

运机集团 (001288.SZ)

输送机械领军企业，出海画卷徐徐展开

核心观点：

- **公司是物料输送机械行业的领军企业。**公司成立于 2003 年，深耕散料输送机械行业，下游覆盖矿山、冶金、物流等多个领域，目前已成为中国散料输送机械行业领军企业，同时积极参与海外项目，涵盖东南亚、非洲、北美等地区；2024 年公司实现营收 15.36 亿元，同比+45.8%；实现归母净利润 1.57 亿元，同比+53.8%，业绩增长开始加速。
- **多重因素驱动，公司整机业务进入快车道。**(1) **资本开支上行：**散料运输机械是矿山运输的重要配套，近年来全球采矿业资本开支上行有望带动需求扩张；(2) **产品替代效应：**输送机械相比公路运输和铁路运输具有更佳的灵活性和连续性，在大部分基建较差的国家和矿区是百公里内散料运输的最优解，渗透率有望持续提高；(3) **客户资源扩张：**公司一方面受益于中资矿企协同出海，另一方面积极与海外采矿业龙头业主深入接触，陆续签下几内亚西芒杜铁矿项目、几内亚银谷国际铝土矿项目皮带机巨额订单，未来将有力支撑公司业绩长期向好。
- **后市场潜在空间广阔，存量逻辑的演绎有望加速。**参考矿山机械超 60% 的后市场占比，输送机械的备件+服务市场潜在体量较大。随着输送机械保有量提升以及海外客户对于运维外包的需求，未来基于存量逻辑的后市场有望成为公司重要的“利润中心”以及穿越周期的“压舱石”。此外公司还与华为、科大讯飞等签订了全面合作协议，就智能运维服务层面开展技术合作，将进一步提高公司产品+服务的整体竞争力。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计运机集团 2025-2027 年归母净利润为 2.46/3.66/5.13 亿元，参考可比公司的估值水平，考虑公司输送机械积极参与海外项目招标，在手订单充足；同时备件+服务后市场逻辑逐步清晰，故我们给予公司 26 年 25 倍的 PE 估值，对应合理价值 38.90 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**竞争加剧风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,053	1,536	2,238	3,022	3,873
增长率 (%)	15.2%	45.8%	45.7%	35.0%	28.1%
EBITDA	138	270	417	563	707
归母净利润	102	157	246	366	513
增长率 (%)	18.5%	53.8%	56.3%	48.7%	40.3%
EPS (元/股)	0.64	0.94	1.05	1.56	2.18
市盈率 (P/E)	26.3	32.4	25.2	16.9	12.1
ROE (%)	4.9%	7.2%	10.2%	13.8%	17.1%
EV/EBITDA	13.1	16.7	15.0	10.6	7.8

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

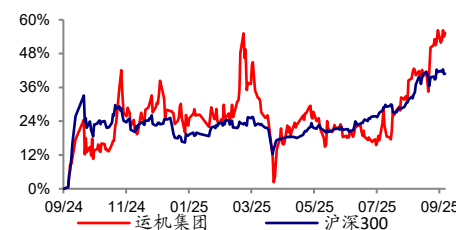
买入

当前价格	26.36 元
合理价值	38.90 元
报告日期	2025-09-21

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	234.92/151.51
总市值/流通市值 (百万元)	6192.53/3993.91
一年内最高/最低 (元)	37.17/19.50
30 日日均成交量/成交额 (百万)	5.81/144.67
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	31.14/15.17

相对市场表现



分析师：

代川



SAC 执证号：S0260517080007

SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

分析师：

汪家豪



SAC 执证号：S0260522120004

SFC CE No. BWR740



021-38003792



wangjiahao@gf.com.cn

相关研究：

联系人：

张智林 021-38003744

gfzhangzhilin@gf.com.cn

目录索引

一、运机集团：资历深厚的物料输送系统供应商	4
（一）业务布局：输送机械积淀深厚，聚焦主业持续发展	4
（二）股权结构：私有企业实控人稳定，股权激励彰显发展信心	5
（三）财务分析：盈利稳健增长，费用率有望下行	7
二、输送机械：海外市场放量在即，出海拓展正当时	10
（一）散料输送机械：兼顾灵活性和高效率的选择	10
（二）市场空间：中资矿企出海驱动下，运机市场有望进一步打开	11
（三）竞争优势：公司产品能力出色，在手订单充足	16
三、后市场：具备长期增长潜力，穿越周期的“压舱石”	20
（一）后市场是更大的利润来源，存量逻辑的演绎有望加速	20
（二）后市场业务有望成为公司下一阶段主要增长驱动力	21
四、盈利预测和投资建议	24
五、风险提示	27

图表索引

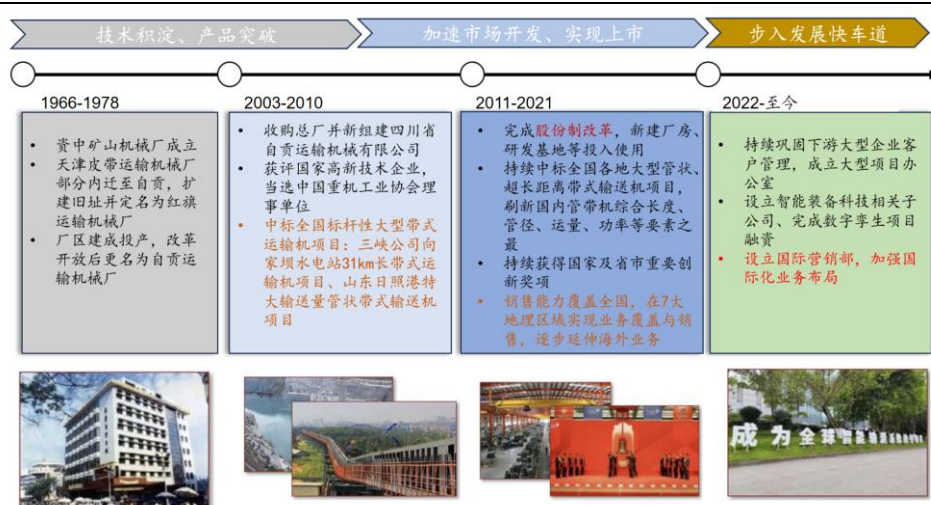
图 1: 运机集团历史沿革	4
图 2: 公司客户质量优异	5
图 3: 公司全球化布局成绩斐然	5
图 4: 公司股权结构（截至 25 年中报）	6
图 5: 2019-2025H1 公司营业收入及归母净利润情况	8
图 6: 2019-2024 年公司利润率与钢材价格关系	8
图 7: 公司运输机产品成本拆分（2024 年）	8
图 8: 2019-2024 年公司人效情况	9
图 9: 2019-2024 年公司三费情况	9
图 10: 公司研发投入情况	9
图 11: 皮带散料运输机的基本结构示意图	10
图 12: 2013-2023 年我国连续搬运设备进出口额情况（亿美元）	11
图 13: 复盘全球前十大采矿业巨头公司历年资本开支（亿美元，左轴）及 CRB 金属现货指数（点，右轴）	12
图 14: 铁矿石采选行业国内输送机械可及市场规模	14
图 15: 全球铜资源储量分布	14
图 16: 2025-2026 年预计全球铜矿产量将稳定增长	15
图 17: 全球主要国家的铝土矿储量分布（亿吨）	15
图 18: 有色金属采选行业国内输送机械可及市场规模	16
图 19: 近年来公司运输机械产品量价趋势	17
图 20: 2021-2024 年公司新增订单及营收情况	17
图 21: 公司物料输送系统收入及海外收入占比与可比公司对比	17
图 22: 后市场容量基本随累计开采量线性增长	20
图 23: 小松采矿机械后市场业务占比超过 60%	20
图 24: 全球输送系统一体化中后市场规模及渗透率	21
图 25: 海外业主对输送系统的可靠性、安全性要求极高	21
图 26: 公司 2023-2024 年整机业务和后市场业务收入规模变化情况（亿元）	22
图 27: 带式输送机运营故障点多，人工监视难度大，成本高	22
图 28: 公司与华为携手构建智能运维服务方案	23
表 1: 公司主营产品介绍	4
表 2: 公司核心管理团队行业经验丰富	6
表 3: 公司管理层获授股票情况	7
表 4: 公司 2025 年股权激励考核计划业绩标准	7
表 5: 矿山散料运输的带式传输、铁路运输和公路运输成本对比	11
表 6: 中资企业海外权益铁矿情况	13
表 7: 运机集团参与起草的国家/行业标准	16
表 8: 运机集团代表性跟随央国企出海项目	18
表 9: 运机集团近年签订重大中标内容	18
表 10: 运机集团分业务收入和毛利预测	24
表 11: 运机集团可比公司估值	26

一、运机集团：资历深厚的物料输送系统供应商

（一）业务布局：输送机械积淀深厚，聚焦主业持续发展

公司专注于散料运输机械的设计、制造及安装，是国内带式输送行业领军企业。公司起源可追溯至1966年，2003年公司正式成立以来，伴随着工业化与城市化进程加速，输送机械市场需求不断增加。公司凭借技术领先及产品优势加速市场开发，持续中标全国各地大型输送机项目，迎来快速发展。2021年公司在深交所成功上市，近年来公司抓住“一带一路”国家战略带来的海外市场开拓机遇，加强国际化业务布局，带来新的增长动力。

图 1：运机集团历史沿革



数据来源：公司招股说明书，公司官网，广发证券发展研究中心

公司主营产品包括通用带式输送机、管状带式输送机、水平转弯带式输送机、其他输送机及其相关配套设备等。公司设计制造的物料运输系统以“以电驱动、封闭式作业环境”的优点显著降低能耗，是百公里内散状物料运输的最优选择，在电力、冶金、建材、煤炭、港口、钢铁等多个领域发挥重要作用。

表 1：公司主营产品介绍

产品类别	产品描述	应用场景	代表项目	样品图片
通用带式输送机	以输送带为物料运送的承载构建，利用托辊支承输送带移动，依靠传动滚筒与输送带之间的摩擦力牵引输送带运动将输送带承载的物料从起点运送到终点完成物料输送	广泛应用于散料、包装物的输送和转运场合，适用于冶金、煤炭、港口和仓储等行业	水电八局向家坝沙石工程骨料输送项目	
			印度尼西亚塔里阿布岛选矿系统项目	

管状带式运输机	由通用带式输送机基础发展而来，通过 4~8 只托辊组成的多边形，将输送带强制裹成圆管状截面，输送散状物料	可用于港口、冶金、建材、电力等领域，长距离输送煤炭、矿石、灰渣、碎石等	缅甸达贡山镍矿石输送项目	
水平转弯带式输送机	在支撑托辊结构和输送带物理性能方面具有特殊的结构和设计，能够实现输送机水平转弯，适用于长距离输送散状物料	应用于矿山、煤炭输送、水泥厂等使用场景	印度尼西亚塔里阿布岛铁矿石输送项目	
其他输送机产品介绍	包含移置式带式输送机、伸缩式带式输送机、大倾角带式输送机、斗式提升机、螺旋输送机等。	适用于具有特殊属性的物料输送工程	陕西富平生态水泥有限公司 尼日利亚 Obajana 水泥厂项目	 
其他输送机产品介绍	包含移置式带式输送机、伸缩式带式输送机、大倾角带式输送机、斗式提升机、螺旋输送机等。	适用于具有特殊属性的物料输送工程	鹤庆北衙矿业有限公司尾矿处理系统项目	

