

机械设备

2025年08月13日

同力股份 (834599)

——非公路宽体自卸车先行者，大型化+电动化+无人化
共振驱动矿卡更换需求

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2025年08月13日

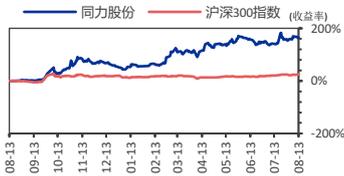
收盘价(元)	23.20
一年内最高/最低(元)	27.31/7.61
市净率	3.3
股息率(分红/股价)	3.02
流通A股市值(百万元)	8,064
上证指数/深证成指	3,683.46/11,551.36

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年03月31日

每股净资产(元)	7.06
资产负债率%	60.28
总股本/流通A股(百万)	462/348
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005

liujing@swsresearch.com

研究支持

汪秉涵 A0230123090006

wangbh@swsresearch.com

联系人

汪秉涵

(8621)23297818x

wangbh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **首创非公路宽体自卸车，行业地位稳固。**公司成立于2005年，是国内首家研发并生产非公路宽体自卸车的企业，非公路宽体自卸车等四大产品覆盖各类矿山及水电水利等大型工程场景，并与易控智驾等矿区无人驾驶解决方案供应商深度合作。公司主要产品宽体自卸车营收高增，推动业绩高速增长，2024年营收/归母净利润61.45亿元/7.93亿元，YoY+4.85%/+29.03%，2025Q1公司订单需求进一步释放，业绩延续增长势头，营收/归母净利润15.36/1.87亿元，YoY+28.34%/+58.45%。
- **大型化+电动化+无人化共振，百吨增程式无人宽体车成主流选择。**1) **大型化：**政策端中小矿审批趋严倒逼大型化升级，催生吨位运输车型集约运输需求。非公路宽体自卸车单位载重成本仅1.5万元/吨，较进口矿卡低70%-81%，载重范围更适应大型化趋势，成为露天矿主流选择。2) **电动化：**新能源矿卡打破大功率发动机进口过高困局，叠加电动矿车运行成本仅为同类油车13%，105吨新能源宽体自卸车重载上坡作业可节省180-250万元总成本，3年左右可收回购置溢价，降本效益显著；政策端随着“零碳园区”建设具体指标逐步明确，新能源矿卡或成为矿区刚需。3) **无人化：**无人矿卡在解决矿区驾驶员“招募难，流失快”问题同时，有效降低人工成本、延长作业时长，可提高矿区约30%整体效率；并通过优化驾驶行为，显著降低维护成本，约可节省燃油成本15%、提升轮胎寿命40%。高经济价值+“零事故”“智能化”政策目标驱动无人矿卡迎关键增长拐点。
- **国内存量替代需求+积极拓展海外市场，公司重视研发先发优势显著。**国内市场传统燃油矿卡的存量替代需求凸显，新能源宽体自卸车市场规模有望由23年17亿元增至28年112亿元，CAGR+45.7%。公司近年持续加大研发投入，核心技术覆盖新能源动力系统、线控底盘等关键领域，推出多款大型化、新能源车型；公司客户资源优质稳定，与大客户易控智驾深度合作，随其冲刺港股IPO进展顺利，订单有望进一步放量。**海外市场长期替代趋势明确**，随着中国海外采矿项目投资增加，新能源宽体自卸车出口及内销规模由19年0.5亿元增至23年19亿元，CAGR+153.1%。公司于24年成立新加坡子公司积极布局海外市场，下设蒙古、印尼子公司，并全球矿业巨头力拓集团达成合作，相关产品将在蒙古国铜矿等海外市场应用。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**公司24年股息率维持高位，盈利稳定+低资本开支，高分红可持续性。我们预计公司25-27E归母净利润8.68/9.63/10.87亿元，给予公司2025年可比公司平均的15倍PE，目标市值134亿元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：1) 宏观经济波动风险；2) 海外市场拓展不及预期风险；3) 无实际控制人引发控制权变动风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6,145	1,536	6,961	7,899	8,965
同比增长率(%)	4.9	28.3	13.3	13.5	13.5
归母净利润(百万元)	793	187	868	963	1,087
同比增长率(%)	29.0	58.5	9.4	11.0	12.9
每股收益(元/股)	1.79	0.41	1.88	2.09	2.35
毛利率(%)	21.4	21.2	21.8	22.4	23.1
ROE(%)	25.5	5.8	23.9	22.8	22.2
市盈率					

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 25-27E 归母净利润 8.68/9.63/10.87 亿元。公司首创非公路宽体自卸车，行业地位稳固，给予公司 2025 年可比公司平均的 15 倍 PE，目标市值 134 亿元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

关键假设点

矿卡大型化、电动化、智能化存量替代趋势加速，公司首创非公路宽体自卸车，先发优势显著，客户优质稳定宽体自卸车业务有望量价双增。我们预计 25-27 年公司营收分别为 69.61/78.99/89.65 亿元，对应增速分别为 13.3%/13.5%/13.5%，其中：

1) 随着大型化、电动化、智能化趋势推进，矿卡存量替代成为需求增长主要驱动力，同时大客户易控智驾正处于港股 IPO 关键节点，25Q4 新增订单有望进一步释放，结合公司现有产能，我们预计 25-27 年宽体自卸车销量分别为 6897/7511/8174 台；宽体自卸车市场较为稳定，无人化带动单车价值稳步上升，我们预计 25-27 年单车售价 92.95/96.67/100.54 万元。综上，我们预计 25-27 年公司宽体自卸车营收分别为 64.11/72.61/82.18 亿元，毛利率预计为 20.85%/21.48%/22.12%。

2) 随着宽体自卸车存量市场保有量不断升高，配件业务与维修业务需求将同步提升，我们预计 25-27 年配件销售业务营收为 3.76/4.55/5.55 亿元，毛利率为 35.59%/35.87%/35.98%；预计 25-27 年维修服务业务营收为 0.56/0.59/0.62 亿元，毛利率为 79.64%/77.95%/79.08%。

有别于大众的认识

市场普遍认为 25 年矿卡需求量逐步减少，但我们认为下降部分主要为传统燃油矿卡，矿卡新能源无人化存量替代需求不降反增。由于 25 年目前新增露天煤矿数较少，叠加煤炭开工率也未有较大改善，随着露天煤矿数量增长叠加矿山智能化需求高速增长，新能源矿卡的替换迭代将成为未来矿卡的主要需求，中国新能源宽体自卸车 2025 年市场规模预计将达 37 亿元，YoY+48%；同时，中国无人驾驶矿卡市场正处于高速增长前关键拐点，销量预计由 2025 年的约 4000 辆增至 2030 年的约 16340 辆，CAGR+32.5%。公司近年来推出多款全吨位新能源宽体自卸车产品，同时作为 OEM 与易控智驾等无人驾驶解决方案供应商深度合作，新能源与无人驾驶矿卡的存量替代需求将推动公司业绩持续增长。

股价表现的催化剂

- 1) 以旧换新等推动大型化和电动化的政策；
- 2) 大煤价上涨提升产业链盈利能力；
- 3) 易控智驾等合作方上市融资业务扩张。

核心假设风险

- 1) 宏观经济波动风险；
- 2) 海外市场拓展不及预期风险；
- 3) 无实际控制人风险。

目录

1.首创非公路宽体自卸车，矿山运输装备领航者	6
1.1 专注非公路运输装备制造，深拓矿山装备市场版图	6
1.2 业绩增速亮眼毛利率稳增，新车型加速研发费用高增	8
2.大型化+电动化+无人化共振，政策驱动产业重构	9
2.1 大型化为矿卡主流发展趋势，非公路宽体自卸车经济性优势显著.....	9
2.2 电动化推动大型矿卡降本，政策驱动新能源宽体自卸车需求放量...	12
2.3 高政策价值+强经济效益，无人矿卡市场迎关键性拐点	13
2.4 国内市场稳步扩容存量替代，海外长期替代趋势明确	18
3.首创非公路宽体自卸车先发优势显著，重视研发客户资源优 质稳定	20
4.盈利预测与估值分析	23
5.风险提示	26

图表目录

图 1：公司四大产品体系与核心系列布局	6
图 2：公司发展历程.....	7
图 3：股权结构图（截至 2025Q1）	7
图 4：2020-2025Q1 营业收入及归母净利润（亿元）	8
图 5：2020-2024 公司分产品营收情况（亿元）	8
图 6：2020-2024 公司毛利率情况.....	8
图 7：2020-2025Q1 公司费用情况	8
图 8：国内露天煤矿产量与占比不断提升	9
图 9：国内露天煤矿开采向新疆地区拓展	9
图 10：中国非公路宽体自卸车下游产业分布.....	11
图 11：2019-2025 年中国新能源宽体自卸车行业市场规模及预测（亿元）	13
图 12：2021-2030 年中国无人驾驶矿卡销量渗透率及保有量渗透率情况	15
图 13：矿区无人驾驶解决方案产业价值链结构图	16
图 14：中国矿区无人驾驶解决方案按收入计市场规模（亿元）	17
图 15：按车辆数计，2024 年中国矿区无人驾驶解决方案市场规模	17
图 16：按收入计，2024 年中国矿区无人驾驶解决方案市场规模.....	17
图 17：中国露天煤矿无人驾驶矿卡市场规模.....	18
图 18：中国露天煤矿无人驾驶矿卡市占率情况	18
图 19：中国无人驾驶矿卡车型分布.....	18
图 20：无人矿卡载重吨位主要分布情况.....	18
图 21：2022 年以来中国露天煤矿数量呈上涨趋势	19
图 22：中国制造商新能源宽体自卸车市场规模（亿元）	19
图 23：中国新能源宽体自卸车行业市场份额（亿元）	20
图 24：中国新能源宽体自卸车行业竞争格局.....	20
图 25：非公路自卸车一体式动力总成悬置系统专利图	20
图 26：2020-2024 年公司研发费用情况（亿元）	20
图 27：同力股份海外营业收入和毛利情况（亿元）	22
图 28：同力股份年度分红金额呈稳健增长趋势	23
图：中证红利指数近一年成分涨幅前十	

