

2025年10月19日

买入（首次覆盖）

山推股份（000680）：推土机龙头开拓挖机矿卡版图，背靠山重集团稳健成长

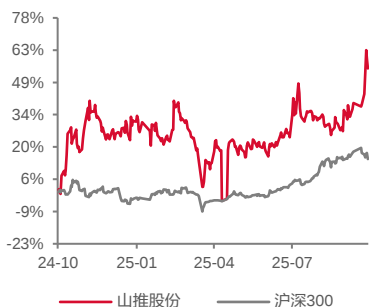
——公司深度报告

证券分析师

商俭 S0630525060002

shangjian@longone.com.cn

数据日期	2025/10/17
收盘价	11.49
总股本(万股)	150,014
流通A股/B股(万股)	131,470/0
资产负债率(%)	66.96%
市净率(倍)	2.89
净资产收益率(加权)	10.28
12个月内最高/最低价	12.28/7.36



相关研究

投资要点：

- **全球推土机巨头背靠山东重工庞大产业体系。**山推股份成立于1952年，较早于1980年引进小松推土机技术，开始研制推土机，目前已是国内推土机设备龙头企业。公司是山东重工集团子公司，背靠集团庞大产业体系，协同优势明显。公司工程机械主机产品可实现相同效率下省油，并形成了“智能、高效、省油、可靠”的显著差异化优势。目前，公司产品覆盖推土机系列、道路机械系列、混凝土机械系列、装载机系列、挖掘机等数十类产品，并且已累计研发和量产包括智能化挖掘机、智能化装载机、智能化道路机械以及全球首台AI推土机等超过40款智能化主机设备。山推全系工程机械产品在全球享有盛誉，获得客户广泛认可，是全球建设机械制造商50强、中国制造业500强。
- **推土机全球规模达500亿，山推国内第一全球前三。**推土机为铲土运输机械中最常应用设备，主要用于推土、平地、运输及采矿作业。全球推土机市场规模2024年达550.55亿元，根据弗若斯特沙利文预测2030年市场规模将增长到600.6亿元。2024年山推是全球第三大推土机制造商，全球市场份额达11.41%。推土机是山推的拳头产品，是国内最大的推土机制造商，占国内市场份额为64.7%。山推的超大型推土机在产品性能可与海外巨头产品比肩，实现业内首发纯电无人推土机。未来公司依托海外产能布局加速释放，预计2025年起大马力推土机出口将实现显著增量。另外，随着国内大规模设备更新政策的推进，加上大型基础设施水利和矿业投资稳定增长带动需求，国内销量或逐步回升。
- **挖掘机内外销加速复苏，山推收购挖掘机业务成新增长引擎。**2025年1-8月国内挖掘机内销80,628台，同比增长21.50%，出口外销73,553台，同比增长12.80%。全球新兴市场基建需求持续增长，高性价比和优质售后国产设备受到青睐，国内推进重大水利工程等大型项目，内外销复苏态势强劲，行业正在进入新周期。根据弗若斯特沙利文预测，2030年全球挖掘机市场规模达6635.2亿元，国内市场规模达1530.1亿元。然而，全球挖掘机领先者仍为卡特彼勒和小松，三一重工排名第五，挖机企业全球化仍有巨大空间。山推股份于2024年底全资收购山重建机。山重建机较早从事挖机业务，于1994年引进日本小松和德国利勃海尔的挖掘机技术，技术水平成熟领先，产品系列覆盖齐全。公司收购山重建机后，迅速补齐挖掘机业务短板，推土机与挖掘机协同发展，共享销售渠道。借助集团黄金产业链，实现动力总成、液压件等核心资源共享，打造出新的增长引擎。
- **全力拓展矿卡业务，销量收入持续增长。**公司凭借与山东重工的战略协同，成功掌控了发动机、变速箱及车桥等关键总成技术。公司矿卡产品谱系目前已完善，覆盖70-220吨全区间，并囊括燃油、混动与纯电多种动力形式，多款产品在市场验证中表现卓越。公司于2025年重磅发布了以TEH260刚性矿卡为代表的大型矿山产品，进一步强化了在矿山领域的战略布局与品牌影响力，展现出强劲的市场竞争力。2024年山推矿卡业务实现收入达2.75亿元，同比增长79.35%，另外实现矿卡销量272台，同比增长47.83%。
- **投资建议：**公司是全球推土机巨头，背靠山东重工集团，协同效应明显，在行业内研发创新、产业规模、品牌效应、运营成本有显著优势。公司持续推进全球化、电动化、智能化等战略；另外，公司在挖掘机和矿车领域积极布局，通过公司和集团现有渠道推动销售放量，带动业绩持续成长。预计2025-2027年归母净利润分别为13.43/16.14/19.23亿元，当前股价对应PE分别为12.83/10.68/8.97倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观政策调整风险；汇率风险；成本波动风险。

盈利预测与估值简表

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	14,218.64	15,624.80	17,732.24	19,755.37
同比增长率（%）	25.12%	9.89%	13.49%	11.41%
归母净利润（百万元）	1,102.26	1,343.29	1,613.82	1,922.51
同比增长率（%）	40.72%	21.87%	20.14%	19.13%
EPS 摊薄（元）	0.73	0.90	1.08	1.28
P/E	15.64	12.83	10.68	8.97

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2025年10月17日盘后）

正文目录

1. 山推股份：背靠山重集团实现业绩稳健增长	6
1.1. 推土机领域积淀深厚，跻身工程机械全球 50 强	6
1.2. 背靠山重集团庞大体系，山东省国资委为实际控制人	6
1.3. 山推股份工程机械产品系列齐全	8
1.4. 收入利润持续增长，工程机械销量创新高	10
2. 推土机全球规模达 500 亿元，山推股份全球前三	12
2.1. 推土机国内复苏，海外出口持续增长	12
2.2. 推土机是山推拳头产品，首推纯电无人推土机	14
3. 挖掘机销量复苏，山推挖掘机业务积极推进	15
3.1. 挖掘机主要应用于基建和房地产开发等领域	15
3.2. 挖掘机已经历两轮周期，行业正进入新周期	16
3.3. 挖掘机内销逐步复苏，出口销量逐渐改善	16
3.4. 全球市场空间达五千亿元以上，领先者为卡特彼勒和小松	18
3.5. 山推股份全资收购挖掘机公司山重建机	20
4. 矿卡市场由国际厂商主导，国内企业积极研发	22
4.1. 全球矿卡市场呈现稳定增长的发展态势	22
4.2. 山推全力拓展矿卡版图，销量收入持续增长	24
5. 盈利预测	25
5.1. 收入假设及盈利预测	25
5.2. 投资建议	25
6. 风险提示	26

图表目录

图 1 山推股份发展历史	6
图 2 山东重工集团为山推股份最大股东	6
图 3 山重集团旗下品牌	7
图 4 山重集团六大主营业务	7
图 5 山东重工集团营业收入	8
图 6 山东重工集团归母净利润	8
图 7 集团公司协同打造行业黄金内核	8
图 8 山推研发全球首台 AI 推土机	9
图 9 山推股份营业收入持续增长	10
图 10 山推股份归母净利润持续增长	10
图 11 公司毛利率净利率逐步抬升	10
图 12 公司主要期间费用持续下降	10
图 13 工程机械销量快速增长	11
图 14 公司净资产收益率持续提升	11
图 15 山推股份海外收入	11
图 16 推土机零部件拆解	12
图 17 推土机主要用途	12
图 18 推土机全球市场规模稳定	12
图 19 推土机 2024 年全球竞争格局	12
图 20 推土机国内市场规模逐步复苏	13
图 21 推土机 2024 年国内竞争格局	13
图 22 推土机出口数量持续增长	13
图 23 大马力推土机出口占比扩大	13
图 24 SD90-C5 RS 履带式推土机	14
图 25 山推全球首台 AI 纯电无人推土机	14
图 26 公司推土机销量	14
图 27 公司推土机业务收入	14
图 28 挖掘机产业链上下游	15
图 29 国产挖掘机行业销量正在复苏	16
图 30 挖掘机需求分为新增需求与更新需求	17
图 31 我国挖掘机内销销量	17
图 32 我国海外挖掘机出口销量	17
图 33 国内基础设施建设投资固定资产投资累计同比	18
图 34 国内水利管理业固定资产投资累计同比	18
图 35 中国挖掘机进口数量	18
图 36 中国挖掘机进口金额和平均单价	18
图 37 挖掘机全球市场规模（亿元）	19
图 38 挖掘机国内市场规模（亿元）	19
图 39 山重建机挖掘机业务发展	21
图 40 山重建机营业收入情况（亿元）	22
图 41 山重建机净利润情况（亿元）	22
图 42 矿卡产业链上下游涉及广泛	22
图 43 全球载重 100 吨以上矿用车市场规模	23
图 44 我国刚性矿卡的销量	23
图 45 山推股份矿卡产品系列	24
图 46 山推股份矿卡收入	24

图 47 山推股份矿卡销量 24

表 1 山推股份主要产品系列 9

表 2 山推股份大型推土机与海外巨头产品对比 15

表 3 2024 全球挖掘机制造商 20 强榜单市场份额排名 19

表 4 国内主要挖掘机生产公司情况 20

表 5 山重建机挖掘机覆盖全系列主要产品 21

表 6 国内矿用卡车品牌分析 23

表 7 山推股份 2025-2027 年营业收入预测 25

表 8 可比公司估值..... 26

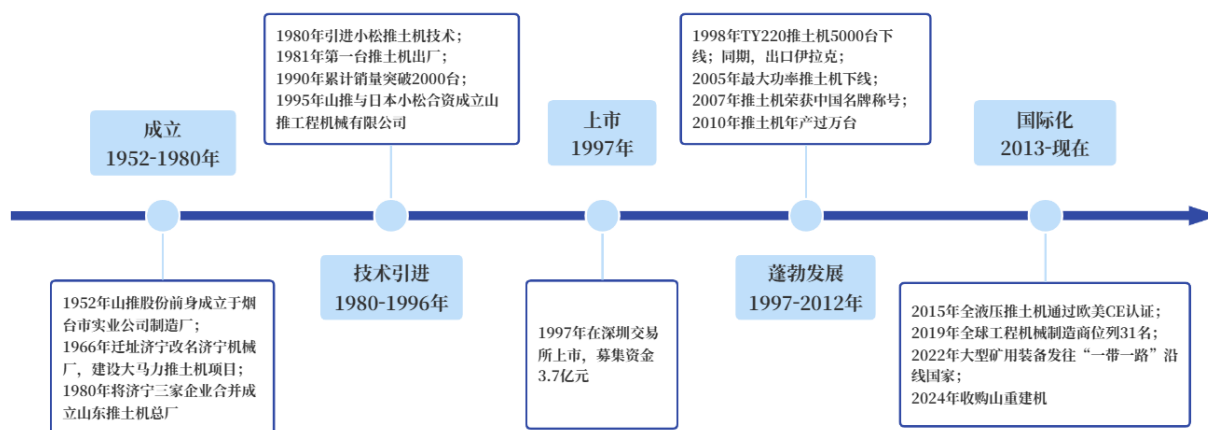
附录：三大报表预测值 27

1.山推股份：背靠山重集团实现业绩稳健增长

1.1.推土机领域积淀深厚，跻身工程机械全球 50 强

山推股份成立于 1952 年，前身是烟台机器厂。1980 年由济宁机器厂、济宁通用机械厂和济宁动力机械厂三家企业合并组建山东推土机总厂，并引进小松推土机技术，开始研制推土机。公司于 1997 年在深交所挂牌上市，是山东重工集团权属子公司，总部在山东省济宁市。经过数年经营，公司已成为全球推土机行业的领导者，也是全球工程机械行业的领先企业。山推全系工程机械产品在全球享有盛誉，获得客户广泛认可，是全球建设机械制造商 50 强、中国制造业 500 强。