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

公司积极推进全球业务布局，抓住海外重点客群需求敲开国际市场。公司可通过跟随央国企项目出海及直接与海外业主对接两种方式出海，产品已在全球等多个国家的项目上投入运行。根据公司2025年4月18日投资者关系记录表，公司与淡水河谷、青山实业、紫金矿业、印尼金光集团等全球采矿业龙头客户均有深入接触，客户资源优质。

图 2：公司客户质量优异

图 3：公司全球化布局成绩斐然



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

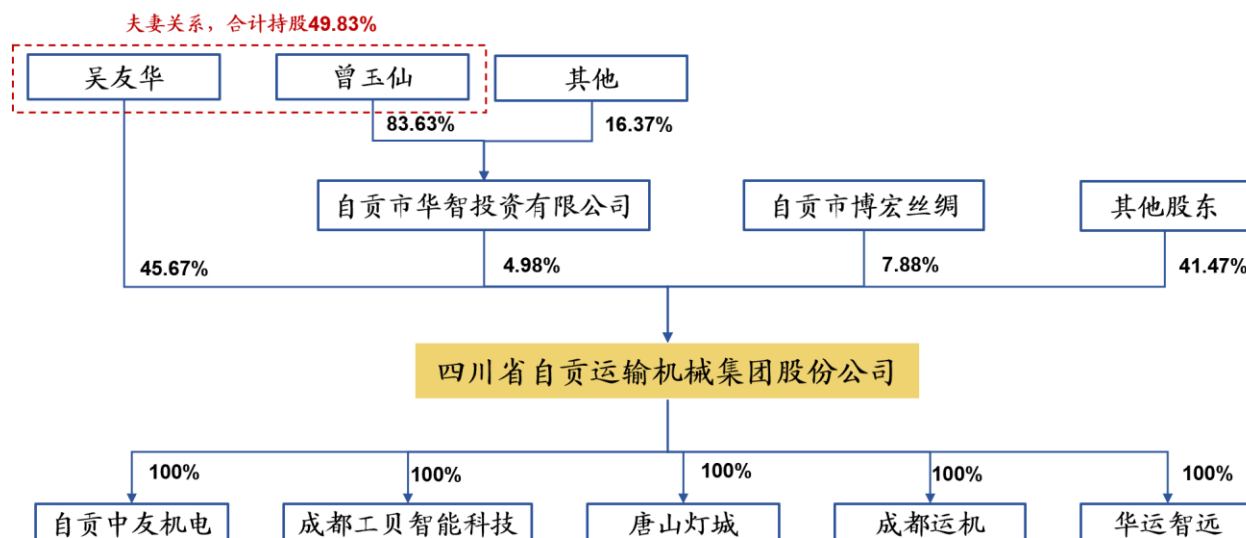
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（二）股权结构：私有企业实控人稳定，股权激励彰显发展信心

公司股权结构稳定，实控人话语权和决策权稳定。公司实控人为吴友华、曾玉仙夫

妇，合计持股50.64%。华智投资为公司设立的股权激励平台，该平台股东在入股时均为公司员工。除实控人外股权分布较为分散，十大股东中包含资管产品、私募基金及多个自然人。

图 4：公司股权结构（截至25年中报）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司管理层经验丰富，长期在公司任职。公司现任核心管理团队在所负责的销售、采购、研发、投资等领域深耕多年，有丰富的产业经验且长期任职于自贡运输机械公司，与公司共同成长发展。

表 2：公司核心管理团队行业经验丰富

姓名	职务	主要经历
吴友华	董事长	历任荣县东方机械厂厂长，四川省自贡运输机械有限公司总经理。
范荣	监事会主席、职工监事	历任四川省自贡运输机械总厂财务处副处长、财务部副部长、财务总监。
吴正华	总经理	历任自贡纺织股份有限公司热车间锅炉技术员、专工，四川省自贡运输机械有限公司销售员、项目经理，四川省自贡运输机械集团股份有限公司西安办事处主任、总经理助理。
何洋洋	副总经理、总工程师	硕士学历，历任四川省自贡运输机械集团有限公司技术部技术员、研发部副部长、研发部部长。
罗陆平	副总经理、董事会秘书	硕士学历，历任自贡市工业泵厂子公司财务负责人，四川省自贡运输机械有限公司审计员、审计部副部长、董事会秘书、副总经理、财务副总监、财务总监。
邓继红	副总经理	历任四川省自贡运输机械总厂机修车间副主任、金工车间技术副主任、金工车间主任、生产部部长、采购部部长、总经理助理。
李建辉	财务总监	历任腾冲县经纬矿业有限公司财务经理，云南德福投资有限公司财务总监，汉龙莱科环境工程有限公司财务总监，四川省自贡运输机械集团股份有限公司财务副总监。

数据来源：公司招股说明书，公司 24 年年报，广发证券发展研究中心

2025年9月4日公司公告2025年股权激励计划（草案），拟授予股本总额的2.12%。根据《2025年股票期权激励计划（草案）》，本激励计划采用股票期权的方案，授

予价格为17.32元/股，激励对象为公司董事、高管、中层管理人员，共计31人。此次激励计划可充分调动核心团队积极性，长远角度有助于公司持续健康发展。

表 3：公司管理层获授股票情况

姓名	职务	获授的权益数量 (万股)	占本次激励计划授予 总数比例	本激励计划公告日股本 总额比例
吴正华	董事、总经理	70	14.06%	0.30%
张景龙	副总经理	30	6.02%	0.13%
何洋洋	副总经理,总工程师	30	6.02%	0.13%
熊炜	副董事长	20	4.02%	0.09%
许俊杰	董事、常务副总经理	20	4.02%	0.09%
罗陆平	副总经理、董事会秘书	17	3.41%	0.07%
李建辉	财务总监	14	2.81%	0.06%
中层管理人员（24 人）		297	59.64%	1.26%
合计		498	100.00%	2.12%

数据来源：《2025 年股票期权激励计划（草案）》，广发证券发展研究中心

本次激励计划考核要求高，体现管理层积极发展预期。业绩以净利润为考核目标，以2024年（1.57亿元）为基数，分别要求25年净利润增长率不低于50%；25-26年两年净利润累计值增长率不低于275%；25-27三年净利润累计值增长率不低于567.5%。公司认定该业绩目标具备科学性合理性，充分反映公司具备未来良好发展前景，步入增长快车道。

表 4：公司2025年股权激励考核计划业绩标准

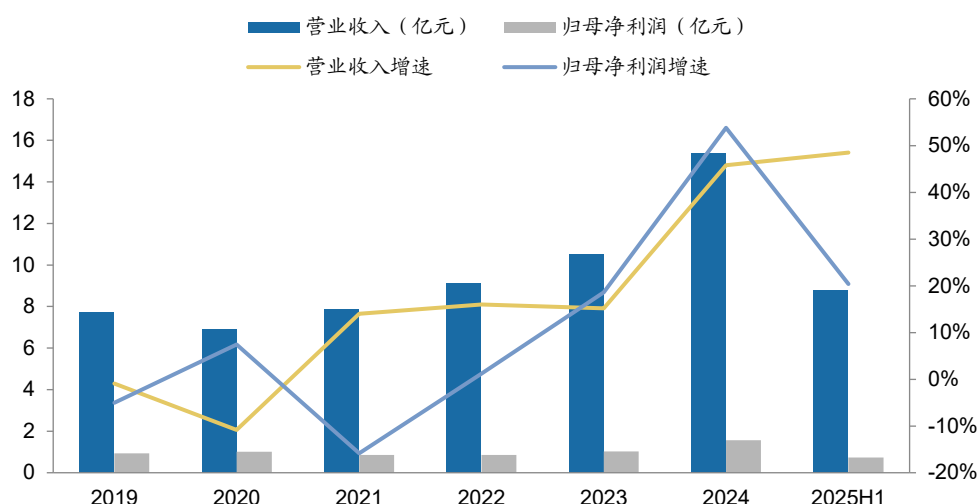
行权安排	考核年度	业绩考核目标
第一个行权期	2025 年	以公司 2024 年净利润（1.57 亿元）为基数，2025 年净利润累计值增长率不低于 50%
第二个行权期	2026 年	以公司 2024 年净利润（1.57 亿元）为基数，2025-2026 年两年净利润累计值增长率不低于 275%
第三个行权期	2027 年	以公司 2024 年净利润（1.57 亿元）为基数，2025-2027 年三年净利润累计值增长率不低于 567.5%

数据来源：《2025 年股票期权激励计划（草案）》，广发证券发展研究中心

（三）财务分析：盈利稳健增长，费用率有望下行

业绩持续高增长，量价双轮驱动下盈利能力稳步提升。2021–2024年公司营业收入由7.88亿元提升至15.36亿元，年均复合增长率达24.9%；归母净利润由0.85亿元提升至1.57亿元，年均复合增速达22.7%，展现出良好的成长性。2025年上半年公司实现营收8.8亿元，同比增长48.5%，持续维持高增；实现归母净利润0.73亿元，同比增长20.35%，增速低于收入增速主要系信用减值损失影响。

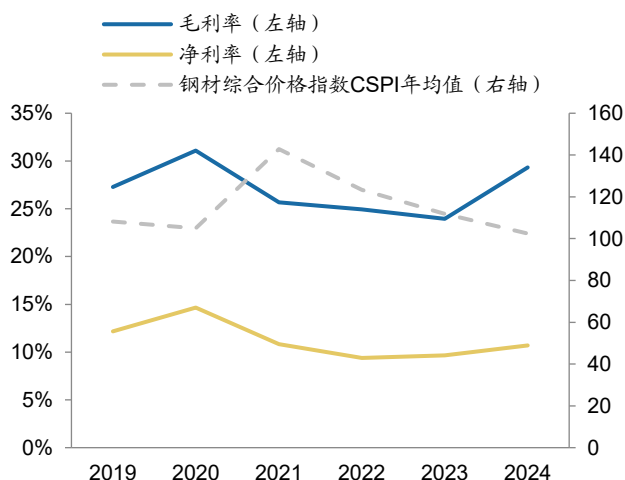
图 5：2019-2025H1公司营业收入及归母净利润情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

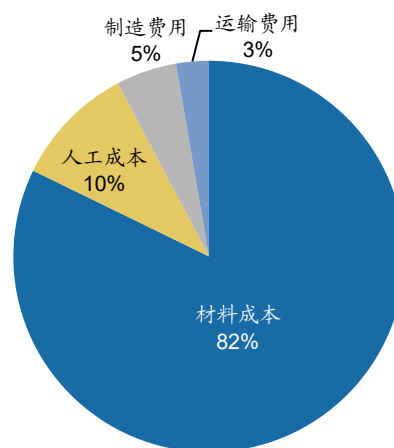
近年来利润率呈下降趋势，钢材价格企稳叠加出海商业模式优化利润率有望修复。公司2020-2023年毛利率持续下滑，2024年整体销售毛利率为29.32%，同比有所回升。公司采取成本加成方式定价，但原材料价格剧烈波动情况下利润率仍会带来一定影响。公司主要原材料为钢材、输送机配套件和胶带，其中钢材占比较大，钢材价格波动与利润率波动呈现反向关系。

