

金融产品深度报告

广发中证工程机械ETF (560280.SH): 板块进入复苏阶段, 配置兼具稳健性&弹性, 助力业绩高涨

增持 (维持)

2026年01月15日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄瑞

执业证书: S0600525070004
huangr@dwzq.com.cn

投资要点

■ **2025年工程机械板块国内全面复苏&出口温和复苏, 收入端逐步加速。** 2025年1-10月国内挖机累计销量同比+19.6%, 1-10月国内汽车/履带/随车/塔吊起重机累计销量同比分别-2.8%/+22.9%/+5.9%/-30.6%, 相较于2024年明显好转, 国内工程机械进入全面复苏阶段。海外来看, 2025年1-10月挖掘机出口累计销量同比+14.5%, 开始温和复苏。国内外共振作用下, 板块收入端加速回暖, 2025年前三季度, 工程机械板块收入端同比增长12%。

■ **规模效应显现&降本增速持续推进, 板块盈利能力继续提升。** 上一轮周期中板块整体产能扩张, 因此周期底部阶段板块产能利用率较低, 以三一重工为例, 2024年公司挖掘机产能利用率仅42%。25年以来随着行业需求回暖, 板块产能利用率回升, 固定成本摊薄对利润的正面提升作用开始显现。且板块降本增效持续推进, 板块盈利能力明显提升。2025年前三季度三一重工/徐工机械/中联重科销售净利率同比分别+2.4/+0.1/+0.8pct。

■ **展望2026年: (1) 国内市场:** 根据保有量测算&周期更新替换理论, 2025-2028年国内挖机需求年均同比增速在30%以上, 本轮周期应于2028年见顶, 顶部销量达到25万台。但2025年实际销量表现不如理论值, 我们判断主要系资金到位率影响了需求到销量的转化。2025年国内挖机销量仍以小挖为主, 主要系小挖对应的中央特别国债充裕, 但中大挖对应的地方债的开工到位情况较差。因此我们判断, 在资金到位的扰动下, 此轮周期将呈现斜率较低但周期较长的特征, 整体呈现温和复苏态势。(2) **出口市场:** 海外挖机销量同样存在周期扰动, 海外需求自2021年见顶后已连续下滑4年(2022-2025年), 主要扰动因素为美联储利率周期。我们判断, 在美联储降息周期下, 海外需求有望于2026年进入新一轮上行周期, 形成国内外共振局面。

■ **收益领跑&弹性远超基建, 配置价值高:** 从收益与风险指标来看, 截至统计区间, 该产品在同赛道内部及产业链关联板块中均确立了显著的优势地位。(1) **横向对比:** 广发工程机械ETF的年化收益率高达75.03%, 最大上涨幅度达43.70%, 均优于同赛道竞品大成中证工程机械ETF。尽管两者波动率相近, 但广发ETF凭借更高的累计收益水平, 展现了更优秀的上行捕捉能力。(2) **纵向对比:** 相比下游基建板块, 工程机械展现了极强的进攻性。虽然基建类ETF波动率较低, 但年化收益仅在24%-25%区间。广发工程机械ETF以仅略高的波动成本, 换取了接近基建板块3倍的年化收益。

■ **风险提示:** 行业周期波动、基建及地产项目落地不及预期、政策不及预期、地缘政治加剧风险。

行业走势



相关研究

《【工程机械】2026年度策略: 国内外共振向上, 重点关注海外行业景气度复苏》

2025-12-08

《工程机械行业报告: 雅鲁藏布江大项目正式开工, 工程机械行业迎重大机遇》

2025-08-15

内容目录

1. 国内外共振向上，重点关注海外行业景气度复苏	5
1.1. 2025 年回顾	5
1.1.1. 国内全面复苏&出口回暖，收入提速	5
1.1.2. 板块收入提速，盈利能力持续提升	5
1.1.3. 板块收入提速，盈利能力持续提升	6
1.1.4. 板块涨幅和利润增幅匹配，龙头领涨	7
1.2. 2026 年国内外预测	8
1.2.1. 2026 年国内预测：挖机温和复苏，资金到位率是关键	8
1.2.2. 2026 年出口预测：海外有望开启新一轮周期向上	13
1.2.3. 市占率问题讨论及分地区未来空间展望	17
1.3. 经营质量显著夯实，新老动能共振向上	19
1.3.1. 重视上行周期经营杠杆带来的利润弹性	19
1.3.2. 此轮周期经营质量大幅提升	20
1.3.3. 电动化进程加快，无人化&智能化是未来方向	20
1.3.4. 矿山机械有望成为新增长点	21
1.4. 盈利预测	23
1.4.1. 盈利预测	23
2. 广发中证工程机械 ETF (560280.SH) 产品介绍	23
2.1. 中证工程机械主题指数投资价值分析	23
2.1.1. 龙头样本集中，在行业纯度角度具备优越性	24
2.1.2. 股息回报稳健&低估值，指数具备顺周期向上弹性	26
2.2. 产品概况	29
2.2.1. 全市场规模最大工程机械 ETF，市场稀缺性高	29
2.2.2. 收益端表现强劲，高性价比配置工具	31
3. 风险提示	32

图表目录

图 1:	2007-2025M1-10 挖掘机国内外销量	5
图 2:	2007-2025M1-10 装载机国内外销量	5
图 3:	2007-2025M1-10 起重机销量增速情况	5
图 4:	2007-2025M1-10 路面机械销量增速情况	5
图 5:	2025Q1-Q3 工程机械板块收入 2834 亿元, 同比+12%.....	6
图 6:	2025Q1-Q3 工程机械板块净利润 261 亿元, 同比+23%.....	6
图 7:	2025Q1-Q3 工程机械板块毛利率/净利率同比分别-0.7/+0.9pct.....	6
图 8:	2025Q1-Q3 工程机械板块期间费用率为 14.0%, 同比下降 1.0pct	6
图 9:	年初至今板块股价表现 (右轴为股价数据, 单位: 元)	7
图 10:	2020-2029 年国内挖机销量预测 (单位: 台)	8
图 11:	国内挖掘机开工小时数不振.....	9
图 12:	小松数据显示发达国家挖机开工天然低于欠发达市场 (单位: 小时)	9
图 13:	挖机不同下游有不同的资金来源.....	11
图 14:	2025 年主机厂国内混凝土收入开始正增长 (单位: 亿元)	13
图 15:	海外挖机销量于 2022 年见顶.....	14
图 16:	2007-2025M1-10 起重机销量增速情况	14
图 17:	2007-2025M1-10 路面机械销量增速情况	14
图 18:	2020-2024 年全球工程机械销售额	17
图 19:	2024 年全球工程机械分产品销售额占比.....	17
图 20:	中国品牌挖掘机 2024 年海外各地区市占率 (不考虑二手机影响)	18
图 21:	中国品牌挖掘机 2024 年海外各地区实际市占率 (考虑二手机影响)	18
图 22:	五家主机厂风险敞口/营收明显下降	20
图 23:	五家主机厂表内风险敞口/营收明显下降	20
图 24:	三一重工电动化产品收入预期.....	21
图 25:	中国无人驾驶矿卡渗透率 (按销量计)	21
图 26:	2023-2029 年预计是矿山设备更新替换高峰	22
图 27:	2023 年全球矿山设备市场规模 1183 亿美元.....	22
图 28:	2023 年露天矿山市场规模拆分.....	22
图 29:	2023 年中国企业可触达矿山机械空间约 240 亿.....	22
图 30:	2023 年国内矿挖市场竞争格局.....	23
图 31:	2023 年国内刚性自卸车市场竞争格局.....	23
图 32:	中证工程机械主题指数前十大成分股行业分布.....	26
图 33:	中证高端装备制造指数前十大成分股行业分布.....	26
图 34:	中证工程机械指数历史股息率 (区间范围 2023/01/06-2026/01/05)	26
图 35:	中证工程机械指数市盈率 TTM (区间范围 2023/01/06-2026/01/05)	27
图 36:	中证工程机械指数市净率 LM (区间范围 2023/01/06-2026/01/05)	27
图 37:	中证工程机械指数核心工程机械公司市盈率&股息率 (%) (截至 2026/01/06)	29
表 1:	2025H1 起三一、徐工、中联的国内毛利率恢复上行.....	7
表 2:	三一重工各产品产能及利用率情况.....	7
表 3:	2025 年 1-10 月国内挖机销量同比+20%.....	9

表 4:	2024 年以来国内各省份挖机销售情况.....	10
表 5:	不同国家挖掘机人均销量情况 (单位: 台/万人)	11
表 6:	非挖不同种类 2024 年以来国内销量增速表现.....	12
表 7:	2025 年 1-10 月出口挖机销量同比+14%.....	13
表 8:	2025 年 1-9 月小松海外各地区需求情况	15
表 9:	出口非挖表现相较于挖机更有韧性.....	16
表 10:	2025 年 1-10 月非挖出口延续较高景气度 (单位: 台)	16
表 11:	国内主机厂海外收入市场空间测算.....	17
表 12:	中国品牌海外挖机主要增长市场分析.....	18
表 13:	中国企业在非洲矿产投资参与度高.....	19
表 14:	四家主机厂经营杠杆分析.....	20
表 15:	工程机械主要产品电动化率统计.....	21
表 16:	主机厂无人驾驶解决方案模式对比.....	21
表 17:	盈利预测 (截至 2026/1/13)	23
表 18:	中证工程机械指数与可比指数编制方式对比 (截至 2026/01/06)	24
表 19:	中证工程机械指数与可比指数行业分布对比 (截至 2026/01/06)	24
表 20:	中证工程机械指数前十大成分股 (截至 2026/01/06)	25
表 21:	中证工程机械指数核心工程机械公司市盈率&股息率 (%) (截至 2026/01/06)	28
表 22:	广发中证工程机械 ETF 概况	29
表 23:	广发中证工程机械 ETF 费率 (截至 2026/01/06)	30
表 24:	广发中证工程机械 ETF 概况	30
表 25:	广发中证工程机械 ETF 概况	31

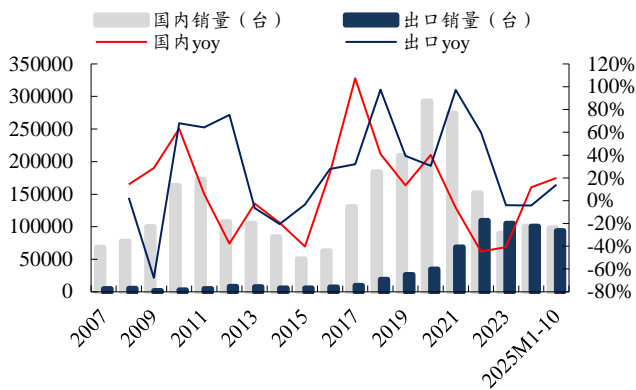
1. 国内外共振向上，重点关注海外行业景气度复苏

1.1. 2025 年回顾

1.1.1. 国内全面复苏&出口回暖，收入提速

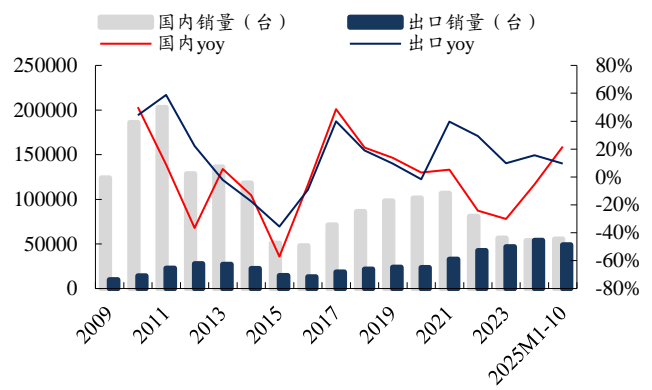
行业端表现：①分品类：挖机开始加速回暖，非挖底部拐点向上；②分地区：国内外共振，海外需求尚未转正但凭借市占率提升获得超预期增长。

图1：2007-2025M1-10 挖掘机国内外销量



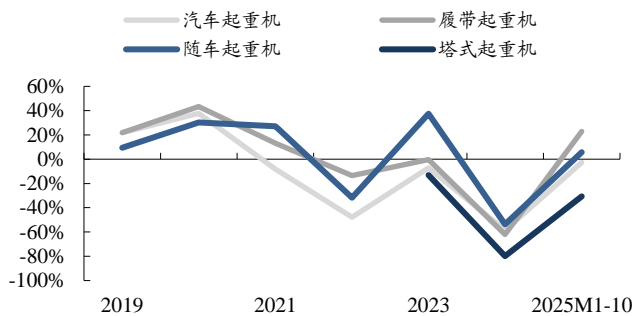
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2007-2025M1-10 装载机国内外销量



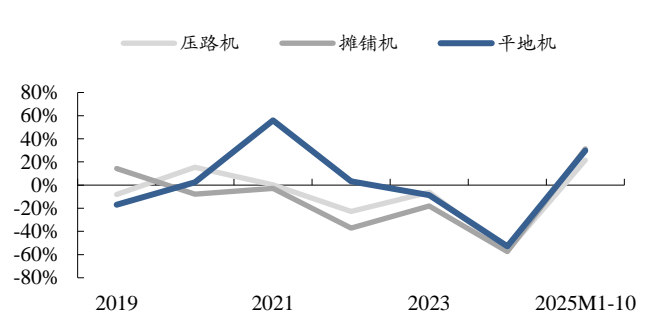
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2007-2025M1-10 起重机销量增速情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2007-2025M1-10 路面机械销量增速情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

