中国油气企业对非常规油气资源增储上产，勘探和开发投入便有望促进包括压裂设备在内的油服设备需求。

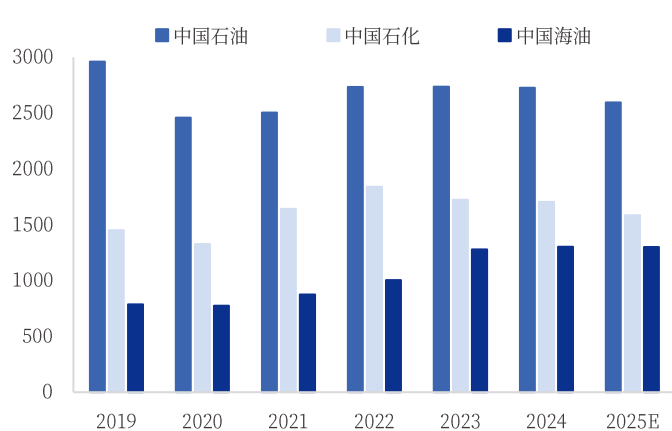
图50：油价震荡下行，达 21 年 5 月以来最低水平



注：25 年 7 月数据为 7/1-7/18 的平均值

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图51：中国三大油气公司资本支出（亿元）



注：中国石油和中国石化资本支出中减去了总部费用项；中国海油 25 年资本支出计划为 1250-1350 亿元，暂取平均数 1300 亿元

资料来源：各公司年报，中国银河证券研究院

全球油服行业寡头垄断，中国企业进展可喜。全球油服市场中三大寡头（斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯）占据大部分市场份额，其中北美、欧洲集中度高，中东、拉美、非洲等地区油服技术起步较晚，对外部石油技术服务和设备依赖性更强，对我国开放程度更高。当前我国压裂设备主要企业杰瑞股份和三一国际等均在持续布局海外市场，24 年杰瑞股份获得马来西亚国家石油公司压缩机站、巴林国家石油公司天然气增压站、ADNOC 数字化井场改造等项目机会，三一国际成套压裂设备交付哈萨克斯坦，成功进入中亚地区非常规油气勘探开发领域。

（二）公司：压裂产品优势稳固，盈利有望恢复

公司油气业务源自于 2023 年收购的三一石油科技，后者控股的三一石油智能装备有限公司是经营主体。当前三一国际油气装备产品与服务包括成套压裂设备及配件、钻修井机管柱自动化设备、后市场及油气田相关技术服务，主要适用于油气井增产作业。公司优势产品涵盖机械式压裂车和电驱压裂撬等，2021 年和 2022 年车载压裂设备市占率 29.83%、26.89%，连续两年排名第一。

图52：公司油气装备产品分类

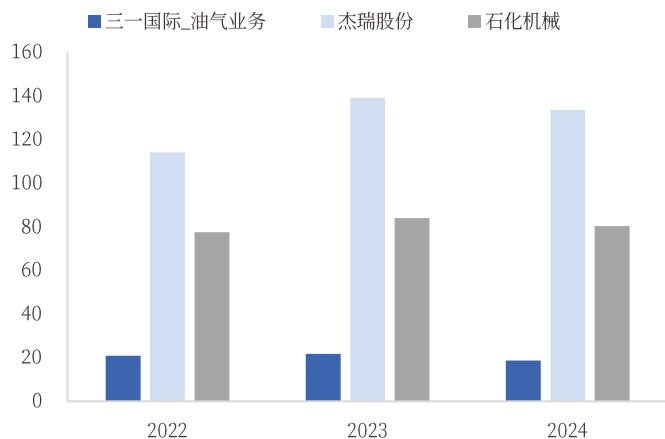
产品分类	细分类型			
机械压裂	机械式：用于页岩气、致密油等高压大排量压裂施工作业（以2500型为例）	液压式：用于试压、注水、连续油管钻磨配套及小型压裂等作业等场景（以1500型为例）		
				