图 6：2019-2024年公司利润率与钢材价格关系



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

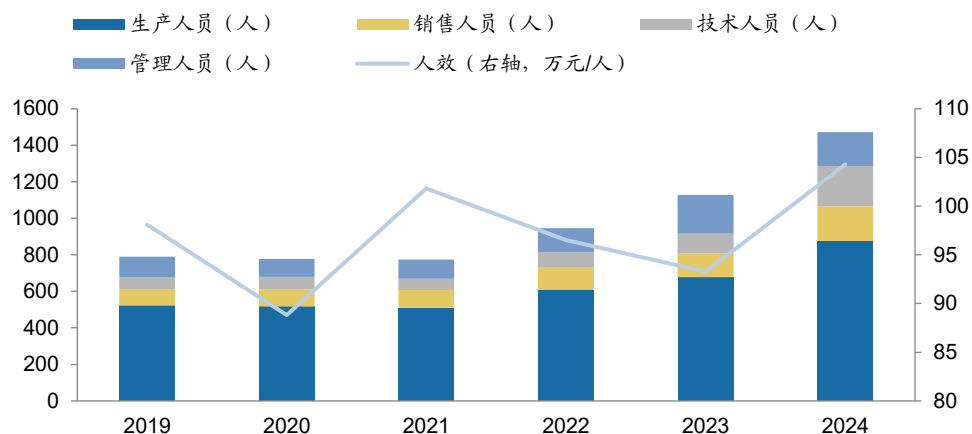
图 7：公司运输机产品成本拆分（2024年）



数据来源：2024 年公司年报，广发证券发展研究中心

公司人力规模快速扩张，前期投入已逐步向效率转化，人效表现重回上行通道。2019-2024年，公司员工总数由790人增至1473人，2019-2023年扩张期内人均创收由98.10万元/人下滑至93.27万元/人，阶段性承压；2024年，公司人效回升至104.28万元/人，创近五年新高，反映出人力结构优化与产能释放已带来协同成效。结合公司产线布局节奏，当前人力储备已具备规模效应基础，人员储备正逐步转化为实际产出，公司经营效率有望进一步改善。

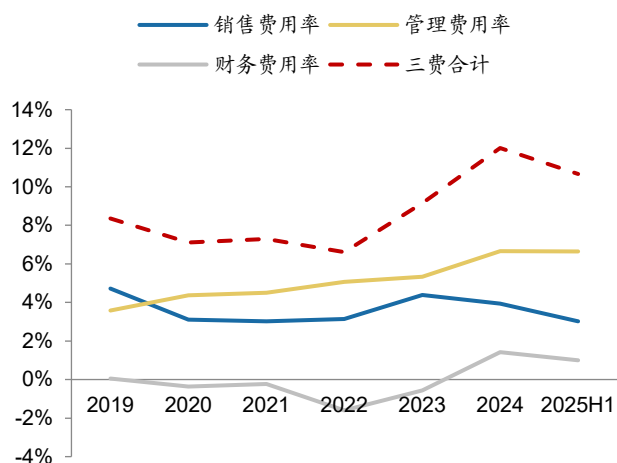
图 8：2019-2024年公司人效情况



数据来源：2024年公司年报，广发证券发展研究中心

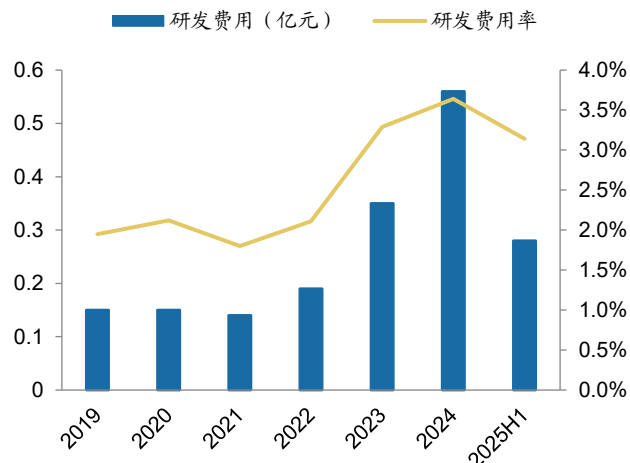
研发与管理投入持续加大，整体费用结构仍需优化。2024年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为3.93%、6.66%、3.64%、1.42%，整体期间费用率维持在较高水平。管理与研发投入同比增长明显，其中管理费用率自2018年的3.58%上升至2024年的6.66%，反映公司在人员扩张上持续投入；研发费用率提升至3.64%，体现出公司对技术演进的高度重视。整体来看，费用结构仍承压，但在营收体量持续增长的背景下，边际费用改善的趋势值得关注。

图 9：2019-2024年公司三费情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 10：公司研发投入情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、输送机械：海外市场放量在即，出海拓展正当时

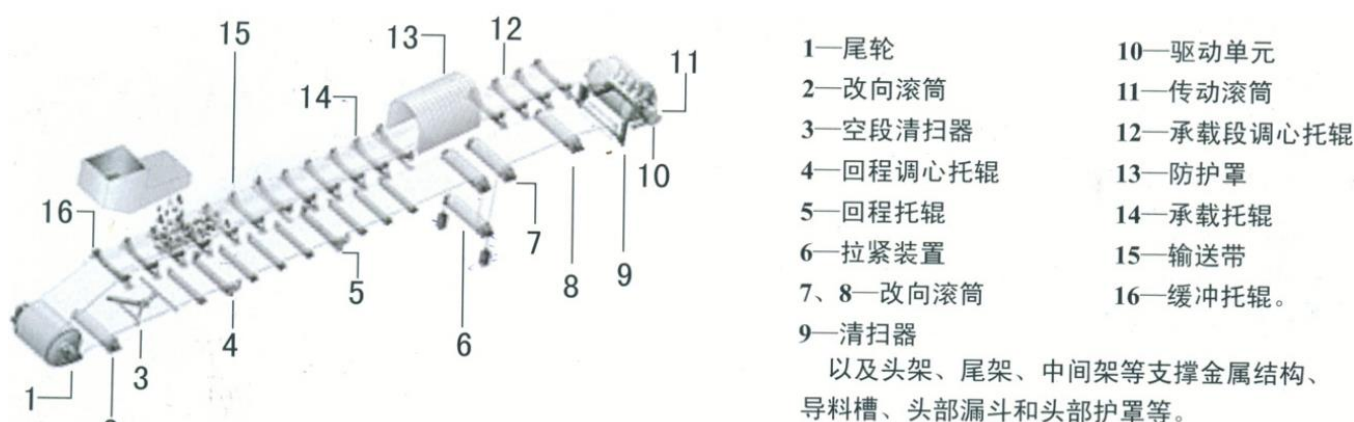
核心看点：散料输送机械主要用以满足矿山采矿等场景下百公里内运输需求，相较于矿卡运输和火车运输而言是兼顾灵活性和效率的选择。全球采矿业逐步复苏的背景下，全球散料输送机械行业市场规模正随之逐步扩张。公司作为国内输送机械的头部企业，客户覆盖国内外知名矿企，有望深度受益于中资矿企海外权益矿扩张带来的协同出海趋势，以及海外非权益矿的份额提升。

（一）散料输送机械：兼顾灵活性和高效率的选择

散料输送机械是什么？散料输送机械是一种通过驱动滚筒的摩擦力来实现皮带的循环运动，进而实现物料定向输送的设备。具体来说，电机通过减速器将动力传递给驱动滚筒，滚筒与皮带之间的摩擦力使皮带开始运动，形成闭合环路，托支撑下保持稳定运行。皮带在输送过程中将物料从进料口均匀落在皮带上，随皮带向前移动，至卸料端通过重力或刮板卸出。

皮带机是输送机械使用最广泛的一种类型。不同应用场景对应皮带机长度需求存在差异。厂区内不同工序间输送、港口及码头输送、建材行业用到的皮带机长度一般小于百米；矿业及煤炭开采、采石场等所需的散料运输皮带机所需皮带机可能非常长，甚至达到数公里。

图 11：皮带散料运输机的基本结构示意图



数据来源：运机集团官网、广发证券发展研究中心

为什么要用皮带机进行散料运输？工业矿区的产品大多为大宗商品（矿石、煤炭等），一般具有运量大、运输距离较长等特点。在矿区至铁路车站运输距离不远的情况下，一般可采用铁路（专用线）、公路、皮带运输机三种运输方式。其中铁路运输虽然运营成本较低，但对前期铁路网的投入规模极高，不适用于一些基建较差的发展中国家；公路运输虽然前期修路的成本相对较低，但后期运营成本高（车辆开销、燃油消耗、人力开支等），且运输量和连续性较差。与传统的公路运输、铁路运输方式相比，带式输送投资规模小，安全性高、运输量大、营运成本低、环境破坏最低等优势明显，因此在绝大部分基建支持能力较弱的场景下，**带式传输是百公里内散料运输的最优选择。**

表 5: 矿山散料运输的带式传输、铁路运输和公路运输成本对比

输送方式		带式传输	铁路运输	公路运输
图例				
公里数		30	42	70
前期投入	单位造价 (百万/km)	9	80	20
	建造成本 (百万)	270	3360	1400
	折旧年限	15	15	15
	年折旧 (百万元)	18.0	224.0	93.3
运营成本	运量 (万吨)	2000	2000	2000
	周转量 (万吨·km)	60000	84000	140000
	单位运营成本 (元/吨·km)	0.366	0.0543	0.383
	年总运营成本 (百万元)	219.6	45.6	536.2
总成本 (百万元/年)		237.6	269.6	629.5

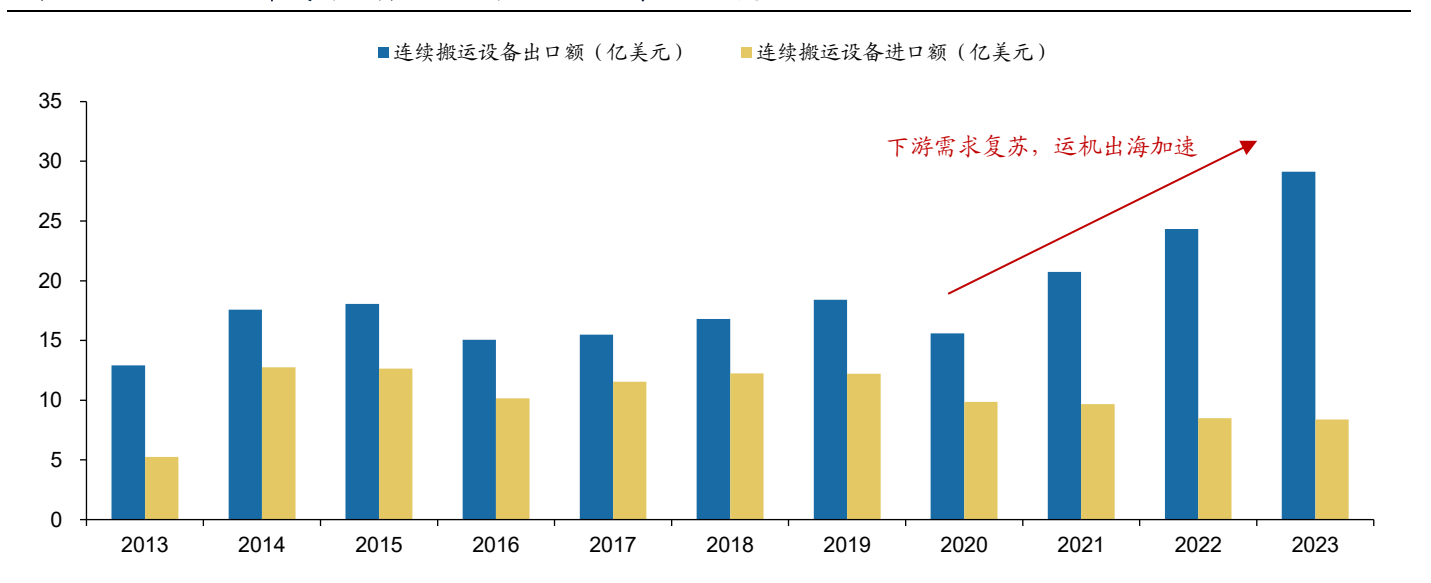
数据来源:《矿区运输方式成本分析》(邓立红),《中国高速铁路:建设成本分析》(欧杰等),华经产业研究院,广发证券发展研究中心

