

机械设备

2025年12月29日

中联重科

(01157)

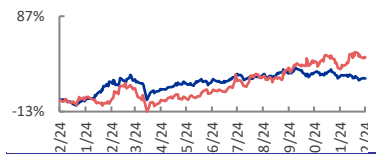
——国内更新周期开启，全球化势如破竹

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据:	2025年12月24日
收盘价(港币)	7.50
恒生中国企业指数	8915.12
52周最高/最低(港币)	8.18/4.90
H股市值(亿港元)	648.64
流通H股(百万股)	1,552.51
汇率(港币/人民币)	0.9067

一年内股价与基准指数对比走势:



资料来源: Bloomberg

相关研究

证券分析师

王珂 A0230521120002
wangke@swsresearch.com李蕾 A0230519080008
lilei@swsresearch.com刘建伟 A0230521100003
liujw@swsresearch.com

研究支持

刘建伟 A0230521100003
liujw@swsresearch.com

联系人

刘建伟 A0230521100003
liujw@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

- **工程机械整机品牌领导者，混合所有制企业成功典范。**公司前身为长沙建设机械研究院，1992年正式成立、2000年A股上市、2010年完成A+H股架构。公司以混凝土机械和起重机械为核心优势业务，并先后布局土方机械、农业机械、高空机械、矿山机械及机器人，形成工程机械为主、农业机械与金融服务协同发展的“多位一体”业务体系，如今，公司主导产品涵盖15大类别、75个产品系列、745个型谱，现有29个国内工业园区，10个海外研发制造基地。公司通过整体上市、海外建厂、优质资产整合收购走上了全球化快车道，成为中国工程机械国际化的先行者和领导者。
- **国内工程机械轮动复苏，海外市场大有可为。**1) **国内：**房地产新开工面积已经下滑6年，见底信号可能出现。从庞源塔机吨米利用率来看，25年下半年数据显著改善，显示出在建地产项目设备利用率在恢复，从时间维度和下行幅度来看，房地产新开工面积距离底部已经不远；2026年作为“十五五”开局之年，在政策托底与“两重”项目集中落地带动下，基建投资增速或将企稳回升。2) **海外：**北美工程机械进入去库尾声，新订单同比明显改善。欧洲整体需求平稳，增量需求来自电动化产品。非洲、拉美等地区采矿、基建和房地产需求强劲。产品销量端看，挖机数据改善一年后，起重机也呈现复苏，**26年或将出现挖机、非挖机共振，国内国外共振的局面。**
- **产品市场双管齐下，打造具身智能第三增长曲线。**1) **产品：**从起重机、混凝土机械收入占比75%以上下降至50%左右，土方机械、农机、高机、矿机等产品持续贡献增量；2) **市场：**从出口到出海，构造“端对端、数字化、本土化”海外战略，公司全球已建设30余个一级业务航空港，430多个二三级网点，本土化员工约5000人；3) **未来产业：**依托通用人工智能趋势与自身工业技术积累，公司顺势推进具身智能在工程机械、农机和特种装备中的应用，打造第三成长曲线。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计公司25-27年营业收入分别为532.64、616.67、707.77亿元，同比增长17.12%、15.78%、14.77%。预计归母净利润分别为48.49、63.00、78.41亿元，同比增长37.72%、29.93%、24.46%。我们选取行业内从事同样业务的三一重工、徐工机械、柳工作为可比公司，三家可比公司25-27年的平均PE分别为19、15、12倍，当前平均PB为2.1倍。公司25-27年PE分别为12、9、7倍，当前PB为1.0倍。公司估值存在明显低估，我们给予公司26年15倍PE对应市值921亿，相较目前588亿市值具备57%涨幅空间，**因此首次覆盖，给予“买入”评级。**
- **风险提示。**宏观经济波动的风险、行业竞争加剧的风险、终端客户违约的风险、汇率波动的风险等。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	47075	45478	53264	61667	70777
同比增长率(%)	13.08	-3.39	17.12	15.78	14.77
归属普通股股东净利润	3550	3521	4849	6300	7841
同比增长率(%)	51.26	-0.82	37.72	29.93	24.46
每股收益(元/股)	0.43	0.41	0.56	0.73	0.91
ROE(%)	6.30	6.17	8.17	10.16	12.03
市盈率	17	17	12	9	7
市净率	1	1	1	1	1

注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本 单位：百万元（人民币）

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 25-27 年营业收入分别为 532.64、616.67、707.77 亿元，同比增长 17.12%、15.78%、14.77%。预计归母净利润分别为 48.49、63.00、78.41 亿元，同比增长 37.72%、29.93%、24.46%。公司属于工程机械行业主机工厂，因此我们选取行业内从事同样业务的三一重工、徐工机械、柳工作为可比公司，三家可比公司 25-27 年的平均 PE 分别为 19、15、12 倍，当前平均 PB 为 2.1 倍。公司 25-27 年 PE 分别为 12、9、7 倍，当前 PB 为 1.0 倍。公司估值存在明显低估，我们给予公司 26 年 15 倍 PE 对应市值 921 亿，相较目前 588 亿市值具备 57% 涨幅空间，**因此首次覆盖，给予“买入”评级。**

关键假设点

工程机械：公司工程机械包括起重机械、混凝土机械、土方机械等，我们分别按照不同产品景气程度给予不同收入增速假设，最终得到工程机械板块整体收入，预计 25-27 年工程机械板块营收增速分别为 13.47%、13.73%、13.96%。同样按照不同产品历史毛利率水平及当前竞争程度假设，预计工程机械整体毛利率分别为 29.44%、29.46%、29.48%。

有别于大众的认识

市场更多会从工程机械下游基建、房地产等领域景气度来判断工程机械行业的景气周期，我们将工程机械需求量拆分出增量和存量更新两个需求，当前增量仍处于筑底阶段，但存量更新周期已经到来，26 年工程机械行业将迎来挖机和非挖机共振、国内和国外共振的双重景气。

股价表现的催化剂

宏观政策刺激地产或基建；工程机械月度销量超预期；海外需求超预期；

核心假设风险

宏观经济波动的风险、行业竞争加剧的风险、终端客户违约的风险、汇率波动的风险等。

目录

1. 深耕工程机械三十余年，技术实力领跑行业	7
1.1 脱胎于建设机械研究院，混合所有制企业成功典范	7
1.2 产品线布局全面丰富，产业梯队建设多层次	8
1.3 海外收入占比快速提升，盈利能力明显改善	9
2. 国内工程机械轮动复苏，海外市场大有可为	11
2.1 挖机率先触底回升，起重机械复苏已经开启	11
2.1.1 挖机：率先引领周期复苏	11
2.1.2 非挖：起重机械开始接力	12
2.2 国内：房地产影响减弱，基建采矿带动行业复苏	13
2.2.1 房地产：新开工面积触底	13
2.2.2 基建：重大项目密集开工	13
2.2.3 采矿业：金属价格推动资本开支增加	14
2.3 海外：工程机械市场万亿空间，中国企业大有可为	15
2.3.1 美国市场	17
2.3.2 欧洲市场	18
2.3.3 非洲市场	18
2.3.4 其他新兴市场	20
3. 产品市场双管齐下，打造具身智能第三增长曲线	20
3.1 完善产品谱系，土方、农机、高机、矿机接力增长	20
3.2 打造航空港直销体系，助力海外业务本土化发展	22
3.3 布局未来产业，打造具身智能第三增长曲线	24
4. 盈利预测与估值	27
4.1 盈利预测	27
4.2 估值分析	28
5. 风险提示	29
6. 附表	30

图表目录

图 1：公司发展历程.....	7
图 2：公司股权架构图（截至 25 年三季度末）	8
图 3：中联重科产品图谱.....	8
图 4：公司收入从两大支柱产品走向多元发展（亿元）	9
图 5：2024 年公司收入结构（%）	9
图 6：中联重科营业收入（亿元）	9
图 7：中联重科归母净利润（亿元）	9
图 8：公司营业收入分地区结构（亿元）	10
图 9：公司毛利率与净利率（%）	10
图 10：公司期间费用率（%）	10
图 11：主要工程机械产品销售情况.....	11
图 12：挖机国内更新周期来临.....	11
图 13：挖机出口恢复正增长	11
图 14：建筑施工阶段工程机械配置.....	12
图 15：挖掘机与起重机复苏节奏对比	12
图 16：房地产新开工施工面积有望触底.....	13
图 17：庞源租赁塔机吨米利用率数据同比改善（%）	13
图 18：基建固定资产投资变化（亿元）	13
图 19：我国原煤产量（亿吨）	15
图 20：我国有色金属产量（万吨）	15
图 21：采矿业固定资产投资（亿元）	15
图 22：我国矿山机械行业营收与利润（亿元）	15
图 23：全球工程机械销售额（亿元）	16
图 24：全球工程机械区域市场结构（2024 年数据）	16
图 25：全球工程机械市场格局（2024 年数据）	16
图 26：工程机械出口总销售额（亿美元）	17
图 27：工程机械出口区域市场结构（亿美元）	17
图 28：美国住宅建造支出（亿美元）	17
图：美国制造建造支出（亿美元）	

图 30: 美国建筑工程机械进入去库尾声 (百万美元)	18
图 31: 美国建筑工程机械新订单增长 (百万美元)	18
图 32: 欧盟 27 国营建产出指数 (2021=100)	18
图 33: 欧洲电动建筑设备市场规模 (台)	18
图 34: 撒哈拉以南非洲城镇化率 (%)	19
图 35: 公司土方机械收入快速增加.....	20
图 36: 公司土方机械以挖掘机与推土机为主.....	20
图 37: 中联农机品类完整.....	21
图 38: 中联农机国内服务能力.....	21
图 39: 公司矿山机械产品谱系.....	22
图 40: 公司产品三种销售模式.....	23
图 41: 中联重科销售模式以直销为主 (2024)	23
图 42: 公司“航空港+地面部队”端对端直销模式	23
图 43: 公司售后服务体系.....	23
图 44: 中联重科中国境外收入 (亿元)	24
图 45: 公司海外销售网点遍布全球.....	24
图 46: 公司德国工厂二期规划图	24
图 47: 中联重科研发投入 (亿元)	25
图 48: 中联重科研发人员持续增加.....	25
图 49: 中联智慧产业城生产车间	25
图 50: 中联智慧产业城配置及效率.....	25
图 51: 中科云谷工业互联网平台	26
图 52: 中科云谷智慧矿山解决方案架构.....	26
图 53: 具身智能人形机器人在工厂内作业	27
图 54: 公司目前已研制三款人形机器人.....	27
表 1: 国家重点基础设施建设项目	14
表 2: 非洲部分矿产储量占全球比例 (2024)	19
表 3: 2020-2024 年 Access M20 全球高空作业车制造商 40 强 (营业收入, 百万美元)	21
表: 公司营收拆分明细 (单位: 亿元)	