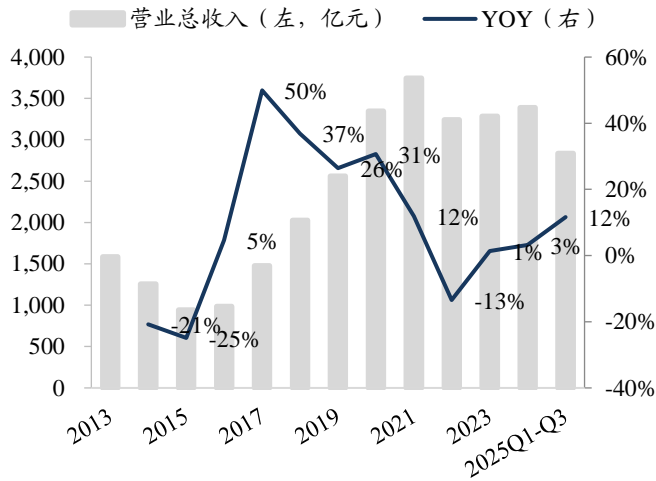
1.1.2. 板块收入提速，盈利能力继续提升

收入端：国内外周期共振，板块收入端增速继续提升，2023/2024/2025Q1-Q3 板块收入增速分别为 1%/3%/12%。

利润端：2025Q1-Q3 板块归母净利润同比+23%，毛利率/净利率同比分别-0.7/+0.9pct，

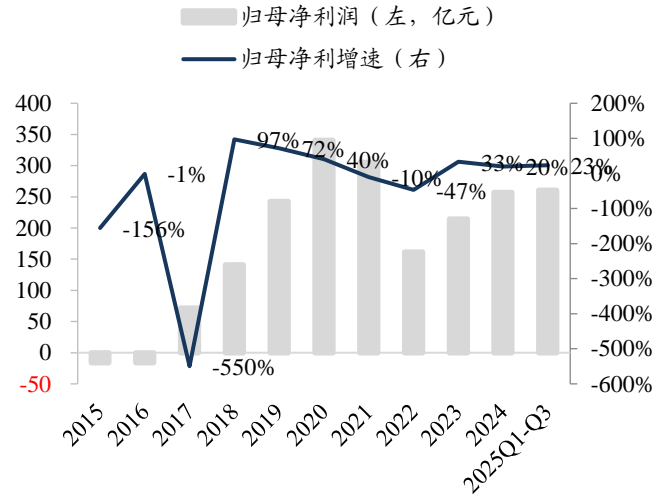
盈利能力持续提升(毛利率下滑主要系会计准则影响)。费用率下降体现出上行周期中,经营杠杆带来的规模效应。

图5: 2025Q1-Q3 工程机械板块收入 2834 亿元, 同比+12%



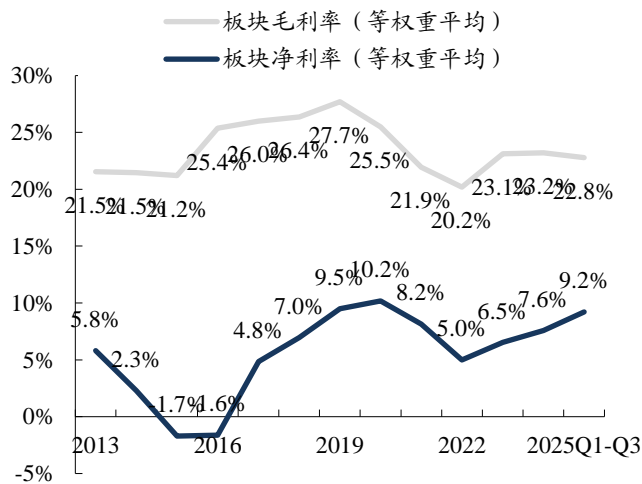
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2025Q1-Q3 工程机械板块净利润 261 亿元, 同比+23%



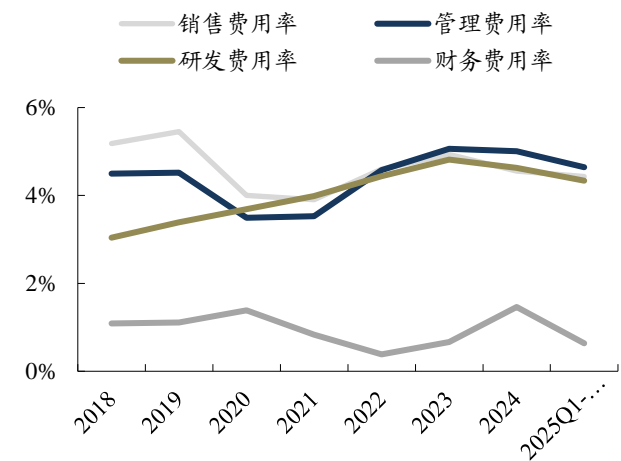
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2025Q1-Q3 工程机械板块毛利率/净利率同比分别-0.7/+0.9pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2025Q1-Q3 工程机械板块期间费用率为 14.0%，同比下降 1.0pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.1.3. 板块收入提速, 盈利能力继续提升

国内客观情况: ①小挖占比高; ②竞争没有加剧但并没有缓解; ③原材料价格稳定。

国内毛利率提升原因：销量提高带来的规模效应，例如某挖机龙头 2025H1 国内挖机毛利率同比+1.6pct。

往后展望，国内应重视产能利用率提升带来的利润弹性。

表1：2025H1 起三一、徐工、中联的国内毛利率恢复上行

国内毛利率	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
三一重工	31.37%	26.73%	21.92%	22.96%	20.78%	21.91%
徐工机械	16.93%	16.02%	19.32%	21.16%	20.19%	20.29%
中联重科	29.42%	23.62%	21.77%	24.66%	24.06%	24.11%
柳工	20.14%	16.60%	13.07%	15.88%	17.38%	15.82%
山推股份	11.38%	12.35%	8.01%	10.92%	10.76%	10.34%
恒立液压	44.69%	44.85%	42.02%	42.71%	42.74%	/
艾迪精密	40.47%	33.82%	28.15%	31.75%	27.75%	25.31%

数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

表2：三一重工各产品产能及利用率情况

	截至12月31日止年度								
	2022年			2023年			2024年		
	设计产能(台)	实际产量(台)	利用率(%)	设计产能(台)	实际产量(台)	利用率(%)	设计产能(台)	实际产量(台)	利用率(%)
挖掘机械	112,000	84,435	75.4	125,000	44,589	35.7	150,000	62,517	41.7
混凝土机械	44,000	24,373	55.4	45,000	21,691	48.2	49,000	17,563	35.8
起重机械	26,400	9,985	37.8	29,400	9,341	31.8	29,400	7,647	26.0
桩工机械	3,000	1,003	33.4	3,000	538	17.9	3,000	719	24.0
路面机械	8,400	4,767	56.8	8,400	4,173	49.7	8,400	3,786	45.1
总计/合计	193,800	124,563	64.3	210,800	80,332	38.1	239,800	92,232	38.5

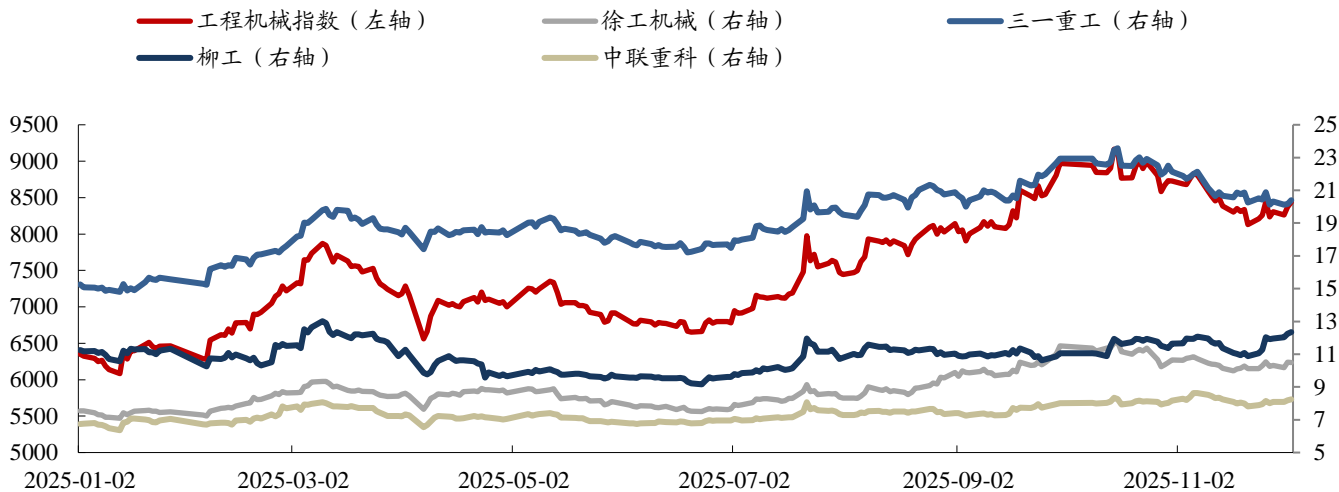
数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

1.1.4. 板块涨幅和利润增幅匹配，龙头领涨

2025/1/1-2025/11/20，板块涨幅 30%，与板块利润增幅基本一致。年内行情主要集中在 2 月以及 8-9 月，2 月行情主要由“春季躁动”驱动，8-9 月主要系业绩驱动。

个股涨幅分化较大，龙头领涨：2025/1/1-2025/11/20，三一重工/徐工机械/中联重科/柳工涨跌幅分别为+37%/+36%/+19%/-2%，相应地四家前三季度利润增速分别为+47%/+12%/+25%/+10%，其中徐工机械呈现出超出业绩表现的涨幅，主要系股权激励&矿山业务拔估值。

图9：年初至今板块股价表现（右轴为股价数据，单位：元）



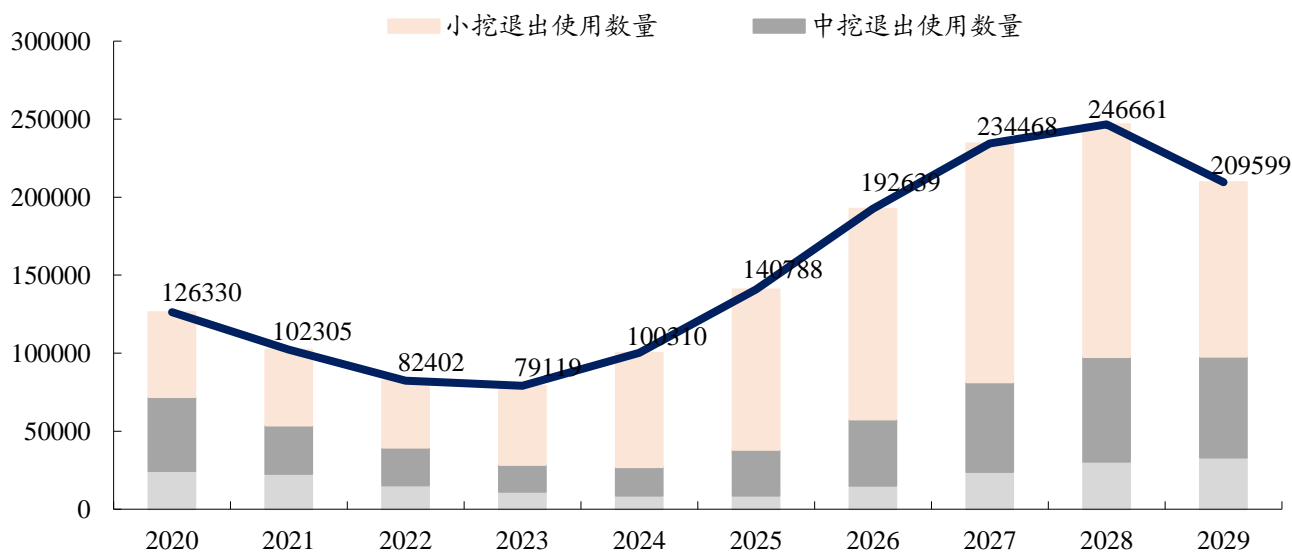
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 2026 年国内外预测

1.2.1. 2026 年国内预测：挖机温和复苏，资金到位率是关键

根据周期更新替换理论，本轮周期将于 2028 年到达周期高点，高点挖机销量将达到 25 万台。考虑到不同规格挖机在获得成本及使用寿命上有所不同，我们按照小/中/大挖平均寿命分别为 6-8 年、7-9 年、8-10 年来进行测算，并假设退出比例为 30%/30%/40%，例如小挖在使用 6 年后退出 30%，使用 7 年后退出 30%，使用 8 年后退出 40%。挖机退出使用数量就约等于新增需求，按照以上测算，我们认为本轮周期将于 2028 年达到周期高点，高点的挖机销量约 25 万台，与 2024 年内销 10 万台相比还有 150% 上行空间。

图10：2020-2029 年国内挖机销量预测（单位：台）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

国内市场需求不缺,但销量表现没有理论展现的那么强劲,问题出在资金和开工上。

(1) 销量端: 2025 年 1-10 月国内挖机销量同比+20%, 其中小中大挖销量同比分别+24%/+10%/+1%, 结构上依然是以小挖带动为主, 且中大挖没有展现强劲的替换需求。