注:三种运输方式的单位造价、折旧年限为预估值,实际项目不同造价差异较大

(二) 市场空间: 中资矿企出海驱动下, 运机市场有望进一步打开

出口已成为我国输送机械企业的重点拓展空间。2013年-2019年,我国连续搬运设备出口额从12.9亿美元扩大至18.4亿美元,整体呈现波动上升的态势。2020年由于受到新冠疫情影响,下游需求暂缓,整体出口和进口金额有所下滑。但进入2021年以来,随着采矿业复苏+下游需求改善+海外权益矿项目加速+国内运机竞争力持续提高,我国连续搬运设备出口额加速提升,且贸易顺差持续扩大,2023年出口额达到29.14亿美元,顺差超过20亿美元。

图 12: 2013-2023年我国连续搬运设备进出口额情况 (亿美元)

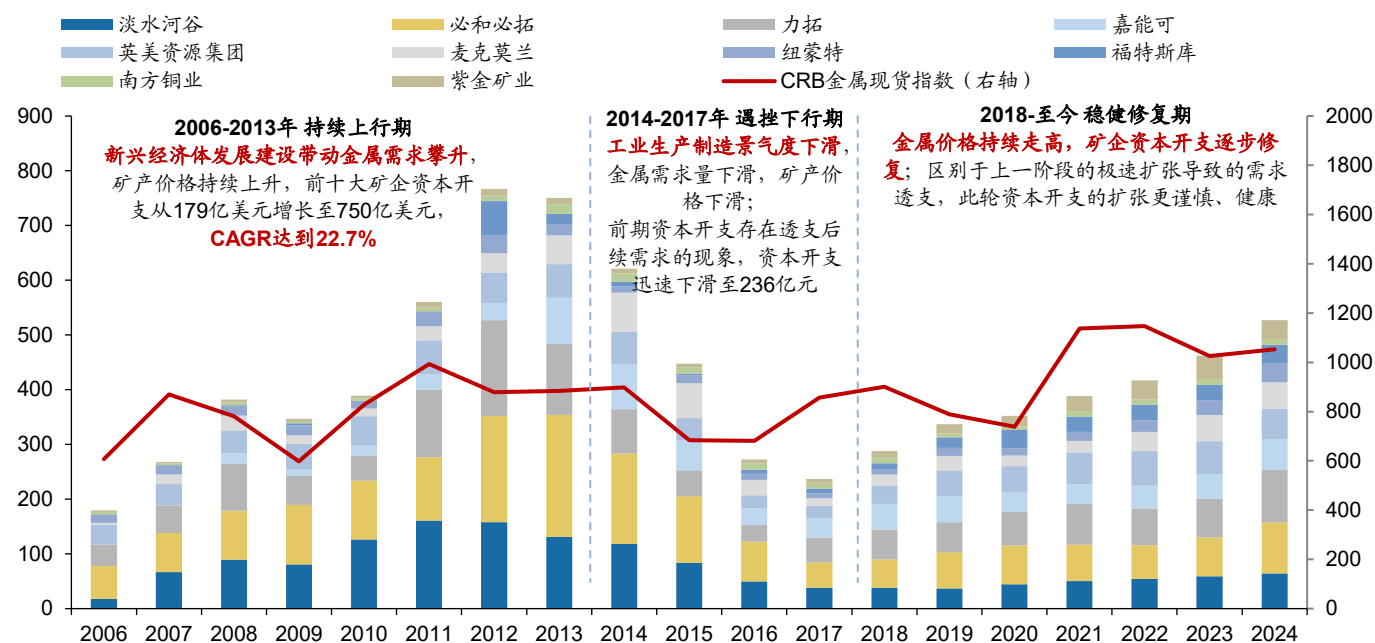


数据来源: 中国重型机械统计年鉴, 广发证券发展研究中心

输送机械出海的高景气度主要来源于两点：全球范围内的采选业复苏，以及中资矿企海外权益矿的开发加速：

一方面，从全球采选业景气度来看，2018年以来全球采选业资本开支整体呈稳健修复态势。2006年-2024年全球前十大矿企的资本开支经历了三个阶段：（1）2006年-2013年：新兴经济体发展建设带动金属需求攀升，矿产价格持续上升，前十大矿企资本开支从179亿美元增长至750亿美元，CAGR达到22.7%；（2）2014年-2017年：工业生产制造景气度下滑，金属需求量下滑，矿产价格下滑，同时矿企的前期资本开支存在透支后续需求的现象，资本开支迅速下滑至236亿元；（3）2018年-至今：金属价格持续走高，矿企资本开支逐步修复，区别于上一阶段的极速扩张导致的需求透支，此轮资本开支的扩张更谨慎、健康，持续性有强，2024年前十大矿企的资本开支规模达到527.3亿美元，同比增长14%，近三年呈现加速态势。全球采矿业复苏的大背景下，输送机械作为矿山开采不可或缺的设备之一，将受益于全球采选业企业资本开支的稳步增长。

图 13：复盘全球前十大采矿业巨头公司历年资本开支（亿美元，左轴）及CRB金属现货指数（点，右轴）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

另一方面，中资矿企对于海外权益矿的开发节奏加快，中国运机装备实现协同出海。从矿产资源分类来看，我国矿企出海的核心增量主要集中在铁矿和部分有色金属（铜、铝土矿等品类）：

1. 铁矿项目

“基石计划”如期推进，计划35年达到海外权益矿4亿吨。2022年1月，中国钢铁工业协会向国家发改委、工信部、自然资源部、生态环境部四部委上报了“基石计划”，即通过国内新增铁矿开发、境外新增权益铁矿、废钢资源的开发，实现对铁矿石供给和价格的话语权。根据中国钢铁新闻网，“基石计划”提出到2025年，海外权益矿产量达到2.2亿吨，比2020年增加1亿吨；2030年至2035年间，海外权益矿的产量将稳定在4亿吨，对于海外权益铁矿产量提出了明确要求。

中资铁矿出海加速。根据Mysteel统计，中资海外权益铁矿产能在过去几年呈现快速扩张的趋势，预计到2025年实现2.2亿吨的目标完全可以完成，但产能释放仍需时间沉淀。考虑到各项目开发进程，预计2025年海外权益矿产量（中资所属权益部分）有望突破7000万吨，较2020年实现60%以上的增量。

表 6：中资企业海外权益铁矿情况

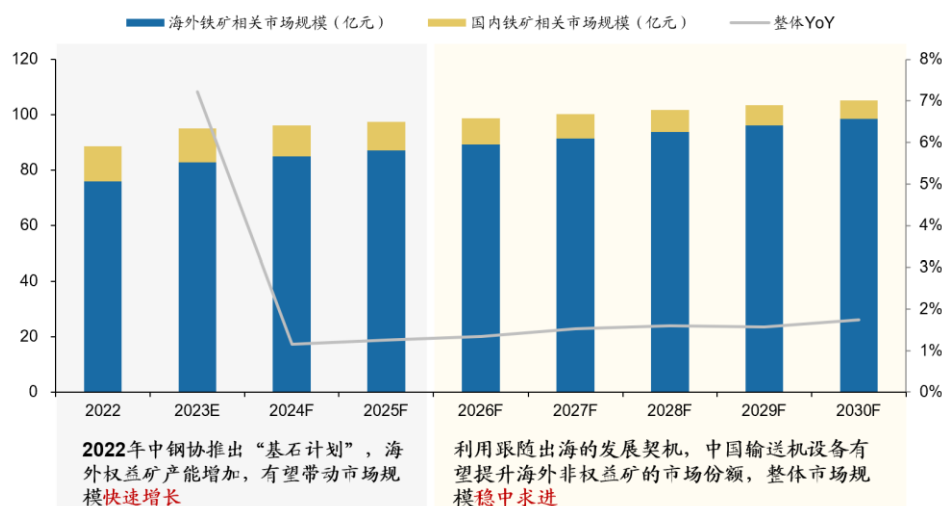
项目名称	所在国家	业主名称	项目情况	预计投产时间
西坡项目	澳大利亚	力拓集团&中国宝武	设计年产能 2500 万吨铁矿石，包括建设一个初级破碎设备和一个 18 公里长的输送系统	2025 年
西芒杜铁矿北区	几内亚	宝武集团、韦力集团&魏桥集团	资源总储量超 18 亿吨，矿石平均含铁量约为 65.5%	2026 年
西芒杜铁矿南区	几内亚	中铝集团&力拓	资源量约为 28 亿吨，平均铁品位为 65.5%	2025 年
GaraDjebilet 铁矿	阿尔及利亚	中国 CMH 联合体公司&阿尔及利亚国家钢铁公司	资源总储量 35 亿吨，平均品位 53%；预计到 2026 年达到 200 万吨/年的产能	2026 年
洛比铁矿项目	喀麦隆	中钢集团	资源量约 6 亿吨，预计可年产品位 60% 以上的铁精矿 400 万吨	2024 年
唐克里里铁矿项目二期	塞拉利昂	中铁十局承包	该矿区目前已探明储量约 119 亿吨，二期项目包括建设年产量 1200 万吨的选矿厂	2025 年

数据来源：MySteel，广发证券发展研究中心

铁矿石项目资本开支较大，对应输送机械订单金额高。以几内亚西芒杜铁矿项目为例，根据Mysteel，该项目计划2025年底前投产，并在2026年实现产量翻倍，超过1亿吨。为了推进项目开发，业主之一的力拓公司计划投资约62亿美元用于港口和铁路等基础设施的建设，2024年-2026年的年度资本投资预计将在100亿美元左右，其中大部分将用于西芒杜项目的开发。该项目运机集团承接的带式输送机合同金额就达到12.79亿元（5.17亿的港口皮带机项目+7.83亿的矿山皮带机项目），超过运机集团2023年全年营收。

铁矿开采拉动的带式运输机规模有望达到100亿元。据PWC测算，应用于海外铁矿项目的国内带式输送机市场规模在2026年有望达到89.2亿元，2030年达到98.5亿元。短期受益于国内铁矿矿企出海选择国产输送机械，海外权益矿的开发将直接带动市场规模加速增长；长期来看，中资权益矿的平稳运行将提高了国内企业的品牌效应，非权益矿选择输送机械时或将更加重视国内产品，带来新的增长动力。