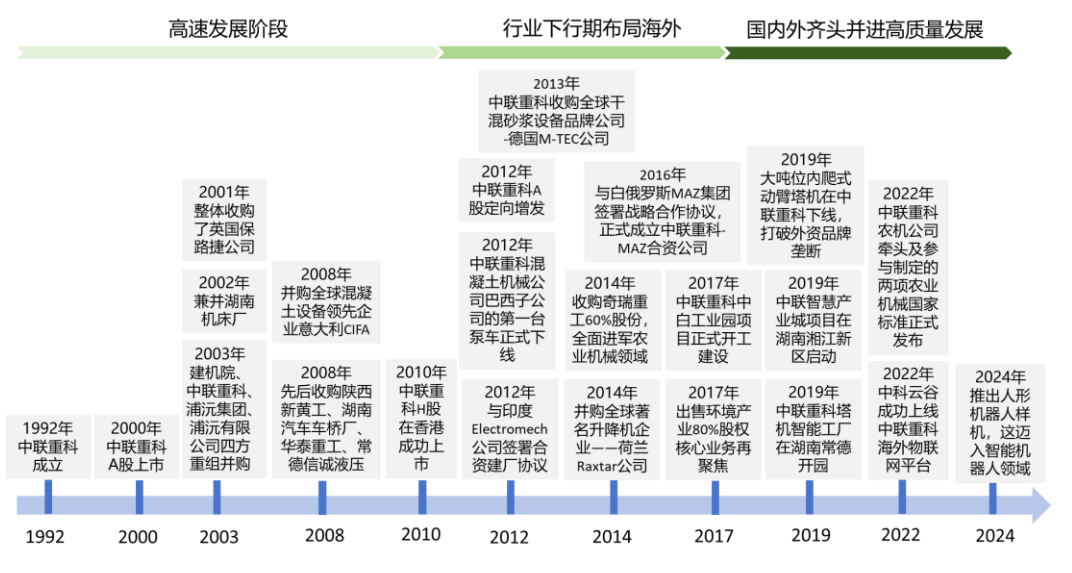
表 5: 公司盈利预测摘要.....	28
表 6: 可比公司估值表	29

1. 深耕工程机械三十余年，技术实力领跑行业

1.1 脱胎于建设机械研究院，混合所有制企业成功典范

历经风雨洗礼，逐步成长为国内领先高端装备制造制造商。公司前身为长沙建设机械研究院，1992年正式成立、2000年A股上市、2010年完成A+H股架构。公司以混凝土机械和起重机械为核心优势业务，并先后布局土方机械、农业机械、高空机械、矿山机械及机器人，形成工程机械为主、农业机械与金融服务协同发展的“多位一体”业务体系，如今，公司主导产品涵盖15大类别、75个产品系列、745个型谱，现有29个国内工业园区，10个海外研发制造基地。公司通过整体上市、海外建厂、优质资产整合收购走上了全球化快车道，成为中国工程机械国际化的先行者和领导者。

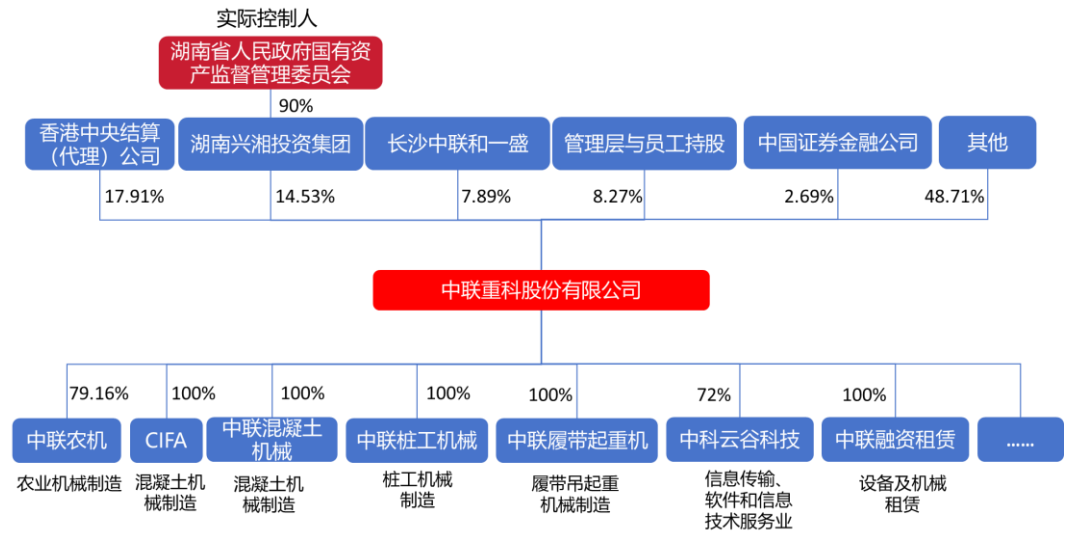
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，申万宏源研究

国资背景下的混合所有制企业改革的成功典范。公司实际控制人为湖南省国资委，截至25年三季度末，湖南省国资委旗下湖南兴湘投资控股集团有限公司持股14.53%，为公司第二大单一股东。公司管理层与员工参与持股，合计持股8.27%，其中核心经营管理层持股4.90%，员工持股计划持股3.37%。国资背景提供战略稳健性与资源优势，管理层和员工持股进一步增强治理结构的市场化程度与经营激励，有效保障公司长期发展战略的稳定性和执行力。此外，公司通过设立多家子公司布局多品类工程机械制造、金融服务及销售业务，形成覆盖研发、生产、销售与服务的集团化运营体系。

图 2：公司股权架构图（截至 25 年三季度末）



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 产品线布局全面丰富，产业梯队建设多层次

公司产品体系以主机产品为主，衍生服务为辅，新兴业务不断发展。主机产品覆盖工程机械、农业机械与应急装备三大板块，涵盖数十类主要机型，可满足土方施工、建筑建造、矿山采掘、农耕与收获、灾害救援、消防等多元应用场景；衍生服务则围绕主机业务延伸，包括二手设备交易、配件更换、设备金融等，可提供分期、保险、保理、融资租赁、按揭等全链条服务，形成完整的客户生命周期解决方案。当前，公司在混凝土机械、工程起重机械、建筑起重机械等传统领域基础稳固，同时土方机械、农业机械、矿山机械、应急装备及中联新材料等新兴业务保持快速发展，持续拓宽增长边界。

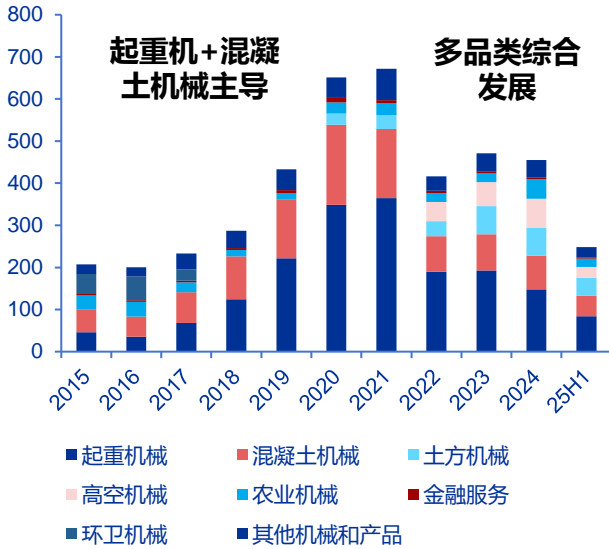
图 3：中联重科产品图谱



资料来源：公司官网，申万宏源研究

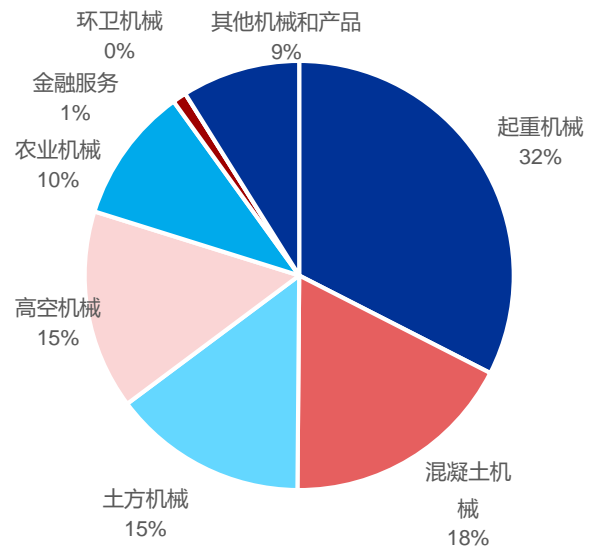
混凝土机械和起重机械构成两大支柱，新兴业务收入逐渐丰富。公司两大传统产品起重机械与混凝土机械营收占据主导地位，2022年以前两者占比在75%以上。2024年，起重机械营收占比下降至32.51%、混凝土机械营收占比下降至17.62%，两者已经只占收入的一半左右。与此同时，公司土方机械、农机和高机发展迅速，土方机械从20年的26.65亿增长至24年的66.71亿，农机、高机均实现快速增长，24年三大业务营收占比达到39.92%。

图 4：公司收入从两大支柱产品走向多元发展（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：2024 年公司收入结构（%）

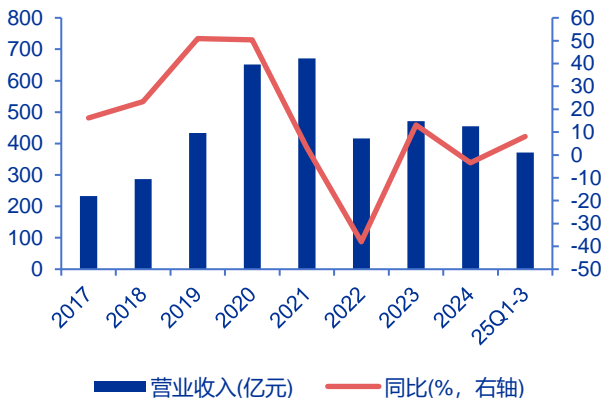


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.3 海外收入占比快速提升，盈利能力明显改善

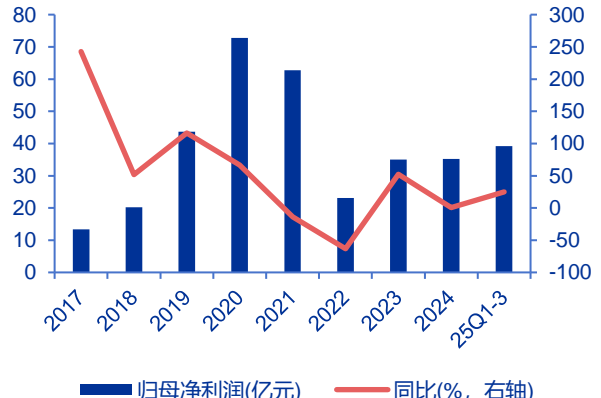
公司营收和归母净利润触底回升，2025 年业绩继续改善。2021 年开始国内工程机械行业进入下行周期，公司营收随之连续下降，2022 年公司营收及净利润触底，之后收入保持平稳，净利润重回增长。2025 年，国内工程机械需求逐步复苏，海外保持高景气，公司营收延续好转趋势，前三季度改善营收 371.56 亿元，同比增长 8.06%，归母净利润 39.20 亿元，同比增长 24.89%，前三季度净利润已经超过 24 年全年。

图 6：中联重科营业收入（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

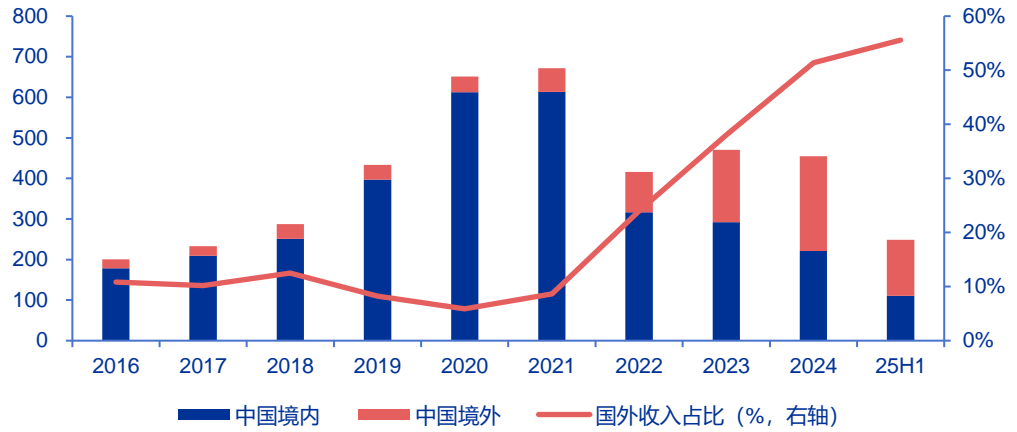
图 7：中联重科归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

海外业务的跨越式发展，国际化布局成效显著。依托“端对端、数字化、本土化”的全球经营体系，公司海外业务规模快速扩张，收入由2020年的38.32亿元增长至2024年的233.80亿元，年复合增长率高达57.16%。随着海外市场渗透不断加深，公司境外收入占比自2021年以来持续攀升，2024年已达到51.26%，2025年上半年，海外收入进一步增长至138.15亿元，占比提升至55.58%，再创历史新高，显示公司全球化战略进入加速收获阶段。