图 30：公司 2024 年经营活动现金流情况良好.....	23
图 31：公司资本开支趋于缩减状态.....	23
表 1：自卸车产品对比情况	10
表 2：市面自卸车成本对比情况	11
表 3：电动宽体自卸车全生命周期成本节约分析	12
表 4：国家级零碳园区建设指标体系	13
表 5：中国智慧矿山行业相关政策	14
表 6：无人矿卡应用经济效应案例.....	15
表 7：同力股份在研项目及合作项目情况	21
表 8：2024 年公司前五大客户情况（万元）	22
表 9：预计同力股份宽体自卸车产品量价情况.....	24
表 10：同力股份主营拆分.....	24
表 11：可比公司情况.....	25

1. 首创非公路宽体自卸车，矿山运输装备领航者

1.1 专注非公路运输装备制造，深拓矿山装备市场版图

非公路工程车辆专业制造商，深耕矿山运输领域。公司成立于 2005 年，专注于非公路工程车辆的研发与制造，目前主要产品分为非公路宽体自卸车、矿用自卸车、非公路特种运输设备、井巷运输设备四大类，凭借较强的适应性与性价比，公司产品现已广泛应用于露天煤矿、铁矿、有色金属矿、水泥建材等各类矿山，以及水利水电等大型工程项目现场。

公司首创非公路宽体自卸车设计规范及标准，电动化+智能化驱动行业迎新拐点。同力股份专注于矿山装备运输市场的技术创新，是国内首家研发并生产非公路宽体自卸车的企业。公司在非公路宽体自卸车的研发中涵盖了车辆结构、承载系统、动力匹配等核心技术框架，为行业产品研发提供了技术基础与规范依据，荣获国家级单项冠军，并在《International Construction》发布的 2025 年“全球工程机械 50 强”榜单中位列第 39 位。近年在大型化驱动下，公司加快与客户的协同创新，推动新能源与无人驾驶产品落地，主要合作方包括易控智驾、内蒙古同励泓泰及新疆世创伟业等。

图 1：公司四大产品体系与核心系列布局



资料来源：公司官网，申万宏源研究

阶段演进驱动升级转型，稳步迈入高质量发展新阶段。公司发展主要分为三个阶段：

1) 2005 年-2011 年：企业初创期。公司成立于 2005 年，专注于生产矿山开采及大型工程物料运输用非公路宽体自卸车、矿用自卸车。2008 年，产品全面升级至第二代，并开发出多个系列车型。2009 年，同力重工咸阳产业园建成投产，年产能达 4000 台。

2) 2012 年-2018 年：规模扩张期。2012 年，公司成立工程运输机械技术中心，标志着技术研发能力实现跃升。2015 年，公司成功挂牌新三板。2018 年，设立主函数智能科技有限公司，迈入智能化研发制造的新领域。

3) 2021 年至今：创新驱动期。公司于 2021 年在北交所成功上市。2022 年，公司西坡基地正式投产，进一步夯实产能与创新基础。2023 年，公司加大海外市场布局，海外经销网络覆盖 40 余国全球营销网络持续完善。2024 年，公司参加全球工程机械 50 强峰会，并荣获“矿山设备年度产品奖”与“新能源设备明星”奖。

图 2：公司发展历程

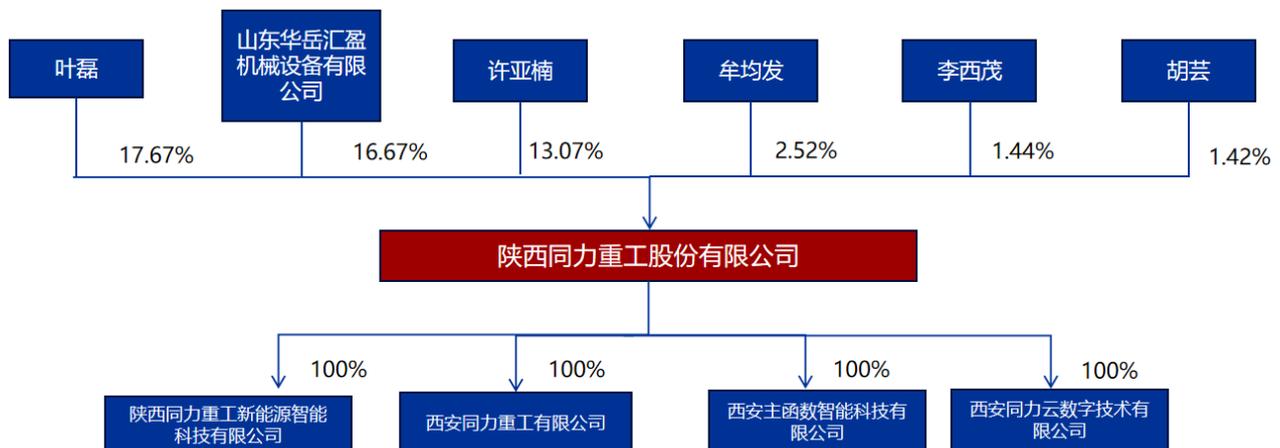


资料来源：公司官网，申万宏源研究

股权集中且治理稳健，股东协同保障决策效率。截至 2025 年一季度，公司董事长叶磊持有 17.67%的股份，为公司第一大股东。前三大股东合计持股 47.41%，股权集中度较高。公司三会运作规范有序，从未出现因为无实际控制人影响公司决策的情形，治理机制已形成稳定的决策流程。

聚焦智能化转型，强化自主研发与协同创新能力。公司旗下设有陕西同力重工新能源智能科技有限公司，专注于新能源技术及相关机械设备的研发、制造与服务，助力新能源产品的技术突破。同时，公司与易控智驾合作，围绕非公路宽体自卸车的底盘线控、混合动力技术及矿区无人运输等方向，加快无人驾驶产品的落地应用。

图 3：股权结构图（截至 2025Q1）



资料来源: Choice, 公司公告, 申万宏源研究

1.2 业绩增速亮眼毛利率稳增, 新车型加速研发费用高增

主要产品宽体自卸车营收高增, 公司业绩维持高速增长。公司业绩保持高速增长, 2024 年营收和归母净利润分别为 61.45 亿元/7.93 亿元, YoY+4.85%/+29.03%, 20-24 年 CAGR 为 22.40%/24.15%, 其中宽体自卸车营收占比近四年维持在 92%以上。业绩高增主要系 2021 年以来煤炭市场需求旺盛, 国家批复露天煤矿大幅扩产, 从而促进公司主要产品宽体自卸车国内销量大幅增长, 加之海外市场销量同步高增所致。25 年公司业绩延续增长势头, 25Q1 公司营收和归母净利润分别为 15.36/1.87 亿元, YoY+28.34%/+58.45%, 主要系公司订单需求进一步释放, 营收增长叠加新产品毛利较高, 公司利润大幅增加。

图 4: 2020-2025Q1 营业收入及归母净利润 (亿元)


资料来源: Choice, 申万宏源研究

图 5: 2020-2024 公司分产品营收情况 (亿元)


资料来源: Choice, 申万宏源研究

公司毛利率稳步回升, 期间费用率持续下降。公司毛利率 21 年因上游钢材等原材料价格大幅上涨后触底, 24 年毛利率为 21.45%, 较 21 年提升 3.24pcts, 主要系规模效应初显, 固定成本摊薄, 宽体自卸车电动化及无人化等高毛利产品销量高增所致。销售费用率由 20 年的 5.31% 下降至 24 年的 2.07%。同时, 公司持续重视研发投入, 24 年研发费用为 1.96 亿元, YoY+89.33%, 主要系公司加大大型化、无人化新车型研发加速。

图 6: 2020-2024 公司毛利率情况


资料来源: Choice, 申万宏源研究

图 7: 2020-2025Q1 公司费用情况


资料来源: Choice, 申万宏源研究

2.大型化+电动化+无人化共振，政策驱动产业重构

2.1 大型化为矿卡主流发展趋势，非公路宽体自卸车经济性优势显著

露天煤矿加速扩产，倒逼车辆大型化升级。1) **政策端**，国家发改委推动露天煤矿大型化趋势，通过产能置换、资源整合等手段，推动增量产能向新疆等西部富煤区集聚。以新疆为例，2025年1-6月新疆累计原煤产量2.79亿吨/同比+12.4%，产量创新高的同时增幅也居全国主要产煤省区首位。而中小型露天矿审批趋严，宁夏已明文规定新建井工矿规模需≥60万吨/年，引导开采规模60万吨/年以下现有煤矿逐步退出，到2025年力争大中型煤矿比例达到85%以上。

2) **结构端**，大型露天矿占比提升要求运输效率提升。2025年1-6月国内原煤产量24.0亿吨/同比+5.4%，露天矿占比与产量持续双提升，效率与成本驱动要求运输车辆升级：一方面大型矿区开采半径大，传统中小吨位车辆为满足运输需求只能增加数量或高频往返，导致矿区车辆密度激增。部分特大型露天矿高峰期坑内车辆超800台，不仅降低周转效率，更因车辆交互频繁大幅提升碰撞风险，而高出勤率的大型车辆可减少矿区总车辆投放量，同步降低采购与维护成本；另一方面随着国产采矿设备如挖机效率的提升，原有中小吨位车辆运力无法匹配，大型化车辆单车载重提升，在相同运输时间下日运量提升，涵盖油耗与人工成本摊薄在内的单车运输成本下降，相比中小吨位车辆更适应长距离运输需求，匹配大型露天矿山扩张趋势。

图 8：国内露天煤矿产量与占比不断提升



资料来源：《中国露天煤矿70年成就回顾及高质量发展架构体系》，申万宏源研究

图 9：国内露天煤矿开采向新疆地区拓展



资料来源：Choice，申万宏源研究

传统矿卡、公路车存在明显局限性，大型化趋势下效率与成本难以协调。20世纪初，国内大型矿山基本使用公路自卸车，甚至存在农用车、手扶拖拉机作为作业工具的情况，配套设施较不完善。公路自卸车高速低扭矩的特性难以适应复杂工况，存在爬坡能力弱、油耗高等问题，维修问题频发，运输效率低下，而矿用自卸车虽性能强悍，但供给被国外厂商垄断，购置成本高、维护复杂，多数矿企难以负担。