图1 山推股份发展历史

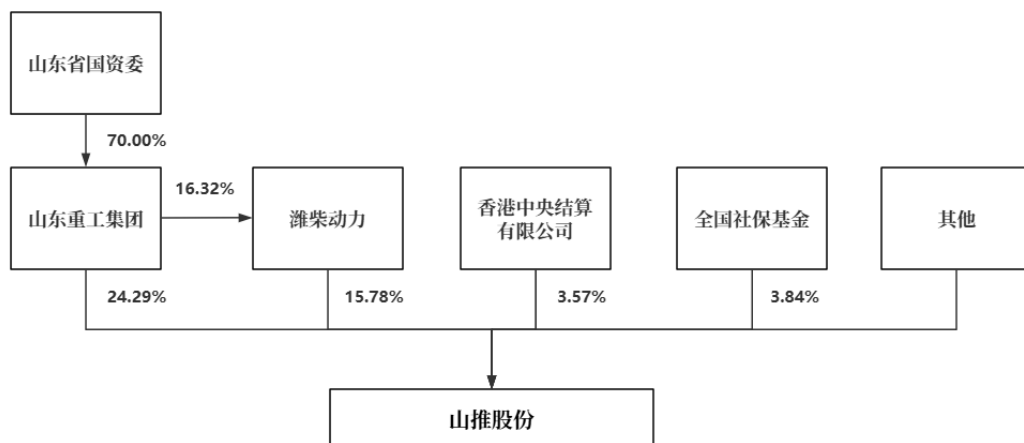


资料来源：公司官网，东海证券研究所

1.2.背靠山重集团庞大体系，山东省国资委为实际控制人

山东省国资委为实际控制人。山东重工集团、潍柴动力构成公司的控股股东，合共持有股份总数约占总股本 40.07%。山东重工集团为最大控股股东，实际控制人为山东省国资委。截止 2025 年半年报，公司其他主要股东为香港中央结算公司和全国社保基金，分别持股 3.57%和 3.84%。

图2 山东重工集团为山推股份最大股东



资料来源：同花顺，东海证券研究所整理（截止 2025 年 06 月 30 日）

背靠山东重工集团庞大体系，旗下品牌覆盖全球。山东重工集团总部位于山东济南，是中国领先、在全球具有重要影响力的工业装备跨国集团。拥有潍柴动力、中国重汽、陕汽重卡、潍柴雷沃智慧农业、山推股份、中通客车、法士特变速器、汉德车桥以及意大利法拉帝、德国凯傲集团、德国林德液压、美国德马泰克、美国 PSI、法国博杜安等国内外知名品牌，旗下上市公司 11 家、股票 14 支，全球员工 15.7 万人。

图3 山重集团旗下品牌



资料来源：山重集团官网，东海证券研究所

山重集团业务覆盖多领域。山重集团主营业务涵盖动力系统、商用车、工程机械、农业装备、智慧物流、海洋交通装备等六大板块。重型卡车、重型发动机、重型变速器销量全球第一，工业叉车、豪华游艇全球领先，农业装备、推土机等销量中国第一，能源电力系统销量全球前三，中速船舶动力销量全球前三。产品销往全球 170 多个国家和地区。

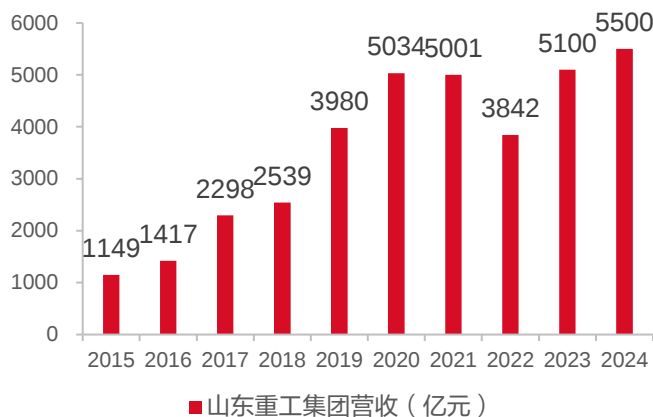
图4 山重集团六大主营业务



资料来源：山重集团官网，东海证券研究所

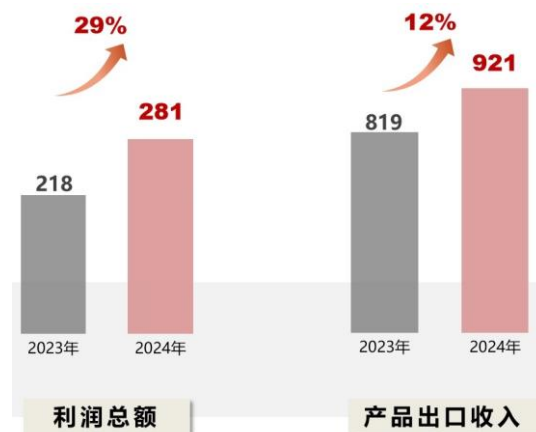
山重集团收入规模超 5000 亿元。2024 年山东重工集团在复杂的内外部环境下，凭借科技自强、全球布局、产业链协同和卓越运营，实现收入 5500 亿元，以及利润 281 亿元，收入和利润双双增长。庞大的收入规模和持续的海外出口增长，奠定了其作为全球高端装备制造行业领导者的地位。

图5 山东重工集团营业收入



资料来源：山重集团官网，东海证券研究所

图6 山东重工集团归母净利润



资料来源：山重集团官网，东海证券研究所

山推股份与集团子公司协同竞争力显现。凭借山东重工集团的产业链垂直一体化优势，山推股份在发动机、电控系统、液压系统、车桥、变速箱等关键领域与山东重工集团形成了紧密的全球研发与技术协同，同时配合山推行业领先的“山推双变”传动系统与“四轮一带”履带底盘件，真正实现了“发动机+电控系统+液压系统+传动系统+履带底盘系统”等零部件的自主可控。通过深度的技术融合与匹配，山推的工程机械主机产品可实现相同效率下省油15%，并形成了“智能、高效、省油、可靠”的显著差异化优势。

图7 集团公司协同打造行业黄金内核



资料来源：山推股份简介，东海证券研究所

1.3.山推股份工程机械产品系列齐全

公司目前工程机械产品全面，覆盖推土机系列、道路机械系列、混凝土机械系列、装载机系列、挖掘机系列等十多类主机产品和底盘件、传动部件、结构件等工程机械配套件，逾930款产品。公司现年生产能力达到1万台推土机、6000台道路机械、500台混凝土搅拌站、15万条履带总成、100万件工程机械“四轮”、8万台套液力变矩器、2万台套变速箱。

表1 山推股份主要产品系列

产品分类	图片	用途
推土机		适用于公路、铁路、矿山、机场等地面的推运、开挖、回填土石方以及其它散料的作业，是国防工程、矿山建设、城乡道路等建筑施工和水利建设等不可缺少的机械设备
挖掘机		适用于道路、农林水利、桥梁、港口码头、采石与混凝土、机场、矿山等场景
装载机		适用于煤炭、砂石场、港口、码头、商砼站等场景
矿卡		适用于采矿、采石与混凝土等场景
平地机		适用于路基筑建、路面精平、物料散布、挖沟刮坡、积雪清除等多种工况
压路机		适用于各种非粘性土壤，如砾石、碎石、砂石混合料及各种混凝土等进行压实
混凝土设备		用于采石、混凝土、城市建设

资料来源：公司官网，东海证券研究所整理

公司是工程机械行业智能化的先行者，围绕矿山、土方、道路等施工核心场景，深挖客户施工痛点，分别针对性打造了昆仑、盘古、轩辕三大智慧施工一体化平台，实现了“智能设备+智慧平台+工艺工法”的深度融合，解决施工过程中成本高、效率低、管理难等痛点问题，帮助客户持续优化降低施工成本、提高施工质量，满足不同场景的客户需求的同时，亦丰富智慧施工产品型谱，增强了智慧施工产品的竞争力。截至 2025 年上半年，公司已累计研发并量产包括智能化挖掘机、智能化装载机、智能化道路机械以及全球首台 AI 推土机等超过 40 款智能化主机设备，累计完成超过 90 个智慧施工项目。

图8 山推研发全球首台 AI 推土机

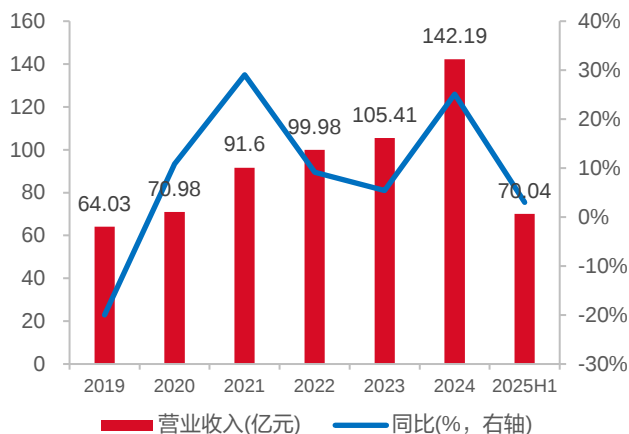


资料来源：山推股份公众号，公司香港市场招股说明书，东海证券研究所

1.4.收入利润持续增长，工程机械销量创新高

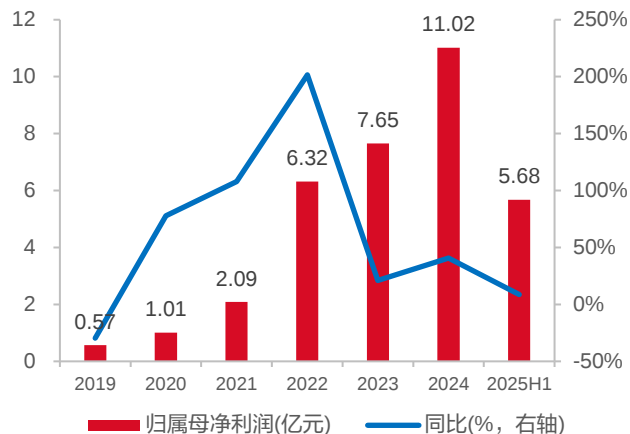
业绩实现持续增长。公司受国内工程机械行业波动影响较小，营业收入与利润持续增长。2019-2024 年公司营业收入持续增长，实现复合增长达 17.30%；其中，2024 年公司实现营业收入 142.19 亿元，同比增长 25.12%；2024 年公司归母净利润达 11.02 亿元，同比增长 40.72%，主要经营指标水平创新高。截止 2025 年上半年，公司归母净利润达 5.68 亿元，同比增长达 8.78%，保持持续增长。