表3: 2025 年 1-10 月国内挖机销量同比+20%

	销量(台)				占比				yoy			
	小	中	大	合计	小	中	大	合计	小	中	大	合计
202401	4045	717	659	5421	75%	13%	12%	100%	73%	14%	41%	58%
202402	4379	856	602	5837	75%	15%	10%	100%	-45%	-61%	-55%	-49%
202403	11497	2169	1522	15188	76%	14%	10%	100%	21%	-16%	-17%	9%
202404	8229	1520	1033	10782	76%	14%	10%	100%	28%	-11%	-25%	13%
202405	6245	1387	886	8518	73%	16%	10%	100%	41%	20%	-13%	29%
202406	5414	1272	975	7661	71%	17%	13%	100%	36%	14%	-3%	26%
202407	4657	1006	791	6234	72%	16%	12%	100%	40%	-2%	5%	22%
202408	4675	1036	983	6694	70%	15%	15%	100%	26%	-6%	17%	18%
202409	5509	1129	972	7610	72%	15%	13%	100%	25%	9%	19%	22%
202410	6385	1027	854	8266	77%	12%	10%	100%	29%	3%	1%	22%
202411	7012	1160	848	9020	78%	13%	9%	100%	28%	3%	-3%	21%
202412	7046	1204	1062	9312	76%	13%	11%	100%	27%	6%	11%	22%
2024年合计	75093	14483	11187	100763	75%	14%	11%	100%	21%	-8%	-8%	12%
202501	4162	762	480	5405	77%	14%	9%	100%	3%	6%	-27%	1%
202502	9131	1616	895	11640	78%	14%	8%	100%	109%	89%	49%	99%
202503	15416	2547	1577	19540	79%	13%	8%	100%	34%	17%	4%	29%
202504	9630	1733	1184	12547	77%	14%	9%	100%	17%	14%	15%	16%
202505	6387	1094	911	8392	76%	13%	11%	100%	2%	-21%	3%	-1%
202506	6012	1156	968	8136	74%	14%	12%	100%	11%	-9%	-1%	6%
202507	5428	1074	804	7306	74%	15%	11%	100%	17%	7%	2%	17%
202508	5891	1036	767	7693	77%	13%	10%	100%	26%	0%	-22%	15%
202509	7123	1196	928	9247	77%	13%	10%	100%	29%	6%	-5%	22%
202510	6523	1095	850	8468	77%	13%	10%	100%	2%	7%	0%	2%
2025年1-10月	75703	13309	9363	98374	77%	14%	10%	100%	24%	10%	1%	20%

数据来源: 工程机械行业协会, 东吴证券研究所

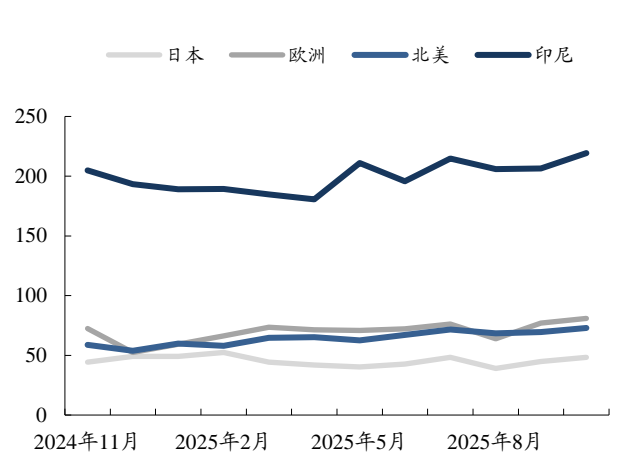
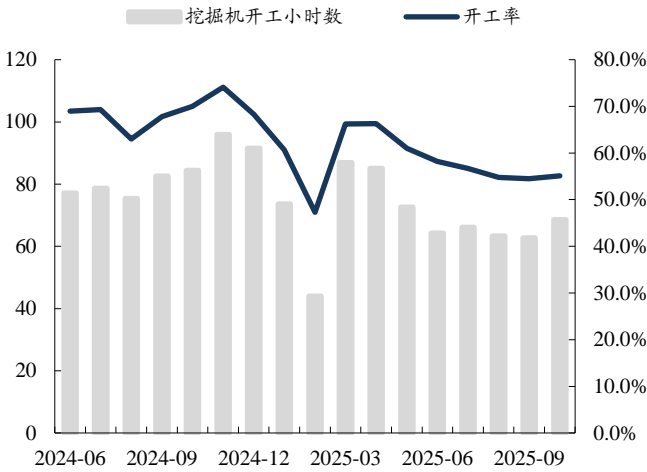
(2) 开工端: 销量与开工之间的矛盾主要有以下几个原因:

①挖机需求结构影响: 小挖下游主要系零散工况, 中大挖大多为地产、基建、矿山等集中开工场景, 小挖开工小时数(约 4-5h)天然低于中大挖(平均 10h 以上)。参考欧美日和印尼的月平均开工小时, 小挖占比较高的欧美日开工小时远低于中大挖占比高的印尼。

②存量设备数量过多: 存量设备数量远超实物工作量, 主要受到排放法规/置换补贴/政策导向等方面影响, 因此存量设备多并不影响新机销售。

图11: 国内挖掘机开工小时数不振

图12: 小松数据显示发达国家挖机开工天然低于欠发达市场(单位: 小时)



数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

国内市场由资金主导：2024 年以来京津冀地区平均增速远高于其他地区，主要系 2023 年底增发的万亿国债发挥作用。根据国务院新闻办的发言，23 年底增发的万亿国债专门支持以京津冀为重点的华北地区等灾后恢复重建。具体领域来看，超过一半用于防洪排涝等相关水利设施建设，20%用于京津冀灾后重建，与小挖需求高相对应。

表4：2024 年以来国内各省份挖机销售情况

	2024M1	2024M2	2024M3	2024M4	2024M5	2024M6	2024M7	2024M8	2024M9	2024M10	2024M11	2024M12	2025M1	2025M2	2025M3	2025M4	2025M5
北京	469%	-14%	54%	91%	42%	56%	25%	45%	13%	66%	44%	68%	20%	133%	71%	21%	-6%
天津	111%	-54%	42%	97%	32%	325%	83%	70%	50%	54%	25%	156%	-37%	210%	76%	51%	86%
河北	70%	-29%	44%	42%	211%	191%	96%	37%	12%	4%	31%	111%	7%	111%	63%	22%	-52%
山西	28%	-62%	-9%	67%	47%	31%	-7%	6%	-3%	-3%	-8%	-17%	3%	104%	7%	-12%	-22%
内蒙古	6%	-61%	2%	-5%	3%	14%	4%	2%	26%	-6%	-14%	9%	-9%	66%	-7%	1%	-32%
辽宁	56%	-59%	-8%	-12%	-4%	-8%	45%	11%	6%	34%	70%	45%	39%	127%	49%	29%	33%
吉林	35%	-73%	-38%	26%	79%	1%	57%	24%	23%	21%	102%	49%	39%	125%	53%	15%	-23%
黑龙江	259%	-26%	51%	92%	202%	144%	156%	193%	115%	79%	117%	189%	-6%	217%	102%	39%	-1%
上海	100%	-57%	3%	29%	-6%	6%	26%	-16%	-17%	18%	36%	26%	13%	114%	11%	57%	0%
江苏	43%	-48%	4%	5%	0%	-15%	-5%	-18%	1%	9%	1%	13%	-5%	85%	3%	-12%	15%
浙江	34%	-63%	-1%	3%	8%	-7%	-5%	-11%	7%	-10%	-6%	-15%	-4%	103%	20%	27%	13%
安徽	-2%	-61%	0%	-1%	25%	34%	-6%	-1%	2%	21%	36%	46%	33%	133%	16%	13%	6%
福建	105%	-43%	1%	-9%	27%	-2%	18%	22%	1%	-4%	5%	31%	-22%	50%	39%	44%	24%
江西	76%	-50%	22%	-3%	41%	4%	46%	36%	7%	-5%	1%	1%	-35%	86%	-12%	-4%	-31%
山东	3%	-58%	-10%	-19%	26%	39%	10%	6%	34%	28%	18%	33%	30%	90%	36%	51%	13%
河南	32%	-53%	2%	14%	41%	27%	8%	2%	21%	42%	1%	18%	46%	110%	45%	15%	4%
湖北	44%	-59%	45%	38%	13%	25%	25%	26%	65%	25%	42%	72%	6%	146%	14%	-2%	2%
湖南	59%	-55%	-2%	19%	11%	15%	45%	57%	34%	43%	70%	2%	5%	102%	33%	17%	-1%
广东	136%	-58%	7%	-6%	2%	18%	17%	-12%	18%	8%	26%	29%	-34%	91%	45%	8%	4%
广西	100%	-32%	35%	50%	72%	78%	86%	112%	65%	50%	42%	25%	-7%	67%	-2%	-8%	-25%
海南	128%	-25%	-9%	41%	-8%	67%	66%	56%	187%	298%	93%	113%	12%	224%	136%	95%	105%
重庆	84%	-41%	2%	-15%	12%	39%	12%	60%	8%	6%	35%	1%	-14%	71%	16%	47%	53%
四川	27%	-48%	44%	7%	29%	31%	44%	43%	35%	30%	11%	1%	29%	114%	24%	29%	10%
贵州	32%	-53%	-16%	17%	-14%	-14%	3%	11%	24%	57%	29%	65%	-5%	125%	22%	3%	18%
云南	156%	-27%	8%	10%	19%	24%	-2%	26%	28%	46%	34%	43%	-4%	109%	44%	23%	29%
西藏	164%	27%	26%	27%	27%	1%	11%	-29%	-41%	-12%	-8%	-20%	-21%	-24%	24%	1%	0%
陕西	4%	-61%	7%	17%	43%	16%	28%	39%	21%	31%	4%	26%	7%	119%	23%	-1%	-23%
甘肃	19%	-53%	2%	9%	12%	27%	15%	45%	49%	21%	-12%	-16%	-3%	123%	31%	40%	33%
青海	67%	-42%	43%	20%	17%	5%	4%	16%	9%	11%	-6%	13%	83%	111%	49%	105%	44%
宁夏	173%	-8%	12%	3%	58%	26%	38%	40%	0%	34%	15%	31%	-27%	59%	49%	38%	7%
新疆	80%	-24%	8%	18%	11%	17%	29%	8%	22%	3%	11%	11%	-17%	87%	57%	20%	18%
出口	-1%	-32%	-16%	-13%	-9%	-8%	-1%	7%	3%	9%	15%	11%	2%	13%	3%	19%	5%
合计	19%	-41%	-2%	0%	6%	5%	9%	12%	11%	15%	18%	16%	1%	53%	18%	18%	2%
京津冀平均增速	217%	-32%	47%	77%	95%	191%	68%	50%	25%	41%	33%	83%	-3%	151%	70%	31%	9%
其他地区平均增速	73%	-45%	8%	16%	28%	23%	27%	27%	27%	31%	27%	29%	5%	105%	33%	24%	10%

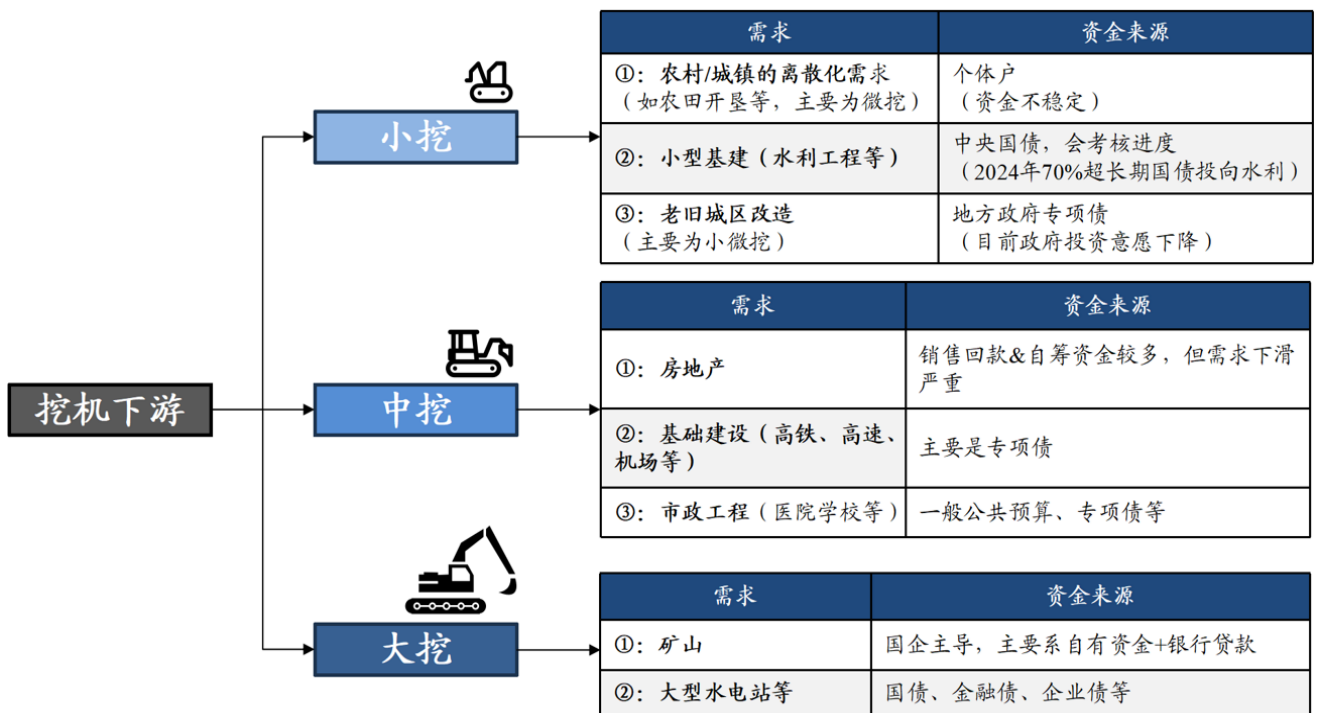
数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