图 14：铁矿石采选行业国内输送机械可及市场规模

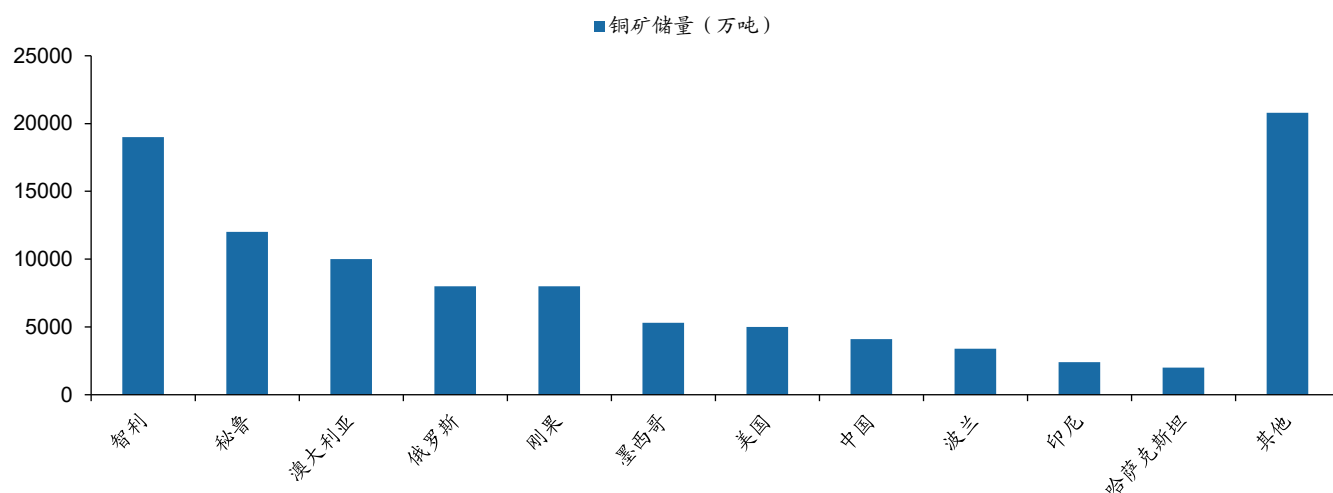


数据来源：PWC，广发证券发展研究中心

2. 金属铜项目

海外铜矿供给为我国需求的重要补充部分。根据《全球铜矿资源分布特征、勘查开发格局与展望》（陈秀法等），截止2023年底全球铜储量为10亿吨，主要分布在智利、秘鲁等国。我国铜矿储量仅占4.1%且品位较低，本国产能难以满足增长的铜需求，因此转向海外收购优质铜矿是国内矿企主要的布局路径，例如紫金矿业等中国头部铜矿采选业已在“一带一路”国家中规划增加投资，以缓解国内“缺铜”困境。

图 15：全球铜资源储量分布

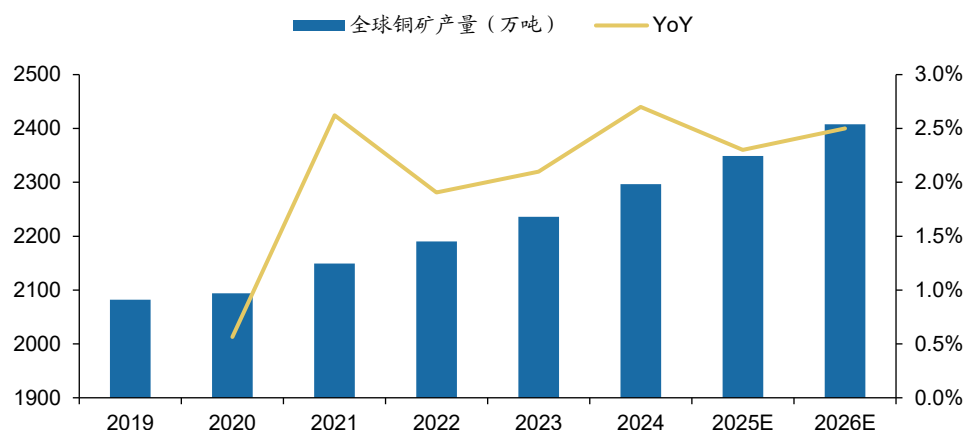


数据来源：《全球铜矿资源分布特征、勘查开发格局与展望》（陈秀法等），广发证券发展研究中心

预计2025年世界铜矿产量将增长2.3%，2026年预计增长2.5%。根据ICSG，2025年全球铜矿山产量预计将增长2.3%至2350万吨，主要受益于Kamoa（刚果民主共和国）、Oyu Tolgoi（蒙古）扩建以及新Malmyz矿（俄罗斯）投产带来的额外产量。2026年，由于扩产的持续增加、智利及赞比亚产量的预期改善以及印尼从2025年的产量减少中复苏，预计全球铜矿产量将有2.5%的较高增长。从需求端来看，未来随着全球制造业活动的改善，特别是绿电能源转型、新能源汽车制造、以及数据中心相关投入扩张，将长期支撑全球铜使用量的增长，带动上游矿企的持续投

入扩张。

图 16：2025-2026年预计全球铜矿产量将稳定增长

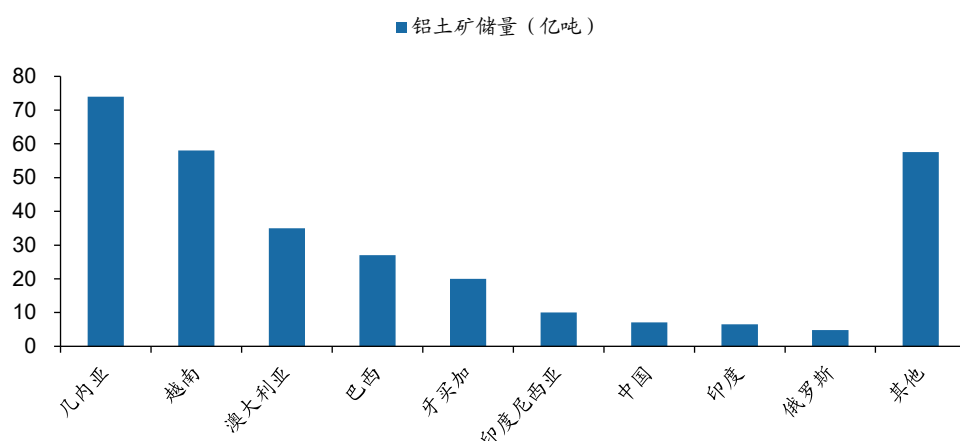


数据来源：ICSG，广发证券发展研究中心

3. 铝土矿项目

目前全球主要的铝土矿布局在海外，掌握海外铝土矿的话语权成为满足国内需求的“破局之策”。根据《全球铝土矿资源分布特征、勘查开发格局及展望》（陈喜峰），全球80%以上的铝土矿储量集中于几内亚、澳大利亚、巴西等9个国家，其中中国铝土矿储量达到7.1亿吨，占比全球2.37%。铝土矿作为国务院确定的36个战略性矿种之一，涉及资源安全的大宗紧缺矿产，是国家新一轮找矿突破战略行动和增储上产工作重点矿种。中国是全球最大的铝土矿消费国，而国内铝土矿产量远不及需求，绝大部分依赖进口，对外依存度较高。相较之下，海外铝土矿资源丰富，分布在几内亚、澳大利亚等国家，按照现有开采强度，可开采80年以上，成为国内铝需求的有效补充。

图 17：全球主要国家的铝土矿储量分布（亿吨）



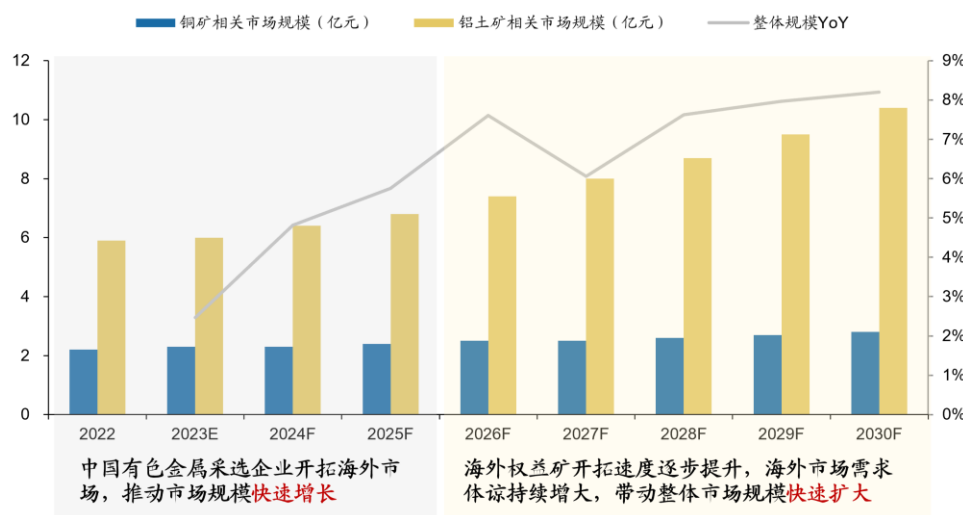
数据来源：《全球铝土矿资源分布特征、勘查开发格局及展望》（陈喜峰），广发证券发展研究中心

中资企业海外铝土矿在手资源丰富，对应输送机械市场空间可观。以中国铝业、赢联盟、特变电工为代表的众多国内企业境外权益储量已经达到80亿吨。2023年进口

的铝土矿中55%来自权益矿山，预计未来海外权益矿贡献占比将继续提升。

铜矿+铝土矿带来的输送机械市场可达13亿元。据PWC测算，2026年我国输送机械在有色金属开采应用中可及市场规模可达9.8亿元，预计2030年市场规模超过13亿元，22-30CAGR达到6.3%。与铁矿项目应用相同，国内输送机械有望短期借助于中资权益矿的应用案例，拓展至非权益矿。

图 18：有色金属采选行业国内输送机械可及市场规模



数据来源：PWC，广发证券发展研究中心

（三）竞争优势：公司产品能力出色，在手订单充足

公司参与多项国家标准起草，具备全型号带式输送机生产能力。根据公司招股说明书，运机集团具备DCY（DBY）运输机械用减速器、DTII 型固定带式输送机、DTII（A）型带式输送机和DTII（A）型带式输送机（第二版）等系列的设计、生产能力，产品可满足下游矿山、砂石骨料及水泥生产需求，已在多个行业领域实施了高标准的示范工程，具备较高项目优势。

表 7：运机集团参与起草的国家/行业标准

时间	标准类型	标准代码	行业标准名称
2021 年前（上市前）	国家标准	GB/T10595-2017	《带式输送机》
	国家标准	GB/T36698-2018	《带式输送机设计计算方法》
	国家标准	GB50431-2020	《带式输送机工程技术标准》
	机械行业标准	JB/T 7337-2010	《轴装式减速器》
	机械行业标准	JB/T 9015-2011	《带式输送机用逆止器》
	机械行业标准	JB/T 10380-2013	《圆管带式输送机》
2023 年	机械行业标准	JB/T 14394-2023	《带式输送机能效测试方法》
	团体标准	T/CMIF 200-2023	《带式输送机噪声测试方法》