图9 山推股份营业收入持续增长



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图10 山推股份归母净利润持续增长

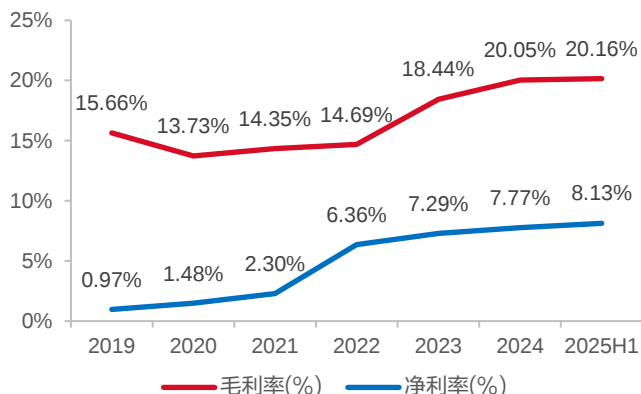


资料来源：同花顺，东海证券研究所

毛利率和净利率稳步提升。2019 年以来公司毛利率和净利率受益于大型化和国际化稳步提升。截止 2025 年上半年，公司毛利率和净利率分别达 20.16%和 8.13%，与 2024 年相比略微增长。未来公司运营效率优化，盈利能力将持续提升。

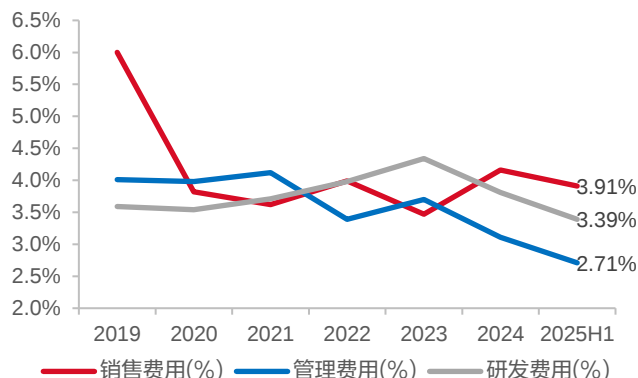
持续降本增效，主要费用下滑。2019-2025 年上半年，公司期间费率稳中有降，管理费率降低至 2.71%，处于较低水平；随着海外市场的开拓和产品展会发布宣传，销售费率小幅上升达 3.91%；研发方面，截止 2025 年上半年，公司研发支出达 2.37 亿元，占营业收入比重达 3.39%，费用率有所下滑，但研发投入绝对仍在增长。

图11 公司毛利率净利率逐步抬升



资料来源：同花顺，东海证券研究所

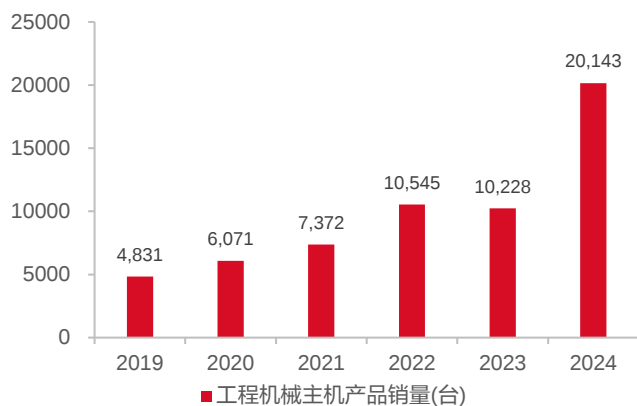
图12 公司主要期间费用持续下降



资料来源：同花顺，东海证券研究所

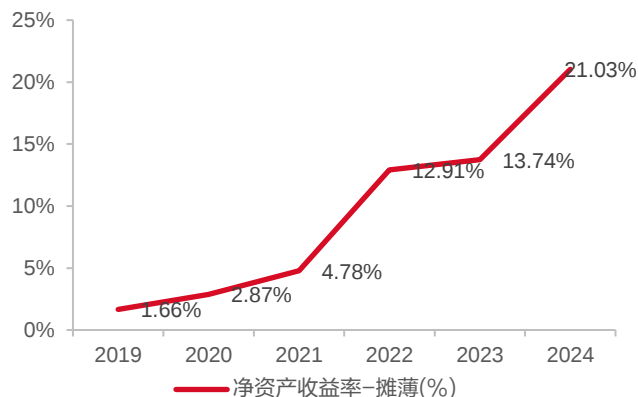
公司工程机械销量创新高。工程机械行业经济运行正逐步向好，其中，国内市场正在复苏，出口继续保持稳定增长。2024 年公司全年整机销量 20,143 台，实现高增长。同时，2024 年净资产收益率持续提升，高达 21.03%，经营效益持续提升。

图13 工程机械销量快速增长



资料来源：同花顺，东海证券研究所

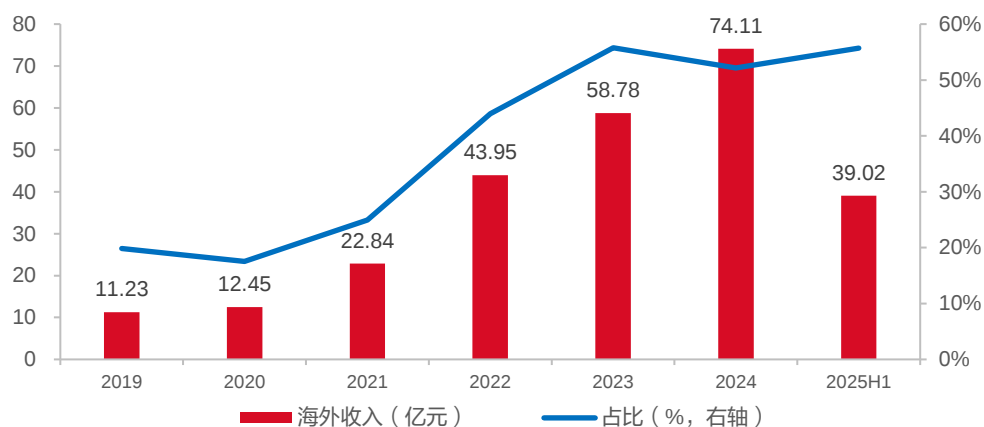
图14 公司净资产收益率持续提升



资料来源：同花顺，东海证券研究所

公司坚定全球化战略，海外收入持续增长。公司坚持将出口业务作为全公司的战略重心，根据公司公告，截至 2025 年上半年，公司销售网络遍布全球 160 多个国家和地区，包括 154 家海外经销商与超过 520 家海外营业网点，并设立了 10 家海外子公司，推动经销商由单一依靠推土机销售，向推土机、挖掘机、装载机等全产品系列销售转型。公司提速海外本地化布局，启动建立印尼、泰国、澳大利亚及尼日利亚四家海外子公司。2024 年公司海外业务的收入达 74.11 亿元，收入占比达 52.1%，海外业务增速与占比在国内同类型制造商中处于领先水平。

图15 山推股份海外收入



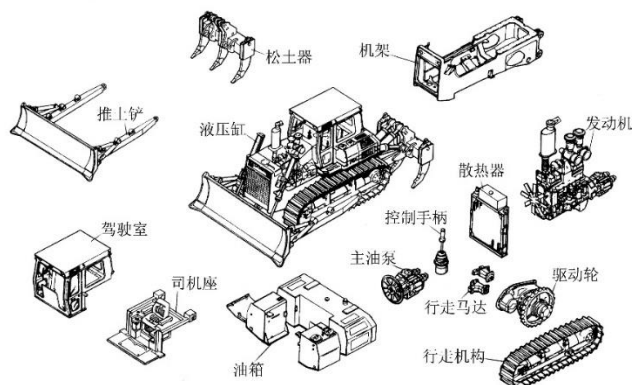
资料来源：同花顺，东海证券研究所

2.推土机全球规模达 500 亿元，山推股份全球前三

2.1.推土机国内复苏，海外出口持续增长

推土机为铲土运输机械中应用最常用的作业设备，通常以履带式拖拉机或轮胎式牵引车为基础平台，在其前端加装推土装置与配套操纵机构，最终构成具备自主移动能力的施工机械。其核心作业场景涵盖开挖路堑、构筑路堤、土方回填、清除施工障碍等，同时也能完成短距离内松散物料的铲运与堆积操作。若该设备额外配备松土器，还可实现坚硬土壤的翻松、软质岩石的破碎或层状岩石的凿裂作业，为后续铲运机与推土机自身的铲掘工序扫清障碍。

图16 推土机零部件拆解



资料来源：中国建设机械职业教育网，东海证券研究所

图17 推土机主要用途

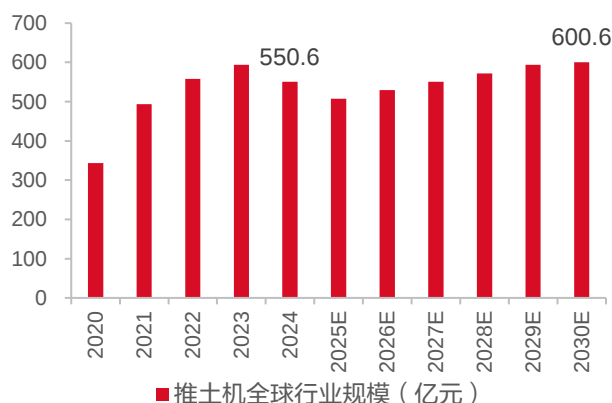
推土机主要功能与用途	
功能	用途
推土填土	用于填埋和修筑道路、建筑等的基础土方。
削土和矿石开采	通过铲斗实现对土地和矿石的开挖、装载和运输。
碾压和压实	安装钢轮或橡胶履带，对碎石、沙子等物料进行碾压和压实。
装载和运输	具有很高的装载和运输能力，可用于搬运大件物品、集装箱等。
拆除和翻转	通过铲斗和支臂的作用，拆除建筑物、翻转事故车辆等大型物体。
抢险救灾	在灾害事故中，快速清理交通要道，抢通救援通道。

资料来源：华经产业研究院，东海证券研究所

全球推土机市场规模稳定。推土机主要用于推土、平地、运输及采矿作业，广泛应用于采矿、水利工程、铁路建设、港口开发、农业和林业等多种场景。推土机市场的扩张主要受全球基础设施建设加速及全球采矿业增长的推动。在发展中国家快速城镇化、采矿活动增加、农业现代化、土地开发等应用的推动下，预计全球推土机市场将稳步扩张。弗若斯特沙利文预测，全球推土机市场规模将从 2024 年的 550.55 亿元增长至 2030 年将达 600.6 亿元，复合增长率为 1.6%。