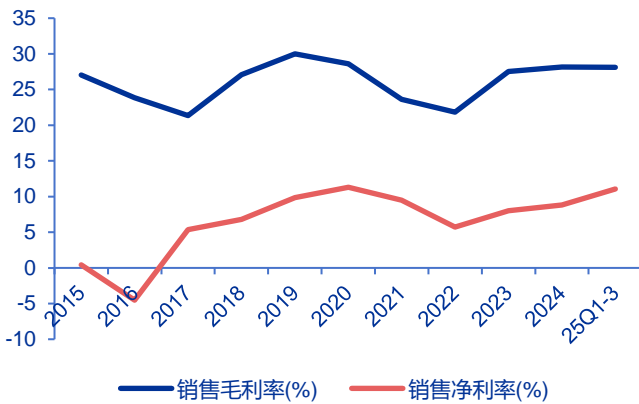
图8：公司营业收入分地区结构（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

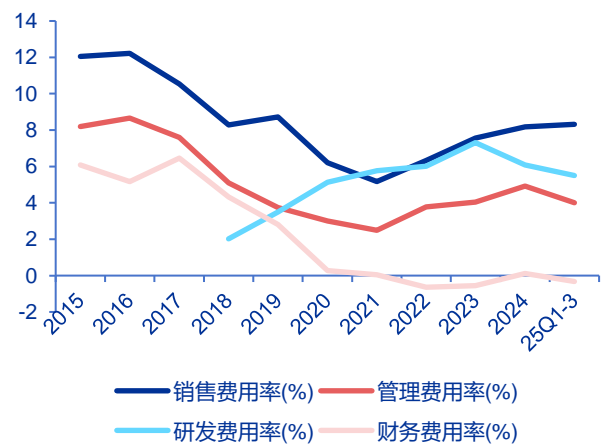
公司盈利能力稳步提升，费用率总体保持平稳。公司毛利率和净利率随行业周期波动，22年以来持续提升，随着海外收入占比提升预计盈利水平继续保持向上改善。公司费用率在总体保持平稳，随着全球化战略持续推进销售费用率小幅提升，管理费用和研发费用率随收入规模增长而下降，公司通过开展金融衍生品业务，有效对冲了汇率对财务费用的扰动，进而减少利率汇率大幅度变动导致的风险。

图9：公司毛利率与净利率（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图10：公司期间费用率（%）



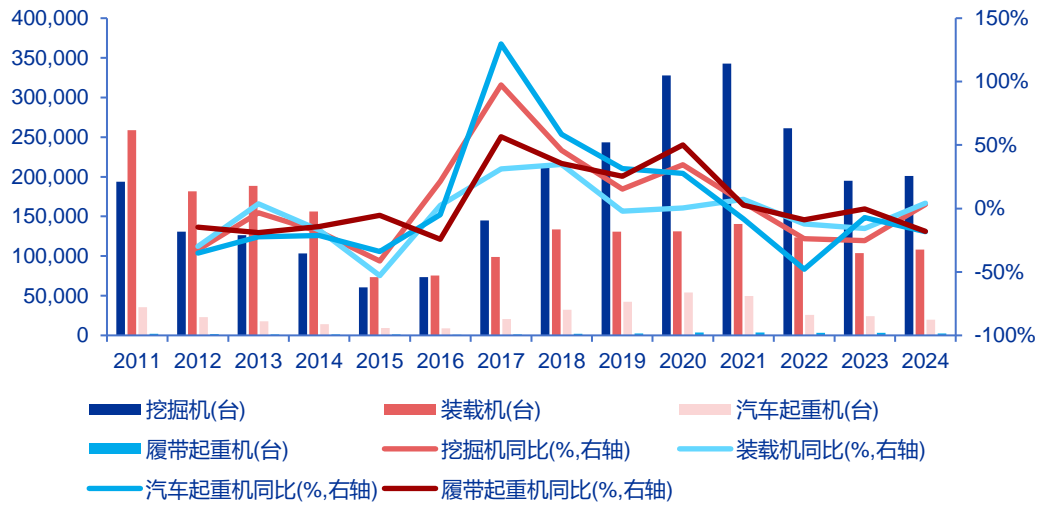
资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 国内工程机械轮动复苏，海外市场大有可为

2.1 挖机率先触底回升，起重机械复苏已经开启

工程机械行业整体处在周期底部，土方机械（挖掘机、装载机）销量率先企稳。从工程机械产品销量增速看，行业整体目前仍处在底部区间，挖掘机、装载机于 2024 年率先实现销量增速转正。起重机方面，汽车起重机和履带起重机销量增速于 2023 年降幅收窄至 10% 以内，但 2024 年下滑幅度再次扩大至接近 20%。

图 11：主要工程机械产品销售情况

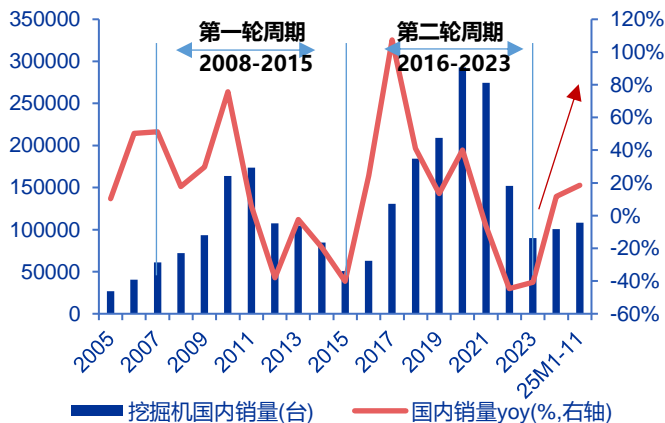


资料来源：工程机械协会、Wind，申万宏源研究

2.1.1 挖机：率先引领周期复苏

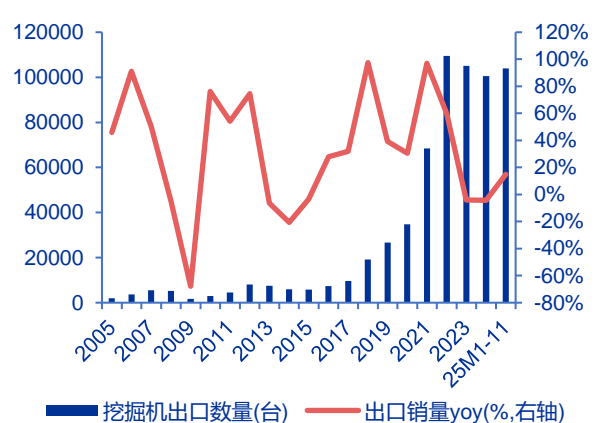
挖掘机国内更新周期来临，出口景气度回升。挖掘机国内销量呈现明显的周期性波动，周期波动的原因主要是自身使用寿命导致的，一般情况下挖机平均使用周期在 8 年左右，2024 年为新一轮更新周期的起点。从挖机出口销量看，在经历 18-22 年快速增长期后，23-24 年短暂调整，25 年重新实现正增长。

图 12：挖机国内更新周期来临



资料来源：工程机械协会、Wind，申万宏源研究

图 13：挖机出口恢复正增长

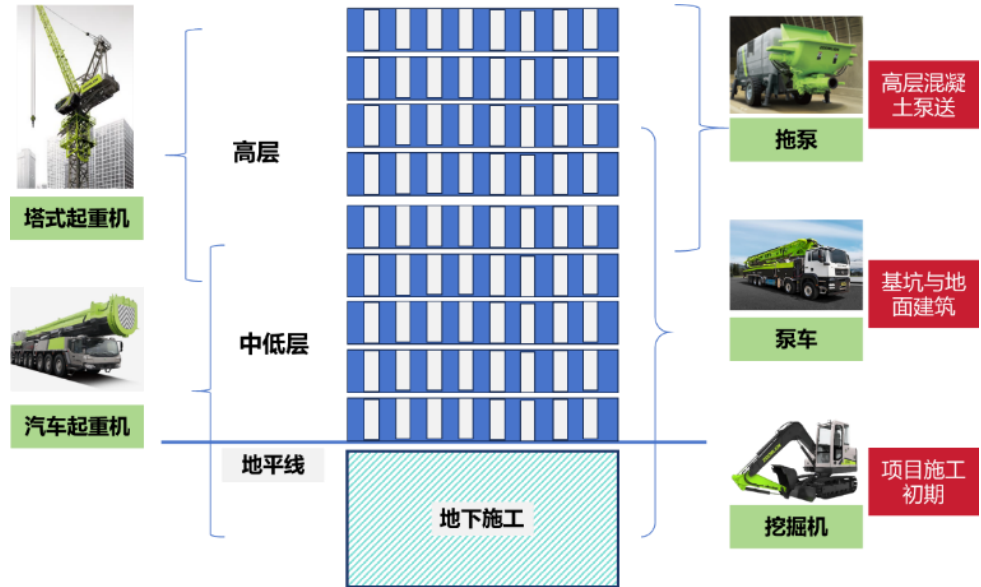


资料来源：Wind，申万宏源研究

2.1.2 非挖：起重机械开始接力

非挖类工程机械的复苏节奏通常滞后于挖掘机。一方面，挖掘机作为土方作业的核心设备，主要在项目初期的土方开挖阶段及末期的场地平整环节集中使用；起重机、混凝土泵车贯穿地下结构与地上建筑施工全过程；汽车起重机主要承担地面中低高度吊装作业，而塔式起重机则负责高空吊装工作。另一方面，起重机械、混凝土机械一般寿命比挖机略长，因此，工程机械行业形成了“挖掘机→汽车起重机→混凝土机械”的需求传导链条。

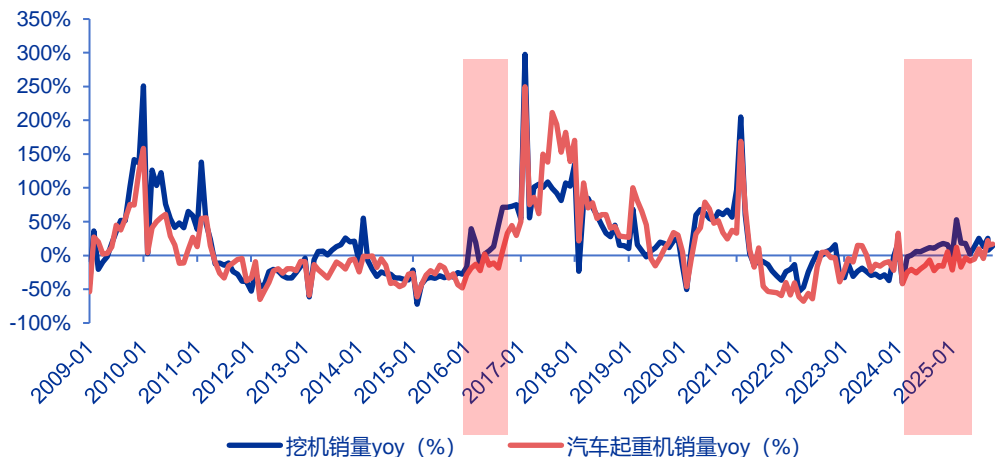
图 14：建筑施工阶段工程机械配置



资料来源：公司官网，申万宏源研究

复盘过去挖机、起重机销量走势，起重机周期大约滞后挖机一年左右时间。在具体的复苏节奏方面，根据工程机械协会的数据，挖掘机销量增速触底后，起重机销量的拐点通常滞后约一年左右时间。本轮挖机销量增速转正始于 24 年 4 月，汽车起重机销量增速则在 25 年 7 月首次转正，26 年有望用来挖机及非挖机同频共振。