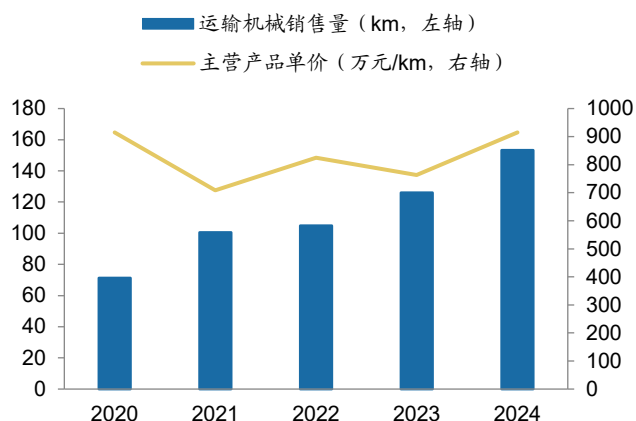
数据来源：公司招股书，公司 2023 年年报，广发证券发展研究中心

运输机械产品放量明显，销售单价迎来修复。2020–2024年，公司运输机械产品销量由71.27km提升至153.26km，年均复合增速达21.6%，为业绩增长提供核心支撑。同时，单价在经历2021–2023年调整后于2024年回升至914.79万元/km，重回历史

高位。结合海外高附加值订单逐步交付，产品结构有望持续优化，带动单价维稳。

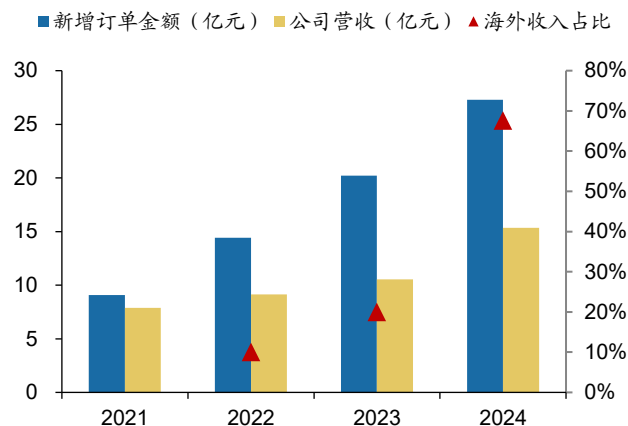
公司新签订单金额实现连续三年高速增长。公司新签订单由2021年的9.07亿元增长至2024年的27.30亿元，年复合增速达44.38%。与此同时，海外业务实现突破式放量，2024年公司营收海外占比跃升至68%，较2023年（16%）显著提升。从订单结构来看，当前订单主要集中于海外矿山（铜矿、铝土矿、煤矿等）及冶金物流配套领域，随着海外大型资源项目进入设备招标高峰期，公司有望持续受益于海外需求周期扩张。

图 19：近年来公司运输机械产品量价趋势



数据来源：Wind，公司 24 年年报，广发证券发展研究中心

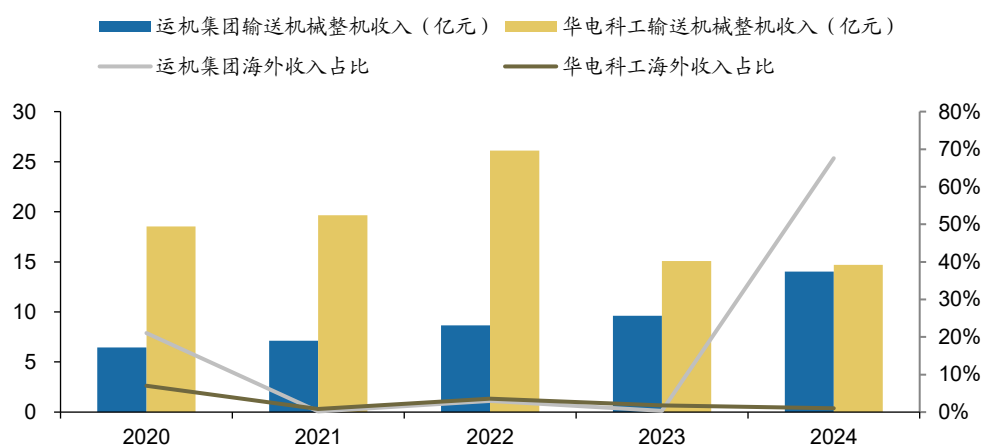
图 20：2021-2024公司新增订单及营收情况



数据来源：投资者关系活动记录表，IR 投资者关系互动平台，Wind，广发证券发展研究中心

独特出海路径构建先发优势，有望享受海外需求高增。根据公司招股书，公司早在2012年开始便积极跟随中钢、中材等大型国企出海供货，目前产品已在俄罗斯、土耳其、马来西亚、越南、印度尼西亚、阿尔及利亚、尼日利亚等国家的项目上投入运行并得到一定认可。2022年来，公司设立国际营销部、在新加坡投资设立全资子公司运机集团国际控股有限公司，面向全球提输送机械供货及安装服务。与国内可比公司华电科工相比，随着公司海外订单逐步释放，从2024年起公司海外收入占比优势迅速拉大，海外项目的扩张对公司的影响更大。

图 21：公司物料输送系统收入及海外收入占比与可比公司对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 8：运机集团代表性跟随央企出海项目

项目名称	供货年份	项目业主/承建方	项目图片
缅甸达贡山镍矿石输送项目	2012	中国有色集团	
尼日利亚 Obajana 水泥厂项目	2015	中材国际	
印度尼西亚塔里阿布岛选矿系统项目	2016	中冶集团	
几内亚西芒杜铁矿项目	2025	宝武集团	

数据来源：《运机集团：关于中标项目签订合同的进展公告》，公司招股书，广发证券发展研究中心

海外布局初显成效，公司拿到几内亚西芒杜铁矿项目、几内亚铝土矿项目皮带机巨额订单。几内亚西芒杜铁矿项目方面，根据公司关于中标项目签订合同的进展公告，公司分别于2023年8月、2024年2月与合作主体西芒杜赢联盟（WCS）签订了几内亚西芒杜铁矿项目两项合同共计12.79亿元，负责港口皮带机系统设备供应+铁矿输送项目供应。几内亚铝土矿项目方面，根据公司2025年4月披露的重要合同公告，公司与银谷国际有限公司签订了铝土矿项目128公里长距离越野转弯带式输送系统工程总承包合同，总价达4.06亿美元，为公司后续的营收增长提供了有力保障。

表 9：运机集团近年签订重大中标内容

中标项目	合同披露时间	合同金额	合同内容
内亚西芒杜铁矿项目配套马瑞巴亚港项目皮带机系统设备采购项目	2023 年 8 月	5.17 亿元	43 条皮带机系统（含钢结构廊道和转载站）的设计、制造、国内运输、项目现场安装、调试、试运转、质保期间的服务及保运备品备件、24 个月保运服务，随机工具及其他必要的技术服务等
内亚西芒杜铁矿项目带式输送机系统设备采购项目（标段三）	2024 年 2 月	7.63 亿元	从矿区粗碎站倒选矿厂粗犷堆的破碎矿石运输系统，共 12 台带式输送机，10 个运载站的主体及部分配套设施
6000t/d 熟料生产线及智能皮带输送机系统 EPC 总承包合同书	2024 年 7 月	8.96 亿元	从石灰石破碎、原燃料进厂至水泥出厂一条完整的新型干法熟料水泥生产线、智能皮带输送机系统以及配套的辅助生产设施的设计
几内亚力拓西芒杜港口工程 EPC1&EPC3 项目采购合同	2024 年 9 月	0.64 亿美元	32 台带式输送机主体及部分配套设施

埃塞俄比亚智慧矿山建设项目 产品与服务销售主合同	2024 年 12 月	2.08 亿元	根据合同约定卖方向买方提供产品及服务，合同的设计实施范围以《西部水泥埃塞俄比亚智慧矿山建设项目合作协议》中的“三方具体合作场景及方向”为基准
几内亚银谷国际有限公司铝土 矿项目 128 公里长距离越野转弯 带式输送系统工程总承包合同	2025 年 4 月	4.06 亿美元	包括工程现场踏勘、测量、设计(E)、设备及材料采购(P)、建筑工程施工(包括但不限于桩基工程及地基处理)及机电设备的安装(C)、软件编程及调试、试车、试生产、人员培训、性能考核，资料归档、工程验收、交付使用等全过程的工作

数据来源：《运机集团关于中标项目签订合同的进展公告》，《关于公司签署日常经营重要合同的公告》，广发证券发展研究中心

推进上下游产业链整合，海外布局战略进一步完善。根据公司24年年报，2024年11月，公司以现金2.54亿元收购山东欧瑞安56.50%股权，弥补了公司在电机制造与研发领域的空缺。2024年9月，公司澳大利亚孙公司威利输送工业科技有限公司取得了威利输送机有限公司100%的股权，获得国际知名的滚筒和托辊品牌，有望借助此次收购打通澳洲市场。

三、后市场：具备长期增长潜力，穿越周期的“压舱石”

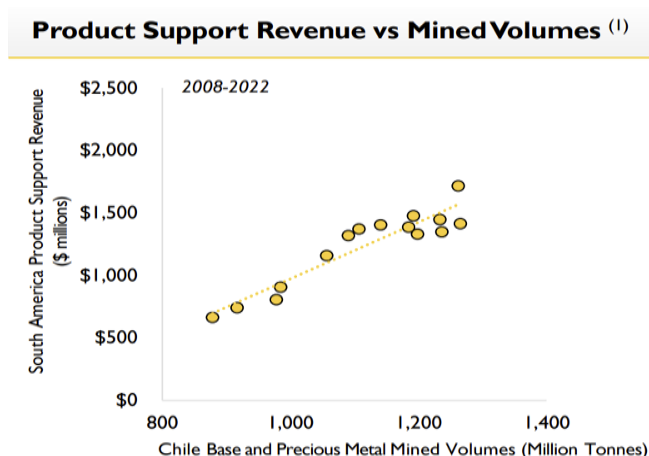
核心看点：与其他矿山装备类似，输送机械的后市场空间广阔，受益于存量逻辑，未来后市场有望占据超2/3的市场规模。公司通过积极跟随中资矿企出海以及大力开拓海外矿产巨头市场，输送机械的市占率不断提高，未来参与项目的维保业务收入有望持续扩张。

（一）后市场是更大的利润来源，存量逻辑的演绎有望加速

输送机械的商业模式是经典的“剃刀+刀片”的模式。后市场是指设备售出以后，围绕设备使用过程中的各种衍生服务，涵盖了维修、保养、配件供应等围绕设备售后和使用环节的各项服务，主要受设备保有量和开工率等因素影响。矿山输送机械往往需要7×24小时工作，长时间与粗糙、具有腐蚀性的矿石渣摩擦碰撞可能会导致机械受损或停摆，而故障停机给矿企造成的经济损失可能高达数千美元，因此需要即使对关键零部件进行定期维护更换以及监控输送系统整体状况。