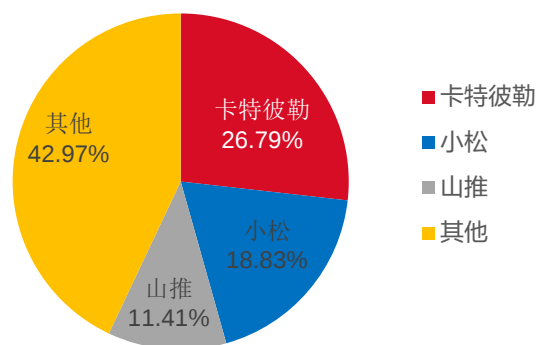
山推股份是全球第三大推土机制造商。2024 年，全球推土机市场销量达 37,700 台。如果按销量计算，2024 年全球前三大推土机制造商，占全球推土机市场份额的 57%。山推股份是全球第三大推土机制造商，全球市场份额达 11.41%。全球第一名和第二名分别是美国卡特彼勒和日本小松，全球市场份额分别达 26.79%和 18.83%。

图18 推土机全球市场规模稳定



资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，东海证券研究所
(汇率：1USD=7.15CNY)

图19 推土机 2024 年全球竞争格局



资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，东海证券研究所

国内推土机市场复苏。2020 年至 2023 年，受房地产开发投资下滑、基础设施项目开工不足以及向更严格排放标准过渡等因素影响，中国推土机市场规模下降至 6.68 亿元。随着国内大规模设备更新政策的推进，加上基础设施需求和矿业投资的稳定增长，预计到 2030 年，市场规模将回升至 22.06 亿元，2024 年至 2030 年的年均复合增长率将达到 12.1%。

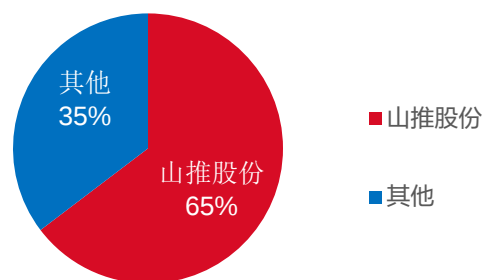
山推股份是国内最大的推土机制造商。2024 年中国推土机市场销量达 1,316 台。如果按销量计算，2024 年中国前五大推土机制造商，占中国推土机市场份额的 92.6%。其中，山推股份是国内最大的推土机制造商，中国市场份额为 64.7%，亦是 2024 年中国最大的电动推土机制造商。

图20 推土机国内市场规模逐步复苏



资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，东海证券研究所

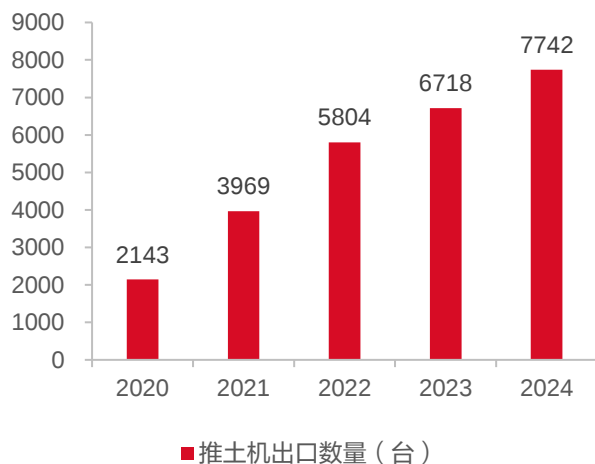
图21 推土机 2024 年国内竞争格局



资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，东海证券研究所

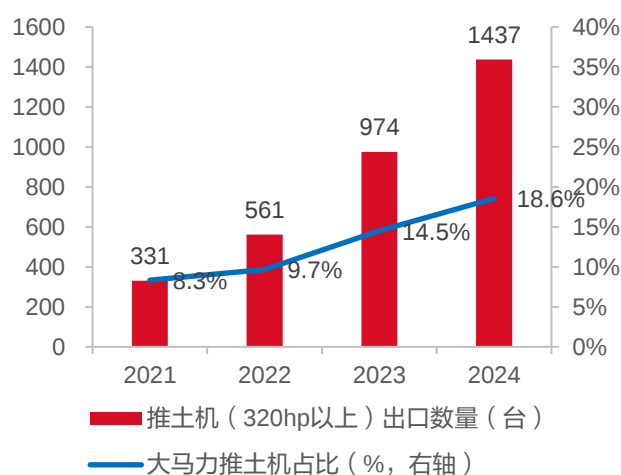
国内推土机出口呈持续增长态势。2024 年推土机出口销量达 7,742 台，同比增长 15.24%，实现持续增长态势。主要系“一带一路”沿线国家城镇化与基建投资加速，中亚、东南亚等地区对推土机需求旺盛，另外国产大马力推土机产品力的提升，使出口结构向高附加值方向优化，2024 年 320 马力以上机型销量占比已升至 18.6%。随着国内厂商海外渠道完善，以及中国对外矿业投资保持高增，推土机出口有望延续高景气，并在全球高端市场实现更大份额的突破。

图22 推土机出口数量持续增长



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图23 大马力推土机出口占比扩大



资料来源：同花顺，东海证券研究所

2.2.推土机是山推拳头产品，首推纯电无人推土机

推土机是山推股份的拳头产品，是工程机械高端化与智能化的标杆，并创造多个行业记录。公司于 2012 年推出中国首台最大 900 马力水平推土机 SD90-5，一举打破了国外品牌超大功率推土机的垄断地位，随后推出 5G 远程操控、无人驾驶、纯电、最大马力静液压等数个行业首创机型。公司 2025 年 6 月发布全球首台 AI 推土机并实现交付。公司的推土机拥有 251 种机型配置，配备多种动力系统，包括机械式、液力式、静液压式及电动式，输出功率覆盖 80 至 900 马力范围。截至 2025 年上半年，公司已拥有推土机领域技术专利 788 项，牵头制定 16 项国家与行业标准。

图24 SD90-C5 RS 履带式推土机



资料来源：公司官网，东海证券研究所

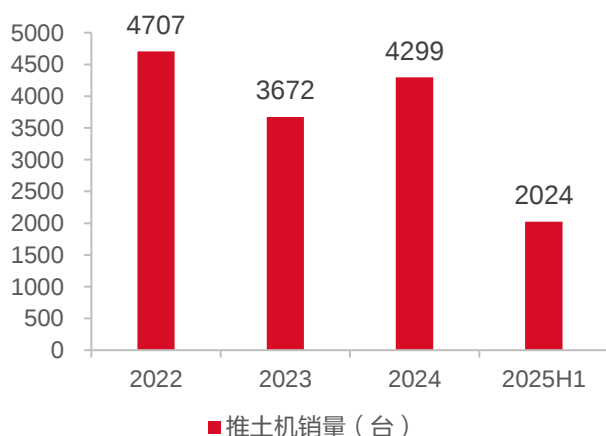
图25 山推全球首台 AI 纯电无人推土机



资料来源：公司微信公众号，东海证券研究所

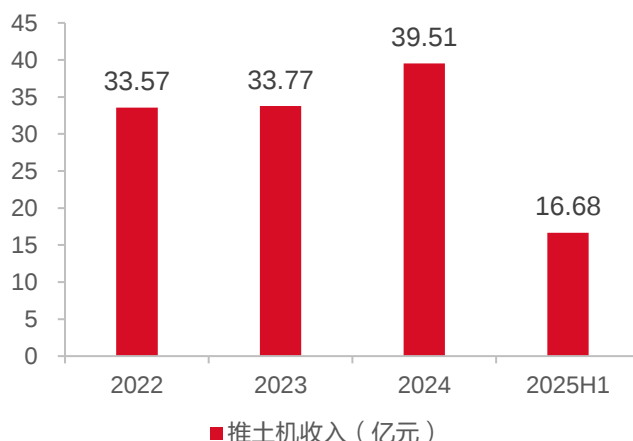
推土机业务销量稳定。2024 年公司推土机业务实现销量 4299 台，实现收入约 39.51 亿元，占公司营业总收入的 27.8%。预计随着海外大马力产能释放，海外市场占有率提升，推土机收入仍将保持的增长，继续扮演公司核心业务支柱的角色。从行业格局来看，国内推土机市场集中度较高，山推凭借技术积累、产品可靠性和完善的渠道体系，长期保持市占率领先，尤其在中大马力推土机领域具备显著优势。公司依托海外产能布局加速释放，预计 2025 年起大马力推土机出口将实现显著增量，带动整体收入规模与盈利能力双升。

图26 公司推土机销量



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图27 公司推土机业务收入



资料来源：公司公告，东海证券研究所

山推的超大型推土机在产品性能可与海外巨头产品比肩。以山推 SD90-C5 额定功率 708 kW、整机自重逾 106 t，核心硬指标与卡特 D11、小松 D475A 几乎肩并肩。山推通过自主研发大马力传动系统、采用负载敏感液压技术并配置智能显控终端，显著提升了作业效率与维护便利性，打破了外资品牌在超大型推土机领域的技术垄断。随着公司大马力产业化

项目落地、海外服务网点加密，以及电动、无人驾驶等新技术加速商业化，山推大型推土机有望进一步提升全球竞争力，并在“一带一路”等增量市场获得更多高端份额。

表2 山推股份大型推土机与海外巨头产品对比

产品参数	山推 SD90-C5	小松 D475A-8R	卡特 D11
工作质量（吨）	106.26	112.10	106.82
额定功率（kW）	708	697	634
前进速度（km/h）	3.5/6.3/10.9	3.5/6.3/11.6	4/7/12.2
后退速度（km/h）	4.7/8.4/14.3	4.5/8.4/14.3	4.8/8.5/14.7
燃油箱（L）	1750	1880	1895
铲刀提升高度（mm）	1620	1650	-
铲土深度（mm）	1010	900	-

资料来源：山推官网，小松官网，卡特彼勒官网，东海证券研究所整理

3. 挖掘机销量复苏，山推挖掘机业务积极推进

3.1. 挖掘机主要应用于基建和房地产开发等领域

挖掘机是用铲斗挖掘物料后装入运输车辆或卸至堆料场的土方机械。主要核心零部件包括发动机、控制阀、液压系统、回转系统、燃油箱等。主要的功能部件为工作装置和行走装置用于实现挖掘机的挖掘动作和行走移动。国内挖掘机的上游零部件制造商主要有恒立液压、艾迪精密、潍柴动力、襄阳轴承等。中游为挖掘机制造企业，主要有三一重工、徐工集团、中联重科、柳工、厦工、山东临工、山推股份等。

挖掘机下游主要有房地产开发、基础设施建设、采矿业、农业、水利等相关行业。挖掘机根据其吨位可分为超大挖、大挖、中挖、小挖。超大挖掘机特别适用于矿山开采和岩石破碎等高强度作业场景；中大型挖掘机则常见于城市基础设施建设、道路和桥梁工程等大型基建项目，其需求与整体的基础设施建设密切相关。相比之下，小型挖掘机则更适用于农业、园艺和小型土木工程等多样化的工程任务，因其灵活性和多功能性，应用范围更为广泛。