非公路宽体自卸车兼具工程机械承载力与公路车辆经济性，同力股份研发中国首台非公路宽体自卸车，已逐步成为矿区用车主流方案。为了解决露天矿场运输困境，国产替代必然要平衡好经济性与适用性。相比于完全仿制国外矿卡，利用国产重卡既有的完整工业体系，整合上游供应链资源能有效降低造价成本，通过对公路自卸车进行加大、加宽改造，能使车辆更适配矿区高强度、高负重的作业环境。2004年，同力重工研发中国首台非公路宽体自卸车，并于2005年推出全球首款矿山专用车型，创造性地将传动布局改为“发动机后置+变速箱前置”，低速高扭矩的运作模式使油耗直线下降60%+。作为行业创新产品，宽体自卸车具备以下特点：1) 技术特征：采用栓接式车架，载荷范围20-80吨；2) 性能优势：具有良好的道路通过性、载重能力和安全性能；3) 经济特性：在购置成本、运营经济性、安全可靠性和售后服务等方面具有综合优势；4) 应用领域：专注于露天场地物料转运场景。

表 1：自卸车产品对比情况

类别	公路类		非公路类	
	公路自卸车	非公路矿用自卸车	非公路矿用自卸车	非公路宽体自卸车
车架结构	栓接式车架	刚性焊接车架	栓接式车架	栓接式车架
行驶道路	公路/非公路	非公路	非公路	非公路
路面适应性	低	高	中	中
载重量	10t-20t	70t 以上	20t-80t	20t-80t
使用寿命	公路工况：10 年以上	10 年以上	5-10 年	5-10 年
	非公路工况：5 年以下			
性能	工况适应性较弱、爬坡能力不足、横向稳定性较差		卓越的道路通过性、载重能力和安全性能	
安全性	低	高	高	高
单价	10 万-20 万	100 万-3000 万	50 万-100 万	50 万-100 万
运营维护成本	中	高	低	低
售后服务便捷性	高	低	高	高
应用场景	公路运输/矿区运输	矿区运输	矿区运输	矿区运输

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

与矿用自卸车相比，非公路宽体自卸车的优势体现在三个方面：

1) 载重范围：适应大型化趋势，效率与经济性双提升。2022年，同力股份率先推出90吨级TL89系列宽体自卸车，实现行业承载质量突破。该车型采用全新升级柔性专利主车架，搭配骨架式高强货箱，平装50m³承载强劲；前油气悬架+后倒八字悬架保障复杂路况稳定性；15L/16L大排量发动机+专用变速箱实现560Kw以上动力输出；防撞系统+应急转向强化安全；900L大油箱结合500小时保养周期降低能耗，出勤率超95%，大运能、低运营成本、高可靠性引领行业，满足大型矿山集约化运输需求。

2) 全生命周期成本：经济性优势在购置—运营—维护全链条体现。购置成本上，宽体车单位载重成本仅1.5万元/吨，较国产矿用自卸车3-5万元/吨降低50%-70%，较进口矿卡5-8万元/吨降低70%-81%。以40吨级设备为例，宽体车购置成本60万元，仅为同吨位万元以上矿用自卸车的%。**能耗成本上**，实际运营数据显示，同等功率条件下，

宽体车比公路自卸车载重能力可提升 30%、油耗降低 15%，相比矿卡在同载重单位油耗上亦有优势，通过专业化设计实现了卓越的工况适应性和可靠性，在出勤率和运营效率方面表现优异。**维护成本上**，宽体车大部分零部件与公路重卡通用零配件适配，供应稳定，配件价格较矿卡低廉，且维修技术要求更低，供货及保养周期更短，高出勤率较矿卡显著降低停机损失。

3) 工况适应性：宽体自卸车转弯半径较矿用自卸车小，且相比矿卡的重心更低，适应矿区连续坡道的掉头与错车需求。在如高温、沙尘、湿热等极端气候环境下相比搭载精密传动系统的矿卡故障率更低，具备高可靠性。

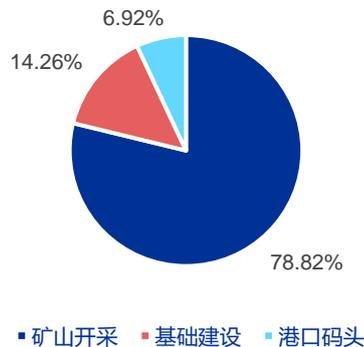
表 2：市面自卸车成本对比情况

	进口非公路矿用自卸车	国产非公路矿用自卸车	国产公路自卸车	非公路宽体自卸车
购置成本				
每吨载重量 (万元/吨)	5-8	3-5	1.8	1.5
购置成本 (万元)	150 万元以上 (40t)	150 万元以上 (40t)	约 31 万元 (17t)	60 万元左右 (40t)
维护成本				
零部件	价格更高	价格高	-	价格低 (供应充足)
运营效率	-	-	低 (载重小)	高
运营维护成本	高 (技术高)	高 (技术高)	高 (故障率高)	-

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

国内宽体自卸车市场规模快速增长，电动化、智能化成为主流发展趋势。非公路宽体自卸车在重载、高频短途运输市场具有较强竞争力，下游应用主要集中在矿山开采、大型基础设施建设和港口码头三大领域，其中矿山开采占行业总需求的 78.82%，为核心应用场景。非公路宽体自卸车凭借其对露天煤矿地势平坦、短距运输、运载量大工况的适配性，近年来市场规模快速增长，23 年中国非公路宽体自卸车行业市场规模大约 130.03 亿元。

图 10：中国非公路宽体自卸车下游产业分布



资料来源：华经产业研究院，申万宏源研究

2.2 电动化推动大型矿卡降本，政策驱动新能源宽体自卸车需求放量

大马力发动机依赖进口，新能源矿卡低成本叠加政策扶持优势显著。新能源矿卡更换了动力系统后，具有自重较轻、耗电成本远低于燃油成本等优势，叠加国家大力推行矿区充换电站普及以及光伏、储能站等配套设施建设，我们认为新能源矿卡有望加速国产矿卡大型化发展进程。

1) 打破大功率发动机国外巨头垄断困局，推动大型矿卡降本。目前大型宽体自卸车吨位从 105 吨向 130 吨升级，对发动机性能需求提升了 20%-30%，相应的发动机马力需要提高至 1000kW 以上，而高马力矿卡发动机市场目前由康明斯等国际巨头垄断，进口成本较高，购置成本约占矿卡整车价值的 40%-50%，以目前 150 吨级进口矿卡最常用机型康明斯 QSK60 发动机（功率约为 1492kW）为例，其平均售价为 180 万元，而 200-300 吨级常用的矿卡康明斯 QSK78 发动机（功率约为 2610kW）平均售价大于 400 万元，若使用增程式或新能源矿卡，发动机、变速箱购置成本显著降低，如 800kWh 电池相应的市场价格约 90 万元，随着中国新能源车机技术持续迭代，预计未来成本将进一步降低。

2) 单位自重载重量提升，显著提升运输效率。得益于“三电”系统较传统发动机系统重量更轻以及整车轻量化技术的迭代升级，通过高能量密度电池、一体化电驱、新材料车身和工况定制化电量多维度优化，实现了载重量不变的同时自重更轻，使得运输等重货物时总重更轻，在动力系统功率恒定情况下，有效提升运输速度和效率。

3) 降低运营成本，纯电矿卡 3 年左右可收回增加的购置成本。新能源矿卡，特别是纯电矿卡运行吨公里耗能较小，露天煤企可在 3 年左右将增加的近百万购置成本收回。根据国家能源局数据，电动矿车运行吨公里能耗仅 80Wh，运行成本仅为同类防爆柴油车的 13%；一台使用期限为 5 年的 105 吨新能源宽体自卸车，重载上坡作业时在全生命周期内与传统燃料自卸车相比可节省约 180-250 万元总成本。

表 3：电动宽体自卸车全生命周期成本节约分析

项目	燃油动力宽体自卸车	105 吨级电动宽体自卸车
性能无重大衰变的服务年限		5 年
全生命周期能耗成本	约 478 万元	约 135.5 万元
全生命周期维护成本	约 20 万元	约 12.5 万元
全生命周期使用成本	约 498 万元	约 148 万元
全生命周期使用成本节约		350 万元
取得成本	约 80 万元	约 205 万元
全生命周期成本节约		约 224.9 万元

资料来源：博雷顿招股书，申万宏源研究

“绿色矿山”“零碳园区”具体指标逐步明确，新能源矿卡或成矿区刚需。国家“双碳”目标以及“绿色矿山”“零碳矿山”评价体系逐步落地，2025 年 2 月 1 日实施的《绿色矿山评价通则》中，首次把“单位产量碳排放、电动设备占比”列为绿色矿山约束性指

标，未达标企业不得参评 5A 级矿山；2025 年 6 月 30 日发改委、工信部、国家能源局联合发布的《关于开展零碳园区建设的通知》中要求各地进一步推动“零碳园区”建设，对优先建成的零碳园区给予资金与信贷支持，并明确了国家级零碳园区建设碳排放具体指标，要求单位能耗碳排放量 ≤ 0.2 （0.3）吨/吨标准煤。