电驱压裂	电驱压裂撬：用于页岩气、页岩油、致密油和致密气等非常规油气压裂作业场景	电驱混砂撬	电驱仪表撬	
				
连油设备	连续油管作业车：用于酸化、冲砂洗井、气举排液、打捞、钻磨、测井等场景			
				
井口自动化	司钻集成控制系统：用于钻修井作业对成套自动化管柱处理系统进行智能联控作业场景	多功能铁钻工：用于钻修管柱自动上卸扣作业场景	综合智能液压站：用于钻井井场设备液压系统集中供油作业场景	钻台面机械手：用于钻修井钻台面管柱排管作业场景
				
油田机械	井场多功能机具	抽油机检修车		
				
压裂泵	机械驱动	液压驱动		
				

资料来源：公司公告，公司官网，中国银河证券研究院

压裂产品高毛利率稳固，海外业务占比显著提升。相较杰瑞股份和石化机械，公司目前油气装备业务体量更小但更为聚焦，高毛利率的压裂设备占比超过 50%，23 年整体压裂设备毛利率 34.8%，

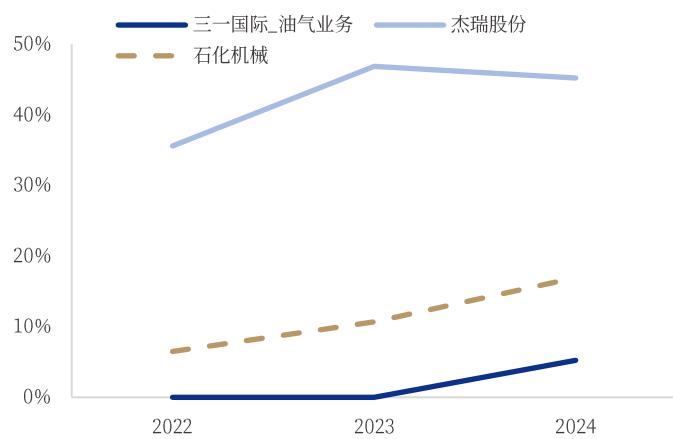
24 年主要产品机械式压裂车和电驱压裂撬维持高毛利率水平，分别达到约 35%和 45%。此外，24 年公司海外业务顺利拓展，4 月成套压裂设备交付哈萨克斯坦，标志着三一高端压裂成套设备进入中亚地区非常规油气勘探开发领域。24 年三一国际油气装备海外营收占比 5.24%，低于杰瑞股份的 45.2%和石化机械的 16.9%，伴随一带一路周边及其他新兴市场开拓，借助三一集团海外 180+国家和地区的覆盖版图，我们认为未来海外业务有望成为公司增长新的驱动力。

图53: 可比公司营业收入（亿元）



资料来源：各公司年报，Wind，中国银河证券研究院

图54: 可比公司海外收入占比



资料来源：各公司年报，Wind，中国银河证券研究院

表2: 压裂产品持续高毛利率

	产品	2023 年并表后	2024 年
营业收入（亿元）	油气装备	15.02	18.67
	其中：压裂产品	8.90	10.23
	压裂设备占比	59.2%	54.8%
毛利率	油气装备	29.3%	15.80%
	其中：压裂产品	34.8%	机械式压裂车约 35%，电驱压裂撬约 45%

资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

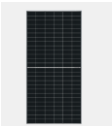
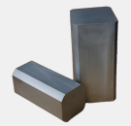
五、新兴业务：顺应全球能源转型，蓄势待发

（一）三一硅能：海外微电网有望成为未来新亮点

三一硅能 23 年 4 月被三一国际收购。22 年 6 月公司与三一集团达成协议，于 23 年 4 月 23 日完成交易后，三一硅能成为三一重装非全资附属公司（持股 70%）。