图 15：挖掘机与起重机械复苏节奏对比



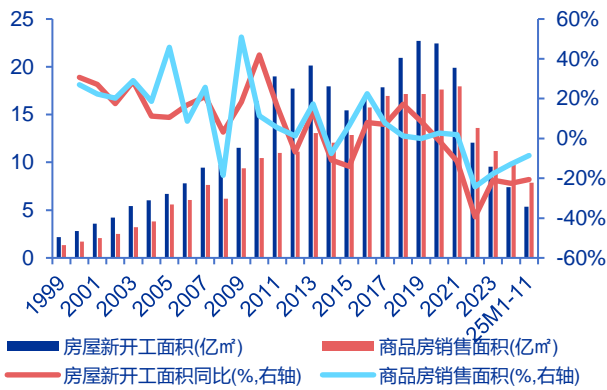
资料来源：工程机械协会、Wind，申万宏源研究

2.2 国内：房地产影响减弱，基建采矿带动行业复苏

2.2.1 房地产：新开工面积触底

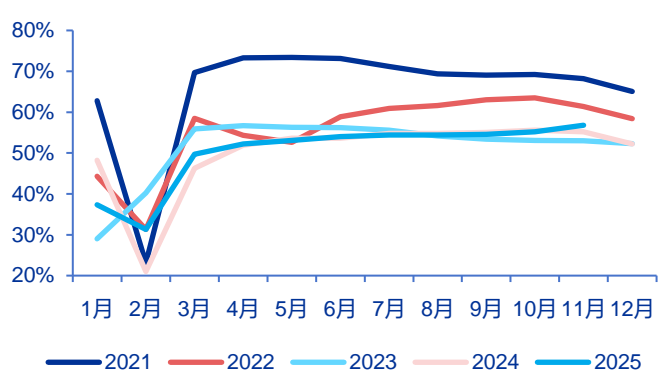
房地产新开工面积已经下滑 6 年，见底信号可能出现。2025 年 1-11 月，全国房地产新开工面积累计同比下降 20.58%，仍延续下行趋势，但降幅已经有所收窄，从时间维度和下行幅度来看，房地产新开工面积距离底部已经不远，时间维度上，房地产新开工面积 2020 年开始下滑，至今已有 6 年；从下行幅度来看，2019 年房地产新开工面积为 22.72 亿平，今年 1-11 月只有 5.35 亿平，假设 25 年下滑 20%到 5.91 亿平，那么 25 年新开工面积只相当于 2019 年的 26%。另外，从庞源塔机吨米利用率来看，25 年下半年数据显著改善，11 月数据同环比明显提升，显示出在建地产项目设备利用率在恢复。

图 16：房地产新开工施工面积有望触底



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17：庞源租赁塔机吨米利用率数据同比改善 (%)

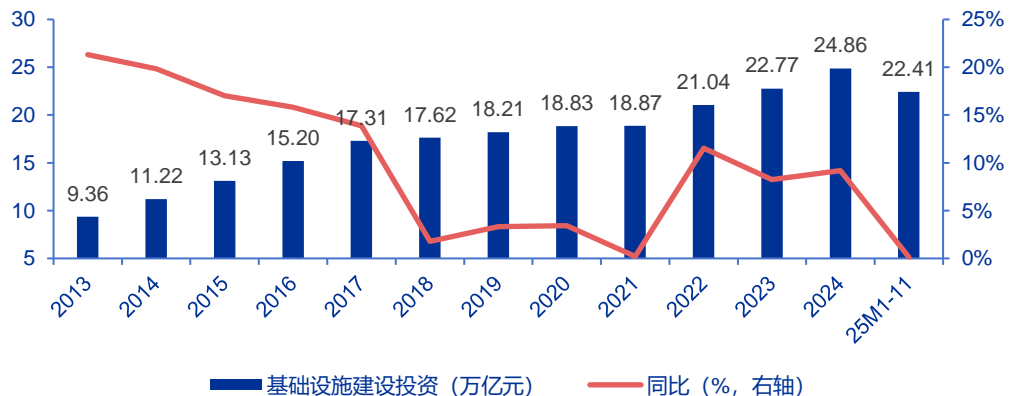


资料来源：庞源租赁，申万宏源研究

2.2.2 基建：重大项目密集开工

基建整体维持稳定，国家重大项目增多。基础设施建设固定资产投资连续多年稳定增长，基础设施建设投资自 2014 年的 11.22 万亿增长至 2024 年的 24.86 万亿，CAGR 达到 8.29%。2025 年基建投资受地方化债、土地财政承压影响，增速阶段性走弱，2026 年作为“十五五”开局之年，在政策托底与“两重”项目集中落地带动下，增速或将企稳回升。

图 18：基建固定资产投资变化 (亿元)



资料来源：Wind，申万宏源研究

国家重大项目持续推进，万亿国债优先保障基建资金。基建领域仍是专项债主要发力点，市政和产业园区基础设施、棚户区改造、轨道交通位居前，重大项目建设得到有力保障。我国发行万亿超长期特别国债并优化投向，其中续建基础设施、农业转移人口市民化、高标准农田建设、地下管网建设、城市更新等领域增量资金需求较大。此外一系列重点基础设施建设项目持续推进，包括雅鲁藏布江水电工程、城市更新行动、农村公路提升行动方案将进一步推动工程机械需求。

表 1: 国家重点基础设施建设项目

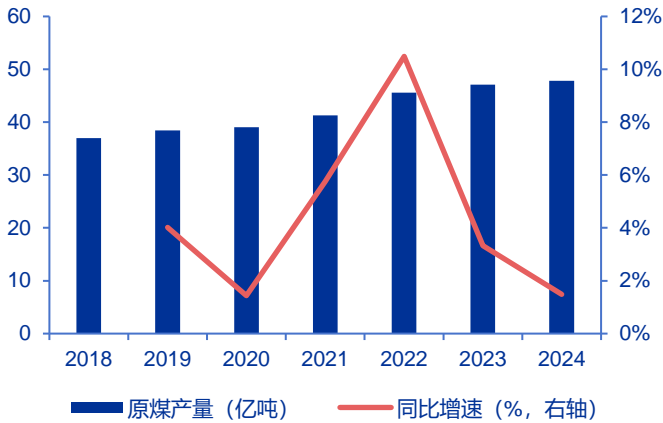
基础设施建设项目	水利水电工程	城市更新	乡村振兴（农村公路提升）
具体内容 举例	雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式在西藏自治区林芝市举行。作为超大规模水利建设工程，雅下水电工程项目总投资约 1.2 万亿元。雅下水电工程装机容量达 6000 万~8100 万 kW，年发电量 3000 亿 kW·h，相当于 3 座三峡水电站。工程主要采取“截弯取直、隧洞引水”的开发方式，预计建设 5 座梯级电站，计划 2030 年部分投产，2035 年全面建成，届时将与藏东南风光发电形成互补。	加强既有建筑改造利用，推进城镇老旧小区整治改造，开展完整社区建设，推进老旧街区、老旧厂区、城中村等更新改造，完善城市功能，加强城市基础设施建设改造，修复城市生态系统，保护传承城市历史文化。	到 2027 年，全国完成新改建农村公路 30 万公里，便捷高效、普惠公平的农村公路网络基本建成；实施修复性养护工程 30 万公里，技术状况优良路率保持在 70%以上，实施安全生命防护工程 15 万公里，改造危旧桥梁(含生命通道渡改桥、漫水桥)9000 座，农村公路安全和服务保障能力进一步提升；建制村通公交率达到 55%以上
工程机械影响	大规模土石方与基础开挖需求；隧洞与地下工程机械投入；大坝浇筑与混凝土运输设备需求	拆除与清运机械需求增加；小型化与多功能机械需求突出；高空作业与安装设备需求增加	路基与路面施工机械需求增加；道路养护与维修机械更新

资料来源：证券时报，交通运输部、财政部、自然资源部，申万宏源研究等

2.2.3 采矿业：金属价格推动资本开支增加

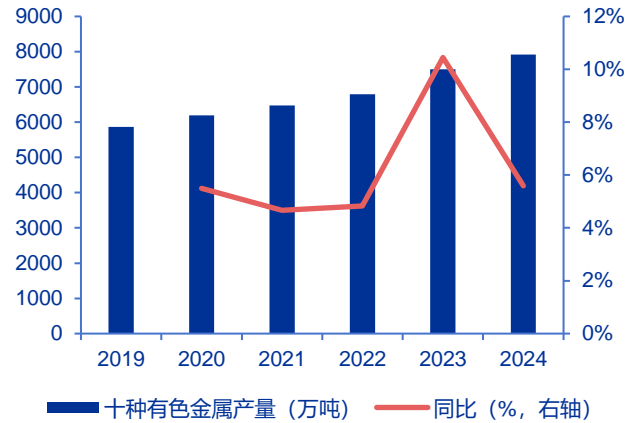
原煤产量和有色金属产量持续攀升，采矿业需求稳定增长。矿山作业环境复杂且条件恶劣，导致矿山机械设备磨损较快，需定期更新以保障生产的持续性。矿山机械市场规模的变化主要受矿山设备投资及矿产产量的影响。煤炭作为我国的主要能源，在能源结构中占据重要地位。2024 年，全国煤炭产量达到 47.8 亿吨，同比增长 1.49%，实现连续第四年创下历史新高。金属矿产中，有色金属产量持续攀升，2024 年十种有色金属产量达到 7919 万吨，比上年增长 5.60%。能源类矿产和金属类矿产产能提升，带动矿山设备需求向上增长。

图 19: 我国原煤产量 (亿吨)



资料来源: iFind, 申万宏源研究

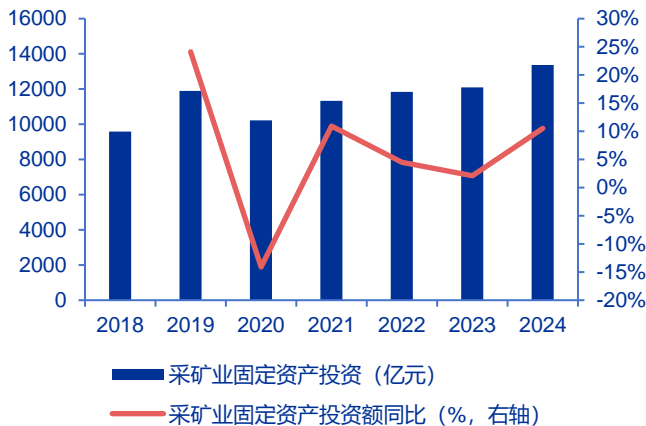
图 20: 我国有色金属产量 (万吨)



资料来源: iFind, 申万宏源研究

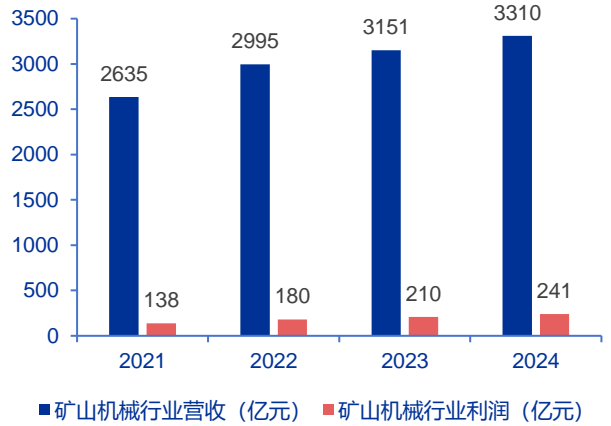
采矿业固定资产投资攀升, 带动矿山机械行业业绩向上。国内采矿业固定资产投资自 2020 年的 10219.41 亿元增长至 2024 年的 13361.7 亿元。2024 年采矿业固定资产投资同比增长 10.5%, 刷新历史纪录。采矿业产量与投资增加, 带动下游矿山机械需求增加。矿山机械行业营收同样连续增长, 2024 年行业实现营业收入 3310 亿元, 同比增长 0.2%; 利润总额 241 亿元, 同比增长 14.76%; 利润率 7.28%, 较上年提高 0.62 个百分点。

图 21: 采矿业固定资产投资 (亿元)



资料来源: 财经 M 平方, 申万宏源研究

图 22: 我国矿山机械行业营收与利润 (亿元)