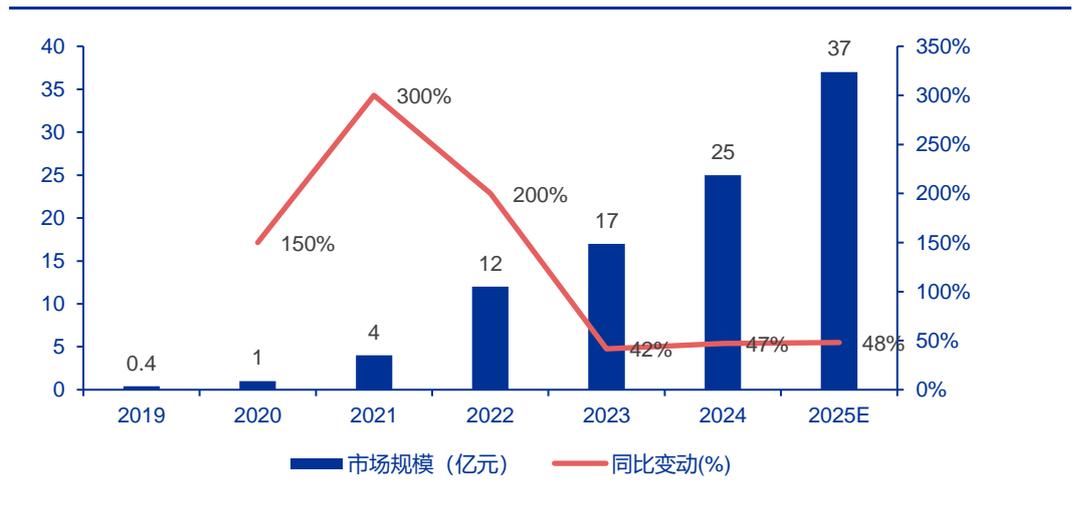
表 4：国家级零碳园区建设指标体系

指标类型	指标名称	目标要求
核心指标	单位能耗碳排放	≤ 0.2 吨/吨标准煤 (年综合能源消费量 20-100 万吨标准煤的园区)
		≤ 0.3 吨/吨标准煤 (年综合能源消费量 ≥ 100 万吨标准煤的园区)
	清洁能源消费占比	$\geq 90\%$
引导指标	园区企业产出产品单位能耗	达到或优于二级能耗限额标准
	工业固体废弃物综合利用率	$\geq 80\%$
	余热/余冷/余压综合利用率	$\geq 50\%$
	工业用水重复利用率	$\geq 80\%$

资料来源：《关于开展零碳园区建设的通知》（发改环资〔2025〕910号），申万宏源研究

新能源矿卡的应用可以显著减少矿区碳排放，根据国家统计局数据，伊敏露天矿通过 8 台智能充换一体纯电重卡合计年度减少二氧化碳排放 2217 吨。随国家碳达峰碳中和政策指标逐步明确，叠加新能源技术渗透率持续提升，中国新能源宽体自卸车市场需求将持续高增，2023 年市场渗透率约增至 6.6%，2024-2025 年中国新能源宽体自卸车市场规模预计分别达 25 亿元、37 亿元，市场规模总体呈快速增长态势。

图 11：2019-2025 年中国新能源宽体自卸车行业市场规模及预测（亿元）



资料来源：观知海内信咨询，申万宏源研究

2.3 高政策价值+强经济效益，无人矿卡市场迎关键性拐点

智能化政策目标驱动，无人驾驶矿卡加速推进。随着中国加速推进智能化、“零事故”、低碳采矿政策，“智慧矿山”建设成为国家产业政策侧重点。其中，无人驾驶矿卡有

效减少了矿区人员高风险环境下作业时长，是实现智慧矿山建设的主要环节。根据国家统计局，2024 年中国每百万吨煤矿开采的死亡人数达 0.059 人，无人驾驶矿卡可使操作人员离开危险环境，有效减少安全事故，提升矿区安全。

2024 年 4 月，国家矿山安监局、发改委等部门在《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》中规定：到 2026 年，全国煤炭智能化工作面数量占比将达到 30%以上，智能化工作面常态化运行率不低于 80%，煤矿、非煤矿危险繁重岗位作业智能装备或机器人替代率分别不低于 30%、20%。“零事故”与“智能化”政策目标使无人驾驶成为矿卡未来发展趋势。

表 5：中国智慧矿山行业相关政策

发布时间	政策名称	发布部门	相关内容
2020 年 3 月	《关于加快煤矿智能化发展的指导意见》	国家发展改革委、国家能源局等部门	2025 年，各类煤矿基本实现智能化，构建多产业链、多系统集成的煤矿智能化系统，建成智能感知、智能决策、自动执行的煤矿智能化体系。
2022 年 11 月	《煤矿及重点非煤矿山重大灾害风险防控建设工作总体方案》	国家矿山安监局、财政部	通过建设 AI 视频智能辅助监管监察系统、应急处置视频智能通讯系统和重大违法行为智能识别分析系统，充分发挥 AI 智能识别、井下精准定位、物联网、大数据等新技术在矿山重大灾害风险识别、应急救援等工作中的优势作用。
2024 年 3 月	《煤矿智能化标准体系建设指南》	国家能源局	到 2030 年，煤矿智能化标准体系基本完善，在智能化煤矿设计、建井、生产、管理、运维、评价等环节形成较为完善的系列标准，逐步引领国际标准化组织（ISO）、国际电工委员会（IEC）煤矿智能化国际标准制定。
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》	国家矿山安监局、应急管理部等部门	到 2026 年，建立完整的矿山智能化标准体系，推动矿山数据融合互通，实现环境智能感知、系统智能联动、重大灾害风险智能预警，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%，智能化工作面常态化运行率不低于 80%。
2024 年 5 月	《关于进一步加强煤矿智能化建设促进煤炭高质量发展通知》	国家能源局	加快推进生产煤矿智能化改造。大型煤矿要加快智能化改造，到 2025 年底前建成单个或多个系统智能化，具备条件的要求现采掘系统智能化。鼓励 300 万吨/年以上的生产煤矿全面推进主要生产环节智能化改造，力争率先建成全系统智能化煤矿。

资料来源：公开资料整理，申万宏源研究

推动矿区运输多维度降本增效，无人驾驶方案经济效益显著。相较于传统矿卡，无人驾驶矿卡减少了对操作员的依赖，可实现全天候高强度精准作业，经济效益显著。

1) 有效降低人工成本。传统矿山运输每辆车通常需要 2-4 名驾驶员（轮班+安全员），每名驾驶员人工成本约 10-15 万元/年，根据国家能源局数据，伊敏露天煤矿 8 台无人矿卡投入运营后，可减少 36 名驾驶人员，直接降低人工成本 1044 万元/年。

2) 有效降低设备维护成本。无人驾驶矿卡具有更高的稳定性，通过优化驾驶行为以及精确作业控制，可以有效降低车辆的机械磨损及燃料消耗，进而降低设备的维护成本。根据国家能源局数据，宝日希勒露天煤矿应用无人驾驶技术后节省燃油成本 15%，并提升轮胎寿命 40%；中煤平朔东露天煤矿 5 台无人矿卡投入运营后，预计每年节省燃油费 120 万元、轮胎等备件维护成本 万元，预计每年累计节约 万元支出。

3) 延长运行时间，提升单位时间运输能力。无人矿卡可实现 7×24 小时全天候连续作业，可有效延长作业时长，提升单位时间运输能力。以中煤平朔东露天煤矿为例，5 台无人矿卡投入运营后，由于节省了交接班、休息、就餐等时间，并可在大雾、大雨等极端天气下不间断作业，预计每年可增加 50 万吨运输能力。同时，由于无人运输系统的配套使用，更为科学严谨的运输安排与精确作业可以显著提升矿区生产效率，根据国家能源局数据，宝日希勒露天煤矿仅无人驾驶系统应用可将整体效率提高 30%。

4) 直接解决驾驶员“招募难，流失快”问题。由于矿区工作环境恶劣、安全压力大，驾驶员招募愈加困难，加之驾驶员流失率高，部分露天煤矿每年驾驶员流失率超过 50%。国内煤炭开采和洗选业从业人数由 13 年 611 万人降到 23 年 277 万人，预计未来仍呈下降趋势。同时，吸引年轻工人进入采矿业更加困难，导致劳动力老龄化，60%以上从业人员超过 40 岁，严重拖慢生产运输效率，而无人矿卡可完全避免相应问题，有效避免矿区作业安全性和效率下降。

表 6：无人矿卡应用经济效应案例

案例	建设情况	建设内容	建设成果
宝日希勒露天煤矿极寒环境下 5G+无人驾驶卡车编组运行	高寒地区，环境恶劣，需“智能化、少人化”作业。	对卡车进行线控改造，加装无人驾驶系统（定位、感知、决策等模块），实现自主行驶。	运输效率提升 30%，成本节省 15%，轮胎寿命延长 40%，实现 24 小时作业，减少人工需求。
胜利能源露天矿基于机器人的智慧运维新模式	人工巡检效率低，停送电审批流程繁琐，安全风险高。	研发电气开关柜智能操作机器人、无纸化审批系统、免充电巡检机器人	减少人工操作风险，提升作业效率，实现“无人则安、少人则安”。
东露天煤矿基于 5G 网络多车编组常态化运行	结合 5G、智能驾驶、车联网技术，优化矿山生产管理。	矿卡配备传感器和算法，实现自动驾驶；挖机加装传感器，与矿卡协同作业。	年节省 591 万元，增加 50 万吨运输量，降低燃油和备件损耗。
九龙煤矿辅助运输智能调度系统	原系统信号差、维护难，调度效率低。	升级为 4G 无线通信，部署智能调度系统（井上机柜+井下基站、摄像头、PAD 等）。	运输效率提升 30%，年创效 5846 万元，减少事故，实现精准调度。

资料来源：《全国煤炭智能化建设典型案例（2023 年）》，申万宏源研究

矿区无人驾驶技术逐步成熟，高政策价值及经济效益市场空间广阔。相较于乘用车面临不可预测的城市交通与严格的监管环境，作业于特定场景中的商用车 L4 级无人驾驶技术已实现商业化应用，截至 2024 年中国 L4 级无人驾驶方案市场已达到约 54 亿元。其中矿区高度适配无人驾驶车辆部署，目前已实现广泛应用。同时，无人驾驶矿卡在安全性、运行时间和降低成本方面都可为矿企提供直接且可计量的收益，具有极高的政策价值和经济效益，目前中国无人驾驶矿卡市场正处于高速增长前关键拐点，2025 年渗透率预计将突破 10%，至 2030 年渗透率将达到 50% 以上。随着无人驾驶矿卡渗透率逐步提升，销量预计由 2025 年的约 4000 辆增至 2030 年的约 16340 辆，CAGR+32.5%。