图28 挖掘机产业链上下游



资料来源：中商产业研究院，华经产业研究院，东海证券研究所整理

3.2. 挖掘机已经历两轮周期，行业正进入新周期

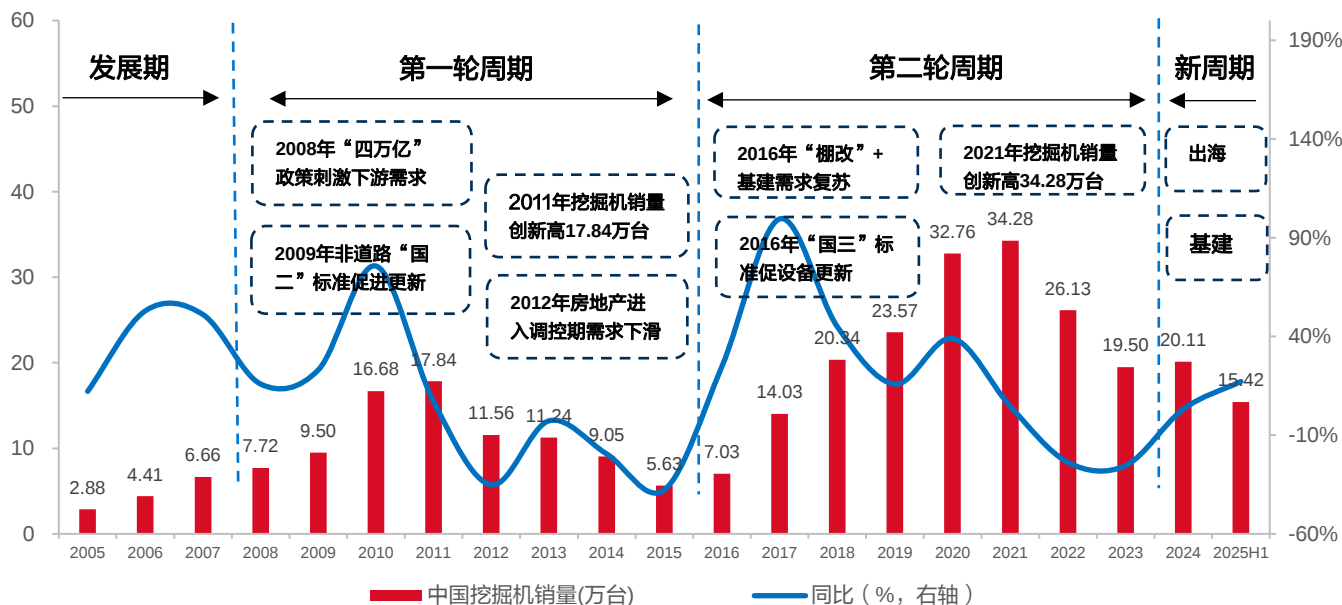
2004 年以来国内挖掘机销量市场，经历两轮大周期。

1) 2008-2015 年经历 8 年时间走过一次完整的周期。2008-2011 年“四万亿”政策是工程机械行业的催化剂，在政策驱动下，快速拉动下游挖掘机新增需求，2011 年挖掘机销量达 17.84 万台；2012-2015 年，房地产调控政策出台，叠加刺激政策后的需求提前释放进入疲软期，工程机械需求下滑，产能过剩企业出清，行业进入 4 年调整期，于 2015 年 5.63 万台销量筑底。

2) 2016-2023 年第二个周期。2016-2021 年，在棚改货币化政策、基建投资提升、老设备更新需求、国二国三切换、出口提升等多元化需求推动下，行业开启新一轮上升期，2021 年挖掘机销量达 34.28 万台，是上一轮周期顶峰两倍；2021 年至今，受房地产投资与新开工面积和宏观经济景气度波动影响，行业进入调整期；2023 年挖掘机销量 19.50 万台，同比下降 25.4%，正处于逐渐筑底阶段。

3) 2024 年进入新周期销量开始复苏。2024 年挖掘机销量 20.11 万台，同比增长 3.1%。2025 年上半年挖掘机实现销量 15.42 万台，同比增长 17.20%，行业正在复苏。主要系国内伴随大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案政策刺激出台，刺激老旧设备提前更新。同时，国内基建固定投资持续，大型水利工程项目持续稳定内需。另外，国产主机厂竞争力提升之下，海外出口销量占比大幅提升，海外新兴国家需求持续增长，高性价比和优质售后国产设备受到青睐，国产设备全球渗透率逐步提升。该周期国内龙头或成为世界巨头。

图29 国产挖掘机行业销量正在复苏

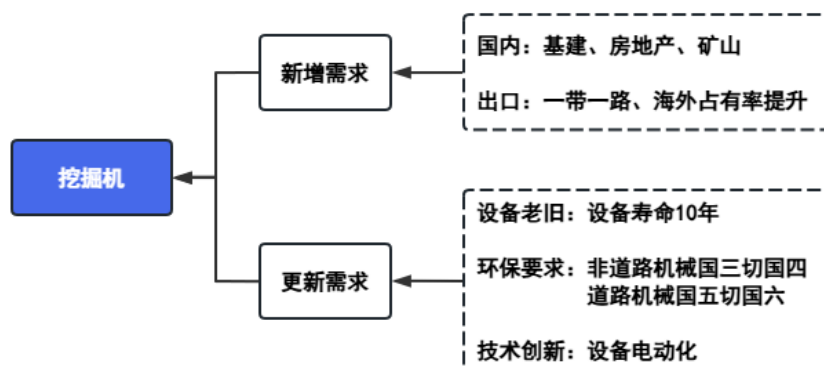


资料来源：中国工程机械工业协会，政策研究室，环境保护部，《2012 年度中国房地产政策评估报告》，国务院，山锐新动力官网，东海证券研究所整理

3.3. 挖掘机内销逐步复苏，出口销量逐渐改善

挖掘机销量主要由下游需求决定。挖掘机需求可分为两类新增需求和更新需求：国内的新增需求取决于下游地产、基建、矿山等固定资产投资；国外的新增需求取决于国内品牌海外市场占有率的提升、“一带一路”等国家基建项目和海外矿山开发等；更新需求主要包括设备老化自然更新需求，环保标准升级的换代需求和技术创新后的升级需求。

图30 挖掘机需求分为新增需求与更新需求

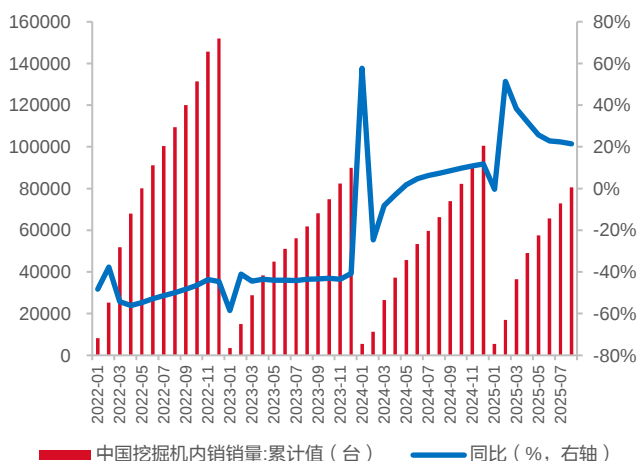


资料来源：人民日报海外版，中商产业研究院，中国机械工业集团官网，国机集团，东海证券研究所

挖掘机内销复苏提速。根据国内销售数据，2025 年 1-8 月国内挖掘机内销累计 80,628 台，同比增长 21.50%，复苏态势强劲。从国内宏观数据看，根据国家统计局 2025 年 8 月全年国内基建固定资产投资同比增长 5.42%；其中，水利管理业同比增长分别为 7.40%，基建投资持续带动下游需求；国家持续推进城市更新、老旧小区整治行动，财政货币政策加码，“两重”“两新”投入加大带来刚性置换需求，以及有色矿山、重大水利工程、高标准农田项目的稳定支撑，将逐步落地释放需求红利，助力国内工程机械行业需求回升。

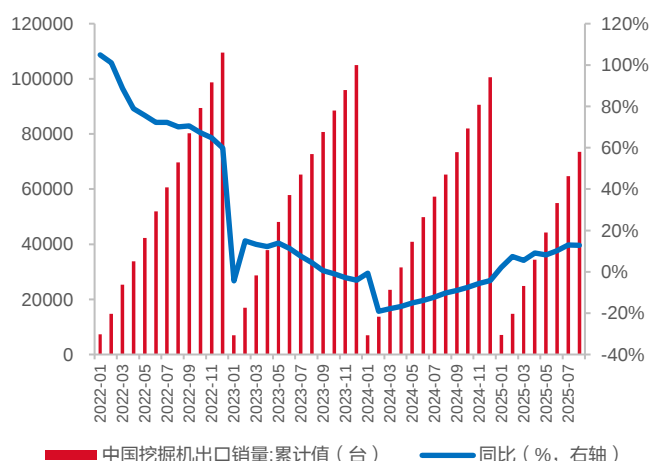
挖掘机出口增长持续。根据出口销售数据，2025 年 1-8 月挖掘机累计出口 73,553 台，同比增长 12.80%，出口持续双位数增长。根据中国机电产品进出口商会数据，2025 年 1-8 月我国工程机械及零部件累计出口额 386.4 亿美元，同比增长 11.4%，其中，挖掘机出口同比增长 24.9%。中长期看，全球新兴市场基建需求持续增长，高性价比和优质售后国产设备受到青睐，国产设备全球渗透率逐步提升，推动出口增长。

图31 我国挖掘机内销量



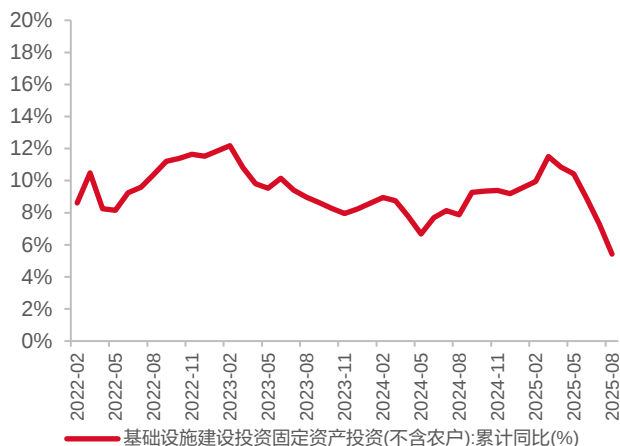
资料来源：中国工程机械工业协会，东海证券研究所

图32 我国海外挖掘机出口销量



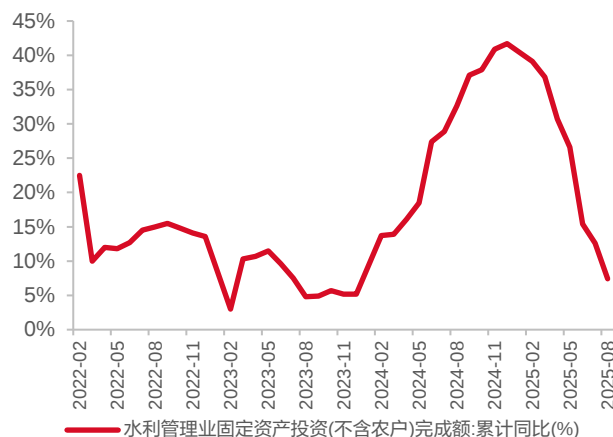
资料来源：中国工程机械工业协会，东海证券研究所

图33 国内基础设施建设投资固定资产投资累计同比



资料来源：国家统计局，同花顺，东海证券研究所

图34 国内水利管理业固定资产投资累计同比



资料来源：国家统计局，同花顺，东海证券研究所

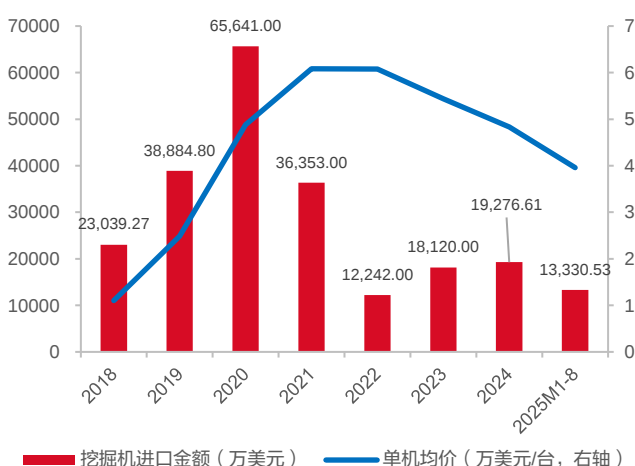
国产品牌已基本完成进口替代。由于近年国内制造业飞速发展，国产挖掘机厂商技术升级，综合竞争力已在国内得到认可，国产品牌已基本能满足国内需求。从挖掘机的进口数量来看，2018 年挖掘机进口数量为 20,888 台，到 2024 年进口数量骤降仅为 3,992 台；从进口金额来看，进口金额 2020 年最高达 6.56 亿美元，2023 年下滑至 1.22 亿美元；进口数量和金额在下滑，而平均单价也开始逐步下滑，表明进口的高端大型挖掘机正逐步被国产设备替代，国产设备的性能水平已逐步与海外巨头比肩。

