

## 三一重工(600031)

## 全球化龙头行稳致远，周期复苏+体系优势共振上行

买入(维持)

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	74,019	78,383	89,601	102,089	113,623
同比(%)	(8.44)	5.90	14.31	13.94	11.30
归母净利润(百万元)	4,527	5,975	8,499	11,136	12,709
同比(%)	5.53	31.98	42.23	31.03	14.13
EPS-最新摊薄(元/股)	0.49	0.65	0.92	1.21	1.38
P/E(现价&最新摊薄)	46.96	35.58	25.01	19.09	16.73

## 投资要点

- 国内外共振向上，重点关注海外行业景气度复苏：**（1）复盘2025年：工程机械板块国内实现全面复苏，出口温和回暖；起重机等非挖设备销量也明显改善。国内外需求共振向上、产能利用率提升及持续降本增效共同推动工程机械板块盈利能力增强，国内核心主机厂的销售净利率均显著提升。（2）展望2026年：①国内：根据周期更新替换理论，2025-2028年国内挖机需求预计年均增长超20%，本轮周期预计至2028年见顶。但受资金到位影响，需求转化为销量的速度较缓，整体呈现温和且持久的复苏态势。②出口：海外挖机销量同样存在周期扰动，核心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。
- 全球工程机械领军企业，挖机支柱+多品类发展助力业绩上行：**三一重工以混凝土机械起家，逐步构建以挖掘机为核心支柱的多元化产品体系，挖机、混凝土机械、起重机等主导品类长期保持行业领先地位，核心业务收入占比接近80%，龙头地位稳固。公司依托长期技术积累、规模优势，在大挖、高端起重机、成套化装备等领域不断突破，产品性能已全面接轨国际一流水平。同时，公司坚持聚焦高毛利、高景气度赛道，主动优化业务结构，避免低毛利业务拖累，推动整体盈利能力持续领跑行业。在主业稳健发展的基础上，多品类协同放量有效平滑单一品类波动，为公司业绩稳健增长提供支撑。
- 产品+渠道+服务一体化，打造行业龙头高壁垒：**公司以挖掘机为核心，持续推进产品升级与结构优化，在电动化、智能化、无人化等领域保持行业领先水平；渠道端通过参股经销商模式实现深度绑定，构建高效率、高粘性的销售网络，显著提升终端掌控力与抗周期能力；服务端依托ECC企业控制中心与CRM系统，持续缩短响应时间、提升运维效率，推动服务由被动维修向提前预警维护升级。产品力、渠道力与服务力的深度协同，使公司在全球竞争中形成难以复制的综合优势。参照卡特彼勒发展路径，随着三一海外扩张持续深化，公司估值中枢有望稳步上移。
- 盈利预测与投资评级：**公司作为全球工程机械龙头，挖机单品领先，海外业务持续放量，三大竞争壁垒不断强化，有望充分受益本轮行业复苏周期。我们维持公司2025-2027年归母净利润为85/111/127亿元，当前市值对应PE为25/19/17倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**行业周期波动，基建、地产项目落地不及预期，政策不及预期，地缘政治加剧风险

2026年02月13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

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	23.12
一年最低/最高价	16.93/24.26
市净率(倍)	2.67
流通A股市值(百万元)	195,927.90
总市值(百万元)	212,588.50

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.66
资产负债率(% ,LF)	52.49
总股本(百万股)	9,195.00
流通A股(百万股)	8,474.39