资金如何影响销量：根据草根调研，此轮周期承包商往往对预付款/进度款有较高要

求，否则不会买设备进场。因此我们可以看出，2024年以来小挖的表现远好于中大挖，核心原因在于小挖的下游水利工程的资金方为中央下发的特别国债，下发后对资金投向、开工时间、资金使用进度等有较高的要求。但中大挖表现较差主要为**地方债从2023年开始加码用于偿还拖欠企业账款、PPP欠款、土地储备。所以2025年看似是4.4万亿元的新增地方债，实际上能够形成实物工作量的部分只有2.3万亿元，截至到Q3使用了不到2万亿元。**

后续如何判断资金状况：如果宏观经济变化不大的话，最根本的还是要看政策支持。2024和2025年分别新增1万亿元和1.3万亿元超长期特别国债，25年发行于10月结束，主要用于“两重两新”。根据新闻稿，以上资金主要用于支持沿**长江交通基础设施、农业转移人口市民化、高标准农田、城市地下管网、“三北”工程**等一批重大项目建设，因此2026年的小挖需求无需担忧。中大挖的弹性主要看房地产的复苏状况以及大型项目的开工进度。

图13: 挖机不同下游有不同的资金来源



数据来源: 工程机械行业协会, 东吴证券研究所

对比欧/美/日/印尼的人均挖机销量可以看出, 国内挖机需求无忧, 长期还有很大成长空间, 但受制于短期资金不到位因此只能是温和复苏态势。

总结来说国内挖掘机大行情需要宏观周期+产品周期共振, 宏观周期指经济刺激, 产品周期指更新替换/以旧换新等。2024-2025年为产品周期行情, 尚未形成共振局面。因此在宏观经济没有明显变化情况下。我们判断此轮周期斜率更加平缓, 但周期长度也 longer。

表5: 不同国家挖掘机人均销量情况 (单位: 台/万人)

挖机人均销量	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
北美	1.99	2.30	2.32	1.83	2.52	3.05	3.50
日本	3.82	4.08	4.23	4.41	4.27	4.18	4.28
中国	0.93	1.31	1.48	2.07	1.94	1.08	0.64
印度	0.11	0.16	0.12	0.10	0.14	0.15	0.15
印度尼西亚	0.29	0.45	0.31	0.21	0.55	0.77	0.53

数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

非挖板块全面复苏，但细分仍有差异：

(1) 起重机：汽车起重机和履带起重机表现优于随车起重机和塔式起重机，主要系下游应用景气度不同所致。汽车和履带下游约30%是风电，受益于风电抢装增速较快。随车下游应用较散，包括物流运输、小型基建、应急救援、农村作业等场景，与小挖应用类似，走势也更像挖掘机。塔吊下游主要为地产，因此尚未止跌，但拐点明显。

(2) 路面机械：下游和挖机类似。

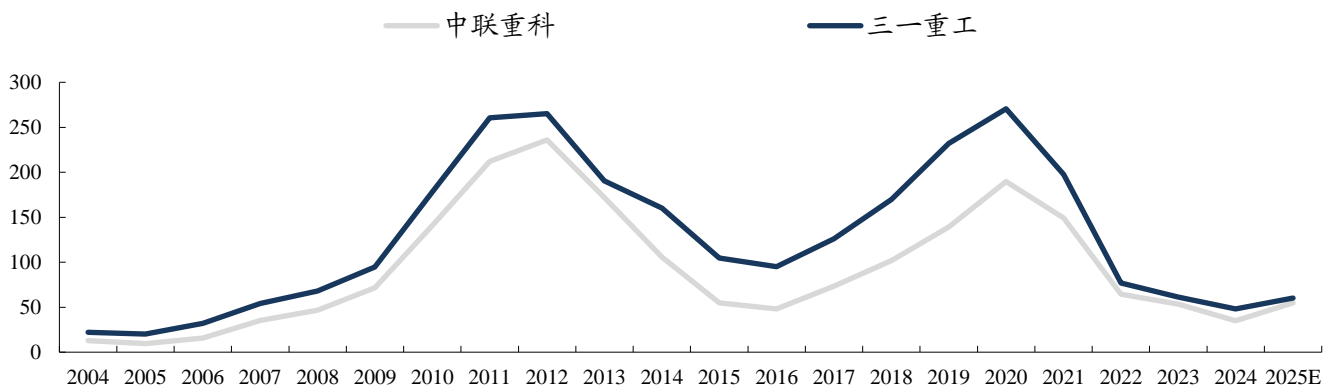
表6：非挖不同种类2024年以来国内销量增速表现

	汽车起重机	履带起重机	随车起重机	塔式起重机	压路机	摊铺机	平地机
2024M1	22%	40%	38%	-21%	-7%	-24%	74%
2024M2	-54%	-57%	-1%	-75%	-52%	-51%	-17%
2024M3	-31%	-40%	-17%	-59%	-19%	-16%	-1%
2024M4	-35%	-37%	-9%	-71%	-10%	-25%	7%
2024M5	-44%	-63%	-1%	-61%	-11%	-16%	9%
2024M6	-28%	-49%	2%	-70%	-14%	-34%	-1%
2024M7	-37%	-64%	-12%	-72%	-2%	-38%	38%
2024M8	-47%	-38%	-27%	-78%	3%	-9%	48%
2024M9	-50%	-32%	-13%	-70%	-21%	-16%	37%
2024M10	-47%	-41%	24%	-79%	-9%	-15%	22%
2024M11	-39%	-45%	11%	-67%	-13%	-5%	19%
2024M12	-27%	-13%	21%	-63%	-11%	40%	37%
2025M1	-38%	-41%	-2%	-68%	12%	37%	24%
2025M2	10%	17%	33%	-33%	55%	51%	62%
2025M3	-26%	18%	-6%	-59%	13%	20%	45%
2025M4	-3%	-7%	-18%	-52%	1%	55%	43%
2025M5	-3%	-3%	-28%	-58%	6%	34%	32%
2025M6	-8%	31%	20%	-60%	39%	96%	38%
2025M7	7%	72%	9%	-42%	24%	69%	8%
2025M8	28%	52%	24%	-29%	6%	38%	16%
2025M9	41%	67%	30%	-29%	45%	32%	6%
2025M10	42%	54%	2%	-17%	7%	9%	23%

数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

(3) 混凝土机械：2025 年主机厂国内混凝土收入开始正增长，且转正时间节点&幅度优于起重机，混凝土 25Q1 部分企业就开始转正，但起重机到二三季度才开始显现。混凝土的超预期表现主要受益于电动混凝土搅拌车渗透率的提升，技术更新带来的更新换代需求旺盛。根据草根调研，2025 年混凝土搅拌车的电动化率已经达到 60%，油电差约 20 多万，不到一年即可回本。展望未来，当前混凝土搅拌车国内市场存量约 30-33 万台，存量电动化率仅有 7%-8%，未来 2-3 年有望维持高增。

图14：2025 年主机厂国内混凝土收入开始正增长（单位：亿元）



数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

1.2.2. 2026 年出口预测：海外有望开启新一轮周期向上

10 月挖机出口销量同比增长 13%，1-10 月挖机出口销量同比+14%，呈现加速回暖态势。分结构来看，出口挖机结构优于国内，中大挖占比高，尤其是非洲、印尼、南美等地区矿山对应的大挖需求旺盛，三一 24 年海外挖机毛利率比国内高 10pct。

25 年挖机出口结构的改善有望带来较大的利润预期差。

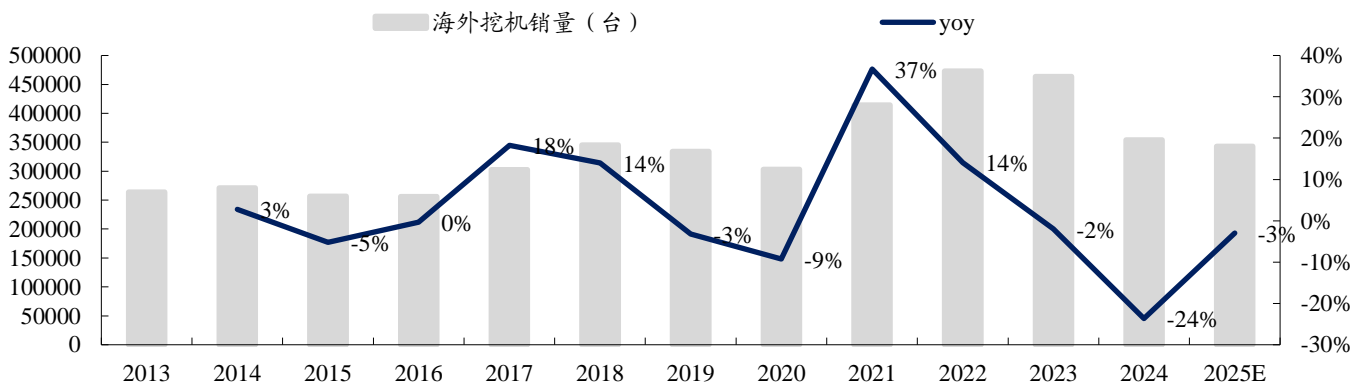
表7：2025 年 1-10 月出口挖机销量同比+14%

	销量(台)				占比				yoy			
	小	中	大	合计	小	中	大	合计	小	中	大	合计
202401	3277	2443	1235	6955	47%	35%	18%	100%	-4%	-2%	14%	0%
202402	3004	2519	1248	6771	44%	37%	18%	100%	-47%	-10%	-13%	-27%
202403	4694	3359	1739	9792	48%	34%	18%	100%	-28%	2%	-7%	-14%
202404	3653	2747	1640	8040	45%	34%	20%	100%	-23%	-3%	-4%	-12%
202405	4332	3262	1712	9306	47%	35%	18%	100%	-17%	-2%	1%	-8%
202406	4110	2964	1868	8942	46%	33%	21%	100%	-15%	-4%	5%	-7%
202407	3489	2684	1283	7456	47%	36%	17%	100%	-17%	31%	5%	4%
202408	3670	2683	1600	7953	46%	34%	20%	100%	-2%	19%	13%	8%
202409	3690	3173	1358	8221	45%	39%	17%	100%	-12%	33%	-6%	6%
202410	3665	3366	1493	8524	43%	39%	18%	100%	-2%	34%	-2%	12%
202411	3817	3180	1573	8570	45%	37%	18%	100%	13%	28%	1%	16%
202412	4139	4066	1852	10057	41%	40%	18%	100%	1%	33%	-3%	13%
2024年合计	45540	36446	18601	100587	45%	36%	18%	100%	-15%	12%	0%	-4%
202501	2796	2706	1460	6962	40%	39%	21%	100%	-15%	11%	18%	2%
202502	3535	2817	1420	7772	45%	36%	18%	100%	18%	12%	14%	15%
202503	4506	3608	1959	10073	45%	36%	19%	100%	-4%	7%	13%	3%
202504	3893	3624	2078	9595	41%	38%	22%	100%	7%	32%	27%	19%
202505	3871	3401	2312	9584	40%	35%	24%	100%	-11%	4%	35%	3%
202506	4192	3675	2801	10668	39%	34%	26%	100%	2%	24%	50%	19%
202507	4474	3166	2202	9832	46%	32%	22%	100%	28%	18%	72%	32%
202508	3743	2951	2112	8807	46%	32%	22%	100%	2%	10%	32%	11%
202509	4742	3236	2630	10609	46%	32%	22%	100%	29%	2%	94%	29%
202510	3823	3526	2279	9628	40%	37%	24%	100%	4%	5%	53%	13%
2025年1-10月	39574	32711	21254	93529	42%	35%	23%	100%	5%	12%	40%	14%

数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

海外有望于 2025 年开启新一轮上行周期，与国内形成共振：复盘 2013-2024 年的挖机销量数据，过往并不存在非常明显的周期性。但 2021-2022 年疫情后的经济刺激和供应链重构导致除了中国以外的全球工程机械市场高度繁荣，但这也导致后续需求被提前透支。2022 年下半年开始美联储加息导致的全球通胀导致基建投资放缓，经过 23-24 年的调整&美联储持续降息，全球需求有望底部向上。

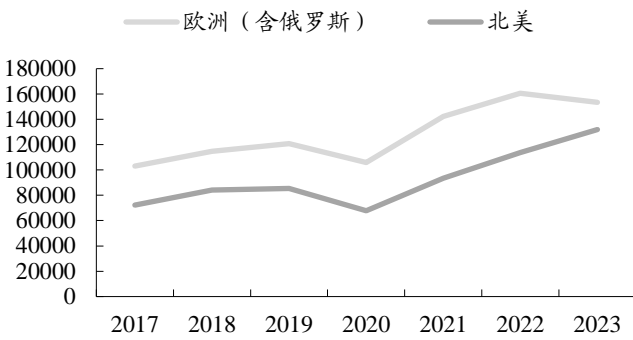
图15：海外挖机销量于 2022 年见顶



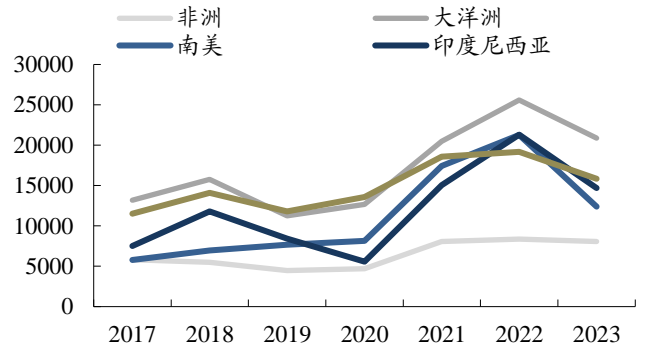
数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