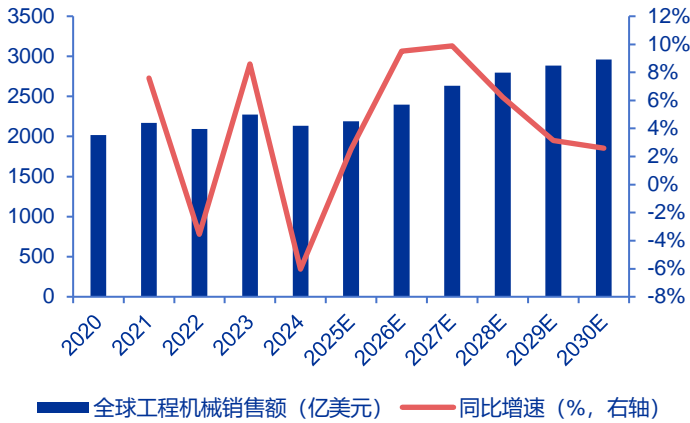


资料来源: 中国重型机械工业协会, 申万宏源研究

2.3 海外: 工程机械市场万亿空间, 中国企业大有可为

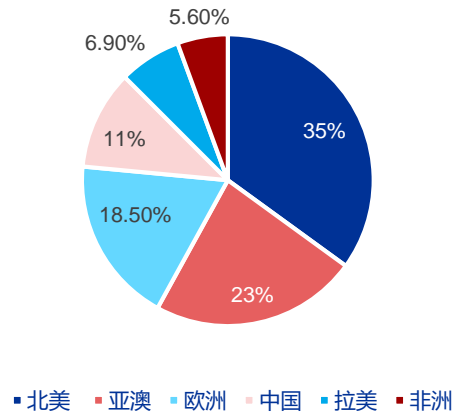
全球工程机械销售额震荡中上升, 北美是单一最大市场。根据中商产业研究院数据, 全球工程机械销售额自 2020 年的 2016 亿美元上升至 2024 年的 2135 亿美元, 总体在震荡中保持上升。未来随着全球经济复苏和城镇化建设推进, 全球工程机械销售额预计进一步保持上升态势。从区域市场结构来看, 北美是最大的单一市场, 2024 年销售额占比达到 35%。其次亚澳地区占比 23%, 欧洲占比 18.5%, 中国占比 11%。新兴市场的拉美和非洲分别占比 6.9%和 5.6%。

图 23: 全球工程机械销售额 (亿元)



资料来源: 中商产业研究院, 申万宏源研究

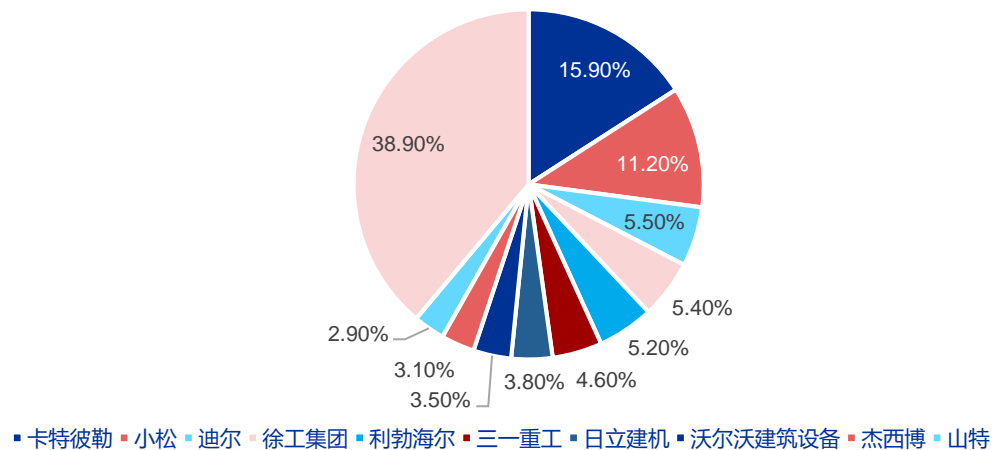
图 24: 全球工程机械区域市场结构 (2024 年数据)



资料来源: 中商产业研究院, 申万宏源研究

国际巨头占据全球领先地位, 国产厂商大有可为。根据 KHL 发布的《2025 全球工程机械制造商 50 强排行榜》, 全球市场份额领先的仍为国际巨头企业, 市场份额第一的卡特彼勒占比约为 15.9%, 第二名的小松占比为 11.2%, 第三名迪尔占比为 5.5%。国内工程机械徐工、三一重工、中联和柳工在全球市场中的份额占比分别为 5.4%、4.6%、2.4%和 1.8%, 远小于卡特彼勒和小松。前五名当中, 中国入榜的共有 13 家企业, 合计占据全球市场份额 18.70%。国产厂商市场份额距离国际巨头企业仍有差距, 在海外市场依然存在广阔的发展空间。

图 25: 全球工程机械市场格局 (2024 年数据)

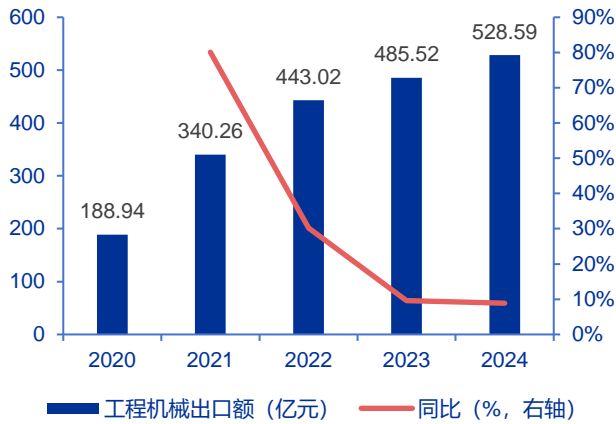


资料来源: Yellow Table 2025, 申万宏源研究

国内工程机械出口额持续攀升, 亚洲欧洲出口占比居前。中国工程机械出口额不断攀升, 自 2020 年的 188.94 亿美元, 增长至 2024 年的 528.29 亿美元, CAGR 达到 29.33%。中国主机厂出口额大幅提升, 国际竞争力不断提高。在出口国家区域中, 亚洲是最大的区域

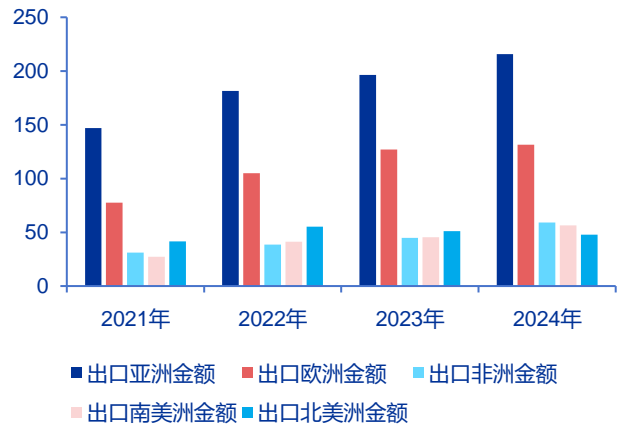
出口目的地, 2024 年达到 215.77 亿美元。欧洲出口额其次, 2024 年达到 131.32 亿美元。此外, 南美和非洲增速较快, 21-24 年 CAGR 分别达到 27.45%和 23.62%。

图 26: 工程机械出口总销售额 (亿美元)



资料来源: iFind, 申万宏源研究

图 27: 工程机械出口区域市场结构 (亿美元)

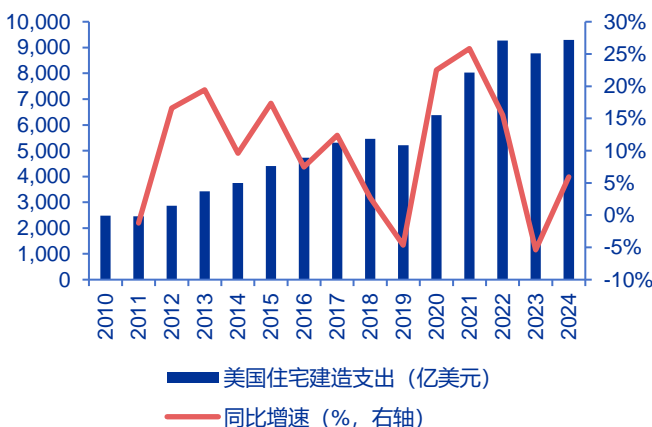


资料来源: iFind, 申万宏源研究

2.3.1 美国市场

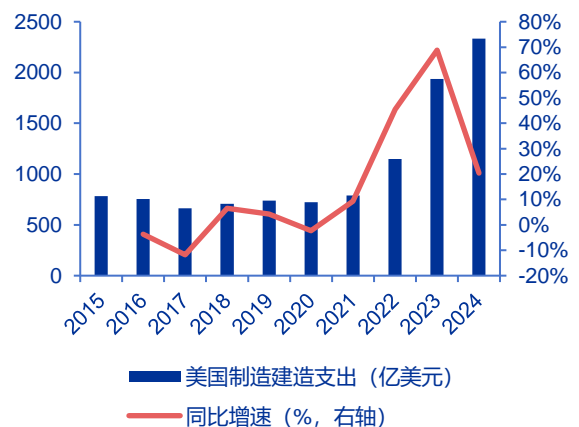
美国建造支出稳定增长, 长期来看有望带动工程机械增长。得益于《基础建设投资和就业法案》以及相关的政府刺激措施, 美国建造支出从 2022 年开始迅速增长。美国住宅建造支出稳定增长, 2021 年之后保持高位, 年度住宅建造支出处于 8000 亿美元以上。受美国政府制造业回流政策影响, 美国制造建造支出近年增长迅速, 自 2021 年的 788.72 亿美元增长至 2024 年的 2332.27 亿美元, CAGR 达到 43.53%。美国建造支出的增长, 有望加大对工程机械等类别的设备需求。

图 28: 美国住宅建造支出 (亿美元)



资料来源: iFind, 申万宏源研究

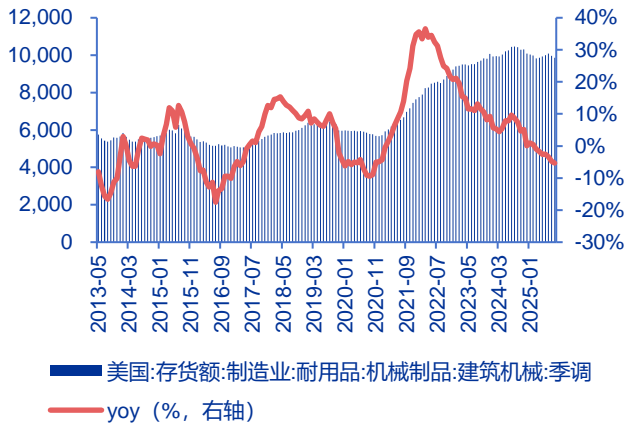
图 29: 美国制造建造支出 (亿美元)



资料来源: iFind, 申万宏源研究

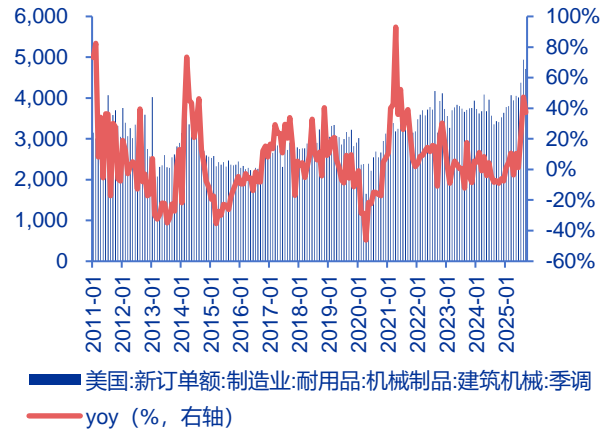
北美工程机械进入去库尾声, 新订单同比明显改善。美国市场自 2020 年开始库存开始上升, 2024 年 8 月份达到高点, 随后进入去库周期, 目前处在去库周期尾声。从美国建筑工程机械新订单数据看, 2025 年 Q3 同比显著改善, 单季度新订单同比增长 35.44%。预计 年北美进入补库周期带动工程机械新机需求。

图 30: 美国建筑工程机械进入去库尾声 (百万美元)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 31: 美国建筑工程机械新订单增长 (百万美元)