## 相关研究

《三一重工(600031): 2025年三季报点评: Q3 归母净利润同比+48%, 看好上行周期龙头业绩弹性》

2025-10-31

《三一重工(600031): 2025半年度业绩点评: Q2 归母净利润同比+38%超预期, 龙头充分受益于国内外共振》

2025-08-22

## 内容目录

<b>1. 国内外共振向上，重点关注海外行业景气度复苏 .....</b>	<b>5</b>
1.1. 工程机械行业进入新一轮周期.....	5
1.2. 国内市场：挖机温和复苏，资金到位率是关键.....	6
1.3. 出口市场：2026年海外有望开启新一轮周期向上.....	9
<b>2. 全球工程机械领军企业，挖机支柱+多品类发展助力业绩上行 .....</b>	<b>13</b>
2.1. 工程机械制造典范，挖掘机龙头强者恒强.....	13
2.2. 股权结构稳定，创始人团队控制力强.....	14
2.3. 得益于海外扩张&风险把控，业绩周期波动弱化 .....	16
<b>3. 产品+渠道+服务一体化，打造行业龙头高壁垒 .....</b>	<b>19</b>
3.1. 产品壁垒：聚焦高毛利核心品类，产品力&高投入打造护城河 .....	20
3.1.1. 产品——竞争力基石，挖机龙头地位稳固.....	20
3.1.2. 产品质量已接轨国际，产品力显著提升.....	22
3.1.3. 高研发投入&高薪酬吸引人才，打造高壁垒护城河 .....	23
3.1.4. 电动化&智能化&无人化行业领先，构筑技术核心壁垒 .....	24
3.2. 渠道壁垒：国内参股、海外本地化双轮驱动，销售体系领先.....	26
3.2.1. 国内渠道：参股绑定+高激励机制，打造良性循环的渠道网络 .....	26
3.2.2. 海外渠道：本地化制造+渠道下沉，构筑海外渠道壁垒 .....	30
3.3. 服务壁垒：ECC 赋能高响应效率，打造行业领先服务体系 .....	32
<b>4. 估值合理性 .....</b>	<b>35</b>
4.1. 对标卡特路径，海外扩张有望驱动估值中枢上移.....	35
4.2. 经营质量持续改善，盈利含金量显著提升.....	36
4.3. 高经营杠杆驱动业绩弹性显著更大.....	38
4.4. 三一扩产节奏领先，将优先受益行业上行.....	39
4.5. 分红能力稳步增强，股东回报水平显著改善.....	40
4.6. PB-ROE 估值体系下，三一重工具备高投资价值 .....	41
<b>5. 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>42</b>
<b>6. 风险提示 .....</b>	<b>44</b>

## 图表目录

图 1: 2002-2025 年国内&出口挖掘机销量及增速 (单位: 台) .....	5
图 2: 自 2021 年起, 四家主机厂的海外营收占比提升迅猛.....	6
图 3: 2025H1 主机厂海外毛利率水平显著高于国内 .....	6
图 4: 2020-2029 年国内挖机销量预测 (单位: 台) .....	6
图 5: 挖机不同下游有不同的资金来源 .....	7
图 6: 2017 年-2025 年国内小挖占比显著提升 .....	7
图 7: 不同国家挖掘机人均销量情况 (单位: 台/万人) .....	7
图 8: 非挖不同种类 2024 年以来国内销量同比增速表现.....	8
图 9: 2025 年主机厂国内混凝土收入开始正增长 (单位: 亿元) .....	9
图 10: 海外挖机销量于 2022 年见顶.....	9
图 11: 欧美地区历史挖机销量情况 (单位: 台) .....	10
图 12: 非欧美地区历史挖机销量情况 (单位: 台) .....	10
图 13: 非挖出口销量同比增速表现相较于挖机更有韧性.....	10
图 14: 国内主机厂海外收入市场空间测算.....	11
图 15: 2020-2024 年全球工程机械销售额 .....	11
图 16: 2024 年全球工程机械分产品销售额占比.....	11
图 17: 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) .....	12
图 18: 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) .....	12
图 19: 中国品牌海外挖机销量主要增长市场分析.....	13
图 20: 三一重工股份有限公司发展历程时间线.....	13
图 21: 三一重工核心品类为挖掘机、混凝土机械、起重机.....	14
图 22: 梁稳根作为实控人持股 19.39% (截至 2025/9/30) .....	15
图 23: 三一重工员工持股计划进展情况.....	16
图 24: 公司收入增速与全球挖掘机销量增速高度一致.....	17
图 25: 公司营收结构中, 挖机占比提升显著.....	17
图 26: 得益于海外扩张&风险把控, 盈利周期波动弱化 .....	18
图 27: 盈利能力重回上行通道.....	19
图 28: 费控能力保持优异.....	19
图 29: 三一重工具备行业最核心的竞争力, 龙头地位稳固.....	19
图 30: 2024 年全球工程机械分产品销售额占比.....	20
图 31: 全球主要工程机械制造商均配置挖掘机.....	20
图 32: 成熟市场挖机销量周期波动性更弱 (单位: 台) .....	20
图 33: 2009-2020 年三一挖掘机市占率位列国内第一 .....	21
图 34: 2025Q1-3 三一挖掘机收入体量及占比为板块最高 .....	21
图 35: 三一重工挖掘机毛利率为板块内最高 .....	21
图 36: 三一重工挖掘机销售净利率高于整体 .....	21
图 37: 2025H1 三一分业务板块收入占比 .....	22
图 38: 2025H1 徐工分业务板块收入占比 .....	22
图 39: 2025H1 中联重科分业务板块收入占比 .....	22
图 40: 2025H1 柳工分业务板块收入占比 .....	22
图 41: 三一、卡特、小松、斗山 50 吨级别最新大挖性能比较 .....	23
图 42: 三一、卡特、小松、中联研发投入占比 .....	23