三一硅能核心业务包括集中式光伏电站开发、海外微电网、光伏组件，是加速实施电动化战略及发展新能源装备业务的重要布局。凭借 N 型 TOPCon 电池技术(量产效率超 26.4%)、数字化智能工厂与全信息化管理系统，成功开发超 GW 规模的光伏电站项目，打造了绿色园区、绿色矿山、绿色交通等应用场景中的光伏解决方案。24 年凭借“赞比亚瑞达矿山光伏储能微网项目”和“腾耀”750W 组件，三一硅能在第七届中国户用和工商业光储充行业大会上获得“年度项目优秀案例奖”及“年度组件产品奖”。25 年 3 月赞比亚乔瓦瓦矿山光伏储能微网发电项目正式开工，有望成为公司海外业务的新亮点。

图55：公司光伏行业产品分类

	移动光储一体机	TOPCon光伏组件（集中式大型地面电站应用）	高效光伏电池	N型硅片	单晶硅棒
三一硅能					

资料来源：三一硅能官网，中国银河证券研究院

（二）三一锂能：产能建设顺利，业绩放量加速

三一锂能 24 年 7 月被三一国际收购，主要从事换电站研发、制造及销售及新能源电池及提供换电服务。2024 年 6 月 28 日，公司与三一集团订立购买协议，于 2024 年 7 月 22 日收购完成后，三一锂能成为三一重装非全资附属公司（持股 65%）。三一锂能聚焦电池系统、电化学储能、微电网、换电装备、换电运营五大主营业务，以标准箱为平台，形成了四大系列（工程车辆、储能系统、电源车、工程机械）45 款产品，同时布局换电解决方案。

公司锂电业务具备工程领域技术、规模、渠道优势，目标市场定位清晰，产品力行业领先。公司储能聚焦工商业（利润高），电池聚焦工程领域（竞争小），电源车取代柴油发电机（市场大），下游市场明确。换电产品实现 1.9 分钟疾速换电，行业第一。换电站成本 13 万/仓位，储能成本 430 元/kWh，动力电池成本 445 元/kWh，低于竞争对手 18 万/仓位、460 元/kWh、490 元/kWh 的水平。截至目前，公司已拥有专利 300+项，建成换电站 69 座（包括行业首座出口海外换电站），总换电量 1.63 亿度，换电站市占率行业前三；实现 PACK 销售 5635 套，PACK 电量总计 2124MW·h；已建成储能站 16 座，规划布局 340MW·h。24 年锂电业务实现销售额 7.9 亿元，25Q1 收入和净利润均实现同比一倍以上增长，海外微电网加速推进。

图56：公司锂电业务产品分类



资料来源：三一氢能，中国银河证券研究院

（三）三一氢能：“3+1”产品体系，多元场景覆盖

三一氢能 23 年 4 月被三一国际收购，主要从事制氢装备及核心零部件的研发、制造及销售。2022 年 12 月 30 日，公司与三一集团订立协议，于 2023 年 4 月 12 日购买完成后，三一氢能成为三一重装非全资附属公司（持股 70%）。截至目前，三一氢能已形成“3+1”产品体系（E 系列圆形槽、S 系列方形槽、PEM 槽以及 BOP 系列），产品覆盖 200~3000 Nm³/h 碱性制氢和 50~500 Nm³/h PEM 制氢设备，具备成熟的规模化可再生能源制氢项目设备交付经验。

除了全面的矩阵式产品布局外，三一氢能重视质量把控、技术和工艺精进、安全管理，并已取得显著成效。1) 质量把控上，与同类产品相比，三一氢能的实际产氢量提升了 10%，确保电解槽能够实现长达 10 年的无漏液记录、100% 的气体纯度达标，以及每年维修时长小于 100 小时。2) 技术与工艺精进上，通过采用模块化设计、复极式零极距技术、高效贵金属电极等一系列创新技术，实现了产品有效工作时长提升 30% 的突破，并建立了全面的整机和核心零部件测试数据库，确保产品性能衰减率平均每年小于 1%；3) 安全管理上，采用了先进的 PID 流程设计，并标配了独立碱液循环工艺、在线纯度快速检测、纯化自适应流程等一系列安全措施。