图 12：2021-2030 年中国无人驾驶矿卡销量渗透率及保有量渗透率情况



资料来源：易控智驾招股书 P152，申万宏源研究

矿区无人驾驶解决方案产业价值链主要包括零部件供应商、系统集成和矿区作业三部分。**上游企业主要为零部件制造商、软件供应商和云服务提供商**，主要提供无人驾驶矿卡所需的关键硬件、相关算法、软件和云计算基础设施与服务。**中游主要是矿区无人驾驶解决方案提供商与 OEM 紧密合作**，通过联合开发及系统定制化，将无人驾驶系统集成至车辆平台，其中 OEM（原始设备制造商）负责车辆平台的生产和制造，支持无人驾驶系统的量产和验证测试，**同力股份即为中游 OEM**；而矿区无人驾驶解决方案提供商则牵头进行软件集成、传感器校准和系统优化，代表企业为易控智驾等。**下游企业则包括矿业公司或总承包商以及车队管理服务提供商**，此类企业购买无人驾驶矿卡，并将其部署到矿区作业中，作为无人驾驶矿卡的最终用户，其反馈对无人驾驶系统的持续迭代和改进具有重要价值。

图 13：矿区无人驾驶解决方案产业价值链结构图



资料来源：易控智驾招股书及分析师整理，申万宏源研究

无人驾驶解决方案市场空间广阔，TaaS 与 ATaaS 两种商业模式并行。随着政策支持以及无人驾驶技术持续迭代，中国矿区无人驾驶解决方案市场呈现爆发式增长，由 21 年的 1 亿元增长至 24 年的 20 亿元，CAGR 约为 204.7%；预计未来将维持高增趋势，25 年至 30 年 CAGR 有望达 57.4%。目前市场主要分为 TaaS 与 ATaaS 两种商业模式，TaaS 持车模式由矿区无人驾驶解决方案提供商持有无人驾驶矿卡资产，矿企无需购车即可部署无人驾驶系统，具有快速落地、低初始投入、托管式运营等特点；而 ATaaS 不持车模式则由矿企通过采购无人驾驶系统或已搭载无人驾驶系统的矿卡实现部署，适合具备自主运营能力、追求定制化部署及长期成本控制的企业。年中国矿区无人驾驶解决方案 TaaS 与

ATaaS 模式收入占比分别为 44.9%和 55.1%，两种模式的应用为矿企提供了灵活的资产配置及综合服务方案。

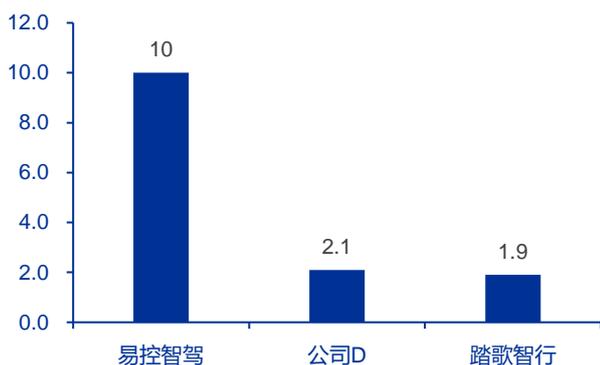
图 14：中国矿区无人驾驶解决方案按收入计市场规模（亿元）



资料来源：易控智驾招股书，弗若斯特沙利文，申万宏源研究

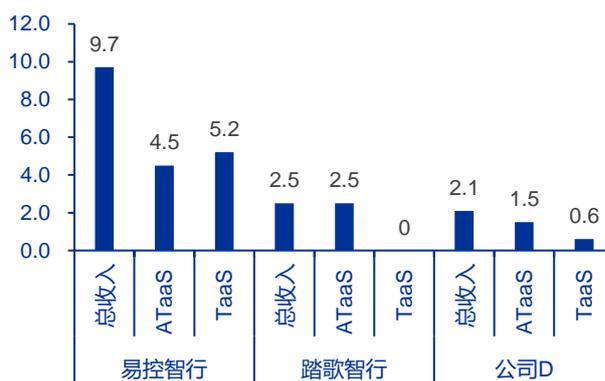
中国矿区无人驾驶解决方案市场集中度高，头部企业先发优势明显。由于早期进入者可获得大量矿企实际运营数据，进而支持算法训练及技术迭代，矿区无人驾驶解决方案领域具有较高的技术及运营进入壁垒，头部企业先发优势显著。矿区无人解决方案市场份额较为集中，中国市场主要由易控智驾及踏歌智行等企业主导，截至 24 年年底，按活跃车辆数计，中国市场 CR3 约为 56.0%，其中易控智驾以 40.0%的市占率位居第一；按收入计中国市场 CR3 约为 72.4%，其中易控智驾收入约为 9.7 亿元，市占率达 49.2%位居第一，TaaS 模式与 ATaaS 模式收入市场份额分别为 41.6%和 58.4%，均位居第一位。

图 15：按车辆数计，2024 年中国矿区无人驾驶解决方案市场规模



资料来源：易控智驾招股书，弗若斯特沙利文，申万宏源研究

图 16：按收入计，2024 年中国矿区无人驾驶解决方案市场规模



资料来源：易控智驾招股书，弗若斯特沙利文，申万宏源研究

露天煤矿无人驾驶矿卡市场集中度高，同力股份等头部 OEM 占主导地位。随着矿区无人驾驶解决方案市场快速发展，露天煤矿新一代无人驾驶矿卡需求快速增长，根据中国煤炭工业协会，23 年我国露天煤矿无人驾驶矿卡数量为 1131 辆，预计 26 年将达到 10000 辆，CAGR+106.78%。中国露天煤矿无人驾驶矿卡市场集中度高，CR3 为 67.5%，其中临工、同力和北方股份等头部企业通过与无人驾驶解决方案商深度合作占据市场主导地位，市占率分别为 30.4%、29.2%与 7.9%。临工、同力主要以宽体车为主，北方股份则以

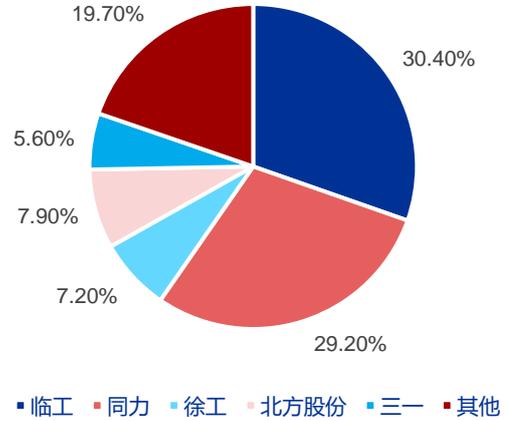
刚性矿卡为主要产品，此外，徐工、三一等传统头部特种车辆厂商也积极进行自研布局，目前市场份额已达到 7.2%与 5.6%。

图 17: 中国露天煤矿无人驾驶矿卡市场规模



资料来源:《露天煤矿无人驾驶技术应用发展报告》, 申万宏源研究

图 18: 中国露天煤矿无人驾驶矿卡市占率情况

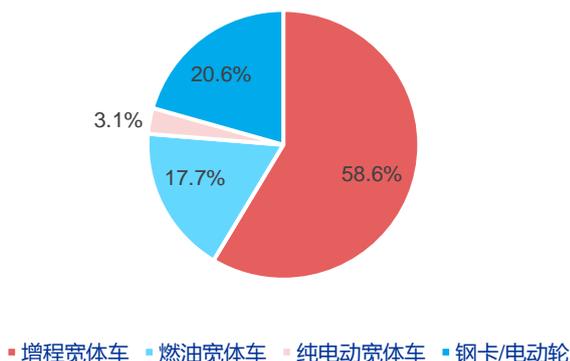


资料来源:《露天煤矿无人驾驶技术应用发展报告》, 申万宏源研究

2.4 国内市场稳步扩容存量替代，海外长期替代趋势明确

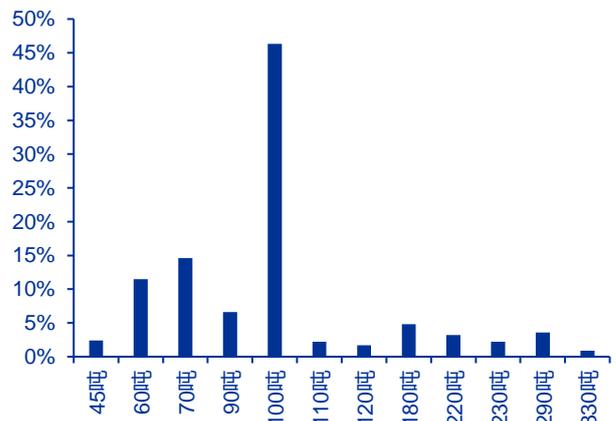
“大型化、电动化、智能化”趋势下，百吨增程式无人宽体车成为主流选择。中国无人驾驶矿卡主要分为增程宽体车、燃油宽体车、纯电动宽体车和刚性矿卡四种类型，宽体车载重吨位通常不超过 100 吨，而刚性矿卡普遍超过 100 吨，其中，增程宽体车凭借灵活补能、全场景适应性与经济性，成为当前露天矿无人驾驶部署的主流选择，截至 2024 年，增程宽体车占无人驾驶矿卡的 55%以上。无人矿卡载重吨位分布广泛，介于 45-330 吨之间，从目前部署情况看，百吨级已成为中国无人采矿转型的核心平台，结合自动化、电气化、大尺寸设计和本土化制造等特点，与较小车型相比，百吨级无人驾驶矿卡的载重显著提高，且每吨英里成本降低，非常适合大体积、大场地作业。2024 年，按载重吨位划分，百吨级车辆占中国所有无人驾驶矿卡的约 50%。