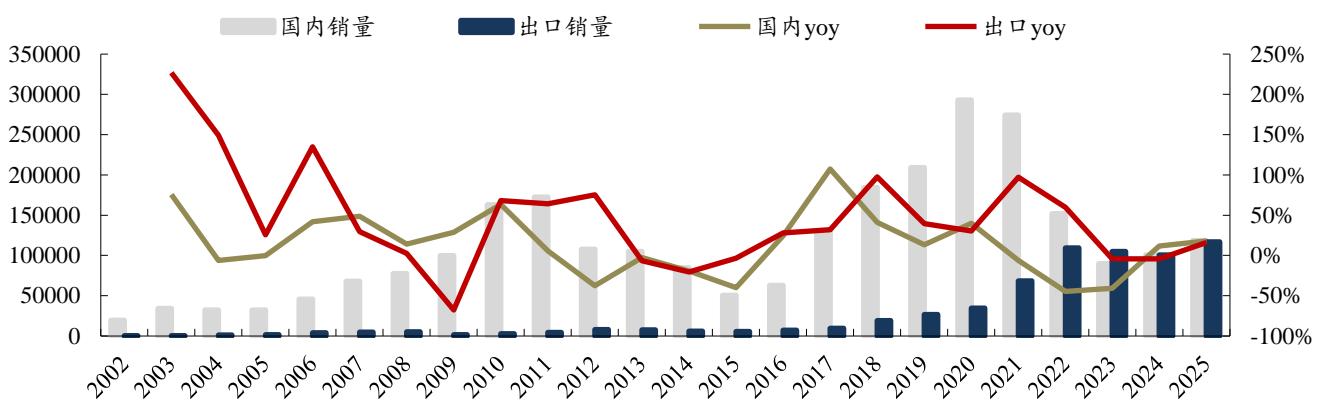
图 43: 三一、中联、柳工、徐工员工薪酬 (万元/人) .....	23
图 44: 市场主流 5 吨电动/柴油装载机综合使用成本对比 .....	24
图 45: 2022 年高机下游应用场景 .....	24
图 46: 2023 年电动装载机下游应用场景 .....	24
图 47: 三一重工电动化子公司布局 .....	25
图 48: 头部工程机械主机厂专利情况 (项) .....	25
图 49: 2025 年 1-10 月电动搅拌车市占率情况 .....	26
图 50: 三一重工已处于 Level 4 无人驾驶阶段 .....	26
图 51: 卡特彼勒中国四大经销商 .....	27
图 52: 优质经销商可大幅提升渠道效用 .....	27
图 53: 截至 2025 年, 三一重工部分参股经销商名单 .....	28
图 54: 2019 年三一重工的经销商数量少 & 单体规模显著更高, 带来极高的费效比 .....	29
图 55: 三一重工 2025H1 销售佣金达 4 亿元, 同比大幅 +52% .....	29
图 56: 2025Q1-3 三一重工的销售费用率约 6.8%, 整体稳健可控 .....	30
图 57: 2025Q1-3 三一重工的销售净利率高达 11.0%, 分别高于徐工/柳工约 3.2/6.1pct .....	30
图 58: 三一重工海外市场布局概况 .....	31
图 59: 三一印尼工厂本地化率显著提升 .....	31
图 60: 三一印度工厂已实现高度本土化 .....	31
图 61: 卡特彼勒副总裁 David Nicoll 出任三一美国 CEO .....	32
图 62: 适用于矿山工况的三一挖机产品 SY750H .....	32
图 63: 三一重工具备高密度的服务体系 .....	33
图 64: 三一率先大规模推行“211”服务标准 & 领跑行业 .....	33
图 65: 三一重工服务响应速度领跑行业, 平均约 12 小时 .....	33
图 66: ECC 与 CRM 系统紧密联动, 显著提升服务效率 .....	34
图 67: 三一重工高管走访客户 & 一线调研 .....	35
图 68: 梁稳根先生走访工厂 .....	35
图 69: 三一海外市场营收占比由 2021 年的 24% 稳步提升至 2025H1 的 59% .....	36
图 70: 2025Q1-3 三一经营活动净现金流显著高于净利润 .....	37
图 71: 2024 年三一重工净现比高达 2.4 .....	37
图 72: 2025Q1-3 三一重工净现比约 2.0, 显著高于友商 .....	37
图 73: 三一表内风险敞口与徐工基本持平, 显著低于中联 .....	38
图 74: 三一重工表外风险敞口显著低于友商 .....	38
图 75: 三一重工经营杠杆显著更强 .....	39
图 76: 三一资本开支周期开启更早、规模更大 (单位: 亿元) .....	39
图 77: 三一、徐工、中联、柳工的折旧开始增加 (单位: 亿元) .....	39
图 78: 2018 年起, 三一股利支付率保持在 30% 以上 .....	40
图 79: 2017 年起, 三一重工股息率中枢显著抬升 .....	40
图 80: 2022 年起, 三一研发规模 & 营收占比逐步收缩 .....	40
图 81: 2021 年起, 三一资本开支增速大幅下降 .....	40
图 82: PB-ROE 估值体系下, 三一重工龙头逻辑的市场认可度高, 有望逐步由第三象限回归至第一象限 .....	41
图 83: 盈利预测 (单位: 百万元) .....	43
图 84: 可比公司估值表 (截至 2026/2/13) .....	43