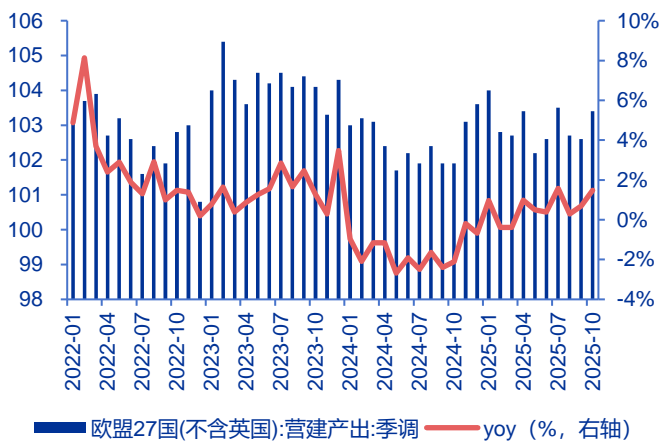


资料来源: Wind, 申万宏源研究

2.3.2 欧洲市场

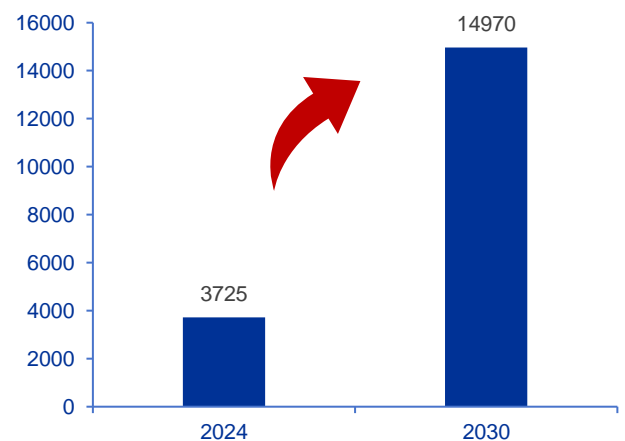
欧洲整体需求平稳, 增量市场来自电动化趋势。近年来, 欧洲国家建筑业普遍下行, 欧盟 27 国营建产出指数持续下行, 展现出疲软态势。2025 年以来, 营建指数同比略有上升, 行情展现恢复态势。由于全球气候变暖的紧迫性以及环保主义的压力, 欧洲工程机械设备电动化成为趋势。根据 Research and Markets 数据显示, 2024 年, 欧洲电动建筑设备市场规模为 3725 台, 预计到 2030 年将达到 14970 台, 复合年增长率为 26.09%。小型建筑设备和电动化趋势将推动欧洲建筑设备增长。

图 32: 欧盟 27 国营建产出指数 (2021=100)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 33: 欧洲电动建筑设备市场规模 (台)



资料来源: Research and Markets (国际市场研究机构), 申万宏源研究

2.3.3 非洲市场

采矿业和城镇化提升拉动非洲工程机械需求。非洲在钴、锰、石墨、铜、镍和锂等矿产储量中全球占比颇高, 当地政府鼓励本地采矿加工行业, 多项矿产产量持续提升。非洲采矿业持续发展, 拉动了对于工程机械的需求。同时, 非洲城镇化进度相对落后, 但发展较为迅速。基础设施建设和城镇化进程成为工程机械需求的强大拉动力。总体上, 非洲基建和房地

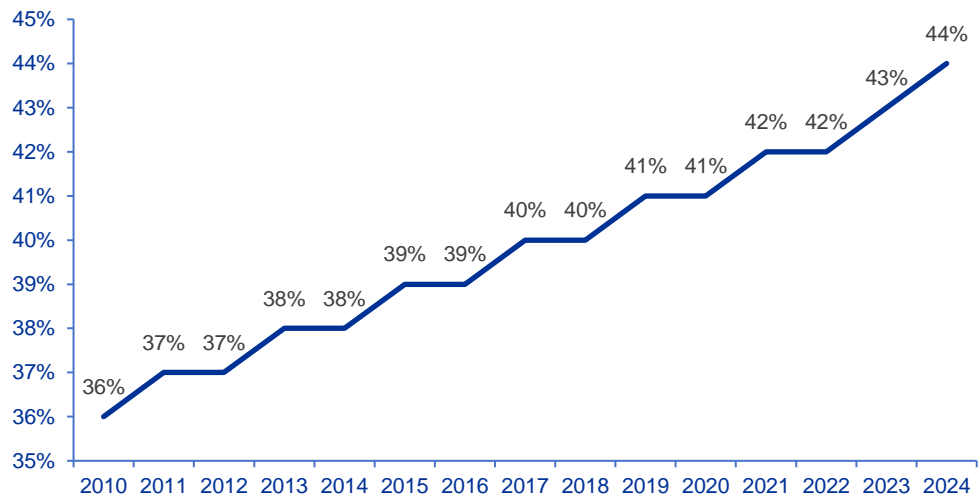
产需求强劲，采矿业是当地重要经济引擎。因此，作为“一带一路”倡议的重要合作伙伴，国内企业在非洲市场也有望获得更大的业务扩展机会。

表 2：非洲部分矿产储量占全球比例（2024）

矿种	全球储量占比	全球产量占比	核心产地	下游应用
铂族金属	约 90%-99%	约 75%-90%	南非、津巴布韦	汽车尾气净化催化剂、珠宝制造、电子元件、燃料电池
磷矿	约 70%-99.4%	约 18%	摩洛哥、埃及	化肥生产（磷酸一铵/二铵）、食品添加剂、阻燃材料、洗涤剂
锰	约 77.6%	约 66%-70%	南非、加蓬	钢铁冶炼（锰铁合金）、动力电池正极材料、化工催化剂、不锈钢制造
铬	约 55%-90%	约 40%-50%	南非	不锈钢制造、电镀（防腐）、耐火材料、合金铸造
钴	约 50%-55%	约 70%-73%	刚果（金）	动力电池（三元锂电池正极）、高温合金、硬质合金、磁性材料
钻石	约 40%-50%	约 44%-50%	博茨瓦纳、刚果（金）、安哥拉	工业领域（切割、钻探刀具）、珠宝首饰、精密仪器部件
黄金	约 40%	约 20%-25%	南非、加纳、马里	珠宝制造、金融储备（黄金储备）、电子元件（导电/导热）、牙科材料
铝土矿	约 25%-30%	约 20%-25%	几内亚、加纳	氧化铝/电解铝生产、建筑材料（铝合金型材）、汽车零部件、包装材料
铀	约 15%-20%	约 10%-15%	尼日尔、纳米比亚	核能发电（核燃料）、医疗放疗设备、工业探伤、核动力装置
锂	约 5%-10%	约 3%-5%	津巴布韦、刚果（金）	动力电池（锂电池正极/电解液）、储能设备、航空航天合金、玻璃陶瓷

资料来源：联合国环境规划署（UNEP）、美国地质调查局（USGS）等，申万宏源研究

图 34：撒哈拉以南非洲城镇化率（%）



资料来源：世界银行，申万宏源研究

2.3.4 其他新兴市场

中东地区：基建与房地产如火如荼。沙特政府正通过建设经济适用房及优化住房金融支持渠道，来提升本国公民的住房拥有率。截至 2023 年底，沙特家庭拥有住房的比例达到 63.74%，比 2016 年增长了 16.7%。在沙特的“2030 愿景”当中，描绘了在 2030 年达到 70% 的房屋拥有率目标。市政、农村和住房部已签署了超过 26000 份土地开发合同，用于开发经济适用房和提高沙特的住房所有权可用性。

印度：人口众多，房地产和基建需求旺盛。印度城镇化水平仍然较低，目前正处于住房需求快速增长的初期阶段，同时基础设施建设持续扩张，带动工程机械市场保持旺盛需求。根据世界银行显示，印度 2024 年城镇化率约为 37%，城镇化水平相对较低。但同时印度正在快速城镇化。到 2036 年，其城镇人口将达到 6 亿，占总人口的 40%。到 2036 年，印度需要在基础设施方面投资 8400 亿美元，平均每年 550 亿美元，占 GDP 的 1.2%。

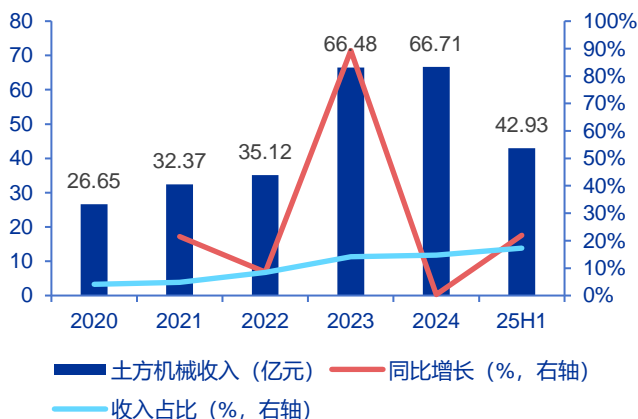
印度尼西亚：基础设施建设和采矿业带动工程机械需求。2023 年，印尼政府加大了基础设施建设项目力度，包括在全国范围内建设机场、铁路、公路、高速公路和桥梁。根据 Arizton 的预测报告，自 2023 年至 2029 年，印尼工程机械设备市场预计将以约 4.17% 的复合年增长率增长，市场规模将由约 28568 台增至 36510 台。

3. 产品市场双管齐下，打造具身智能第三增长曲线

3.1 完善产品谱系，土方、农机、高机、矿机接力增长

补齐土方机械短板，收入快速增长。土方机械快速补齐超大挖、微小挖产品型谱，实现 1.5-400 吨产品型谱全覆盖，打造形成完备的产品矩阵，各项产品关键性能行业领先，展现出强大的市场竞争力。国内市场方面，聚焦矿山开采场景深度开发，100 吨以上矿用挖机市场份额跃居行业前三。海外市场方面，整合研发、供应链及渠道等优势资源，成功实现优势市场的深耕与新兴市场的突破，达成双跨越发展格局。土方机械自 2022 年的 35.11 亿元增长至 2024 年的 66.71 亿元，CAGR 达到 37.82%。2025 上半年土方机械收入占比达到 17.27%，位列第三大产品线。

图 35：公司土方机械收入快速增加



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 36：公司土方机械以挖掘机与推土机为主



资料来源：公司官网，申万宏源研究

农机产品线完整齐全，服务网络全域覆盖。公司农机业务已覆盖耕整、播种、田间管理、收获、粮食烘干等全流程核心装备；其中烘干机与小麦收获机在国内市场长期保持领先，在技术端，公司大力推进 AI 与农业装备的深度融合，以智能化、绿色化方向加速高端农机布局，先后推出全球最大马力轮式拖拉机，以及人工智能/无人驾驶小麦机、水稻机等多项全球首创产品。同时，公司构建了覆盖大田作物的“数据采集—智能决策—精准作业”一体化智慧农业体系，以“1+4+4”农技服务保障系统、超过 686 个服务网点、2200 人超大规模的服务团队、六级备件供应体系建设为广大农机用户提供更强大的服务保障。

图 37：中联农机品类完整

种植机械	特色机械
水稻有序抛秧机	烘干机
智能驾驶插秧机	水田机械
	丘陵山地机械
耕作机械	收获机械
重点发展大马力拖拉机产品，覆盖80-400马力区间	小麦联合收割机
	履带式谷物联合收割机
	玉米收获机

资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 38：中联农机国内服务能力


资料来源：当代农机，申万宏源研究

高机业务后来居上，2024 年位列全球第五。公司于 2020 年建成工艺自动化、智能化水平行业领先的高机智能产线，于 2022 年实现臂式装配等 9 条高机智能产线的建成投产，凭借产能的快速扩张，公司高机收入也水涨船高。2022-2024 年，公司高机业务收入规模由 45.96 亿元快速增长至 68.33 亿元，2 年 CAGR 达 21.93%。根据 Access M20 公布的全球高机制造商 40 强榜单，2024 年公司位列高机行业全球第 5，国产品牌中仅次于徐工机械与浙江鼎力。目前高机业务在欧洲和“一带一路”沿线主要国家占有率较高，直臂 72 米高端电动产品在欧洲市场实现批量上市，直臂超高米段产品成功进入英国市场，全球供应链体系已经初步建立。