三一氢能已实现氢化工、氢交通、氢冶金等多元化场景全覆盖，累计交付的绿氢装备年产能突破万吨。2024 年，三一氢能交付全球最大风光耦合制绿氢合成氨项目——国电投吉电股份大安项目，包括 8 套电解槽及 2 套 BOP 系统。该项目全面投运后，预计可实现年二氧化碳减排 65 万吨。

图57：公司制氢设备产品分类



资料来源：三一氢能公众号，公司官网，中国银河证券研究院

六、盈利预测与估值

1. 分板块营收和毛利率预测

我们认为公司 25-27 年有望实现营收 257.13/296.67/350.14 亿元，同比 +17.36%/15.38%/18.03%，实现综合毛利率 24.41%/24.82%/25.15%。分板块预测如下：

矿山装备：1) 国内：我们认为 25 年国内煤炭市场需求偏弱供给偏宽松，煤价中枢可能下移，煤炭“反内卷”和环保需求下，未来新增产能有限。但政策目标有望驱动煤机智能化升级需求释放。大型水电工程项目开工有助于提振宽体车、刚卡和无人矿卡需求。2) 海外：25 年全球煤炭需求预计增幅趋缓，供大于求态势持续；铜锂镍钴稀土等关键能矿需求提升；矿山设备更新高峰期将近。3) 智慧矿山：技术+政策推动下，无人矿车渗透率快速提升。短期公司掘进机和宽体车销售有望回暖，但综采行业需求下滑，竞争压力不减；中长期公司掘进机龙头优势稳固，非煤矿山设备占比有望持续提升，智能化、电动化、全球化优势显著，有望顺应国内煤机智能化和海外矿山设备更新趋势实现业绩放量。我们预计 25-27 年公司矿山装备营业收入分别 102.63/118.03/141.30 亿元，同比分别 -3.8%/+15.0%/+19.7%。25Q1 掘进机和宽体车筑底回暖实现了毛利率明显提升，我们预计 25 年公司矿山装备毛利率将同比跃升，考虑到低毛利率综采产品占比持续降低，我们认为 26 和 27 年矿山业务毛利率有望继续提高。

物流装备：大港机投资额大且规划多跟随港口设计，我们认为 25 年市场规模将基本持平。小港机受贸易吞吐量影响更大，看好电动化需求加速释放。三一国际大港机加速交付且在手订单表现良好，小港机领域是国内正面吊堆高机龙头，重叉、伸缩臂叉车、电动叉车等新产品新区域持续拓展，我们预计 25-27 年公司物流装备营业收入分别 83.43/95.29/108.04 亿元，同比分别 +15.0%/+14.2%/+13.4%。毛利率层面，随着 25Q1 小港机成交价有效抬升和自制率提升，大港机毛利率稳定，我们认为全年为物流装备板块毛利率有望明显提升，随着产品优化和细分产品结构调整同步进行，26-27 年毛利率有望基本稳定。

石油装备：当前油价震荡下行，国内油气公司基于能源自主和长期储备考量资本开支降幅有限，且非常规油气开采力度有所加大。同时公司海外拓展初见成效，高端成套压裂设备已成功进入中亚非常规油气勘探开发领域。我们预计 25-27 年公司油气装备营业收入为 20.23/22.31/25.03 亿元，同比分别 +8.4%/+10.3%/+12.2%。考虑到 24 年开始公司对客户与订单质量进行了合理管控，我们认为油气装备毛利率有望稳步恢复。