图35 中国挖掘机进口数量



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图36 中国挖掘机进口金额和平均单价



资料来源：同花顺，东海证券研究所

3.4.全球市场空间达五千亿元以上，领先者为卡特彼勒和小松

全球挖掘机市场规模庞大达 5000 亿元左右。挖掘机广泛应用于基础设施建设、采矿作业和城市建设，其市场的扩张主要受全球下游应用场景的持续扩张、新能源技术发展等因素驱动。2024 年全球挖掘机市场规模达 4518.8 亿元。根据弗若斯特沙利文预测，挖掘机市场预计到 2030 年将达 6635.2 亿元，年复合增长率为 6.6%。

未来国内挖掘机市场规模将达千亿。2020 年至 2023 年，国内市场经历周期性下滑，其规模于 2024 年降至 600.6 亿元。然而，随着机械更新换代、行业新兴技术深化应用等多种因素的推动下挖掘机市场规模持续增长。根据弗若斯特沙利文预测，挖掘机国内市场规模预计将从 2024 年起开始增长，到 2030 年达到 1530.1 亿元，2024 年至 2030 年的整体年

复合增长率为 16.8%，实现加速复苏。

图37 挖掘机全球市场规模（亿元）



图38 挖掘机国内市场规模（亿元）



资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，东海证券研究所
（汇率：1USD=7.15CNY）

资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，东海证券研究所
（汇率：1USD=7.15CNY）

全球挖掘机领先者仍为卡特彼勒和小松。根据 2024 全球挖掘机制造商 20 强榜单，全球前 20 强制造商的挖掘机总销售额达到 674.96 亿美元，反映全球市场的庞大规模，折合人民币全球市场空间达 4800 亿元以上。卡特彼勒和小松分别位列榜单前两位，市场占比分别为 20.59%和 18.62%，在全球挖掘机市场稳居领导地位。榜单中有 5 家中国企业上榜，其中包括三一重工、徐工机械、中联重科、柳工和山河智能；三一重工排名世界第五，是最靠前的中国企业，其全球市场占比达 5.77%，仍与前排巨头有一定差距。随着国内经济的稳步发展，庞大的国内市场培育出多个优质的制造商，中国挖掘机产业的综合实力全面提升，在全球市场逐渐扮演更重要的角色。

表3 2024 全球挖掘机制造商 20 强榜单市场份额排名

排名	公司名称	国家	销售收入（亿美元）	占比
1	卡特彼勒	美国	138.99	20.59%
2	小松	日本	125.7	18.62%
3	日立建机	日本	89.99	13.33%
4	沃尔沃建机	瑞典	40.61	6.02%
5	三一重工	中国	38.94	5.77%
6	久保田	日本	31.85	4.72%
7	神钢建机	日本	22.92	3.40%
8	迪尔公司	美国	21.85	3.24%
9	现代 Infracore	韩国	21.61	3.20%
10	徐工机械	中国	19.45	2.88%
11	现代工程机械	韩国	18.91	2.80%
12	利勃海尔	德国	18.03	2.67%
13	CNH	意大利	17.69	2.62%
14	住友建机	日本	17.19	2.55%
15	竹内	日本	12.06	1.79%
16	JCB	英国	10.80	1.60%
17	中联重科	中国	9.37	1.39%
18	柳工机械	中国	9.18	1.36%
19	威克诺森	德国	6.08	0.90%
20	山河智能	中国	3.74	0.55%
合计:			674.96	100%

资料来源：2024 全球挖掘机制造商 20 强榜单，东海证券研究所整理

国内挖掘机领域龙头为三一重工。目前国内有实力的主要挖掘机制造商有三一重工、徐工机械、柳工、中联重科、山河智能等；其中，三一重工在国内挖掘机市场处主导地位；从营业收入来看，2024 年三一重工挖掘机销售收入第一，实现收入折合人民币达 278.42 亿元，毛利率为 31.82%，领先国内其他公司。徐工机械作为国内老牌工程机械公司排名第二，挖掘机销售收入 139.07 亿元，毛利率为 26.20%。国内企业与世界前三美日企业收入规模存在差距，未来有较大的进步空间。国内企业目前已占领国内大部分市场份额，正稳步推进全球化战略，未来将实现全球市场渗透率的进一步上升。

表4 国内主要挖掘机生产公司情况

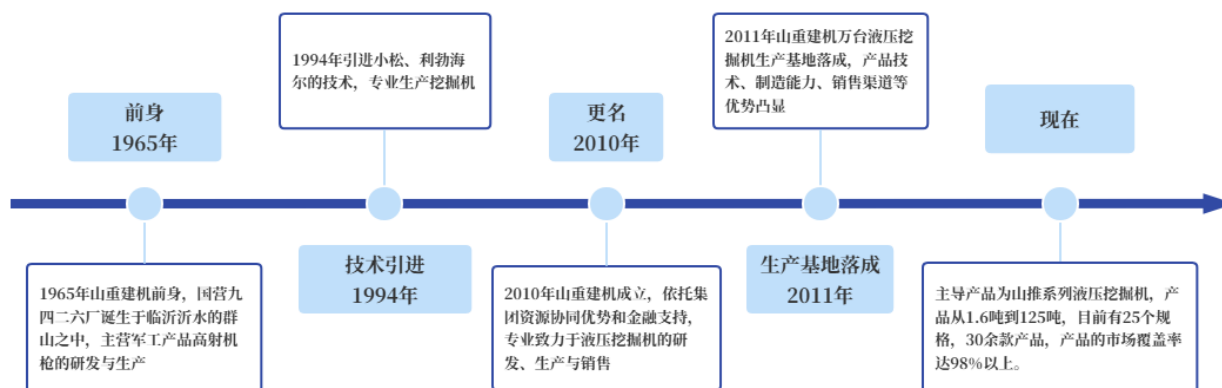
公司	公司介绍	2024 年 挖掘机销售额	毛利率 (%)
三一重工 (600031.SH)	三一重工主业是装备制造业，主要产品为：混凝土机械、挖掘机械、起重机械、筑路机械、桩工机械等全系列产品。混凝土机械稳居世界第一品牌；挖掘机械在 2020 年首夺全球销量冠军；此外，大吨位起重机械、履带起重机械、桩工机械、成套路面机械连续多年稳居中国第一。	278.42 亿元	31.82%
徐工机械 (000425.SZ)	徐工机械业务范围包括工程机械、矿山机械、农业机械、应急救援装备、环卫机械等，创造了“全球第一吊”、“神州第一挖”等 100 多项国产重大装备、近千项关键核心技术，起重机械稳居全球第一，道路机械、桩工机械、混凝土机械、高空作业平台等跻身全球第一阵营。	139.07 亿元	26.20%
柳工 (000528.SZ)	柳工拥有挖掘机械、铲土运输机械、起重机械、工业车辆、压实机械、路面施工与养护机械、混凝土机械、桩工机械、高空作业机械、矿山设备、工程机械配套件等产品品种的企业。	65.64 亿元	22.04%
中联重科 (000157.SZ)	中联重科主要从事工程机械、农业机械等高新技术装备及新型建筑材料的研发制造，是业内首家 A+H 股上市公司。公司先后主导、参与制修订起重机国家、行业及团体标准和国际标准。	67.00 亿元	30.18%

资料来源：2024 全球挖掘机制造商 20 强榜单，同花顺，三一官网，徐工官网，柳工官网，中联官网，东海证券研究所整理

3.5.山推股份全资收购挖掘机公司山重建机

全资收购挖掘机公司山重建机。山推股份 2024 年 11 月 12 日公告，公司使用现金购买山重工程持有的山重建机 100%股权，交易价格为 18.41 亿元。交易完成后，山重建机将成为山推股份的全资子公司。山重建机成立于 1999 年，是集研发、生产、销售于一体的专业液压挖掘机制造商，1994 年引进日本小松和德国利勃海尔的挖掘机技术，技术引进为其日后专业生产挖掘机奠定了基础，使其“起步就与世界一流看齐”。公司收购山重建机后，进一步扩大体系和品类，增强在土方设备领域的竞争力，以科技创新和技术进步为动力，注重产品的多功能和智能化提升。

图39 山重建机挖掘机业务发展



资料来源：山重建机官网，临沂职业学院官网，东海证券研究所整理

山重建机挖掘机产品系列覆盖齐全。近年来，山重建机根据市场需求，依托山东重工集团在研发、渠道、产业链等方面的协同优势和自身多年的技术经验积累，持续不断地升级产品。目前公司拥有临沂、济宁两个生产基地，具备 2 万台挖掘机的生产能力，形成 1.2 吨-125 吨挖掘机整机产品序列，在电控系统设计、减震降噪、高效节能等技术方面处于行业领先水平。根据中国工程机械工业协会数据，山重建机 2024 年 1-9 月在挖掘机市场的占有率为 4.03%，是国内主要的挖掘机制造商之一。