表 3：2020-2024 年 Access M20 全球高空作业车制造商 40 强（营业收入，百万美元）

排名	公司	总部	2020	2021	2022	2023	2024
1	JLG Industries	美国	1437	2103	2402	2999	3045
2	Terex	美国	1264	1580	1801	2118	2172
3	徐工机械	中国	488	753	1058	1502	1388
4	浙江鼎力	中国	473	799	871	1042	1248
5	中联重科	中国	222	536	735	912	1093
6	Skyjack	加拿大	606	788	906	1069	1080
7	Haulotte	法国	563	647	790	1004	822
8	Time	美国	375	610	725	761	784
	星邦智能	中国					

10	临工重机	中国	332	628	673	744	710
11	Aichi Corporation	日本	547	527	592	466	565
12	Altec	美国	228	250	255	280	348
13	Manitou	法国	229	313	345	404	333
14	klubb	美国	160	184	211	253	300
15	Niftylift	英国	147	206	226	284	284

资料来源：KHL 集团《Access International》杂志，申万宏源研究 注释：仅截取榜单前 15 家公司；排名顺序按照 2024 年榜单

加码矿山机械市场，聚焦“大型化、绿色化、智能化”战略。面向露天矿市场，公司相继发布全球最大 300 吨混动矿卡、全球首创 100 吨混动式混动宽体车以及百吨级全国产化电传动矿用自卸车等多款领先产品，打破国外技术壁垒，填补国产化空白。宽体车形成燃油、混动、纯电并行的完整技术路线。公司推出百吨级无人驾驶矿用宽体车，配套“智慧矿山”解决方案推动矿区作业从“少人化”迈向“无人化”。目前，公司在 100 吨级矿挖领域市占率位居国内第一。

图 39：公司矿山机械产品谱系

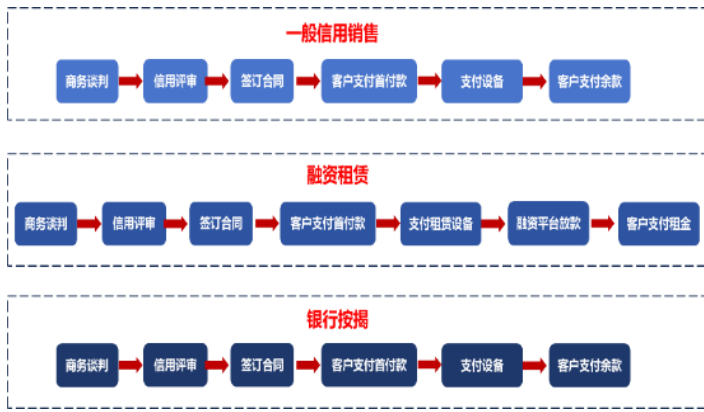


资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.2 打造航空港直销体系，助力海外业务本土化发展

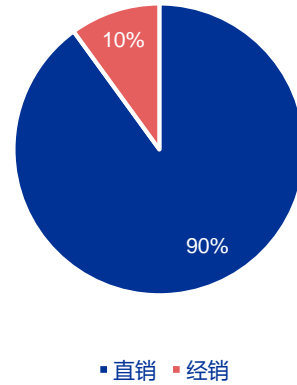
公司开创性的选择全面直销模式。工程机械产品销售模式一般分为信用销售、融资租赁、贷款按揭三类模式，销售方式分直销与经销两种路径，公司选择直销模式本质上是用数字化的扁平组织架构替代传统的人管人金字塔架构的经销商体系，压缩链条，中间商成本交由主机厂和客户分享。公司自创立以来长期依靠端对端直销模式，目前约 90% 的业务通过直销完成。直销显著降低渠道成本、提升毛利，同时带来更快的市场响应与更优的客户服务。

图 40：公司产品三种销售模式



资料来源：公司公告，申万宏源研究

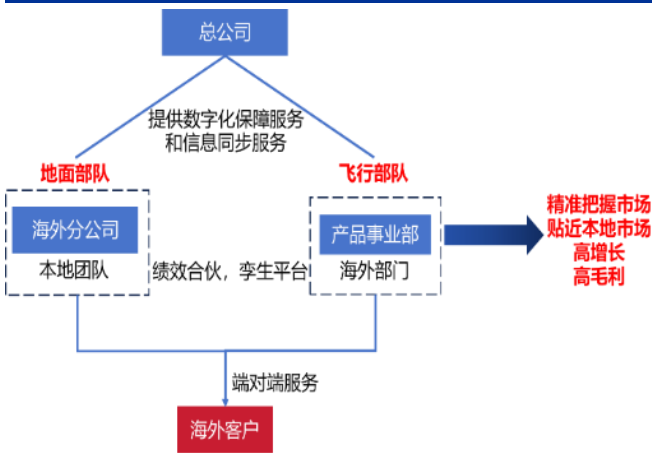
图 41：中联重科销售模式以直销为主（2024）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

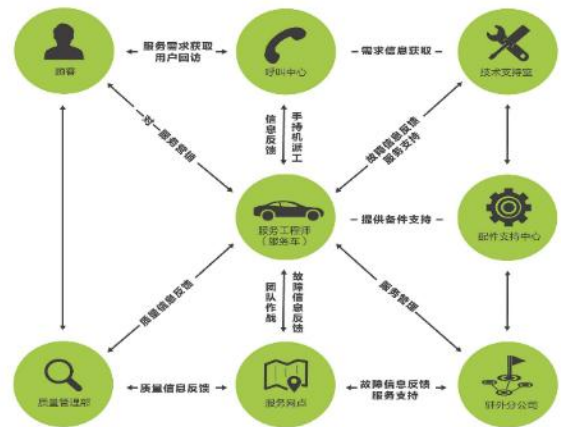
“航空港模式”打造海外服务矩阵，助力海外业务本土化发展。公司构造“端对端、数字化、本土化”海外战略，全力构建具有中联特色的海外业务体系。以“航空港模式”为核心搭建全球化运营体系：总部设海外公司统筹“地面部队”，各事业部设海外部门作为“飞行部队”，并在研发、制造、销售、服务上也区分了国内和海外市场，形成纵横交织的海外服务矩阵。该体系通过互联网将后台、海外本土团队与国内团队实时连接，实现企业与客户 24 小时一对一直联，减少经销商带来的成本与时间损耗。同时依托这一模式，公司构建更高效的售后体系，加速布局后市场。截至 24 年底，公司全球已建设 30 余个一级业务航空港，430 多个二三级网点，本土化员工约 5000 人。

图 42：公司“航空港+地面部队”端对端直销模式



资料来源：工程机械品牌网，公司年报，申万宏源研究

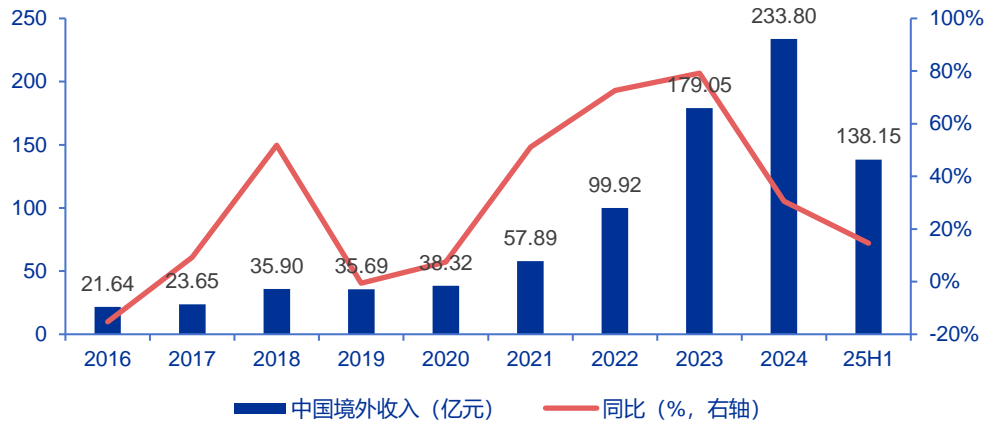
图 43：公司售后服务体系



资料来源：公司官网，申万宏源研究

海外业务大跨越发展，营业收入贡献超一半。公司海外收入自 2020 年的 38.32 亿元增长至 2024 年的 233.80 亿元，年复合增长率高达 57.16%。2024 年公司海外收入占比已经超过 50%。随着国际化进程的不断深化，公司海外市场布局更加多元，区域销售结构更加均衡，海外有望呈现“多点开花”接续增长态势。

图 44: 中联重科中国境外收入 (亿元)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

从出口到出海，海外研发制造基地遍布全球。中联重科产品销售已覆盖 170 余个国家和地区，在“一带一路”沿线均有市场布局。公司在东亚、东南亚、欧洲等多个地区建立子公司，在意大利、德国、巴西、印度、白俄罗斯投资建有工业园，在土耳其、沙特拟新建工厂。公司在全球设立 50 多个常驻机构，海外网点超 430 个，服务备件仓库约 210 个，以阿联酋、巴西为中心，正逐步建立全球物流网络和零配件供应体系。公司已完成全球研发制造网络的战略性布局，在意大利、德国、印度、墨西哥、白俄罗斯、巴西、土耳其、美国等国家建成海外生产基地，产能超 150 亿，整合全球本地化供应链。

图 45: 公司海外销售网点遍布全球



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

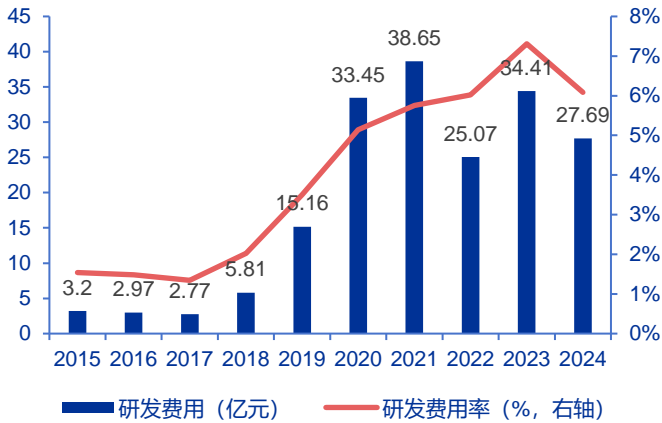
图 46: 公司德国工厂二期规划图



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

3.3 布局未来产业，打造具身智能第三增长曲线

高额研发投入，推动公司数智化转型。公司研发费用持续投入，自 2015 年的 3.2 亿元增长至 2024 年 27.69 亿元，CAGR 为 27.10%，公司研发人员也不断创新高，2024 年公司研发人员达到 10724 人，占比为 33.74%。公司近年来在人工智能、云计算、大数据、物联网等前沿技术上持续投入研发并加速应用，在大数据、云计算等数字化技术发明专利申请量行业排名第一，构建起工业互联网、具身智能等未来产业生态。人工智能时代将推动工程机械行业与互联网、大数据、云计算等领域的深度融合，形成新的产业生态。

图 47: 中联重科研发投入 (亿元)


资料来源: iFind, 申万宏源研究

图 48: 中联重科研发人员持续增加


资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

中联智慧产业城数智化生产, 灯塔工厂展现先进智造产能。中联智慧产业城是全球规模最大、品种最全的工程机械综合产业基地之一, 整个产业城汇聚 300 条智能产线, 600 多项产线专利技术, 通过全面的智能化、数字化、绿色化升级, 形成以 4 大主机园区、4 大关键零部件中心和 8 大国家级科研创新平台、1 个国际标准秘书处为核心的先进制造产业集群, 可每 6 分钟可下线一台挖掘机, 每 7.5 分钟生产一台高空作业机械, 每 18 分钟制造一辆汽车起重机, 每 30 分钟打造一台臂架泵车。土方机械园涵盖了下料、焊接、机加、涂装、装配、调试 6 大全流程生产工序, 是全球极少数能实现全流程挖掘机智能制造的生产基地。其中, 智能产线达 61 条, 包括 4 条无人化“黑灯产线”, 运用了 361 台自动物流 AGV 和 244 台工业机器人。年产挖掘机 5 万台, 年产值达 300 亿元。