新兴产业：公司通过布局硅能、锂能、氢能等业务，加速实施电动化战略及发展新能源装备业务，各项业务在 24 年均取得了可观进展，硅能、锂能销售收入实现大幅增长，氢能业务完成了新一代方形电解槽的研发和技术认证，全年新增订单同比提升 200%。展望 25 年，锂电行业需求有所改善，公司硅能延期利润有望得到释放，我们认为公司新兴业务规模有望快速增长，盈利能力有望提升。我们预计 25-27 年公司新兴业务收入为 47.88/57.49/71.52 亿元，同比分别 +153%/+20%/+24%。

表3：三一国际分板块营收（百万元）和毛利率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
矿山装备	11,786	10,671	10,263	11,803	14,130
YOY	19.0%	-9.5%	-3.8%	15.0%	19.7%
毛利率	27.1%	27.7%	31.5%	32.0%	32.1%
物流装备	5,783	7,256	8,343	9,529	10,804
YOY	25.9%	25.5%	15.0%	14.2%	13.4%
毛利率	27.3%	22.2%	26.8%	26.6%	26.3%
油气装备	1,502	1,867	2,023	2,231	2,503
YOY		24.3%	8.4%	10.3%	12.2%
毛利率	29.3%	15.8%	25.8%	26.0%	27.0%
新兴产业	491	1,889	4,788	5,749	7,152
YOY		284.9%	153.4%	20.1%	24.4%
其他	716	227	295	354	425
YOY			30.0%	20.0%	20.0%
收入合计	20,278	21,910	25,713	29,667	35,014
YOY	30.5%	8.0%	17.4%	15.4%	18.0%
综合毛利率	26.86%	22.43%	24.41%	24.82%	25.15%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 相对估值

1. PE 估值

我们选取郑煤机（A 股和港股）、天地科技、振华重工、浙江鼎力、杰瑞股份作为可比公司。郑煤机具有液压支架及其他煤机设备产品；天地科技煤机产品包括采掘/输送装备、液压支架、洗选/装运/安全装备，24 年占业务收入比例约 61%；振华重工主要产品是岸桥、场桥等大型港机；浙江鼎力主业为高机；杰瑞股份包括油田装备制造（压裂设备为核心）、油田技术服务和油气开发及新能源业务，24 年油气装备/油气行业整体收入占比 68.7%/96.5%。截至 25 年 8 月 4 日，上述可比公司平均 2025 年预测 PE 为 13.1x，高于公司当前股价对应的 2025 年 9.5xPE。结合可比公司估值及港股流动性情况，我们给与公司首次“推荐”评级。