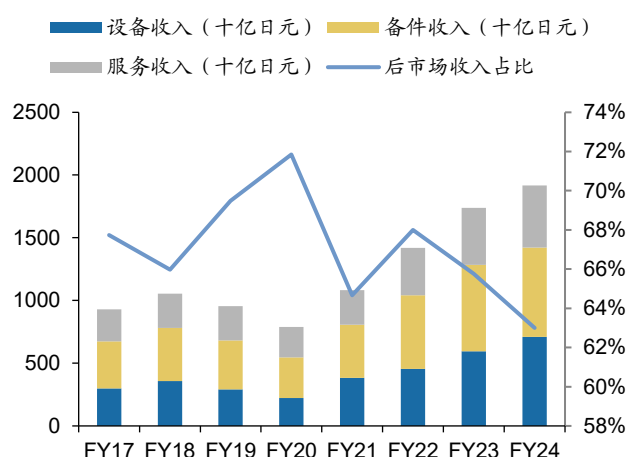
参考逻辑相似的矿山机械，我们认为服务和维修带来的后市场潜力更大。根据Finning投资者报告，后市场的容量与矿山开采量呈现显著的线性正相关，成熟的全球矿机巨头高度依赖后市场提供持续强劲的盈利和现金流。随着矿机企业迈向成熟期，自有品牌设备的保有量不断提升，企业必然从依赖新增设备扩张的增量阶段迈向依赖备件和维保服务的存量阶段，后市场是中长期中真正提供持续增长盈利和现金流的动力之源。以小松为例，根据其FY24年报展示PPT，公司矿山机械相关收入中后市场收入占比超过60%，后市场不仅是其重要的“利润中心”，更是穿越周期的“压舱石”。

图 22：后市场容量基本随累计开采量线性增长



数据来源：Finning 投资者报告，广发证券发展研究中心

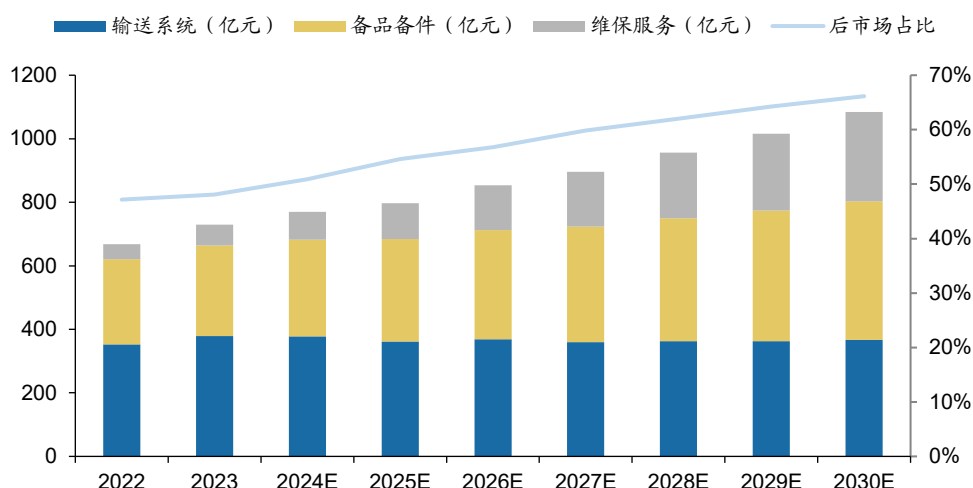
图 23：小松采矿机械后市场业务占比超过60%



数据来源：小松 FY24 年报展示 PPT，广发证券发展研究中心

全球输送系统后市场空间占比有望持续上升，存量逻辑的演绎将以更快的速度呈现。根据PWC预测，2024年全球输送系统一体化市场规模约为730亿元，其中输送系统市场规模379亿元，占比51.9%，后市场规模占比约48.1%；到2030年，全球输送系统一体化市场规模将超过1000亿元，主要增长点来自于备件+服务的后市场扩容，预计市场规模将达到717亿。

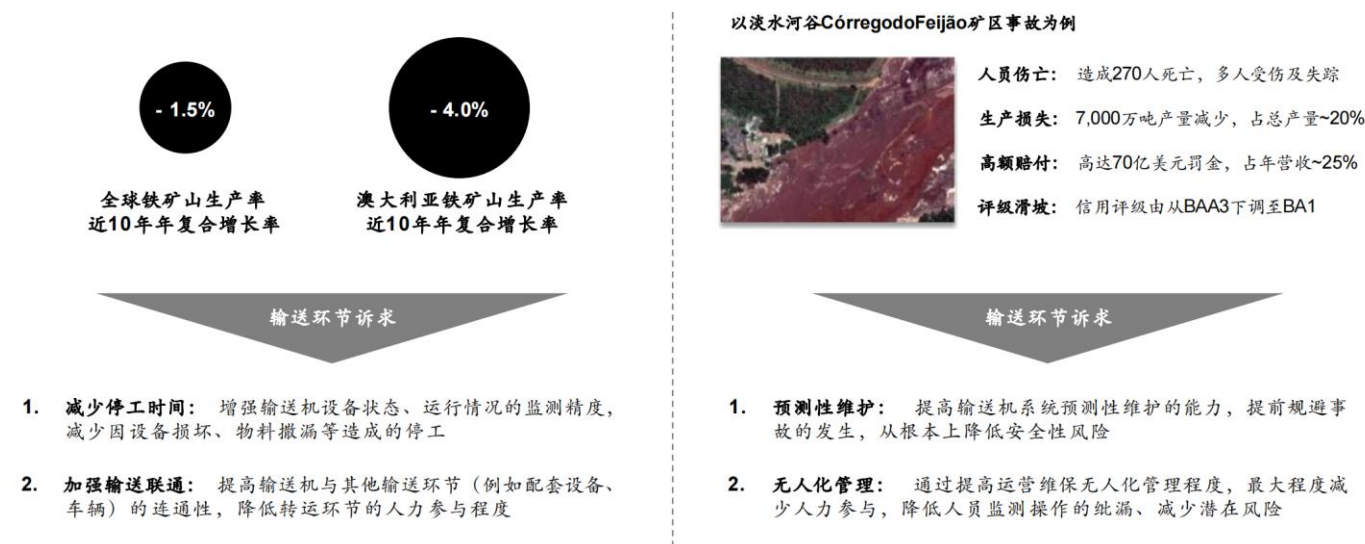
图 24：全球输送系统一体化中后市场规模及渗透率



数据来源：PWC，广发证券发展研究中心

对于输送机械后市场来说，安全性和可靠性是业主的主要考虑因素。根据PWC，海外矿山业主认为输送系统运营效率低、安全风险高等问题愈发显著，希望能够在运维中减少停工时间、加强输送联通、实现预测性维护及无人化管理。如果输送系统无法达到安全性和可靠性的要求，将会对矿企造成较大的损失和影响，因此对于输送系统的供应商选择上，矿企倾向于选择能够提供稳定维保业务的企业。

图 25：海外业主对输送系统的可靠性、安全性要求极高



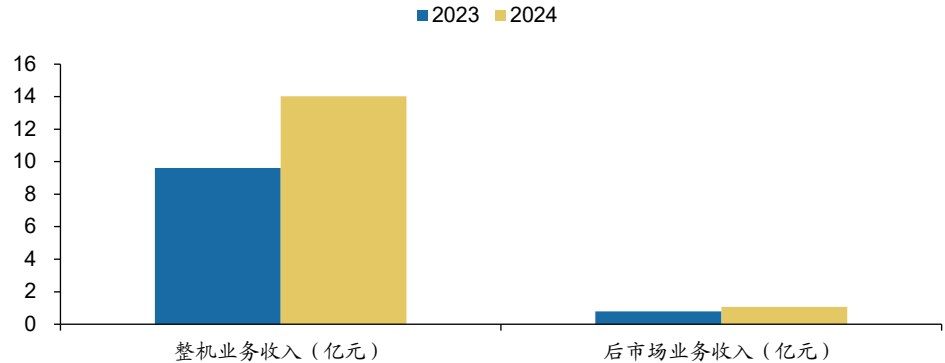
数据来源：PWC，广发证券发展研究中心

（二）后市场业务有望成为公司下一阶段主要增长驱动力

后市场备件及维保有望在后续为公司带来稳定的增量。2024年开始公司将业务收入拆分为整机收入和技术服务、备件、永磁电机滚筒等后市场业务，2024年后市场相关收入为1.07亿元，基数较小，主要系公司仍处于早期项目建设环节，现阶段主要聚焦于新增输送线的建设，维保业务的生命周期还未开始。后续鉴于公司出海进程

加速，且公司大部分海外订单有望实现“供货+维保”的全生命周期运营，预计其未来将有望获得稳定的备品备件及定期检查与维修的收入，叠加公司输送机设备销量的增加，公司备件及维保业务营收有望高增，并带动利润率上行。

图 26：公司2023-2024年整机业务和后市场业务收入规模变化情况（亿元）



数据来源：公司2024年年报，广发证券发展研究中心

备品+服务领域，公司的进展开始加速：

备品备件领域：公司已为几内亚一港扩建、西芒杜马港、西芒杜力拓、西芒杜矿山、二港区扩建等项目提供核心备件，2025年上半年中国铝业、厦门象屿等带式输送机关键部件采购订单近亿元。

运维服务领域：对于输送机械来说，智能运维服务是未来的发展趋势。传统的运维服务业务以保障带式输送机系统安全、稳定和可靠性为目的提供日常运营和维修保养服务，但带式输送机运营故障点多、人工监视难度大、成本高，因此需要在引入智能运维的概念。通过引入人工智能技术+大数据和机器算法训练，输送机械厂商可以提前预判带式输送机运行过程可能发生的故障，并及时做好应对措施，从而提高运维效率，减低运维成本，保障带式输送机的正常运行。

图 27：带式输送机运营故障点多，人工监视难度大，成本高



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

带式输送机智能运维存在较高的行业壁垒和挑战。带式输送机运营中故障点多，如果没有经年累月的经验积累，无法准确掌握每个故障点的关键特征和参数。因此对于绝大部分玩家而言，缺乏底层模型支撑+训练数据极为有限导致其无法实现真正有效的智能运维，行业壁垒较高。

与华为达成战略合作，以AI赋能运机深入拓展智能运维业务。根据华为云官网，24年7月公司与华为签署全面合作协议，双方针对带式输送机领域和未来矿山领域，通过技术协同共同开发AI算法应用，联合推动AI场景落地。根据公司24年年报，公司正在以皮带智能化为场景切入点，基于华为L0层五大基础模型及L1层的矿山大模型，逐渐构建自身的人工智能开发能力，同时公司也将借助华为云基础设施、盘古大模型等，通过联合打造面向全球的“矿石流”全场景数智化集成解决方案。2025年Q1，公司与华为联合研发的输送设备智能监控系统交付紫金矿业西藏巨龙铜矿硬件已部署，进入算法调优阶段，西芒杜铁矿10台智能巡检机器人已交付运行。

图 28：公司与华为携手构建智能运维服务方案



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

公司运营维修业务已经接到订单，未来有望快速放量。2024年7月，公司获得赢联盟几内亚港口带式输送机运营维修服务业务；2025年一季度，公司与赢联盟西芒杜铁矿矿山、中国铝业西芒杜铁矿配套马塔康港输送管廊、印尼德龙三期等项目的运营运维服务合作洽谈进展顺利，预计近期将签署正式协议。

四、盈利预测和投资建议

公司深耕输送机械赛道20余载，是中国散料输送机械设计、制造和安装领军企业之一。公司服务海内外头部矿企客户，积极参与海外各大权益矿与非权益矿项目，在手订单充足。结合公司战略聚焦以及下游行业情况，我们对公司的具体预测如下：