图16：2007-2025M1-10 起重机销量增速情况

图17：2007-2025M1-10 路面机械销量增速情况



数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所



数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

2025 年以来海外需求变化：参考小松月度挖机销量增速情况，2025 年非洲+中东非常好；欧洲、北美明显复苏，欧洲先于北美；东南亚、南美表现尚可；俄罗斯、澳大利亚表现较差。

预测 2026 年：①**欧美：**已经展现出较强的复苏信号，虽然北美在工程机械主机厂出口敞口较小，但欧洲普遍敞口在 10%左右，我们预计 26 年会有不错贡献；②**非洲、拉美、中东等矿区：**煤炭&贵金属的价格持续走高，降息后美元走弱会进一步推高矿产品价格，我们预计以上地区 2026 年仍保持较快增速。

表8：2025 年 1-9 月小松海外各地区需求情况

主要区域	2024M4	2024M5	2024M6	2024M7	2024M8	2024M9	2024M10	2024M11	2024M12	2025M1	2025M2	2025M3	2025M4	2025M5	2025M6	2025M7	2025M8	2025M9
日本	7%	-4%	-11%	8%	-4%	-4%	-8%	-6%	-23%	-17%	-15%	-9%	-38%	-16%	-3%	-27%	-19%	-9%
北美	2%	-8%	-20%	-6%	-18%	-12%	6%	-9%	2%	-8%	-10%	-3%	0%	-11%	4%	7%	3%	12%
欧洲	-4%	-18%	-17%	-19%	-23%	-20%	-19%	-15%	-13%	-19%	-11%	-8%	1%	9%	-1%	7%	1%	16%
中国	11%	30%	28%	24%	20%	23%	20%	19%	24%	2%	98%	26%	15%	-8%	1%	10%	8%	14%
南亚	-8%	-10%	-7%	0%	8%	10%	10%	13%	34%	4%	30%	20%	33%	6%	22%	14%	5%	5%
大洋洲	-10%	-25%	-39%	-13%	-17%	-28%	-25%	-30%	-20%	-25%	-15%	-18%	-20%	-15%	4%	1%	-8%	29%
拉美	3%	-5%	-3%	-15%	-9%	-1%	-1%	-3%	11%	-9%	16%	11%	-2%	-6%	-1%	18%	5%	35%
独联体	6%	-17%	29%	26%	-15%	20%	-15%	-10%	36%	-20%	-37%	-20%	-22%	-25%	-33%	-22%	1%	-10%
中东	-18%	-4%	4%	23%	-14%	-1%	43%	-9%	18%	6%	-24%	41%	30%	19%	10%	-6%	27%	27%
非洲	35%	28%	58%	18%	28%	45%	53%	39%	25%	32%	21%	67%	53%	52%	30%	56%	49%	64%

数据来源：小松官网，东吴证券研究所

过去两年出口非挖表现优于挖机：2023-2024 年非挖出口增速好于挖机，我们判断可能有两个原因：①国内品牌型谱的完善抵消了周期下行，以起重机为例，不同于国内

以汽车起重机为主要市场，海外起重机市场主力品类是全地面起重机和履带起重机；②海外非挖的下游应用并不局限于土方领域，和挖机周期相关性并不完全一致。

表9：出口非挖表现相较于挖机更有韧性

	汽车起重机	履带起重机	随车起重机	塔式起重机	压路机	摊铺机	平地机	挖掘机
2019	23%	-9%	3%		-9%	-28%	-13%	39%
2020	-21%	-24%	-13%		9%	11%	0%	31%
2021	55%	114%	35%		68%	28%	93%	97%
2022	73%	55%	83%		25%	13%	13%	60%
2023	35%	24%	64%	141%	16%	56%	-6%	-4%
2024	24%	0%	-6%	1%	11%	95%	17%	-4%
2025M1-10	-3%	24%	17%	28%	26%	16%	3%	14%

数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

2025 年出口非挖仍保持较高景气度，2026 年有望随海外经济好转继续保持向好态势。

表10：2025 年 1-10 月非挖出口延续较高景气度（单位：台）

出口非挖	汽车起重机		履带起重机		塔式起重机		压路机		摊铺机		平地机	
	销量	增速	销量	增速	销量	增速	销量	增速	销量	增速	销量	增速
2024/1	761	47%	133	4%	117	29%	604	-19%	17	55%	480	2%
2024/2	583	-1%	157	-14%	126	-18%	641	-14%	22	22%	438	24%
2024/3	889	-8%	215	24%	164	84%	888	4%	32	129%	608	-11%
2024/4	863	17%	166	-9%	145	-18%	624	-14%	35	94%	524	-4%
2024/5	890	17%	140	6%	147	-38%	814	10%	34	100%	586	3%
2024/6	766	-7%	156	8%	252	-14%	1006	39%	35	106%	757	57%
2024/7	609	31%	117	-6%	175	-29%	701	28%	50	178%	522	32%
2024/8	930	72%	132	-5%	161	-7%	703	18%	40	186%	687	85%
2024/9	738	30%	148	-10%	219	40%	674	27%	46	283%	427	-6%
2024/10	716	49%	133	-4%	113	-16%	580	-1%	27	4%	526	29%
2024/11	697	27%	144	-7%	155	23%	652	50%	35	59%	435	-3%
2024/12	747	67%	162	24%	236	95%	700	41%	34	55%	617	30%
2025/1	738	-3%	135	2%	112	-4%	990	64%	30	76%	584	22%
2025/2	671	15%	146	-7%	141	12%	750	17%	29	32%	523	19%
2025/3	911	2%	213	-1%	341	108%	1043	17%	36	13%	643	6%
2025/4	832	-4%	181	9%	216	49%	1072	72%	50	43%	616	18%
2025/5	770	-13%	205	46%	246	67%	1012	24%	42	24%	537	-8%
2025/6	748	-2%	192	23%	220	-13%	978	-3%	51	46%	622	-18%
2025/7	685	13%	179	53%	188	7%	866	24%	25	-50%	527	1%
2025/8	698	-25%	185	40%	205	27%	836	19%	38	-5%	575	-16%
2025/9	797	8%	175	18%	280	28%	841	25%	50	9%	535	25%
2025/10	684	-4%	239	80%	130	15%	741	28%	40	48%	532	1%
2025年1-10月	7534	-3%	1850	24%	2079	28%	9129	26%	391	16%	5694	3%

数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

中长期来看，我们把全球分为以下区域：

(1) 欧美：全球最大的工程机械市场，品牌粘性较强。随着三一/徐工当地工厂的逐步爬产以及销售渠道的逐步开拓，我们预计 2030 年中国品牌市占率能够达到 15%；

(2) 非洲、东南亚、中亚等：“一带一路”沿线国家，国家层面合作持续加深。随着该类地区城镇化进程与中国对外矿产投资的逐步推进，我们预计 2030 年中国品牌市占率能够达到 60%。(3) 南美：由于卡特等欧美龙头在南美的市场开拓较早，市占率较为稳定。我们预计 2030 年中国品牌市占率能够达到 33%。

综上所述，根据我们测算，国内主机厂海外收入远期增长空间超 200%。

表11：国内主机厂海外收入市场空间测算

	欧美	非洲	南美	其他地区 (东南亚、中亚等)
2024年中国品牌收入(亿元)	333	176	235	622
2024年市场空间(亿元)	5300	830	1400	1589
2024年中国品牌市占率(%)	6%	21%	17%	39%
未来市场空间(亿元)	5500	1545	3000	3000
中国品牌远期市占率(%)	15%	60%	33%	60%
远期中国品牌海外收入(亿元)	825	927	990	1800
预计收入增长空间	200%+			

数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

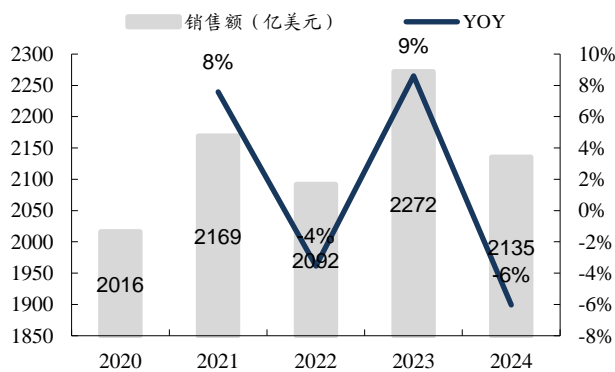
注：市场空间数据来自 Off-Highway，国内主机厂分地区收入为东吴证券研究所测算

1.2.3. 市占率问题讨论及分地区未来空间展望

我们将以以下几个维度探讨：

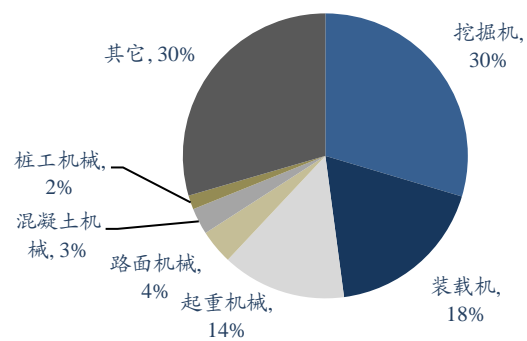
(1) 收入维度：2024 年全球工程机械行业市场规模约 1.5 万亿元，扣除中国占比 20%，中国以外的海外市场空间约 1.2 万亿元。按照设备价值量计算，挖掘机/装载机/起重机/路面机械/混凝土机械的价值量占比分别约 30%/18%/14%/4%/3%，中国企业的产品主要为以上五种，总市场空间为 8000 亿元。2024 年三一重工/徐工机械/中联重科/柳工/山推股份海外收入分别为 485/417/234/138/74 亿元，五家主机厂海外收入市占率约 17%。

图18：2020-2024 年全球工程机械销售额



数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

图19：2024 年全球工程机械分产品销售额占比

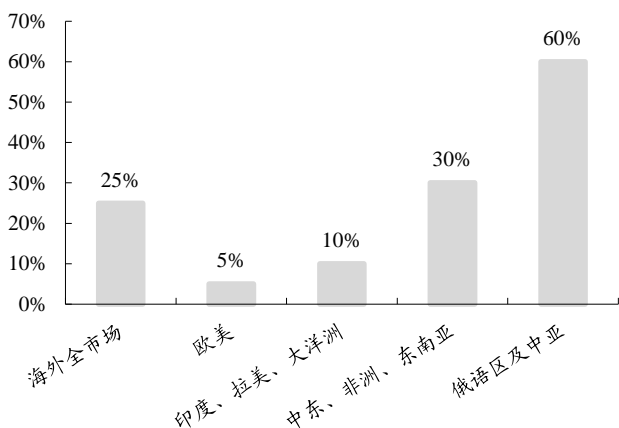


数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

(2) 销量维度：以挖机为例，2024 年海外挖掘机销量约 35-40 万台，中国 24 年出口挖机 10 万台，市占率 25%-30%。其中分区域来看，中国品牌在欧美的市占率约 5%，在印度、拉美、大洋洲等区域市占率约 10%，在中东、非洲、东南亚市占率约 30%-40%，在俄语区及中亚市占率约 60%以上。

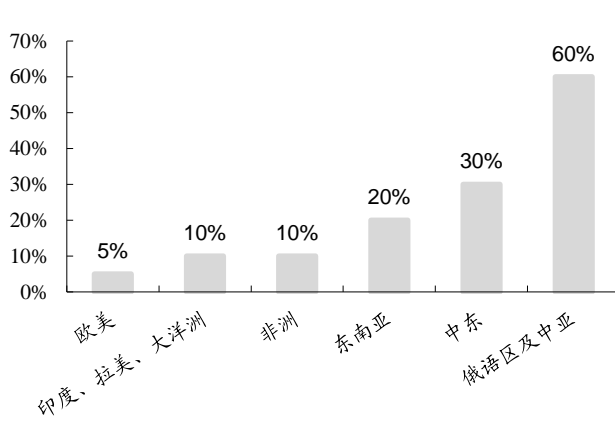
考虑到二手机，则中国品牌份额仍有较大提升空间：2024 年，中国品牌市占率超过 30% 的市场中，非洲、东南亚、中东、俄语区及中亚的二手机占比分别约 70%/40%/5%/5%。**若考虑到二手机更新替换市场，中国品牌在非洲和东南亚实际的市占率分别为 10%/20%。俄罗斯和中亚虽然市占率已经较高，但该区域战后空间较大。**

图20: 中国品牌挖掘机 2024 年海外各地区市占率 (不考虑二手机影响)



数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

图21: 中国品牌挖掘机 2024 年海外各地区实际市占率 (考虑二手机影响)



数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

按照上文中国品牌分区城市占率可以看出，中国品牌海外拓展分成三大区域：

①**欧美区：**对售后、品牌力、渠道等各方面要求较高，为成长慢变量，长期靠电动化/无人化/智能化弯道超车；

②**印度+拉美：**印度主要系国内存在较强的本地品牌马恒达、塔塔日立等；拉美则主要受到地理位置、受美国影响更大、当地金融环境复杂等因素影响，以上两个区域中资品牌的渗透速度不如其他非发达市场，未来主要靠产品升级、大型化产品成熟实现进一步渗透；

③**东南亚+俄语区&中亚+中东+非洲：**以上四个地区构成了我国挖机出口的重要支撑，主要系中国一带一路基建投资是本轮挖机海外市场需求的基石，基于矿产投资需求拉动。展望未来，非洲的矿山、俄乌战后重建都有望带动较大需求增量。