表4：可比公司估值

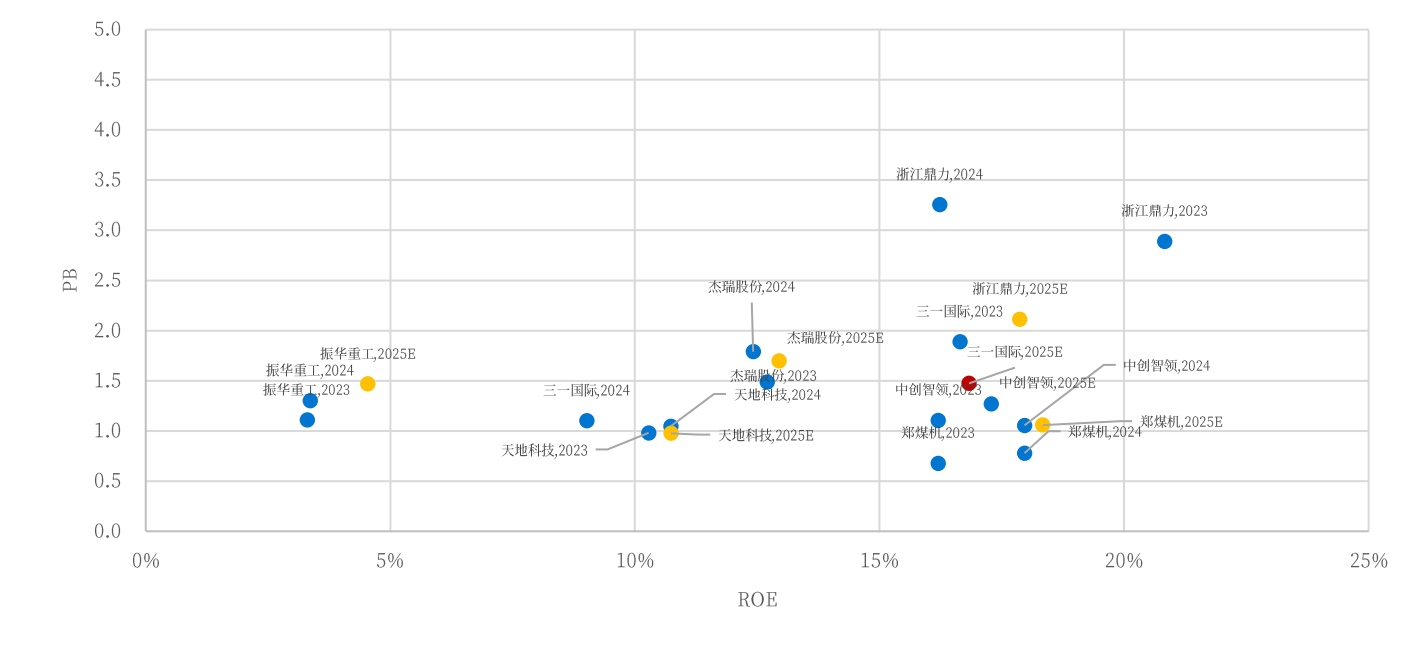
代码	公司名称	市值（亿	收盘价	EPS（元）				PE			
		元）	（元）	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
601717.SH	中创智领	302	17.30	2.21	2.33	2.49	2.82	7.8	7.4	6.9	6.1
0564.HK	郑煤机	332	15.80	2.22	2.37	2.44		6.5	6.1	5.9	
600582.SH	天地科技	259	6.27	0.63	0.72	0.70	0.75	9.9	8.8	8.9	8.3
600320.SH	振华重工	190	4.58	0.10	0.14	0.18	0.22	45.8	31.7	25.3	21.1
603338.SH	浙江鼎力	248	48.91	3.22	4.16	4.79	5.45	15.2	11.8	10.2	9.0
002353.SZ	杰瑞股份	402	39.28	2.59	2.98	3.46	3.97	15.2	13.2	11.4	9.9
平均值								16.7	13.1	11.4	10.9
0631.HK	三一国际	235	7.26	0.32	0.70	0.85	1.06	20.6	9.5	7.8	6.2

注：中创智领曾用名郑煤机；港股交易币种、市值和收盘价按港元计；交易时间截止 2025/08/04；除三一国际外其余公司预测 EPS 来自 wind 一致预期；港币汇率选取 1HKD=0.91RMB
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(2) PB-ROE 估值

横向比较三一国际与上述可比公司的 PB-ROE 水平，可以发现 2025 年三一国际预测值落在由原点向右上的斜对角线下方，且低于杰瑞股份、振华重工、浙江鼎力。考虑到公司掘进机和宽体车国内销售筑底回升、大港机订单加速交付、油气装备减值风险已充分释放、新兴业务快速成长，我们认为公司盈利能力有望持续修复，有望获得更高 PB，实现超额收益。

图58：可比公司 PB-ROE 图



注：中创智领和郑煤机分别代表郑州煤矿机械集团股份有限公司的 A 股和港股；估值日期截至 2025/8/4
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

七、风险提示

1.煤炭产量不及预期。煤机销售占公司营收超过 50%，25 年国内掘进机和宽体车需求回升是全年业绩增长的驱动力之一。若全球/国内煤炭产量不及预期，可能影响煤企资本开支意愿及煤机需求。