图 19: 中国无人驾驶矿车型分布



资料来源:《露天煤矿无人驾驶技术应用发展报告》, 申万

图 20: 无人矿卡载重吨位主要分布情况



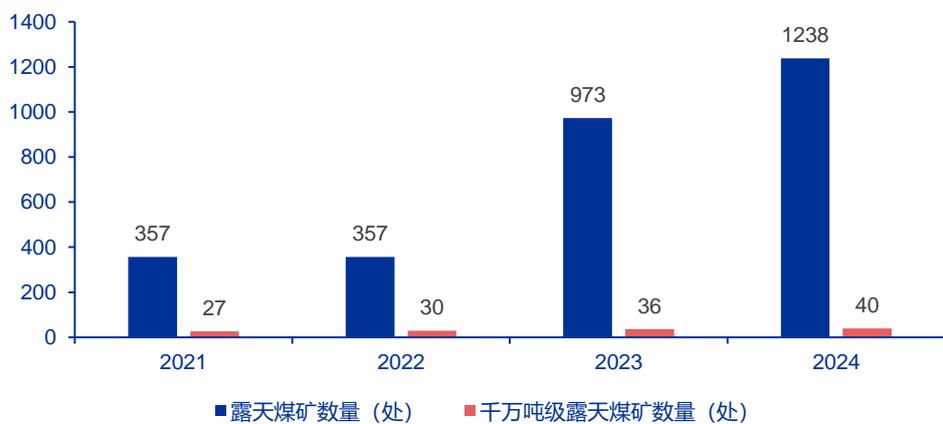
资料来源:《露天煤矿无人驾驶技术应用发展报告》, 申万

宏源研究 (注: 数据截至 2024 年 9 月)

宏源研究 (注: 数据截至 2024 年 9 月)

传统燃油矿卡存量替代, 中国市场快速发展。随着国家煤炭去产能政策逐步落实, “十四五”以来煤炭行业生产结构持续优化, 煤炭工业协会数据显示, 全国煤矿数量由 4600 余处减少至 4300 处以内, 24 年煤炭产量为 47.8 亿吨, YoY+1.2%, 矿卡未来增量需求将趋于平稳, 同时, 随着露天煤矿数量增长叠加矿山智能化需求高速增长, 传统燃油矿卡的存量替代需求将成为未来矿卡需求的主要成分。由于新能源宽体自卸车极高的经济效益, 叠加相关政策的逐步落地以及换电、充电设备部署完善使其利用率提升, 新能源宽体自卸车将加速替代传统燃油矿卡, 市场规模持续快速增长, 新能源渗透率预计将由 23 年的 6.6% 增至 28 年的 30.0%。

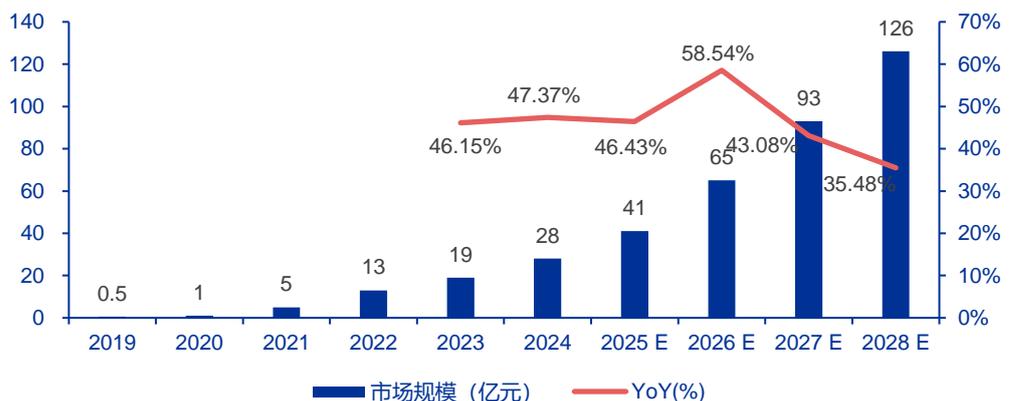
图 21: 2022 年以来中国露天煤矿数量呈上涨趋势



资料来源: 中国煤炭工业协会, 申万宏源研究

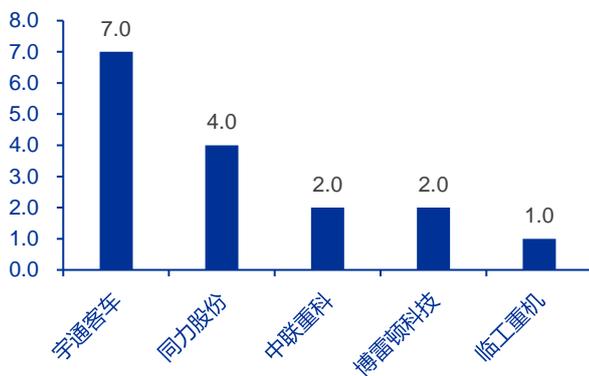
全球长期替代趋势明确, 新能源宽体自卸车出海进程加速。澳洲、智利等矿产资源丰富地区为新能源无人驾驶宽体自卸车部署理想场景, 但受限于国际无人驾驶矿卡供应商高昂的设备及运营成本, 目前应用相对有限, 而中国头部供应商受益于规模效应与成本优势, 在海外新能源无人驾驶矿卡竞争中处于优势地位, 叠加中国在海外大规模采矿项目投资持续增加, 加速了配套新能源宽体自卸车供应商的出海进程。我国新能源宽体自卸车国际市场份额持续扩张, 出口及内销市场规模已由 19 年的 0.5 亿元增长至 23 年的 19 亿元, CAGR+153.1%, 随着中国供应商产品能持续提升、海外销售渠道逐步成熟, 预计到 28 年市场规模将达 126 亿元, CAGR+46.4%。

图 22: 中国制造商新能源宽体自卸车市场规模 (亿元)

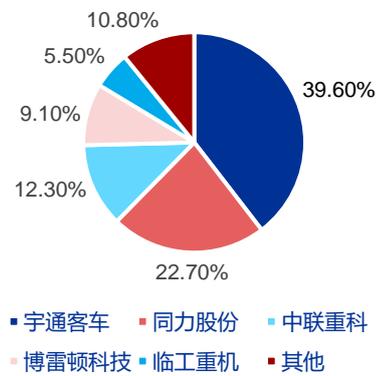


资料来源: 博雷顿招股书, 灼识咨询, 申万宏源研究

行业发展初期市场集中度高，新能源宽体自卸车竞争将持续加剧。相较于传统矿卡行业已形成充分竞争、基本稳定的格局，新能源宽体自卸车行业仍处于发展早期，市场参与者数量有限。按收入计算 CR5 达 89.2%，市场集中度较高，目前市场主要由宇通客车、同力股份、中联重科等企业主导，其中，宇通客车凭借其在客车电动化领域的技术积累和市场经验，以 39.6% 的市场份额位居首位；同力股份则专注于非公路宽体自卸车，凭借更强的技术可靠性及成本优势占据 22.7% 市场份额。同时，三一重装、徐工集团等头部特种车辆厂商也通过合作自研等方式推出多款新能源矿卡，产品矩阵兼具宽体车与刚性矿卡，预计未来传统矿卡头部厂商将持续投入新能源宽体自卸车领域的研发生产，市场竞争将持续加剧。

图 23：中国新能源宽体自卸车行业市场份额（亿元）


资料来源：博雷顿招股书，灼识咨询，申万宏源研究

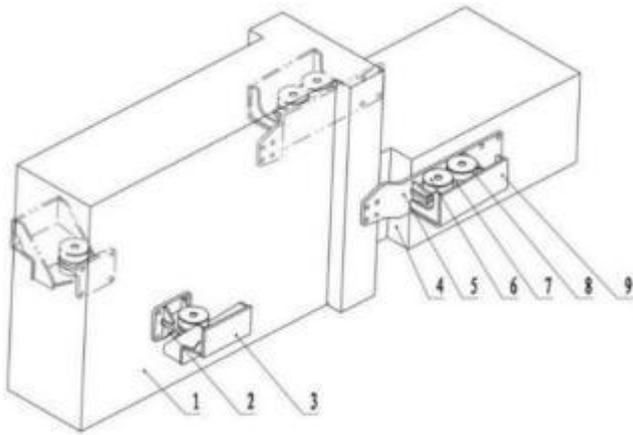
图 24：中国新能源宽体自卸车行业竞争格局


资料来源：博雷顿招股书，灼识咨询，申万宏源研究

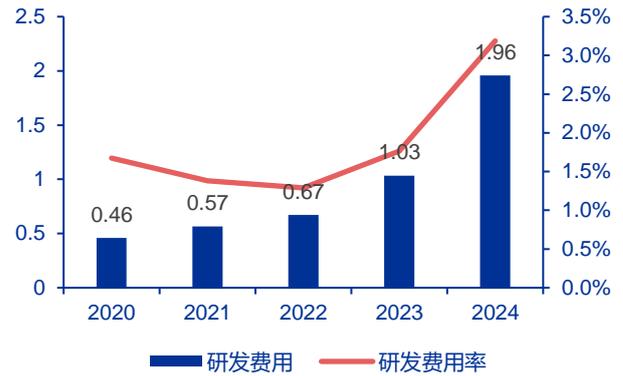
3. 首创非公路宽体自卸车先发优势显著，重视研发客户资源优质稳定

公司持续加大研发投入，非公路宽体自卸车先发优势显著。公司近年来高度重视新产品研发，持续加大产品研发投入，2020-2024 年公司研发费用从 0.46 亿元增至 1.96 亿元，CAGR+43.8%，其中 2024 年研发投入同比增长 89.3%，主要系公司加大对大型化、新能源 TLD135 车型、TLD145 车型以及无人驾驶系列产品相关投入。截至 2025 年 Q1，公司累计持有专利 117 项，其中发明专利 15 项，核心技术覆盖新能源动力系统、线控底盘等关键领域。公司作为首创非公路宽体自卸车设计规范及标准的企业，随着研发投入持续增加，将逐步构筑起非公路宽体自卸车智能化、电动化技术护城河，在宽体自卸车细分领域先发优势显著。

图 25：非公路自卸车一体式动力总成悬置系统专利图
图 26：2020-2024 年公司研发费用情况（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司年报，申万宏源研究

坚持“大型化、电动化、智能化”产品迭代趋势，合作研发加速产品迭代。公司坚持以提升施工效率和安全性的大型化、新能源为代表电动化、无人驾驶为代表的智能化作为矿卡主要发展趋势，积极与相关领域公司合作研发，加速新能源无人驾驶产品迭代升级。大型化方面，在研大吨位矿用自卸车面向高端与细分市场；电动化方面，纯电驱动、混合动力等新能源车型已占公司销量 20%左右，同时联合上海启源芯动力完成了 DTH145 无人宽体车产品的研发；智能化方面，公司与易控智驾等矿区无人驾驶解决方案供应商合作，已实现无人驾驶非公路自卸车规模化量产，累计交付量突破 700 台，车辆可靠性及经济性获新疆、内蒙古等核心矿区客户高度认可。