## 1. 国内外共振向上，重点关注海外行业景气度复苏

### 1.1. 工程机械行业进入新一轮周期

工程机械行业进入新一轮周期，出口市场占据半壁江山。本轮周期与前两轮最大的差异在于外需已由边际补充转为核心驱动力。早期行业增长主要依赖国内基建与地产，海外占比低；而2021年以来，出口显著放量、占比快速提升，截至2025年，出口占总销量的比重达50%，与内需持平，海外成为工程机械行业最重要的增量市场。

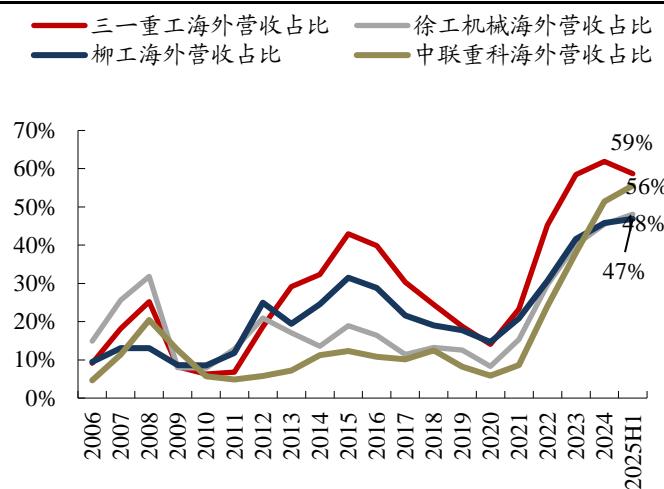
图1：2002-2025年国内&出口挖掘机销量及增速（单位：台）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

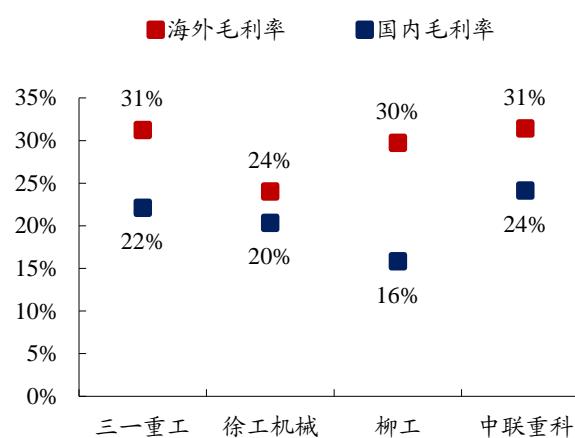
从收入结构&盈利水平看，海外市场在新一轮周期中的重要性显著提升。（1）收入结构：2021年以来，三一、徐工、柳工、中联等主机厂海外收入占比提升迅猛，截至2025H1已普遍位于45%-60%区间。（2）盈利水平：2025H1四家主机厂海外毛利率普遍在24%-31%区间内，明显高于国内的16%-24%，价差优势突出。整体来看，本轮周期中海外市场具备高占比、高盈利特征，已成为工程机械企业业绩释放的关键变量。