2.上游原材料价格波动。公司装备制造有赖于钢材等原材料的稳定供应，若上游大宗商品价格波动显著，可能影响公司成本控制及产品毛利率。

3.外部环境不确定性加剧。公司部分产品正在进行全球拓展，与全球矿采、基建和贸易活动相关度高，若外部环境波动，关税扰动不确定性增加，可能影响公司供应链稳定及产品下游需求。

4.新业务拓展不及预期。公司锂能、硅能、矿山无人驾驶、氢能业务处于资源投入和拓展阶段，如业务发展不及预期、对应行业竞争加剧，可能影响公司发展潜力和盈利能力。

图表目录

图 1: 公司主要业务板块及产品	3
图 2: 公司发展历史	4
图 3: 公司产能全球布局	5
图 4: 公司股权结构	5
图 5: 公司营业收入及同比增速	6
图 6: 公司归母/扣非归母净利润及同比增速	6
图 7: 公司收入结构（按产品）	6
图 8: 公司收入结构（按区域）	6
图 9: 公司毛利率和归母净利率	7
图 10: 公司归母 ROE	7
图 11: 公司各项费用率	7
图 12: 公司经营现金流净额与资产负债率	7
图 13: 公司应收款项及周转天数	8
图 14: 公司存货及周转天数	8
图 15: 煤炭终端需求累计增速	10
图 16: 动力煤和炼焦煤市场/长协价格走势（元/吨）	10
图 17: 中国煤炭产量、增速及行业产能利用率	10
图 18: 煤炭企业营收及增速	10
图 19: 煤炭企业利润及增速	10
图 20: 煤炭开采及洗选业固定资产投资累计增速（%）	10
图 21: 中国智能煤矿数量和占比&智能化产能占比	11
图 22: 中国智能采掘工作面数量及增速	11
图 23: 煤矿智能化发展进程及生命周期对照	11
图 24: 五大主要产煤国 19 年至 25M1-5 煤炭产量	12
图 25: 五大主要产煤国 19 年至 25M1-5 煤炭产量增速	12
图 26: 四大矿山企业资本开支（百万美元）	12
图 27: 全球矿山机械市场规模及增速	12
图 28: 中国无人矿车销量渗透率及保有量渗透率	13
图 29: 中国矿区无人驾驶解决方案市场规模	13
图 30: 公司矿山装备营收及增速	14
图 31: 公司矿山装备业务营收结构	14
图 32: 公司掘进机与液压支架国内市占率	15

图 33: 三大煤机上市公司煤机板块营收及毛利率对比	15
图 34: 三大煤机上市公司煤机板块海外收入占比	15
图 35: 公司矿山装备业务海外营收区域结构.....	15
图 36: 三一国际智能化绿色化无人矿机系列.....	16
图 37: 三一国际全系列智慧矿山产品矩阵及解决方案	16
图 38: 大港机之场桥（轨道式集装箱门式起重机）	17
图 39: 大港机之岸桥.....	17
图 40: 小港机之正面吊.....	18
图 41: 小港机之叉车.....	18
图 42: 全球集装箱吞吐量（重箱）	19
图 43: 中国港口集装箱吞吐量及同比增速.....	19
图 44: 三一国际物流机械营收及增速.....	19
图 45: 三一国际物流机械营收结构（分产品）	19
图 46: 三一国际物流机械主要产品营收结构（分区域）	20
图 47: 三一国际物流机械营收结构（分区域）	20
图 48: 全球岸桥市场 2023 年竞争格局（按交付量计）	20
图 49: 三一国际正面吊和堆高机 24 年国内市占率领先.....	20
图 50: 油价震荡下行，达 21 年 5 月以来最低水平.....	22
图 51: 中国三大油气公司资本支出（亿元）	22
图 52: 公司油气装备产品分类.....	23
图 53: 可比公司营业收入（亿元）	24
图 54: 可比公司海外收入占比.....	24
图 55: 公司光伏行业产品分类.....	25
图 56: 公司锂电业务产品分类.....	26
图 57: 公司制氢设备产品分类.....	26
图 58: 可比公司 PB-ROE 图	29
表 1: 港口机械分类介绍	17
表 2: 压裂产品持续高毛利率	24
表 3: 三一国际分板块营收（百万元）和毛利率预测	28
表 4: 可比公司估值	29