表12: 中国品牌海外挖机主要增长市场分析

	基建	矿业	地产	其他
东南亚	15%	55%	10%	20%
	一带一路+国家投资	煤、镍、铜、金	经济增长	农业需求
非洲	15%	75%	5%	
	一带一路	铜、金、锂电	经济增长+农林等	
中东	40%	5%	30%	25%
	新能源、经济转型	铜、铁、油气	民用地产&商业地产	沙漠治理、战后重建等
俄语区&中亚	10%	50%	15%	25%
	一带一路	煤、铝、铜	民用	战后重建

数据来源：康明斯，工程机械行业协会，东吴证券研究所

表13: 中国企业在非洲矿产投资参与度高

在非洲投资的大型矿业企业			
国家	头部企业	项目	资方
刚果(金)	洛阳钼业	滕凯丰古鲁美铜钴矿项目/基桑富铜钴矿项目	中国
	紫金矿业	穆索诺伊矿业	
	华刚矿业	穆索诺伊矿业	
	中国有色集团	迪兹瓦矿业	
	嘉能可	穆坦达铜钴矿项目	瑞士
	欧亚资源集团		
加纳	紫金矿业	阿基姆金矿	中国
	山东黄金	纳穆蒂尼金矿	
	赤峰黄金	瓦萨金矿	
	纽蒙特矿业	阿哈弗北金矿	美国
	金田	塔克瓦金矿	南非
南非	五矿集团		中国
	金川集团		
	英美资源集团	布什维尔德铂矿带	英国
	西班牙-斯蒂尔瓦特		南非

数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

1.3. 经营质量显著夯实，新老动能共振向上

1.3.1. 重视上行周期经营杠杆带来的利润弹性

上一轮高点 2021 年时四家公司经营杠杆最高不超过 11%，行业下行期间经营杠杆最高达到 18%，截至 2025H1 三一重工经营杠杆仍有 17%，看好上行周期内经营杠杆带来的利润弹性。

表14: 四家主机厂经营杠杆分析

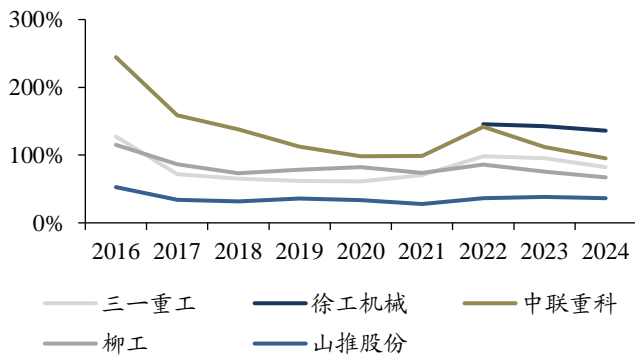
	2021				2022				2023				2024				2025H1			
	三一重工	徐工机械	中联重科	柳工	三一重工	徐工机械	中联重科	柳工	三一重工	徐工机械	中联重科	柳工	三一重工	徐工机械	中联重科	柳工	三一重工	徐工机械	中联重科	柳工
营业总收入(亿元)	1,068.7	843.3	671.3	287.0	808.2	938.2	416.3	264.8	740.2	928.5	470.7	275.2	783.8	916.6	454.8	300.6	447.8	548.1	248.5	181.8
营业总收入YOY	6.8%	14.0%	3.1%	10.5%	-24.4%	-19.7%	-38.0%	-7.7%	-8.4%	-1.0%	13.1%	3.9%	5.9%	-1.3%	-3.4%	9.2%	14.6%	8.0%	1.3%	13.2%
归母净利润(亿元)	120.3	56.1	62.7	10.0	42.7	43.1	23.1	6.0	45.3	53.3	35.1	8.7	59.8	59.8	35.2	13.3	52.2	43.6	27.6	12.3
归母净利润YOY	-22.0%	50.6%	-13.9%	-30.9%	-64.5%	-47.5%	-63.2%	-39.9%	5.5%	23.5%	52.0%	44.8%	32.0%	12.2%	0.4%	52.9%	46.0%	16.6%	20.8%	25.1%
归母净利润率	11.3%	6.7%	9.3%	3.5%	5.3%	4.6%	5.5%	2.3%	6.1%	5.7%	7.4%	3.2%	7.6%	6.5%	7.7%	4.4%	11.6%	8.0%	11.1%	6.8%
经营杠杆(员工薪酬+折旧摊销)贡献	11%	6%	8%	11%	15%	11%	14%	12%	18%	11%	14%	13%	18%	12%	16%	12%	17%	11%	17%	12%
员工薪酬(亿元)																				
支付给职工以及为职工支付的现金	93.3	36.9	43.9	25.4	97.2	68.4	44.8	25.6	102.8	66.2	52.9	28.0	104.1	71.2	60.4	30.0	56.7	38.8	35.5	17.7
折旧与摊销(亿元)	20.3	14.0	10.0	5.0	25.8	35.7	11.5	6.0	31.5	39.7	13.9	6.6	35.9	41.1	13.3	6.9	17.6	21.6	7.5	3.6
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	17.0	11.9	6.7	4.1	20.7	31.6	7.9	5.1	24.8	33.6	10.0	5.8	27.8	33.7	9.2	6.1	13.6	17.1	5.6	3.2
无形资产摊销	2.9	1.9	2.3	0.8	3.2	3.9	2.4	0.8	3.9	5.8	2.6	0.7	4.2	7.0	2.3	0.7	2.2	4.3	1.5	0.3
使用权资产折旧	0.7	0.0	1.0	0.3	1.7	0.0	1.2	0.4	2.5	0.0	1.4	0.3	3.3	0.0	1.9	0.4	1.7	0.0	0.8	0.2

数据来源: 工程机械行业协会, 东吴证券研究所

1.3.2. 此轮周期经营质量大幅提升

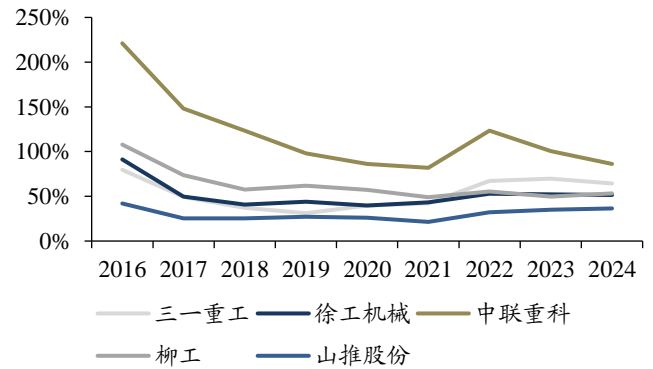
此轮周期扩张中主机厂扩张较为克制, 风险敞口明显下降。

图22: 五家主机厂风险敞口/营收明显下降



数据来源: 工程机械行业协会, 东吴证券研究所

图23: 五家主机厂表内风险敞口/营收明显下降



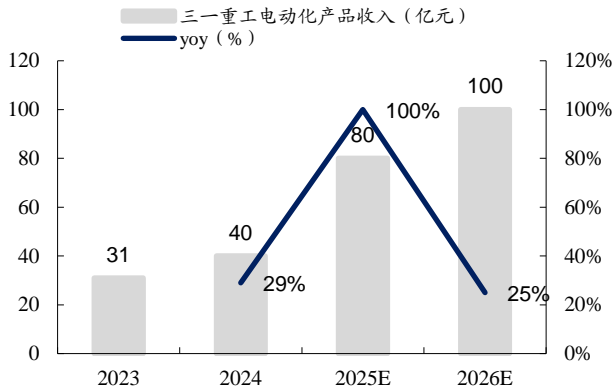
数据来源: 工程机械行业协会, 东吴证券研究所

1.3.3. 电动化进程加快, 无人化&智能化是未来方向

轮式工程机械电动化开始放量: 2025年装载机/混凝土搅拌车/重卡/矿车电动化率分别约23%/60%/25%/30%, 近两年由于电池成本的下降&回本周期大幅缩短, 渗透率提升速度较快。三一重工预计2026年电动化收入翻倍。

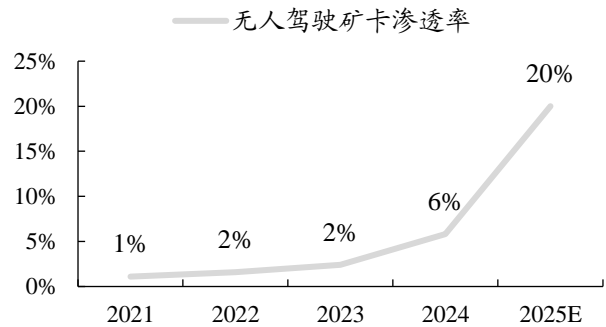
电动化是无人化和智能化的基础: 电动化本身较难产生高盈利的竞争力, 但电动化是无人化和智能化解决方案的基础, 在某些应用场景固定的领域(如矿山、码头等)无人化进展较快。

图24: 三一重工电动化产品收入预期



数据来源: 工程机械行业协会, 东吴证券研究所

图25: 中国无人驾驶矿卡渗透率 (按销量计)



数据来源: 工程机械行业协会, 东吴证券研究所

表15: 工程机械主要产品电动化率统计

		2025年新机电动化率	存量市场电动化率
轮式产品	装载机	23%	1%不到
	混凝土搅拌车	60%-70%	7%
	重卡	25%	5%
	矿车	30%-40%	约1%
履带类产品	挖掘机	均不到1%	
	起重机		

数据来源: 工程机械行业协会, 东吴证券研究所

表16: 主机厂无人驾驶解决方案模式对比

	模式一: 与无人驾驶解决方案商绑定合作	模式二: 自研
主机厂	临工、同力和北方股份	徐工、三一
市场份额, 截至2024.9	分别为30.4%、29.2%和7.9%	分别为7.2%和5.6%
形式	主机厂负责整车制造与系统整合, 方案商提供算法与控制系统	主机厂拥有全链技术, 包括线控底盘、控制系统和算法能力
优势	快速落地, 利用方案商技术优势与资源协同	技术自主可控, 产品迭代响应更快, 打破依赖
挑战	系统兼容性难保、调试周期长	研发投入大, 前期资金与人力成本高

数据来源: 工程机械行业协会, 东吴证券研究所

1.3.4. 矿山机械有望成为新增长点

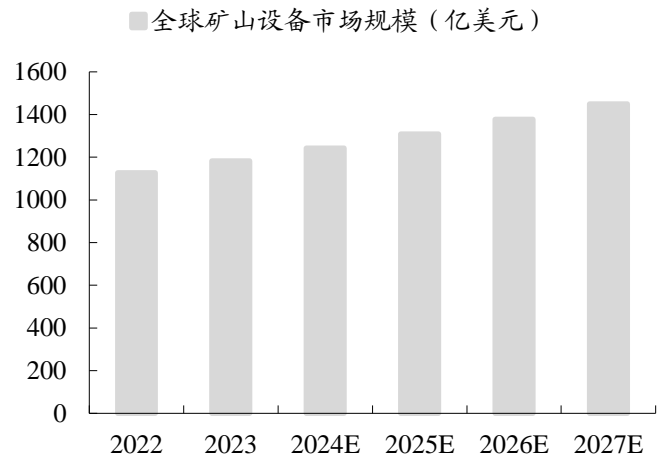
矿山设备空间大, 2023 年全球市场规模约 1200 亿美元, 和工程机械市场规模相当。其中中国企业矿山设备的布局聚焦露天矿山装备, 该市场在全球矿山装备中占比 19%, 2023 年对应约 240 亿美元市场。国产露天矿山设备增长逻辑: 国内设备更新+一带一路随矿主出海。

图26: 2023-2029年预计是矿山设备更新替换高峰



数据来源: 美国工业信息资源公司, 东吴证券研究所

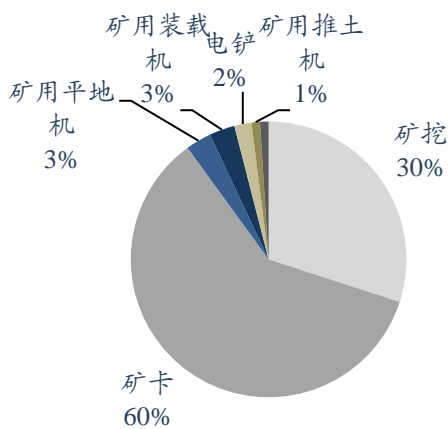
图27: 2023年全球矿山设备市场规模 1183 亿美元



数据来源: 工程机械行业协会, 东吴证券研究所

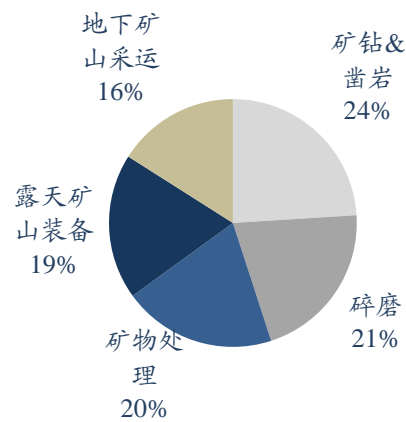
露天矿山装备需求主要为大吨位矿挖和大吨位矿车, 矿车主要包括刚性自卸车和宽体自卸车 (统称矿卡)。*2023 年全球露天矿山挖运设备收入构成: 矿挖 30%、矿卡 60%、矿用平地机 3%、矿用装载机 3%、电铲 2%、矿用推土机 1%、其他辅助 1%。

图28: 2023 年露天矿山市场规模拆分



数据来源: 工程机械行业协会, 东吴证券研究所

图29: 2023 年中国企业可触达矿山机械空间约 240 亿



数据来源: 工程机械行业协会, 东吴证券研究所

2023 年国内露天矿山设备竞争格局:

①刚性自卸车 (2023 年国内市场约 40 亿元): 北方股份占比约 60%，徐工机械约 25%，三一、中联、柳工起步较晚，市占率均为 5%左右。

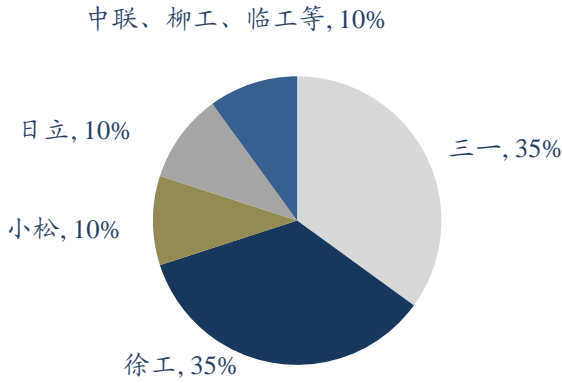
②宽体车 (2023 年国内市场约 100-200 亿元): 同力股份 30%，临工 30%，三一+徐工约 20%。

③矿挖 (2023 年国内市场约 400 亿元): 三一+徐工合计约 70%，小松+日立各自

10%，卡特基本没有市场份额，中联柳工临工等占据一部分份额。

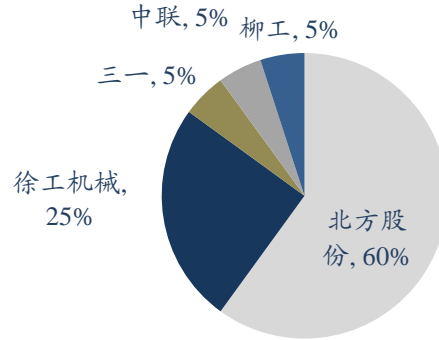
海外露天矿山设备竞争格局：卡特小松为主，国内品牌在海外刚起步。徐工机械、三一国际已经拿到海外客户订单，未来有望持续放量。

图30：2023年国内矿挖市场竞争格局



数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

图31：2023年国内刚性自卸车市场竞争格局



数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

1.4. 盈利预测

1.4.1. 盈利预测

工程机械为典型周期行业，国内外都受到宏观经济周期的影响。当前工程机械仍处于周期上行的起步阶段，未来 2-3 年板块平均利润增速 20%以上，当前看 26 年估值仅 10-16X。

表17：盈利预测（截至 2026/1/13）

2026/1/13		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
代码	公司				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
600031.SH	三一重工	CNY	22.62	2,074	59.8	85.0	111.4	127.1	35	24	19	16
000425.SZ	徐工机械	CNY	11.33	1,332	59.8	75.3	95.8	118.1	22	18	14	11
000157.SZ	中联重科	CNY	8.81	743	35.2	50.4	61.0	73.8	21	15	12	10
000528.SZ	柳工	CNY	11.67	238	13.3	16.2	23.4	27.9	18	15	10	9
601100.SH	恒立液压	CNY	120.29	1,613	25.1	28.7	34.1	41.4	64	56	47	39
000680.SZ	山推股份	CNY	12.21	183	11.0	13.9	16.0	18.5	17	13	11	10

数据来源：徐工机械预测来自 Wind2026/1/13 一致预期；三一重工、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压为东吴预测。

2. 广发中证工程机械 ETF (560280.SH) 产品介绍

2.1. 中证工程机械主题指数投资价值分析

2.1.1. 龙头样本集中，在行业纯度角度具备优越性

中证工程机械主题指数（英文名称：CSI Construction Machinery Thematic Index；指数代码：931752.CSI）由中证指数有限公司于2021年9月27日发布，旨在从产业链核心龙头的视角，精准反映A股市场工程机械领域上市公司整体的市场表现。

在编制机制上，该指数采用“业务纯度筛选+市值优选”的双重标准，严格选取业务涉及起重机械、土方机械、混凝土机械整机及液压、轴承等核心零部件的上市公司，截至2026年1月6日，样本数量为50只。相较于样本空间涵盖通信、电子、航空航天等泛制造领域的中证高端装备制造指数（930599.CSI），以及侧重于全行业覆盖、依据证券行业分类标准纳入所有达标个股的工程机械II（中信）指数（CI005124.WI），中证工程机械主题指数剔除了非相关高端制造行业的干扰，同时也避免了全行业指数中尾部小市值公司的流动性拖累，具备行业纯度更高、龙头效应更强、更能反映核心资产竞争力的差异化优势。

表18：中证工程机械指数与可比指数编制方式对比（截至2026/01/06）

指数全称	中证工程机械主题指数	中证高端装备制造指数	工程机械II（中信）
指数代码	931752.CSI	930599.CSI	CI005124.WI
样本空间	同中证全指指数的样本空间	同中证全指指数的样本空间	同行业指数样本空间
样本筛选	<p>(1) 对于样本空间内符合可投资性筛选条件的证券，选取业务涉及起重机械、土方机械、混凝土机械等工程机械整机制造，液压、轴承等零配件制造以及工程机械租赁等相关产业的上市公司证券作为待选样本；</p> <p>(2) 在上述待选样本中，按照过去一年日均总市值由高到低排名，选取排名前50的证券作为指数样本。</p>	<p>(1) 对样本空间内证券按照过去一年的日均成交金额由高到低排名，剔除排名后20%的证券；</p> <p>(2) 对样本空间的剩余证券，将属于通信设备、电力设备、机械制造、航空航天与国防、电子、半导体、乘用车及零部件等行业的证券作为待选样本；</p> <p>(3) 在待选样本中，按照过去一年的日均总市值由高到低排名，选取排名前200只证券作为样本。</p>	<p>由同时满足以下条件的沪深A股组成：</p> <p>1) 依据中信证券行业分类标准，该级行业下的沪深A股。</p> <p>2) 上市时间大于60个交易日。</p> <p>3) 非暂停上市股票。</p> <p>4) 快速纳入规则：总市值排名全市场前100名或一级行业前3名，上市满20个交易日纳入。</p>
样本数量	50	200	28

数据来源：wind，东吴证券研究所

表19：中证工程机械指数与可比指数行业分布对比（截至2026/01/06）

指数全称	中证工程机械主题指数	中证高端装备制造指数	工程机械II（中信）
工业	88%	36%	96%
可选消费	6%	11%	4%
信息技术	4%	49%	0%
材料	2%	4%	0%
能源	0%	1%	0%

数据来源：wind，东吴证券研究所

截至 2026 年 1 月 6 日，中证工程机械主题指数前十大成分股权重合计约 72.55%，指数结构呈现高度集中特征。

从行业分布来看，整机制造板块占据主导地位。前十大成分股中仅潍柴动力、恒立液压和江淮汽车不属于工程机械整机制造环节，徐工机械、三一重工、中联重科等头部企业合计权重超过 36%。目前 A 股工程机械板块呈现细分领域龙头各据一方的格局，该指数前十大权重股完整涵盖了挖掘机（三一重工）、起重机（徐工机械）、叉车（杭叉集团、安徽合力）及装载机（柳工）等核心赛道的龙头，显示出该指数对国内工程机械全产业链核心资产的深度聚焦。

表20：中证工程机械指数前十大成分股（截至 2026/01/06）

代码	简称	收盘价（原始币种）	权重（%）	涨跌	涨跌幅
000425.SZ	徐工机械	11.54	15.584	-0.04	-0.35%
600031.SH	三一重工	21.26	14.72	0.13	0.62%
000338.SZ	潍柴动力	17.4	14.116	0.2	1.16%
601100.SH	恒立液压	113.5	8.932	3.59	3.27%
000157.SZ	中联重科	8.69	6.495	0.06	0.70%
600418.SH	江淮汽车	50.38	3.035	0.88	1.78%
000528.SZ	柳工	12.01	2.959	0.14	1.18%
601717.SH	中创智领	24.15	2.578	-0.4	-1.63%
603298.SH	杭叉集团	26.82	2.135	0.25	0.94%
600761.SH	安徽合力	21.24	1.997	0.35	1.68%

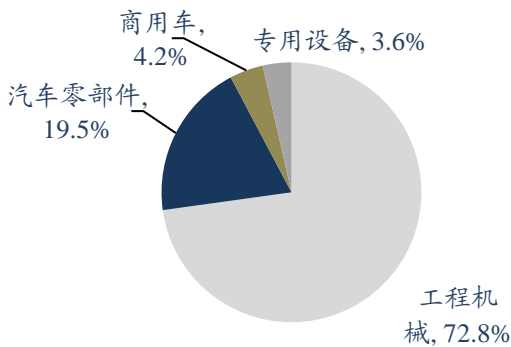
数据来源：wind，东吴证券研究所

横向对比来看，中证工程机械主题指数在各类泛制造及细分行业指数中对工程机械全产业链的覆盖更为深入。截至 2026 年 1 月 6 日，中证工程机械主题指数中核心主机及零部件权重极高，显著区别于中证高端装备制造指数（930599.CSI）。高端装备指数的前十大权重股主要由宁德时代、中际旭创、寒武纪等科技股主导，工程机械属性极弱。这一反差表明，中证工程机械主题指数剔除了电子、通信等赛道的干扰，在行业纯度上远优于泛高端制造类指数。

与同赛道的工程机械 II (中信) 指数相比, 中证工程机械主题指数的结构更具产业链代表性。中信指数的前十大持仓过度集中于头部主机厂, 其三一重工与徐工机械合计权重超 54%, 且未将潍柴动力与恒立液压纳入前十大重仓。相比之下, 中证工程机械主题指数配置更均衡, 其较高的核心零部件权重能够更充分地反映当前主机出口+国产替代的完整产业逻辑。

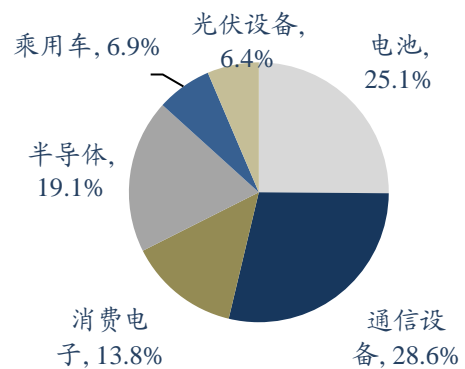
从投资视角来看, 工程机械行业正处于国内设备更新、海外市场拓展的双轮驱动周期, 而中证工程机械主题指数的配置使其具备业绩弹性+稳健性的优势, 成为当前市场中具有稀缺性的工程机械主题指数。

图32: 中证工程机械主题指数前十大成分股行业分布



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图33: 中证高端装备制造指数前十大成分股行业分布



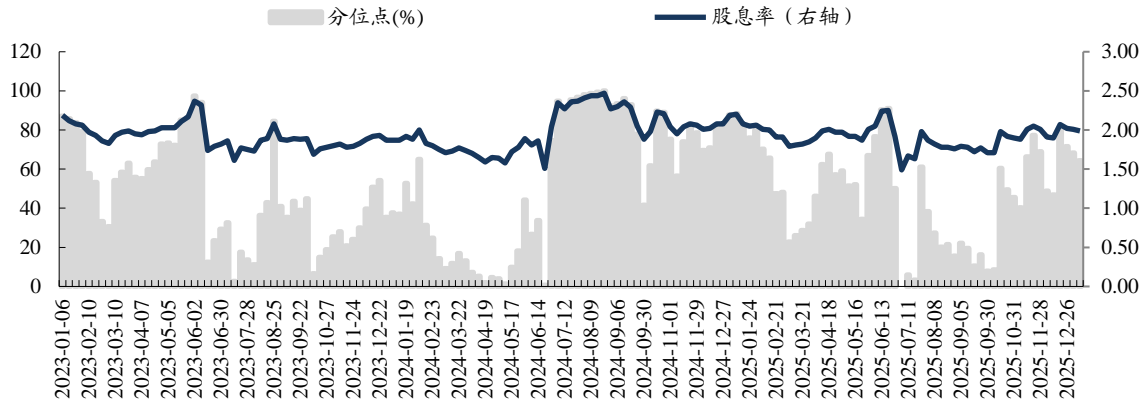
数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.1.2. 股息回报稳健&低估值, 指数具备顺周期向上弹性

从风格来看, 该指数凸显鲜明的价值蓝筹属性, 与当前市场对高安全边际资产的配置需求高度契合。

截至 2026 年 1 月 5 日, 中证工程机械指数股息率约为 1.99, 处于历史中位以上, 反映出该指数在当前时点上具有良好的安全边际。从历史维度上来看, 以 2023 年 1 月至 2026 年 1 月为区间计算历史分位数, 中证工程机械主题指数当前股息率位于历史 64.29% 左右的分位区间, 显示指数当前估值处于具备吸引力的阶段。较高的股息率分位数反映出指数所涵盖的徐工机械、三一重工等龙头成分股在工程机械行业筑底回升、全面复苏阶段具备较强的盈利韧性与相对低估的市场定价。整体来看, 指数当前性价比优于历史平均, 在提供基础现金回报的同时具备顺周期的向上弹性, 估值端仍保持较强的中长期配置价值。

图34: 中证工程机械指数历史股息率 (区间范围 2023/01/06-2026/01/05)