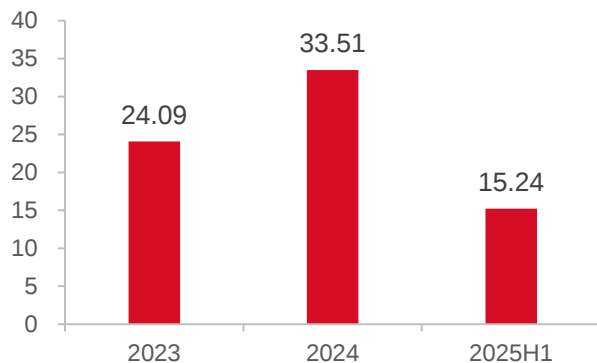
表5 山重建机挖掘机覆盖全系列主要产品

产品分类	图片	用途
微型挖掘机		适用于园林、小型水利、小规模土木工程、挖沟、大棚、桥梁建设、矿道施工等各种狭小的工作环境。
小型挖掘机		适用于市政工程、交通等施工，主要用于小型土石方工程、市政工程、路面修复、埋设电缆、自来水管道路铺设、园林栽培及河道河沟清淤工程
中型挖掘机		适用于公路、铁路等道路施工、桥梁建设、城市建设以及机场、港口和水利施工。
大型挖掘机		适用于大型基建施工中的土石方工程挖掘、装车转运、破碎等。
矿用挖掘机		适用于大型矿山等开采施工，主要用于大型资源矿开采过程中的剥离、装载等。
新能源挖掘机		适用于对尾气排放和噪音要求高的区域，地表高寒、温差大、供氧不足的高原环境，井下、隧道相对密闭空间，危化、危爆等环境的挖掘作业。

资料来源：公司公告，东海证券研究所整理

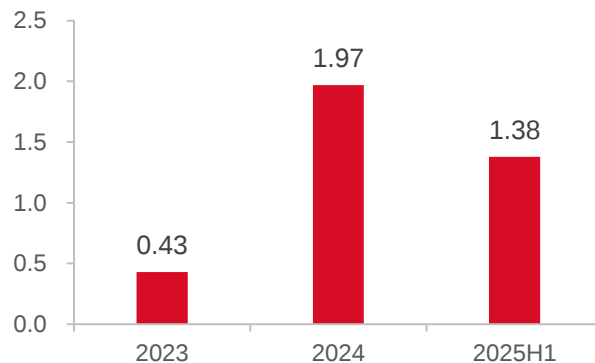
山重建机 2024 年净利润高增。山重建机 2023 年实现营业收入 24.09 亿元，归母净利润为 0.43 亿元；2024 年度营收达 33.51 亿元，归母净利润增至 1.97 亿元，同比增长高达 358.1%。山推股份收购山重建机股权后，迅速补齐挖掘机业务短板，推土机与挖掘机协同发展。借助集团黄金产业链，实现动力总成、液压件等核心资源共享，打造出新增长引擎。

图40 山重建机营业收入情况（亿元）



资料来源：同花顺，公司公告，东海证券研究所

图41 山重建机净利润情况（亿元）



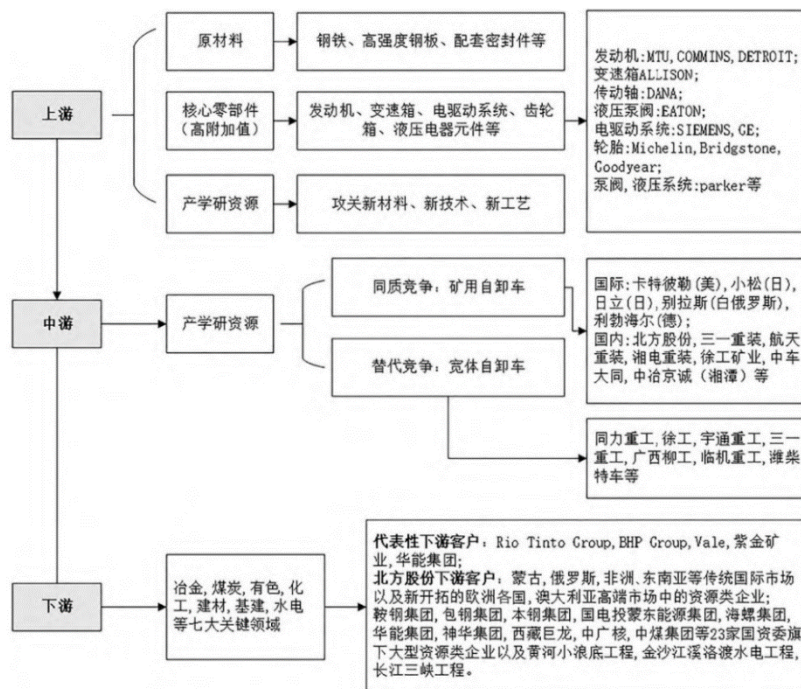
资料来源：同花顺，公司公告，东海证券研究所

4.矿卡市场由国际厂商主导，国内企业积极研发

4.1.全球矿卡市场呈现稳定增长的发展态势

矿用刚性自卸车（俗称“刚性矿卡”）专为露天矿剥离岩土、承运矿石而设计，采用整体刚性车架，运距短、吨位大，通常由大型电铲或液压铲快速装载，在采掘面与卸载点之间高频往返。其运输效率与运营成本直接左右矿山产能，被视为露天开采的“咽喉”装备。下游领域需求中，矿产板块占绝对主力，能源领域分摊剩余需求。刚性矿卡上游涉及产业广泛，主要包含动力系统（发动机、传动系统、动力电池、电机等）、车体车架（车架、货箱、悬挂系统等）、电气和智能系统（线控底盘、智能驾驶系统、电源管理等）、关键易损件（轮胎、制动盘、液压缸密封圈、传动轴万向节等）等。

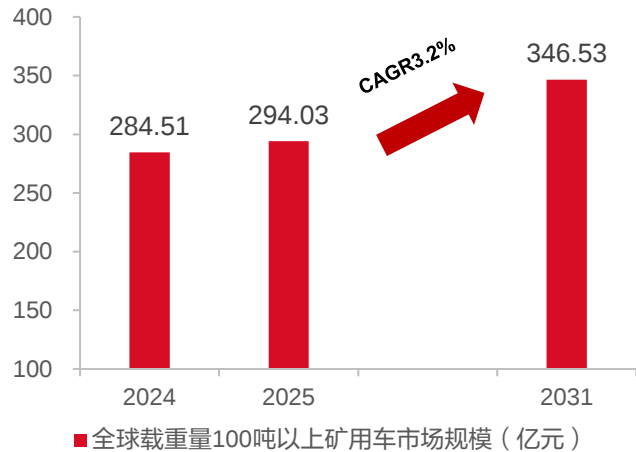
图42 矿卡产业链上下游涉及广泛



资料来源：工程机械信息网，东海证券研究所

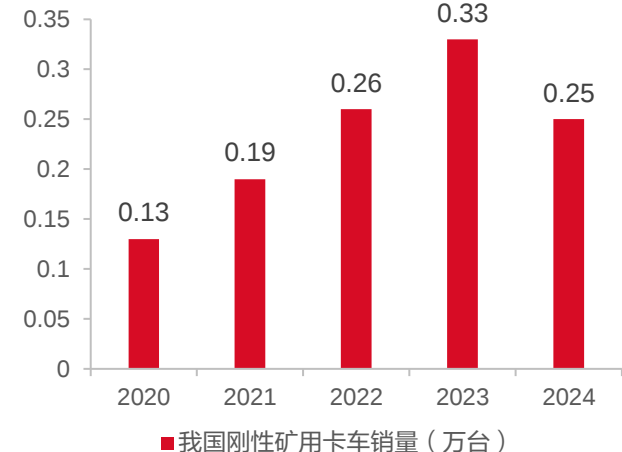
国内外刚性矿卡市场呈现稳定增长的发展态势。矿卡行业的稳定增长主要受到全球矿产资源需求持续增加、露天采矿比例提升以及矿山设备更新换代等多重因素的驱动。据恒州诚思调研统计，2024 年全球载重量 100 吨以上矿用卡车收入规模约 284.5 亿元，到 2031 年收入规模将接近 346.5 亿元，2025-2031 年 CAGR 为 3.2%。从国内市场来看，我国矿用卡车需求以宽体矿卡为需求主体，刚性矿卡的需求相对而言较小，但是随着国内矿产开发的深化发展，大型的刚性矿卡将会逐渐被更多采纳，近年来也有着不错的市场表现，2024 年大型刚性矿卡销量达 0.25 万台。

图43 全球载重 100 吨以上矿用卡车市场规模



资料来源：恒州诚思，东海证券研究所

图44 我国刚性矿卡的销量



资料来源：观研天下数据中心，东海证券研究所

全球市场格局由少数几家国际主流厂商主导。主要厂商包括国内外知名品牌，国外主要有 5 家：美国卡特彼勒、日本的小松和日立、白俄罗斯的别拉斯、德国的利勃海尔。国内布局厂商相对较多：徐工矿机、北方股份、三一重装、湘电重装、临工重工、同力重工、中联重科、柳工矿机、山推股份等公司。这些厂商凭借其强大的技术研发能力、产品质量保证和售后服务体系，占据了市场的相当份额。其中，北方股份、徐工矿机、三一重装等企业在国内矿用卡车市场中具有较高的知名度和影响力。

表6 国内矿用卡车品牌分析

公司	公司介绍	代表产品
徐工机械 (000425.SZ)	国内矿卡市场占有率第一，新能源领域技术领先，2025 年新能源矿卡批量交付规模行业居首	新一代纯电动换电牵引车、轻量化矿卡，搭载宁德时代高密度电池，续航能力超 500 公里，适配露天矿区场景
三一重工 (600031.SH)	全球工程机械前三强，矿卡产品线覆盖 50-400 吨级，新能源车型销量增速超行业均值，自动驾驶技术商业化落地领先	400 吨级电动矿卡、L4 级无人驾驶矿卡，采用换电模式与多传感器融合技术，矿区作业效率提升 30%以上
中联重科 (000157.SZ)	全球重型机械十强，聚焦 100 吨级以上高端矿卡，液压传动系统自主研发能力突出	ZT400 矿用自卸车，载重 400 吨，采用高效能液压制动与智能温控系统，适用于高寒矿区极端环境
中国重汽 (000951.SZ)	传统重卡龙头转型新能源矿卡，氢燃料技术布局领先，2024 年氢能矿卡销量占细分市场 35%	氢燃料电池矿卡（续航超 800 公里）、混动矿卡，适配矿区短途重载运输场景，燃料成本降低 60%
北方股份 (600262.SH)	内蒙古区域龙头，依托北方稀土资源整合优势，中小吨位矿卡性价比突出	NHL50 矿用自卸车（载重 50 吨），采用模块化设计，维护成本低于行业均值 20%，适配中小型矿山

资料来源：观研天下数据中心，东海证券研究所

4.2.山推全力拓展矿卡版图，销量收入持续增长

公司正全力拓展矿卡产品版图。山推凭借与山东重工的战略协同，成功掌控了发动机、变速箱及车桥等关键总成技术。公司产品谱系目前已完善覆盖 70-220 吨全区间，并囊括燃油、混动与纯电多种动力形式。目前，公司多款产品在市场验证中表现卓越：SE1500 矿挖已稳定运行超 4,000 小时，SE2000 矿挖也顺利通过 1,300 小时工况考验；同时，TEH160/TEH260 刚性矿卡已进入“管家式”验证阶段，自研的 SK135F-G 宽体车同样完成了 1,700 小时可靠运行。2025 年 6 月 18 日，山推综合试验中心正式启用，集成了定置、负荷、坡道、牵引力等全面试验能力，为产品性能与质量符合性提供了有力保障。在此基础上，公司于 2025 年迈入新发展阶段，重磅发布了以 TEH260 刚性矿卡为代表的大型矿山产品，进一步强化了在矿山领域的战略布局与品牌影响力，展现出强劲的市场竞争力。