图 49: 中联智慧产业城生产车间


资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 50: 中联智慧产业城配置及效率


资料来源: 人民日报, 申万宏源研究

中科云谷成为数智化体系的核心引擎, 以 AI 原生能力贯通全价值链。中联重科在行业内率先推动装备上云与物联网应用, 并通过旗下中科云谷形成软硬件一体化的技术底座。平台在云计算、物联网、大数据和工业 AI 等领域深度布局, 专利与软著数量长期居前, 已入选国家级“双跨”工业互联网平台。2023 年推出的 AI 原生工业互联网平台 2.0 采用“大

模型+小模型”架构和知识图谱体系，实现工业场景的“可控可解”，标志公司核心能力从云原生迈向 AI 原生。

对内：中科云谷已成为中联重科数智化转型的核心底座。其 AI 原生能力贯通研发、制造、供应链和服务全流程：在研发端缩短周期、提升协同；在制造端以 AI MES 推动柔性生产和多基地协同；在供应链端打通信息流并实现风险预测与资产管控；在服务端通过“中联 e 管家”和智能客服提升设备监控、故障预警与服务效率，整体形成覆盖全价值链的数字化闭环。

对外：中科云谷作为独立的数字化平台提供商。向产业链输出“咨询+平台+软硬件”一体化能力，为 200 余家上游供应商、超 1000 家下游租赁与施工企业提供数字化解决方案，累计连接设备 170 万台，沉淀丰富工业模型与行业 Know-how，并承担数字化推广与人才培训职能，推动产业链整体数智化升级。

图 51：中科云谷工业互联网平台



资料来源：公司公众号，申万宏源研究

图 52：中科云谷智慧矿山解决方案架构



资料来源：公司官网，申万宏源研究

开发具身智能机器人业务，开辟新的第三增长曲线。中科云谷技术团队自主打造具身智能大模型及工具链，突破多模态数据处理、GPU 调度与分布式训练等核心技术，构建数据采集、模型训练、仿真评测、OTA 部署四大模块，实现具身智能算法开发全流程覆盖。在该体系支持下，公司搭建上百工位的人形机器人训练场，持续采集真实动作数据，并与海量工业操作视频结合，在平台上训练“端到端”具身智能模型，支撑多款轮式与特种机器人应用落地。依托通用人工智能趋势与自身工业技术积累，公司顺势推进具身智能在工程机械、农机和特种装备中的应用，已推出多款具备单机智能与机群协作能力的产品，并已研制了三款人形机器人，包括两款轮式和一款双足版本，努力构筑面向未来的第三增长曲线。

图 53: 具身智能人形机器人在工厂内作业



资料来源: 公司公众号, 申万宏源研究

图 54: 公司目前已研制三款人形机器人



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

1) 工程机械

公司工程机械包括起重机械、混凝土机械、土方机械等, 我们分别按照不同产品景气程度给予不同收入增速假设, 最终得到工程机械板块整体收入, 预计 25-27 年工程机械板块营收增速分别为 13.47%、13.73%、13.96%。同样按照不同产品历史毛利率水平及当前竞争程度假设, 预计工程机械整体毛利率分别为 29.44%、29.46%、29.48%。

2) 农业机械

公司农机板块成长迅速, 随着海外市场开拓预计保持高增长, 我们假设 25-27 年农机板块营收增速分别为 50%、30%、20%, 同时随着规模扩大及产品结构改善, 我们预计农机板块毛利率有所提升, 假设 25-27 年农机毛利率分别为 13.00%、14.00%、15.00%。

3) 金融服务

该业务为客户采购本公司及其他供货商的机械产品提供金融服务, 我们假设该板块 25-27 年营收同比增速稳定在 5.00%, 毛利率稳定在 96.40%。

表 4: 公司营收拆分明细 (单位: 亿元)

单位: 亿元人民币	项目	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
合计	收入	416.31	470.75	454.78	532.64	616.67	707.77
	yoy(%)		13.08%	-3.39%	17.12%	15.78%	14.77%
	成本	325.43	341.09	326.68	384.12	445.79	511.60
	毛利	90.88	129.66	128.10	148.52	170.88	196.18
	毛利率(%)	21.83%	27.54%	28.17%	27.88%	27.71%	27.72%
工程机械	收入	389.91	444.86	403.56	457.93	520.79	593.50
	yoy(%)		14.09%	-9.28%	13.47%	13.73%	13.96%
	成本

	毛利	85.02	122.40	117.85	134.82	153.44	174.98
	毛利率(%)	21.81%	27.51%	29.20%	29.44%	29.46%	29.48%
	业务收入比例(%)	93.66%	94.50%	88.74%	85.97%	84.45%	83.85%
农业机械	收入	21.38	20.92	46.50	69.75	90.68	108.81
	yoy(%)		-2.15%	122.28%	50.00%	30.00%	20.00%
	成本	20.44	18.46	40.80	60.68	77.98	92.49
	毛利	0.95	2.46	5.70	9.07	12.69	16.32
	毛利率(%)	4.44%	11.76%	12.26%	13.00%	14.00%	15.00%
	业务收入比例(%)	5.14%	4.44%	10.22%	13.10%	14.70%	15.37%
金融服务	收入	5.02	4.97	4.72	4.96	5.20	5.46
	yoy(%)		-1.00%	-5.03%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	0.10	0.17	0.17	0.33	0.46	0.59
	毛利	4.91	4.80	4.55	8.74	12.24	15.73
	毛利率(%)	97.81%	96.58%	96.40%	96.40%	96.40%	96.40%
	业务收入比例(%)	1.21%	1.06%	1.04%	0.93%	0.84%	0.77%

资料来源：Wind，申万宏源研究

综上，我们预计公司 25-27 年营业收入分别为 532.64、616.67、707.77 亿元，同比增长 17.12%、15.78%、14.77%。预计归母净利润分别为 48.49、63.00、78.41 亿元，同比增长 37.72%、29.93%、24.46%。

表 5：公司盈利预测摘要

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	47075	45478	53264	61667	70777
收入增长率（%）	13.08	-3.39	17.12	15.78	14.77
归属普通股股东净利润（百万元）	3550	3521	4849	6300	7841
归属普通股股东净利润增长率（%）	51.26	-0.82	37.72	29.93	24.46
每股收益（元）	0.43	0.41	0.56	0.73	0.91
毛利率(%)	27.54	28.17	27.88	27.71	27.72
ROE	6.30	6.17	8.17	10.16	12.03
PE	17	17	12	9	7
EV/EBITDA	12	13	10	8	6

资料来源：Wind、申万宏源研究

4.2 估值分析

公司属于工程机械行业主机工厂，因此我们选取行业内从事同样业务的三一重工、徐工机械、柳工作为可比公司，三家可比公司 25-27 年的平均 PE 分别为 19、15、12 倍，当前平均 PB 为 2.1 倍。公司 25-27 年 PE 分别为 12、9、7 倍，当前 PB 为 1.0 倍。公司估值存在明显低估，我们给予公司 26 年 15 倍 PE 对应市值 921 亿，相较目前 588 亿市值具备 57% 涨幅空间，因此首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	2025/12/26	净利润 (百万元)					PE				当前 PB
		市值 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E		
600031.SH	三一重工	1947	5975	8739	11025	13536	33	22	18	14	2.3	
6031.HK	三一重工	1767	5975	8739	11025	13536	30	20	16	13	2.4	
000425.SZ	徐工机械	1321	5976	7572	9596	11770	22	17	14	11	2.2	
000528.SZ	柳工	257	1327	1713	2326	2998	19	15	11	9	1.4	
平均值							26	19	15	12	2.1	
1157.HK	中联重科	588	3521	4849	6300	7841	17	12	9	7	1.0	

资料来源: Wind, 申万宏源研究注: 可比公司盈利预测及估值均来自 Wind 一致预测, 汇率按照 1CNY=1.1035HKD 计算

5.风险提示

1) 宏观经济波动的风险

工程机械行业与宏观经济密切相关, 宏观经济运行的复杂性和不确定性可能给公司的发展带来风险。

2) 行业竞争加剧的风险

当前工程机械行业竞争较为激烈, 产品同质化明显, 如果未来终端需求乏力, 行业内可能引发更剧烈的竞争。

3) 终端客户违约的风险

工程机械行业产品销售全款支付的比例较低, 会产生大量应收票据、应收账款, 以及融资租赁担保义务, 若终端客户未能偿还贷款, 则主机厂需向银行等金融机构偿付未偿还贷款。

4) 汇率波动的风险

工程机械海外成为当前行业寻求增长的方向, 企业持续加大海外建厂、开拓海外产品市场的力度, 海外投资和产品计价多以美元核算, 未来海外市场及汇率的走势不确定性较高, 可能对行业盈利水平产生一定影响。

6. 附表

合并利润表

单位: 百万元 (人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	47,075	45,478	53,264	61,667	70,777
主营收入	47,075	45,478	53,264	61,667	70,777
营业成本	-34,109	-32,668	-38,412	-44,579	-51,160
销售及管理费用	-5,831	-6,306	-6,658	-7,585	-8,564
研发费用	-3,441	-2,769	-2,716	-2,775	-2,831
其他经营损益	935	1,162	1,361	1,576	1,808
财务费用	284	-28	941	1,021	1,079
投资收益	153	84	831	288	678
资产减值损失	-794	-570	-2,574	-1,769	-2,027
其他非经常性损益	0	0	0	0	0
除税前利润	4,272	4,383	6,036	7,843	9,761
所得税	-457	-374	-515	-669	-833
净利润	3,815	4,009	5,521	7,173	8,928
少数股东损益及其他	265	488	672	873	1,087
归属普通股股东净利润	3,550	3,521	4,849	6,300	7,841

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究 单位: 百万元 (人民币)

合并资产负债表

单位: 百万元 (人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	78,006	74,478	84,850	95,591	107,725
现金及等价物	13,606	12,155	15,935	20,104	22,148
应收款项	32,033	32,400	36,296	41,509	47,054
存货	22,504	22,564	26,531	30,791	35,336
其他流动资产	9,863	7,359	6,087	3,187	3,187
非流动资产	52,819	49,234	47,337	45,440	43,543
长期投资	13,854	10,805	10,805	10,805	10,805
固定资产	17,364	20,577	18,684	16,790	14,897
投资物业	90	56	52	49	45
无形资产及商誉	8,250	8,224	8,224	8,224	8,224
其他非流动资产	13,261	9,572	9,572	9,572	9,572
资产总计	130,825	123,712	132,186	141,031	151,268
流动负债	49,996	42,987	48,560	53,838	59,834
短期借款	7,377	10,837	11,177	10,837	10,837
应付款项	42,484	31,974	37,207	42,825	48,821
其他流动负债	135	176	176	176	176
非流动负债	21,698	20,923	20,923	20,923	20,923
负债合计	71,694	63,910	69,483	74,761	80,757
股本	8,678	8,678	8,649	8,649	8,649
总储备	47,693	48,423	50,682	53,375	56,529

其他股东权益	0	0	0	0	0
非控股权益及其他	2,760	2,701	3,373	4,246	5,333
权益总额	59,131	59,802	62,704	66,270	70,511
负债和股东权益合计	130,825	123,712	132,186	141,031	151,268

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

合并现金流量表

单位：百万元（人民币）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	3,815	4,009	5,521	7,173	8,928
加：折旧摊销减值			4,471	3,666	3,924
利息净支出			-941	-1,021	-1,079
投资损失			-831	-288	-678
营运资本变动			-3,933	-2,724	-6,121
其它经营现金流			0	0	0
经营活动现金流	2,292	1,474	4,288	6,808	4,974
资本开支			0	0	0
其它投资现金流			831	288	678
投资活动现金流	143	-2,254	831	288	678
支付股利和利息			-1,678	-2,587	-3,608
其它融资现金流			340	-340	0
融资活动现金流	-2,644	-679	-1,338	-2,926	-3,608
净现金流	-209	-1,459	3,780	4,169	2,044

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

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

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swyhsc.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”）在中华人民共和国内地（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。