表 7：同力股份在研项目及合作项目情况

项目归属	类别	项目名称	核心方向	阶段/进展
宽体自卸车	90 吨级	DTH145 新能源非公路宽体自卸车	整车能量管理+车架优化，满足矿山绿色化需求	完成
		DTH145 新能源无人驾驶非公路宽体自卸车	智能制动控制+贯通式车架，满足矿山智能化需求	
		DTE145 新能源非公路宽体自卸车	换电技术+数据平台，解决充电耗时痛点	
大吨位矿用自卸车	90 吨级	TLH135N 天然气混动矿用自卸车	气油差价降本，聚焦天然气富集区	矿区验证
	91 吨级	TLDH125 新能源非公路矿用自卸车	高可靠长寿命，满足大型矿山全球化需求	已出口
	110 吨级	TLDH180 新能源非公路矿用自卸车	电动化架构，瞄准 100 吨级以上国际高端市场	矿区验证
智驾系统	线控一体化系统	非公路矿用智能线控系统	线控动力/转向/举升/制动一体化控制	完成
合作项目	易控智驾(产学研协同)	ET70M/80M/90M 线控增程式无人自卸车	底盘线控+混动+无人运输技术协同	已交付
	上海伯镛(硬件+算法互补)	DTH145 无人宽体车开发	同力供线控底盘，伯镛供无人驾驶系统	
	上海启源芯动力(换电生态构建)	DTE145C 换电式宽体车	同力供整车，启源供电池+换电系统	

资料来源：公司年报，申万宏源研究

公司客户资源优质稳定，大客户易控智驾冲刺港股 IPO 订单有望进一步放量。公司宽体自卸车覆盖国家能源集团、中煤集团、陕煤集团等大型露天煤矿客户，与核心客户建立了长期稳定的合作机制，前五大客户订单贡献持续稳健。其中，第三大客户兼持股公司易控智驾为矿区无人驾驶领域的头部企业，2024 上半年公司与其已签订近 300 台无人驾驶矿卡产品订单，所属新能源车型节能 15%-80%，交付、矿区运行车辆已超过 200 台，出勤率提升至 90%左右。随着易控智驾于 25 年 6 月 25 日向港交所递交招股说明书，并于 6 月 24 日完成超 4 亿元 D 轮融资，其有望成为“矿区无人驾驶第一股”。若易控智驾成功登陆港股，我们预计易控智驾将进一步扩张其无人驾驶矿卡车队，而同力股份作为其合作 OEM，相关订单有望进一步增长。

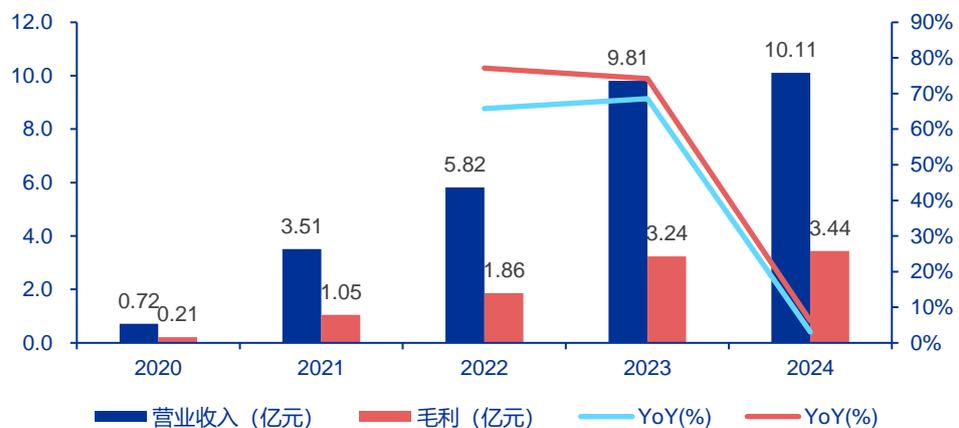
表 8：2024 年公司前五大客户情况（万元）

公司名称	金额(万元)	占比(%)
内蒙古同励泓泰工程机械有限公司	65859.86	10.72
新疆世创伟业汽车销售服务有限公司	43917.57	7.15
易控智驾科技有限公司	43461.53	7.07
Hera Equipment Co.,Ltd	22675.54	3.69
内蒙古同源惠丰工程机械销售有限公司	21873.21	3.56

资料来源：公司 2024 年报，申万宏源研究

产品成本优势+“一带一路”政策导向，公司积极开拓海外市场。公司非公路宽体自卸车产品单车成本相较海外高端刚性矿卡 200 吨以下产品和公路重卡均具有较强优势；叠加“一带一路”政策背景下，中国在海外大规模采矿项目投资持续增加，公司海外业务持续扩展。公司 2024 年成立新加坡子公司积极布局海外市场，下设蒙古、印尼子公司，同时面向印度尼西亚、蒙古、中亚等露天煤矿市场空间大的主要目标市场；在非洲地区与洛阳铝业、华刚矿业深度合作，南美地区已实现批量销售。2024 年公司发布首台 91 吨换电宽体矿卡，并与全球矿业巨头力拓集团达成合作，相关产品将在蒙古国铜矿等海外市场应用。澳洲市场 200t 以上大型号产品目前已处于试验期，预计 26 年将完成产品研发。

图 27：同力股份海外营业收入和毛利情况（亿元）



资料来源：公司年报，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值分析

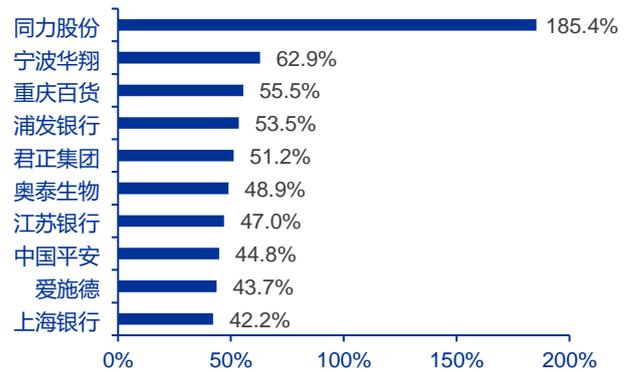
股息率维持高位，分红规模再创新高。同力股份 2024 年延续高分红策略，权益分派预案为每 10 股派发现金红利 7.00 元，全年合计派现 3.17 亿元/同比+40.0%，占 2024 年归母净利润的 40%，股息率达 5.49%，显著高于北交所市场均值 1.38%，显示公司回馈股东高积极性。公司作为唯一入选中证红利指数（000922.CSI）的北交所企业，当前权重占比 0.807%，成为红利策略资产配置北交所的核心标的。指数挂钩产品共 327 只，涵盖 ETF、指数增强及红利主题基金，总规模超 496 亿元，形成显著的资金配置通道。

图 28：同力股份年度分红金额呈稳健增长趋势



资料来源：choice，申万宏源研究

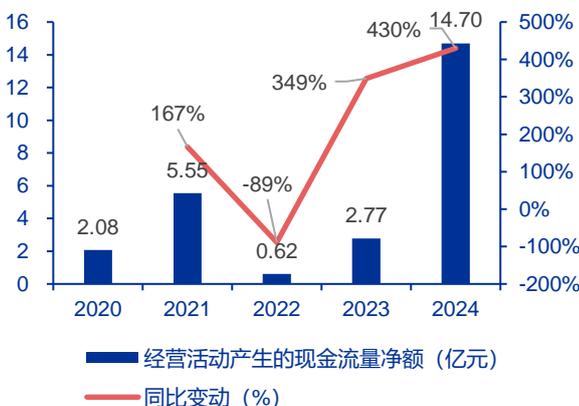
图 29：中证红利指数近一年成分涨幅前十



资料来源：choice，申万宏源研究（注：截至 25 年 7 月 29 日）

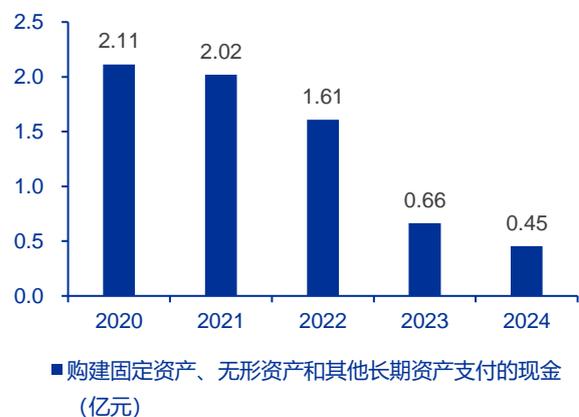
盈利支撑+低资本开支，高分红可持续性高。公司高分红底气源于：1) 宽体车行业地位稳固，2024 年市占率约 30%，25Q1 营收/归母净利润分别为 15.36/1.87 亿元，YoY+28.34%/+58.45%，业绩表现良好。2) 现金流充沛，2024 年经营性现金流净额达 14.70 亿元，YoY+430%，现金流造血能力匹配高分红需求。随前几年新产能基地投产，设备升级陆续完成，资本开支从 2020 年 2.11 亿元逐渐缩减至 2024 年 0.45 亿元，未来几年预计开支平稳。随着海外市场拓展，业绩增长与分红规模有望同步提升。

图 30：公司 2024 年经营活动现金流情况良好



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 31：公司资本开支趋于缩减状态



资料来源：公司公告，申万宏源研究

矿卡大型化、电动化、智能化存量替代趋势加速，公司首创非公路宽体自卸车，先发优势显著，客户优质稳定宽体自卸车业务有望量价双增。我们预计 2025-2027 年公司营收

分别为 69.61/78.99/89.65 亿元，对应增速分别为 13.28%/13.47%/13.50%，归母净利润分别为 8.68/9.63/10.87 亿元，对应增速分别为 9.38%/10.96%/12.89%。