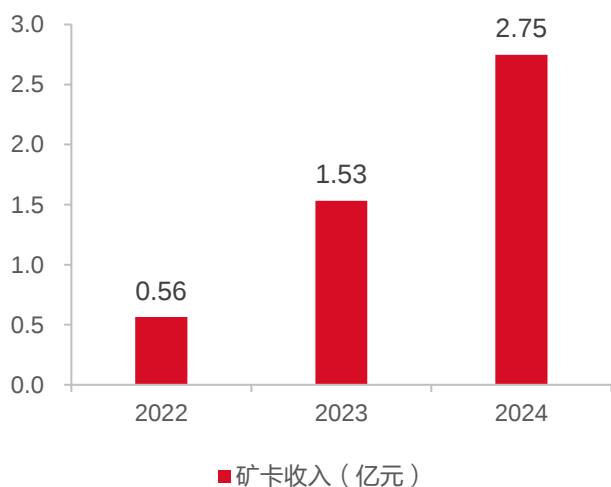
图45 山推股份矿卡产品系列



资料来源：公司官网，山推股份简介，东海证券研究所整理

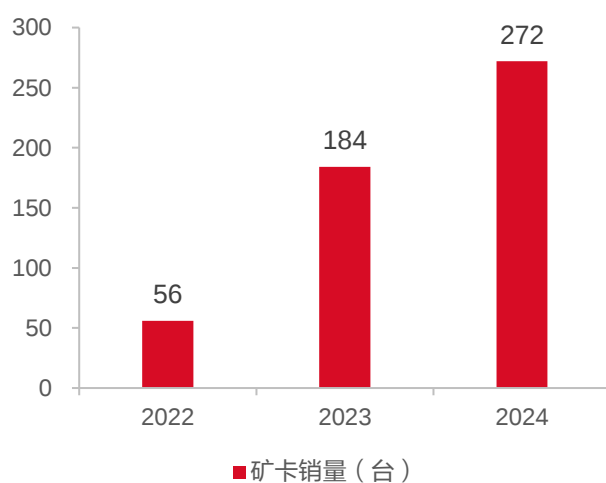
公司矿卡收入与销量的持续增长。公司矿卡产品以其突出的可靠性、高出勤率和低运营成本，为客户创造了显著价值，该业务实现高速增长。2024 年山推矿卡业务实现收入达 2.75 亿元，同比增长 79.35%，另外实现矿卡销量 272 台，同比增长 47.83%。

图46 山推股份矿卡收入



资料来源：同花顺，公司公告，东海证券研究所

图47 山推股份矿卡销量



资料来源：同花顺，公司公告，东海证券研究所

5.盈利预测

5.1.收入假设及盈利预测

工程机械主机：公司主营业务是工程机械生产，2024 年工程机械销量达 2.01 万台，实现营业收入 97.63 亿元，同比增长 26.61%，平均单价为 48.47 万元/台。未来伴随全球主要经济体和新兴国家景气度回升，公司全球化战略逐步推进，以及公司推进挖掘机和矿卡等主机业务，该板块有望通过公司和借助集团现有销售渠道实现增长。我们预计 2025-2027 年公司工程机械主机业务增速分别为 10.00%、15.00%、12.50%。预计公司工程机械主机件伴随规模效应和智能制造成本下滑，毛利率预计稳定提升分别为 23.50%、23.70%、24.00%。

配件销售：根据公司历史数据，配件销售业务 2024 年增速达 30.18%。未来随着客户产品保有量的上升，售后维护业务的增长，我们保守预计 2025-2027 年该业务增速分别为 12.60%、10.38%、9.38%，毛利率预计分别为 11.00%、11.50%、12.00%。

根据 2025 年上半年公司情况，公司管理效率稳步提升，持续降本增效，预计 2025/2026/2027 年管理费维持平稳状态，分别为 3.10%/3.00%/2.95%；由于公司推动全球化力度加大，预计 2025/2026/2027 年销售费用分别为 4.15%/4.00%/3.90%。研发费率预计随着规模效应逐步下降，但整体绝对值仍保持增长，预计 2025/2026/2027 年分别为 3.75%/3.70%/3.65%；我们预计公司 2025-2027 年收入 156.25、177.32、197.55 亿元，收入增速分别为 9.89%、13.49%、11.41%。2025-2027 年公司的归母净利润分别为 13.43、16.14、19.23 亿元。

表7 山推股份 2025-2027 年营业收入预测

业务分类	指标	2024	2025E	2026E	2027E
工程机械主机	收入（百万元）	9,763.40	10,739.74	12,350.70	13,894.54
	同比（%）	26.61%	10.00%	15.00%	12.50%
	毛利率（%）	23.12%	23.50%	23.70%	24.00%
配件销售	收入（百万元）	3,145.13	3,522.55	3,910.03	4,301.03
	同比（%）	30.18%	12.60%	10.38%	9.38%
	毛利率（%）	11.48%	11.00%	11.50%	12.00%
其他业务	收入（百万元）	1,310.11	1,362.51	1,471.51	1,559.80
	同比（%）	5.85%	4.00%	8.00%	6.00%
	毛利率（%）	17.79%	18.00%	18.50%	19.00%
总体	收入（百万元）	14,218.64	15,624.80	17,732.24	19,755.37
	同比（%）	25.12%	9.89%	13.49%	11.41%
	毛利率（%）	20.05%	20.20%	20.58%	20.99%
	毛利（百万元）	2,851.02	3,156.57	3,649.00	4,147.18

资料来源：同花顺，东海证券研究所测算

5.2.投资建议

公司主营业务在工程机械领域，我们选取工程机械行业内的三一重工、中联重科和徐工机械作为可比公司，对应 2025-2027 年可比公司 PE 平均值为 17.46/14.02/11.52。公司的

全球化、电动化、智能化、无人化等战略持续推进，并在挖掘机和矿车领域积极布局，带动公司业绩持续成长。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 13.43/16.14/19.23 亿元，当前股价对应 PE 分别为 12.83/10.68/8.97 倍，相对可比公司低。公司是国内推土机龙头，挖掘机业务有望通过现有推土机销售渠道实现放量。另外，公司背靠山重集团，协同效应明显，公司在行业内研发创新、产业规模、品牌效应、运营成本都有显著优势。首次覆盖给予“买入”评级。

表8 可比公司估值

代码	可比公司	归母净利润（百万元）				PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600031.SH	三一重工	5,975.45	8,679.92	10,828.82	13,223.31	23.37	21.97	17.61	14.42
000157.SZ	中联重科	3,520.38	4,955.30	6,108.66	7,321.76	17.82	13.86	11.24	9.38
000425.SZ	徐工机械	5,976.12	7,923.41	9,913.53	12,162.91	15.68	16.54	13.22	10.77
平均值						18.96	17.46	14.02	11.52
000680.SH	山推股份	1,102.26	1,343.29	1,613.82	1,922.51	15.64	12.83	10.68	8.97

资料来源：同花顺，东海证券研究所（百万元，除山推股份外，其他均为同花顺一致预期，截止 2025 年 10 月 17 日）

6.风险提示

宏观政策调整风险。公司所属的工程机械行业与宏观经济周期密切相关，基建项目、财政政策、货币政策等将会直接影响工程机械行业市场需求量。在愈发紧张的地缘政治格局和国际供应链重构背景下，行业内对于未来变化的复杂性和发展前景的不确定性，影响着全球化进展。同时受地缘政治风险、贸易保护主义政策、市场竞争日益激烈等多种因素影响，存在海外出口增速不及预期的情况。

汇率风险。随着公司国际业务的不断发展，国际化进程的进一步深入，海外销售体系日益完善，受国际收支及外汇储备、政治局势及人民币汇率走势不确定性的影响，导致结算或收汇金额与合同金额存在差异产生损失的可能性。

成本波动风险。原材料成本的波动与行业的产品盈利具有较大相关性。原材料价格的走势复杂多变，受多种因素影响。同时国际经济形势不稳定等因素，导致零部件价格波动及用工成本的增加。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4573	4803	6106	7676
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及账款	4711	5273	5738	6119
存货	3200	3117	3403	3685
预付款项	403	436	479	515
其他流动资产	1119	1292	1373	1452
流动资产合计	14006	14921	17100	19446
长期股权投资	550	550	550	550
固定资产	2040	2010	1927	1774
在建工程	139	159	129	79
无形资产	523	516	508	499
商誉	12	12	12	12
其他非流动资产	1020	936	967	1012
非流动资产合计	4283	4182	4091	3925
资产总计	18288	19104	21191	23371
短期借款	804	924	824	774
应付票据及账款	8806	8416	9291	10059
其他流动负债	1181	1455	1476	1481
流动负债合计	10791	10795	11591	12314
长期借款	1449	1439	1339	1139
其他非流动负债	513	256	256	256
非流动负债合计	1962	1695	1595	1395
负债合计	12753	12490	13186	13709
归属于母公司所有者权益	5240	6317	7704	9358
少数股东权益	295	298	301	305
所有者权益合计	5535	6614	8005	9663
负债和所有者权益总计	18288	19104	21191	23371

现金流量表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	515	968	2018	2310
投资	150	70	-30	-45
资本性支出	-48	-320	-240	-170
其他	22	-12	57	63
投资活动现金流净额	124	-262	-213	-152
债权融资	1189	102	-200	-250
股权融资	0	0	0	0
其他	-2307	-593	-303	-338
筹资活动现金流净额	-1118	-492	-503	-588
现金流净增加额	-469	230	1303	1570

利润表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14219	15625	17732	19755
营业成本	11368	12468	14083	15608
营业税金及附加	78	86	98	109
销售费用	592	648	709	770
管理费用	442	484	532	583
研发费用	542	586	656	721
财务费用	-44	-14	-19	-53
资产减值损失	-106	0	0	0
信用减值损失	-147	0	0	0
投资收益	49	55	58	63
公允价值变动损益	-6	0	0	0
其他经营损益	167	109	106	109
营业利润	1199	1530	1838	2189
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	1201	1530	1838	2189
所得税费用	97	184	221	263
净利润	1105	1346	1617	1926
少数股东损益	2	3	3	4
归属母公司股东净利润	1102	1343	1614	1923
EPS（摊薄）	0.73	0.90	1.08	1.28

主要财务比率

单位：	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业总收入增长率	25.1%	9.9%	13.5%	11.4%
EBIT增长率	39.6%	36.1%	19.9%	17.5%
归母净利润增长率	40.7%	21.9%	20.1%	19.1%
总资产增长率	17.2%	4.5%	10.9%	10.3%
盈利能力				
毛利率	20.1%	20.2%	20.6%	21.0%
销售净利率	7.8%	8.6%	9.1%	9.8%
净资产收益率	21.0%	21.3%	20.9%	20.5%
总资产收益率	6.5%	7.2%	8.0%	8.6%
偿债能力				
资产负债率	69.7%	65.4%	62.2%	58.7%
流动比率	1.30	1.38	1.48	1.58
速动比率	0.93	1.01	1.10	1.20
估值比率				
P/E	15.64	12.83	10.68	8.97
P/B	3.29	2.73	2.24	1.84

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2025年10月17日盘后）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089