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	26,227	30,256	37,117	44,457
现金	5,340	7,533	10,675	13,909
应收账款及票据	11,142	12,512	14,761	17,229
存货	5,523	5,669	6,814	8,008
其他	4,223	4,543	4,867	5,312
非流动资产	14,701	15,148	15,052	14,981
固定资产	7,990	8,565	8,625	8,681
无形资产	3,706	3,520	3,344	3,177
其他	3,005	3,062	3,084	3,123
资产总计	40,928	45,404	52,169	59,438
流动负债	21,210	23,278	27,149	30,873
短期借款	4,250	4,750	5,250	5,450
应付账款及票据	11,213	11,718	14,080	16,172
其他	5,746	6,809	7,819	9,250
非流动负债	7,543	7,743	7,943	8,143
长期债务	5,684	5,884	6,084	6,284
其他	1,858	1,858	1,858	1,858
负债合计	28,752	31,021	35,091	39,016
普通股股本	280	280	280	280
储备	11,850	14,123	16,898	20,342
归属母公司股东权益	12,221	14,495	17,270	20,713
少数股东权益	-46	-111	-192	-291
股东权益合计	12,175	14,383	17,078	20,422
负债和股东权益	40,928	45,404	52,169	59,438

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,152	2,412	2,772	3,096
净利润	1,102	2,248	2,750	3,418
少数股东权益	-34	-65	-80	-100
折旧摊销	803	610	617	611
营运资金变动及其他	282	-381	-515	-833
投资活动现金流	-973	-541	74	163
资本支出	-919	-1,000	-500	-500
其他投资	-54	459	574	663
筹资活动现金流	895	298	271	-51
借款增加	1,746	700	700	400
普通股增加	4	0	0	0
已付股利	-634	-402	-429	-451
其他	-221	0	0	0
现金净增加额	2,098	2,194	3,142	3,234

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,910	25,713	29,667	35,014
其他收入	0	0	0	0
营业成本	16,996	19,437	22,302	26,207
销售费用	1,286	1,388	1,587	1,856
管理费用	2,163	2,263	2,596	3,046
研发费用	1,524	1,491	1,706	1,996
财务费用	25	222	216	191
除税前溢利	1,421	2,790	3,412	4,242
所得税	353	607	742	923
净利润	1,068	2,183	2,670	3,319
少数股东损益	-34	-65	-80	-100
归属母公司净利润	1,102	2,248	2,750	3,418
EBIT	1,446	3,012	3,629	4,432
EBITDA	2,249	3,622	4,245	5,043
EPS（元）	0.32	0.70	0.85	1.06

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8.05%	17.36%	15.38%	18.03%
归属母公司净利润	-42.89%	104.10%	22.31%	24.31%
毛利率	22.43%	24.41%	24.82%	25.15%
销售净利率	5.03%	8.74%	9.27%	9.76%
ROE	9.01%	15.51%	15.92%	16.50%
ROIC	4.91%	9.42%	9.99%	10.78%
资产负债率	70.25%	68.32%	67.26%	65.64%
净负债比率	37.74%	21.56%	3.86%	-10.65%
流动比率	1.24	1.30	1.37	1.44
速动比率	0.97	1.04	1.10	1.16
总资产周转率	0.58	0.60	0.61	0.63
应收账款周转率	2.13	2.17	2.18	2.19
应付账款周转率	1.76	1.70	1.73	1.73
每股收益	0.32	0.70	0.85	1.06
每股经营现金流	0.67	0.75	0.86	0.96
每股净资产	3.80	4.49	5.35	6.41
P/E	12.84	9.50	7.77	6.25
P/B	1.08	1.47	1.24	1.03
EV/EBITDA	7.91	6.76	5.19	3.81

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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