核心假设：

- 1) **公司订单与下游煤炭开采行业高度相关，2024Q4 业绩高增主要得益于易控智驾订单拉动。**公司核心产品宽体自卸车销量主要受露天煤矿当年开采量以及现有矿卡换新需求影响，近年来我国露天煤矿开采量提升较为稳定，目前矿卡换新周期为 3-5 年，随着大型化、电动化、智能化趋势推进，矿卡存量替代成为需求增长主要驱动力。同时，易控智驾正处于港股 IPO 关键节点，25Q4 新增订单有望进一步释放。结合公司现有产能，我们预计 2025-2027 年销量分别为 6897/7511/8174 台。
- 2) **宽体自卸车市场较为稳定，无人化带动单车价值稳步上升。**由于宽体自卸车技术较为成熟、市场较为稳定，近年来单车价值逐年稳增，叠加矿卡无人化进程加速带动单车价值稳步上升，我们预计 2025-2027 年单车平均售价为 92.95/96.67/100.54 万元，对应增速分别为 5.00%/4.00%/4.00%。

表 9：预计同力股份宽体自卸车产品量价情况

	2025E	2026E	2027E
销量 (台)	6897	7511	8174
平均售价 (万/台)	92.95	96.67	100.54
整车-宽体自卸车营业收入 (百万元)	6410.99	7261.10	8218.09
毛利率	20.85%	21.48%	22.12%

资料来源：申万宏源研究

- 3) **综上，随着矿卡大型化、电动化、智能化发展进程加速，公司宽体自卸车业务有望实现量价双增，**我们预计 2025-2027 年公司宽体自卸车营收分别为 64.11/72.61/82.18 亿元；**受益于新能源与无人驾驶高毛利产品占比提升，叠加规模效应显现，**毛利率稳步提升，预计为 20.85%/21.48%/22.12%。
- 4) **随着宽体自卸车存量市场保有量不断升高，配件业务与维修业务需求将同步提升，**我们预计 2025-2027 年配件销售业务营收为 3.76/4.55/5.55 亿元，对应增速分别为 20.00%/21.00%/22.05%，毛利率为 35.59%/35.87%/35.98%；预计 2025-2027 年维修服务业务营收为 0.56/0.59/0.62 亿元，对应增速分别为 5.00%/5.25%/5.51%，毛利率为 79.64%/77.95%/79.08%。

表 10：同力股份主营拆分

单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
整车-宽体自卸车	5665.70	6410.99	7261.10	8218.09
YoY	4.01%	13.15%	13.26%	13.18%
毛利率	20.45%	20.85%	21.48%	22.12%
配件销售	313.03	375.64	454.52	554.74
YoY	32.41%	20.00%	21.00%	22.05%
毛利率	.%	.%	.%	.%

维修服务	53.53	56.21	59.16	62.42
YoY	0.98%	5.00%	5.25%	5.51%
毛利率	79.64%	79.64%	77.95%	79.08%
其他	112.37	117.99	123.89	130.08
YoY	-9.20%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	2.47%	4.06%	3.26%	3.66%
总计	6144.63	6960.82	7898.67	8965.34
YoY	4.85%	13.28%	13.47%	13.50%
毛利率	27.31%	27.94%	28.94%	30.06%

资料来源：公司年报，申万宏源研究

我们采用相对估值法对公司进行估值分析。同力股份主营非公路宽体自卸车及矿用运输设备，产品广泛应用于露天煤矿、金属矿及大型工程项目，未来增长主要来自国内矿山智能化升级、新能源宽体车替代需求及海外市场拓展。可比公司包括三一重工、徐工机械、中联重科等工程机械企业。

三一重工：全球领先的工程机械制造商，核心业务涵盖挖掘机械、混凝土机械、起重机械等工程机械产品的研发、制造与销售，其中混凝土机械市场占有率长期位居全国第一，挖掘机械、起重机械等也稳居国内前列。在矿山设备领域，公司推出多款 SPT 系列新能源矿卡及 SKT 系列宽体自卸车，与同力股份在下游应用场景上存在较高可比性。

徐工机械：国内工程机械行业领先企业，产品包括起重机械、铲运机械、压实机械、路面机械等，在起重机械领域，其汽车起重机等市场占有率连续多年位居国内第一。公司产品广泛应用于建筑施工、能源化工、交通运输等行业，在智能化、国际化布局上成效显著，已实现 XGE 系列纯电动宽体自卸车批量交付，与同力股份业务可比性较强。

中联重科：全球知名的工程机械制造企业，业务板块覆盖混凝土机械、起重机械、土方机械、矿山机械及农业机械等，集研发、生产、销售于一体。公司在混凝土机械领域市场占有率常年稳居全球领先地位，起重机械市场份额亦位列国内前列。近年来，公司加速向新能源化与智能化转型，推出了 ZT 系列新能源宽体自卸车，与同力股份在业务上有较高可比性。

表 11：可比公司情况

证券代码	证券简称	股价 (元/股)	市值 (亿元)	盈利预测(百万元)			PE		
				2025/8/13	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E
600031.SH	三一重工	20.83	1765	8508	10642	12980	21	17	14
000425.SZ	徐工机械	8.89	1045	8009	10083	12359	13	10	8
000157.SZ	中联重科	7.49	626	4952	6129	7339	13	10	9
	平均值						15	12	10
834599.BJ	同力股份	23.20	107	868	963	1087	12	11	10

资料来源：Wind，申万宏源研究

我们采用 PE 估值法对公司进行估值，给予公司“买入”评级。我们预计公司 25-27E 归母净利润 8.68/9.63/10.87 亿元，给予公司 2025 年可比公司平均的 15 倍 PE，目标市值 134 亿元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

5.风险提示

宏观经济波动风险。同力股份主营非公路宽体自卸车，核心应用场景为矿山开采及大型工程建设，其市场需求与矿产资源开采规模存在直接关联。我国矿产开采量由国家发改委进行年度总量规划与管控。若受宏观经济结构调整、能耗双控政策强化或生态环保标准升级等因素影响，国家发改委对矿产开采量的年度核定指标下调，将直接导致矿山企业的实际开采规模收缩，进而降低对非公路宽体自卸车的新增采购及更新需求，压缩公司收入和利润空间。

海外市场拓展不及预期风险。海外不同国家和地区在市场准入方面，有着严格且复杂的法规标准，涵盖产品安全、环保、技术认证等多个维度。且在渠道拓展方面，需要投入大量的资源去建立销售网络、售后服务体系以及品牌推广体系。目前新加坡子公司业绩贡献占比较小，显示海外布局初期效果有限。竞争对手技术迭代快，若公司不能快速推进产品布局，市场份额受挤压，影响长期增长潜力。

无实际控制人引发控制权变动风险。同力股份目前处于无实际控制人的股权结构状态，若未来股权变动导致公司控制权变动，可能引发主要管理人员重大调整或经营决策变更，对公司正常经营活动产生不利影响，进而影响公司的长期稳定发展以及股东的利益回报。

财务摘要

合并利润表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,860	6,145	6,961	7,899	8,965
营业收入	5,860	6,145	6,961	7,899	8,965
整车-宽体自卸车	5,447	5,666	6,411	7,261	8,218
配件销售	236	313	376	455	555
维修服务	53	54	56	59	62
其他	124	112	118	124	130
-	0	0	0	0	0
营业总成本	5,065	5,268	5,998	6,810	7,755
营业成本	4,527	4,827	5,441	6,126	6,893
整车-宽体自卸车	4,245	4,507	5,074	5,701	6,400
配件销售	152	199	242	292	355
维修服务	13	11	11	13	13
其他	117	110	113	120	125
-	0	0	0	0	0
税金及附加	21	28	32	36	41
销售费用	335	127	159	198	270
管理费用	86	90	97	114	128
研发费用	103	196	266	332	415
财务费用	-8	0	4	4	7
其他收益	24	47	27	33	36
投资收益	17	-6	4	5	1
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-43	-11	9	0	-3
资产减值损失	-87	0	3	-15	9
资产处置收益	3	9	4	6	6
营业利润	711	915	1,010	1,116	1,260
营业外收支	3	0	0	0	0
利润总额	713	915	1,010	1,116	1,260
所得税	92	121	138	149	169
净利润	621	793	872	967	1,090
少数股东损益	6	0	4	5	4
归母净利润	615	793	868	963	1,087

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	621	793	872	967	1,090
加：折旧摊销减值	165	86	24	66	62
财务费用	3	4	4	4	7
非经营损失	-59	-15	-8	-10	-7
营运资本变动	-520	581	-278	188	346
其它	110	32	0	0	0
经营活动现金流	277	1,470	614	1,214	1,498
资本开支	66	45	93	701	810
其它投资现金流	2	-21	4	5	1
投资活动现金流	-63	-66	-89	-696	-810
吸收投资	7	20	13	0	0
负债净变化	3	174	-92	111	113
支付股利、利息	225	237	357	379	407
其它融资现金流	42	-355	-10	3	1
融资活动现金流	-172	-398	-445	-265	-293
净现金流	42	1,007	79	253	396

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,777	6,676	6,822	7,131	7,750
现金及等价物	931	2,297	2,376	2,628	3,024
应收款项	3,144	3,345	3,354	3,354	3,351
存货净额	666	959	1,017	1,074	1,300
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	37	75	75	75	75
长期投资	26	19	19	19	19
固定资产	617	622	687	1,347	2,099
无形资产及其他资产	302	272	268	265	261
资产总计	5,722	7,589	7,796	8,762	10,130
流动负债	3,088	4,423	3,992	4,252	4,815
短期借款	87	296	89	89	89
应付款项	1,685	2,611	2,387	2,647	3,210
其它流动负债	1,316	1,516	1,516	1,516	1,516
非流动负债	133	62	177	288	401
负债合计	3,221	4,484	4,169	4,540	5,216
股本	453	458	462	462	462
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	454	506	516	516	516
其他综合收益	0	5	5	5	5
盈余公积	258	258	293	323	344
未分配利润	1,258	1,825	2,305	2,862	3,527
少数股东权益	35	0	4	9	13
股东权益	2,501	3,105	3,627	4,222	4,914
负债和股东权益合计	5,722	7,589	7,796	8,762	10,130

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。