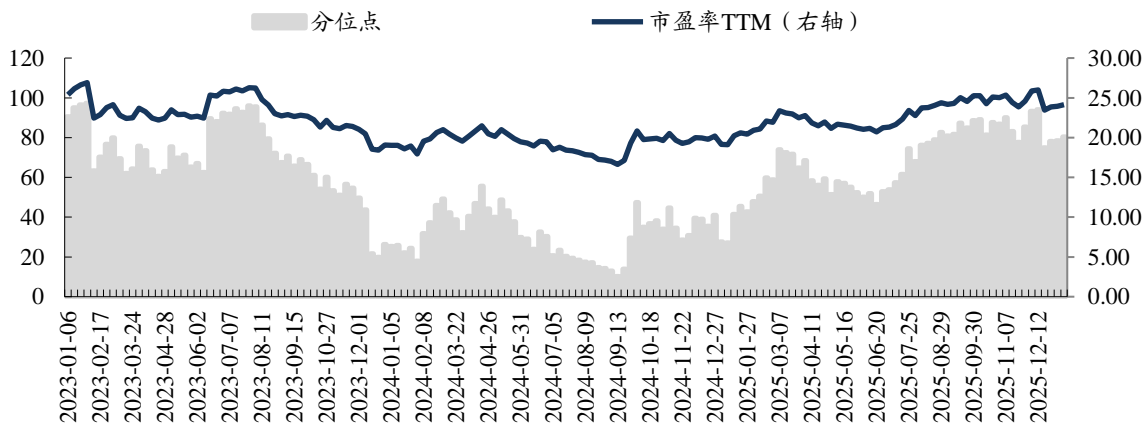


数据来源：wind，东吴证券研究所

结合当前估值水平来看，指数整体处于估值修复后的合理区间，估值已提前反映行业复苏预期，体现出显著的周期反转特征与中长期的配置价值。

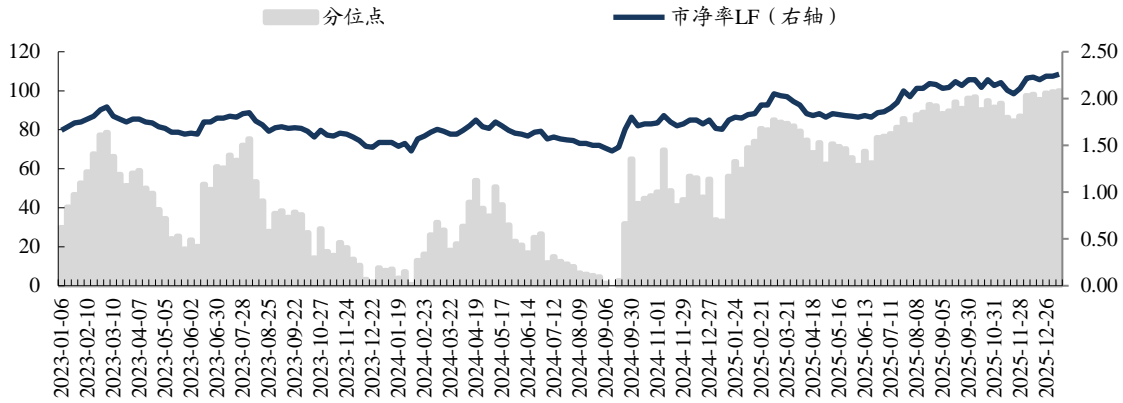
截至 2026 年 1 月 5 日，中证工程机械主题指数的市盈率（TTM）为 24.13 倍。自 2023 年 1 月至 2026 年 1 月为历史区间计算历史分位数，该指数市盈率位于历史 80.28% 百分位点，处于近年来的相对高位区间。因此，当前中证工程机械主题指数的估值水平已走出底部，呈现出鲜明的周期抢跑特征。在工程机械行业的触底回升期，股价往往先于业绩上涨，导致静态市盈率被动抬升。当前较高的 PE 分位数反映了市场对设备更新+出海逻辑的高度共识及对未来业绩爆发的乐观预期。随着后续龙头企业盈利能力的实质性修复，当前的高估值有望被快速消化。

图35：中证工程机械指数市盈率 TTM（区间范围 2023/01/06-2026/01/05）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图36：中证工程机械指数市净率 LM（区间范围 2023/01/06-2026/01/05）



数据来源：wind，东吴证券研究所

具体到个股上，截至 2026 年 1 月 6 日，中证工程机械主题指数核心工程机械成分股中市盈率 TTM（剔除恒立液压高估值）约 14-24 倍，反映了市场对行业走出底部、盈利边际改善的预期定价。更为重要的是，该指数内部的成份股风格呈现出“稳健龙头+高弹性成长”的差异化配置逻辑，构建了极佳组合优势：

(1) 稳健侧：以三一重工、中联重科、安徽合力为代表的主机厂及叉车龙头，估值相对较低，且股息率普遍在 3% 以上。这类资产凭借稳固的市场地位与充沛的现金流，为组合提供了坚实基础，是穿越周期的压舱石。

(2) 弹性侧：以恒立液压为代表的核心零部件龙头，市盈率高达 54.27 倍，显著高于行业平均。这一估值溢价不仅反映了其在液压件领域的绝对统治力，更体现了市场对其机器人属性、增长曲线的高度认可。恒立液压的高估值赋予了指数在科技成长风格下的向上高弹性。

表21：中证工程机械指数核心工程机械公司市盈率&股息率（%）（截至 2026/01/06）

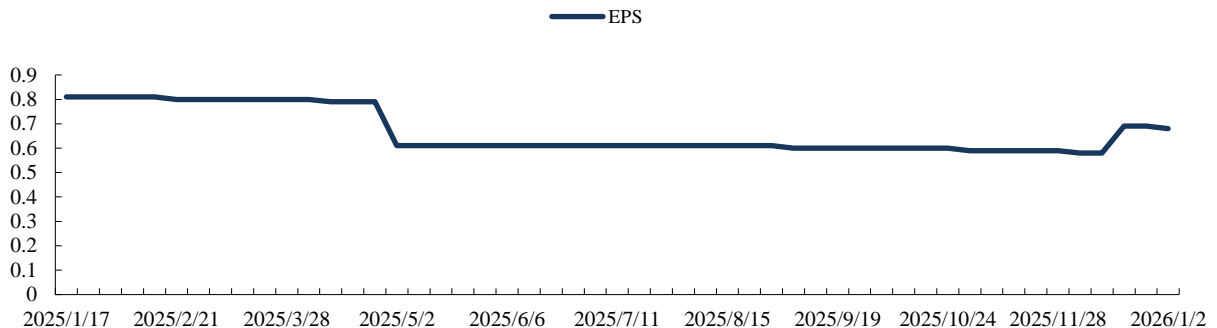
证券代码	证券简称	市盈率 PE (TTM)	股息率 (近 12 个月)
000425.SZ	徐工机械	20.4129	1.5163
600031.SH	三一重工	23.7151	3.1325
601100.SH	恒立液压	54.2712	0.8811
000157.SZ	中联重科	17.4711	3.4522
000528.SZ	柳工	16.6908	2.1928
603298.SH	杭叉集团	15.9548	2.6100
600761.SH	安徽合力	14.1248	3.2957

数据来源：wind，东吴证券研究所

从盈利能力角度看，截至 2026 年 1 月 2 日，中证工程机械主题指数的 2025 年预测

每股收益为 0.68 元。这一数据体现了该指数在经历行业周期调整后，在当前时点上具备了企稳回升的盈利基础和较为扎实的业绩支撑，中长期投资价值仍较突出。

图37: 中证工程机械指数核心工程机械公司市盈率&股息率(%) (截至 2026/01/06)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.2. 产品概况

2.2.1. 全市场规模最大工程机械 ETF, 市场稀缺性高

广发中证工程机械 ETF (基金代码: 560280) 于 2023 年 10 月 18 日成立, 由姚曦担任基金经理, 当前产品提供 A 类 (020903) 与 C 类 (020904) 联接份额。基金采用完全复制策略, 紧密跟踪中证工程机械主题指数, 聚焦工程机械全产业链核心龙头, 是目前市场上紧密跟踪该指数的核心工具产品, 也是精准覆盖“主机厂出海+核心零部件国产替代”双轮驱动逻辑的纯粹标的, 具备鲜明的赛道高弹性与配置工具属性。

该 ETF 作为全市场首只、目前规模最大的工程机械主题 ETF, 具备极高的稀缺性与市场标杆地位。截至 2026 年 1 月 9 日, 该 ETF 规模超 10 亿元。产品具有不可复制的先发卡位价值, 且对于 ETF 工具而言, 领先的资金体量直接映射了更优的流动性深度与更低的交易摩擦成本, 使其成为大资金进出的首选载体。在当前市场中, 该 ETF 凭借其旗舰地位, 是投资者捕捉行业周期反转与出海红利最为纯粹、交易效率最高的配置工具。

表22: 广发中证工程机械 ETF 概况

项目	内容
基金代码	560280.OF
基金简称	广发中证工程机械ETF
基金全称	广发中证工程机械主题交易型开放式指数证券投资基金
基金管理人	广发基金管理有限公司
基金托管人	招商银行股份有限公司
成立日期	2023年10月18日
上市日期	2023年10月30日
上市交易所	上海证券交易所
基金规模	4.53亿元（发行规模）
投资目标	紧密跟踪中证工程机械主题指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化
投资范围	中证工程机械主题指数成分股及其备选成分股
投资策略	完全复制法
业绩比较基准	中证工程机械主题指数收益率
基金类型	股票型基金，被动指数型基金
运作方式	契约型开放式
投资风格	被动指数型

数据来源：wind，东吴证券研究所

表23：广发中证工程机械ETF费率（截至2026/01/06）

前后端	条件	费率	备注
前端	金额<50万	0.80%	普通投资群体
前端	50万≤金额<100万	0.40%	普通投资群体
前端	金额≥100万	1000元/笔	普通投资群体

数据来源：wind，东吴证券研究所

根据最新持仓数据，广发中证工程机械ETF行业配置高度集中于工业机械与制造领域，前十大重仓股合计基金净值占比约70.35%，成分集中度较高，体现出风格清晰、配置导向明确的特征。

核心重仓集中于全球化主机厂和核心动力/液压零部件龙头，其中三一重工、徐工机械、潍柴动力等头部企业整体占比处于领先地位，构成基金主支撑。该持仓结构不仅通过主机厂提供稳健的安全边际，同时也凭借恒立液压等标的保留了高端制造的向上弹性，具备显著的顺周期进攻属性。

表24：广发中证工程机械ETF概况

股票代码	股票名称	持仓市值(元)	持仓数量
600031.SH	三一重工	56,666,092.00	2,438,300
000425.SZ	徐工机械	52,814,681.50	4,592,581
000338.SZ	潍柴动力	39,862,617.36	2,843,268
601100.SH	恒立液压	28,549,611.62	298,106
000157.SZ	中联重科	22,208,766.30	2,772,630
600418.SH	江淮汽车	12,246,080.00	227,200
000528.SZ	柳工	9,969,484.00	901,400
603300.SH	海南华铁	8,565,832.00	884,900
603298.SH	杭叉集团	8,391,458.40	292,080
600761.SH	安徽合力	7,587,780.00	346,000

数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.2.2. 收益端表现强劲，高性价比配置工具

从收益与风险指标来看，截至统计区间，广发中证工程机械 ETF (560280.OF) 展现出极具竞争力的综合表现，在同赛道内部及产业链关联板块中均具备显著的优势地位。

首先，在同类主题 ETF 的横向对比中，广发工程机械 ETF 拥有更强的盈利性。数据显示，广发中证工程机械 ETF 的年化收益率高达 75.03%，在同类产品中处于领先地位，优于大成中证工程机械 ETF (159542.OF) 的 70.51%。同时，在最大上涨幅度指标上，广发 ETF 达到了 43.70%，同样高于竞品的 41.37%。尽管两者的最大回撤(约-15%)与年化波动率(约 21%)差异细微，但广发 ETF 产品在捕捉行业上行机会方面能力更为优秀。

其次，与产业链下游的基建板块相比，工程机械 ETF 呈现出较高成长性。通过横向对比华夏中证基建 ETF (159635.OF) 和银华中证基建 ETF (516950.OF)，广发工程机械 ETF 的业绩爆发力优势巨大。虽然基建类 ETF 的年化波动率(约 17%)和最大回撤(约-11%)相对较小，表现出更强的防御性，但其年化收益率仅徘徊在 24%-25% 区间。相比之下，广发工程机械 ETF 以略高的波动成本换取了接近 3 倍于基建板块的年化收益(75.03%)。这充分说明，在行业景气度回升或出海逻辑兑现的周期中，处于设备端的工程机械板块具备比整体基建板块更强的股价弹性与超额收益获取能力。

整体来看，广发中证工程机械 ETF 在收益端表现强劲，不仅在同类产品中确立了领先身位，更在与基建宽基的对比中展现了突出的高成长性，是当前捕捉工程机械行业复苏与出海红利的优质高弹性配置工具。

表25: 广发中证工程机械 ETF 概况

证券代码	证券简称	最大回撤	最大上涨	年化收益率	年化波动率
560280.OF	广发中证工程机械 ETF	-15.5602	43.695	75.0285	21.3198
159542.OF	大成中证工程机械 ETF	-15.1835	41.3677	70.5109	20.9176
159635.OF	华夏中证基建 ETF	-11.0887	25.3422	24.0563	17.422
516950.OF	银华中证基建 ETF	-10.7884	24.9716	24.8229	17.1777

数据来源：wind，东吴证券研究所

3. 风险提示

(1) 行业周期波动：受宏观经济波动影响，工程机械行业具有较强的周期性，若国内宏观经济大幅波动，将对工程机械行业平稳发展产生不利影响。

(2) 基建及地产项目落地不及预期：基建及房地产为工程机械下游最大需求，若基建及房地产投资不足，将影响行业主要产品销售。

(3) 政策不及预期：国内基建及房地产与国家政策相关度较高，若后续国内政策不及预期将对工程机械行业产生不利影响。

(4) 地缘政治加剧风险：若国际贸易争端及地缘冲突加剧，全球政治黑天鹅事件或对国内工程机械企业全球化造成负面影响。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>