（1）输送机设备整机：公司主要产品涵盖通用带式输送机、管状带式输送机、水平转弯带式输送机等一系列输送机械，广泛应用于电力、冶金、建材、煤炭、港口、化工等多个行业，合作对象包括大型国有企业、上市公司及国际知名企业。一方面，全球采矿业资本开支持续修复，公司输送机械受益于行业的扩张；另一方面，公司积极推进与海外权益矿和非权益矿的项目合作，根据《关于公司签署日常经营重要合同的公告》，25年4月签下几内亚铝土矿项目EPC合同，价值4.06亿美元，未来有望支撑公司业绩的持续向好。因此预测该业务2025至2027年的收入增速为31.8%/28.1%/23.9%；毛利率方面，随着公司海外订单的放量，预计毛利率将有所提高，2025至2027年毛利率分别为30.0%/30.5%/31.0%。

（2）永磁电机滚筒：根据公司24年年报，公司2024年11月收购了山东欧瑞安56.5%的股权，主要用以弥补公司电机空白以及进一步向产业链上游延伸，营收正处于高速增长区间。预测该业务2025至2027年的收入增速为350%/100%/50%；毛利率方面，参考25H1该业务毛利率情况，预计未来3年该业务毛利率整体维稳略升，2025至2027年毛利率分别为30.0%/31.0%/32.0%。

（3）备件及技术服务：包括公司输送机械零部件以及后期运维收入等。随着公司输送机械在客户端的保有量上升，相关需求将逐步显现；同时由于海外业主对运维的诉求更高，公司后续备件+服务的后市场规模有望持续快速提高，预测该业务2025至2027年的收入增速为100%/75%/50%；毛利率方面，随着备件+服务体系的完善，该业务毛利率有望逐步提高，预计2025-2027年毛利率分别为20.0%/23.0%/25.0%。

（3）其他业务：参考公司25H1的其他业务收入情况，预测该业务2025至2027年的收入增速为250%/10%/10%，2025年快速增长的主要原因系子公司并表带来的绝对值提升，预计后续增长节奏回归正常区间；毛利率预计后续维稳，2025-2027年毛利率分别为25%/25%/25%。

（4）费用端：预计公司期间费用随着营收规模的扩大逐步下降，2025年至2027年的期间费用率为14.5%/14.0%/13.2%。

预计运机集团2025-2027年营业收入为22.38/30.22/38.73亿元，同期归母净利润为2.46/3.66/5.13亿元。

表 10：运机集团分业务收入和毛利预测

单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1053.5	1535.9	2237.9	3022.2	3872.6
YOY	15.2%	45.8%	45.7%	35.0%	28.1%
营业成本	801.1	1085.6	1571.7	2108.4	2680.7
毛利	252.3	450.4	666.2	913.8	1191.9
毛利率	24.0%	29.3%	29.8%	30.2%	30.8%
输送机设备整机					
营业收入	960.7	1401.7	1848.0	2367.3	2933.1
YOY	11.1%	45.9%	31.8%	28.1%	23.9%

营业成本	741.0	977.4	1293.6	1645.3	2023.8
毛利	219.7	424.3	554.4	722.0	909.3
毛利率	22.9%	30.3%	30.0%	30.5%	31.0%
占收入比重	91.2%	91.3%	82.6%	78.3%	75.7%
备件及技术服务					
营业收入	78.4	74.5	149.0	260.8	391.1
YOY		-5.0%	100.0%	75.0%	50.0%
营业成本		59.1	119.2	200.8	293.3
毛利		15.4	29.8	60.0	97.8
毛利率		20.7%	20.0%	23.0%	25.0%
占收入比重	7.4%	4.9%	6.7%	8.5%	9.9%
永磁电机滚筒					
营业收入		31.9	143.6	287.1	430.7
YOY			350.0%	100.0%	50.0%
营业成本		27.5	100.5	198.1	292.8
毛利		4.4	43.1	89.0	137.8
毛利率		13.9%	30.0%	31.0%	32.0%
占收入比重		2.1%	6.4%	9.4%	10.9%
其他业务					
营业收入	14.3	27.8	97.3	107.0	117.7
YOY		94.1%	250.0%	10.0%	10.0%
营业成本		21.6	73.0	80.3	88.3
毛利		6.2	24.3	26.8	29.4
毛利率		22.2%	25.0%	25.0%	25.0%
占收入比重	1.4%	1.8%	4.4%	4.8%	4.6%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司目前主营矿山物流相关的带式输送机械的研发、生产和销售，此领域直接相关的上市公司较少，我们选取耐普矿机、华电科工为可比公司进行比较。

华电科工：公司主要业务包括物料输送工程、热能工程、钢结构工程和海洋风电工程的系统设计、核心装备研发制造以及工程EPC总承包，为用户提供工程整体解决方案。根据公司24年年报，公司2024年物料输送系统收入9.55亿元，总收入占比比重31.49%，与公司具备可比性。

耐普矿机：公司是重型矿山选矿装备及其新材料耐磨备件专业制造企业，耐磨新材料重型选矿装备及备件已应用于国内多座大型有色金属、黑色金属矿山，与江铜集团、铜陵有色、中信重工、紫金矿业、KAZ Minerals LLC、Oyu Tolgoi LLC、Erdenet Mining Corporation等国内外知名矿业公司或矿业设备制造商建立了稳定的合作关系。公司矿机装备+备件维保的业务模式与公司相似，具有可比性。

表 11：运机集团可比公司估值

公司名称	公司代码	业务类型	市值（亿元）	归母净利润（百万元）			PE 估值水平		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
华电科工	601226.SH	物料输送系统	81	6.94	115	241	298	70	34
耐普矿机	300818.SZ	矿山设备	42	25.11	116	121	176	36	35

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：盈利预测均来自 Wind 一致预期，截至 2025.9.19 收盘

我们预计运机集团2025-2027年营业收入为22.38/30.22/38.73亿元，同期归母净利润为2.46/3.66/5.13亿元，结合可比公司的估值水平，考虑到公司出海速度加快，在手订单充足；同时公司在后市场业务逐步起步，未来潜在发展空间较大，故我们给予其26年25倍的PE估值，对应合理价值38.90元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

五、风险提示

（一）市场竞争加剧的风险

随着国内输送机械行业的不断发展，竞争对手可能会增加，特别是在长距离、大运量、大带宽及节能环保输送机领域，竞争将更加激烈，这可能导致市场份额的争夺更加白热化，影响公司的盈利能力。

（二）原材料价格波动的风险

公司生产所需的原材料如钢材、橡胶等，其价格波动和供应稳定性可能受到国际市场、国内政策、自然灾害等多种因素的影响。原材料供应不稳定或价格上涨可能导致生产成本增加，影响公司的盈利能力。

（三）汇率波动的风险

公司出海业务的扩张导致其外币收入不断增长，如果公司未能采取有效措施规避汇率风险，可能会导致公司收入和利润收到外币汇率波动的影响。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	2,926	3,917	3,721	4,177	4,896
货币资金	1,445	1,370	921	1,038	1,414
应收及预付	1,176	1,800	1,996	2,356	2,749
存货	182	325	441	413	375
其他	122	423	364	370	358
非流动资产总额	615	995	1,691	1,764	1,795
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	189	434	499	642	760
在建工程	138	60	210	110	10
使用权资产	7	33	30	28	27
无形资产	54	125	128	130	131
其他	227	344	825	854	868
资产总额	3,540	4,912	5,412	5,941	6,691
流动负债总额	836	1,759	1,850	2,305	2,798
短期借款	0	31	40	45	50
应付及预收	779	1,471	1,479	1,983	2,522
其他	56	257	331	277	226
非流动负债总额	630	850	1,032	845	728
长期借款	0	268	520	400	350
应付债券	556	500	435	370	305
其他	74	83	77	75	73
负债总额	1,466	2,610	2,882	3,150	3,526
股本	160	167	235	235	235
其他	1,915	2,026	2,174	2,418	2,767
归母权益合计	2,075	2,193	2,409	2,653	3,003
少数股东权益	0	110	121	138	163
负债和股东权益	3,540	4,912	5,412	5,941	6,691

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,053	1,536	2,238	3,022	3,873
营业成本	801	1,086	1,586	2,124	2,698
营业税金及附加	7	11	20	26	31
销售费用	46	60	81	106	134
管理费用	56	102	152	199	252
研发费用	35	56	76	100	124
财务费用	-6	22	17	18	2
资产信用减值损失	-3	-27	-28	-24	-25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	15	15	16	15
营业利润	116	193	302	451	632
营业外收支	1	1	1	-1	-1
利润总额	117	194	302	450	632
所得税费用	16	30	45	68	95
合并净利润	102	165	257	383	537
少数股东损益	0	7	11	17	24
归母净利润	102	157	246	366	513
EPS (元/股)	0.64	0.94	1.05	1.56	2.18

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	30	242	52	594	760
合并净利润	102	165	257	383	537
折旧摊销	24	44	85	86	63
营运资金变动	-134	52	-309	99	132
其他	0	0	-5	-7	-5
投资活动现金流净额	-143	-556	-406	-97	-36
资本性开支	-103	-231	-303	-132	-81
投资	-40	92	-451	20	30
其他	0	-417	348	15	15
融资活动现金流净额	811	93	244	-356	-313
股本融资	0	0	-4	0	0
债权融资	723	261	279	-231	-161
股利分配与偿付利息	-16	-44	-88	-120	-152
其他	104	-124	57	-5	0
现金净增加额	699	-221	-131	117	376
期初现金余额	574	1,272	1,052	921	1,038
期末现金余额	1,272	1,052	921	1,038	1,414

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	15.2%	45.8%	45.7%	35.0%	28.1%
营业利润增长率	16.0%	66.4%	56.1%	49.5%	40.3%
归母净利润增长率	18.5%	53.8%	56.3%	48.7%	40.3%
获利能力					
毛利率	24.0%	29.3%	29.1%	29.7%	30.3%
净利率	9.7%	10.7%	11.5%	12.7%	13.9%
ROE	4.9%	7.2%	10.2%	13.8%	17.1%
偿债能力					
资产负债率	41.4%	53.1%	53.3%	53.0%	52.7%
有息负债率	15.7%	16.2%	18.4%	13.7%	10.5%
流动比率	3.5	2.2	2.0	1.8	1.7
利息保障倍数	11.1	6.5	12.5	16.9	27.3
营运能力					
应收账款周转率	1.0	1.2	1.2	1.3	1.4
存货周转率	4.4	3.3	3.6	5.1	7.2
应付账款周转率	2.2	2.3	2.4	2.4	2.4
每股指标					
每股收益	0.64	0.94	1.05	1.56	2.18
每股净资产	12.97	13.15	10.25	11.29	12.78
每股经营现金流	0.19	1.45	0.22	2.53	3.24
估值比率					
PE	26.3	32.4	25.2	16.9	12.1
PB	1.3	2.3	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	13.1	16.7	15.0	10.6	7.8

广发机械行业研究小组

代川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。

孙柏阳：首席分析师，南京大学金融工程硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

朱宇航：资深分析师，上海交通大学机械电子工程硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

汪家豪：资深分析师，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

范方舟：资深分析师，中国人民大学国际商务硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

王宁：资深分析师，北京大学金融硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

蒲明琪：资深分析师，纽约大学计量金融硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

黄晓萍：高级分析师，复旦大学金融硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

张智林：高级研究员，同济大学建筑学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。