图2：自2021年起，四家主机厂的海外营收占比提升迅猛



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图3：2025H1 主机厂海外毛利率水平显著高于国内

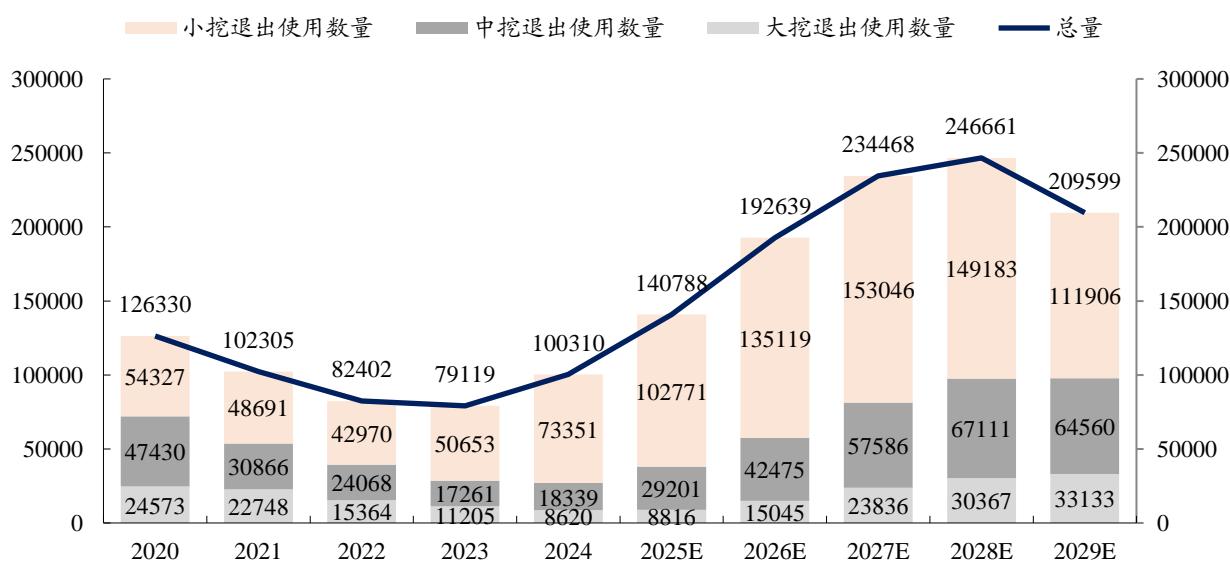


数据来源：Wind, 东吴证券研究所

## 1.2. 国内市场：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。

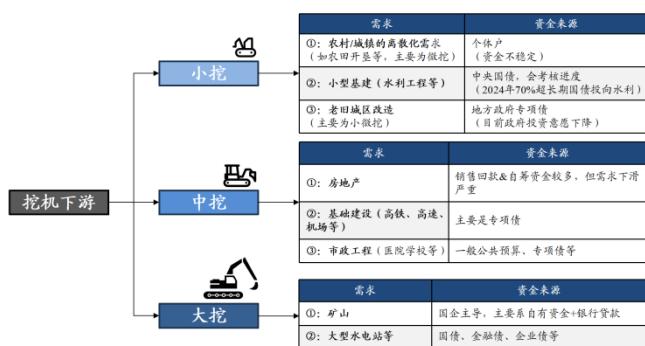
图4：2020-2029年国内挖机销量预测（单位：台）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

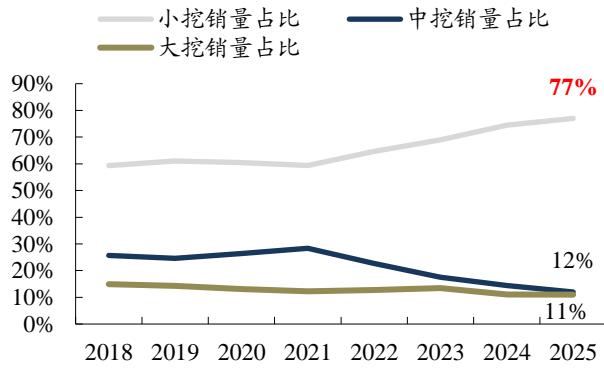
国内新一轮上行周期的特征为小挖占比高，2025年国内小挖销量占比为77%。与上一轮周期相比，本轮基建/地产的支撑力度较弱，反而是水利工程、高标准农田建设等下游支撑较为强劲。究其本质，主要系不同下游的资金到位率有较大差异，水利工程、高标准农田建设等下游的资金来源主要为中央特别国债，基建等场景资金的来源主要为地方政府专项债。近两年，中央资金到位率较高，但地方债受到化债影响，用于实物开工的资金占比较低。展望未来，随着化债进程加快，我们认为国内挖机销量仍有较大上升空间。

图5：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

图6：2017年-2025年国内小挖占比显著提升



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，但受制于短期资金面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，但周期长度也更长。

图7：不同国家挖掘机人均销量情况（单位：台/万人）

挖掘机人均销量	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。

图8：非挖不同种类 2024年以来国内销量同比增速表现

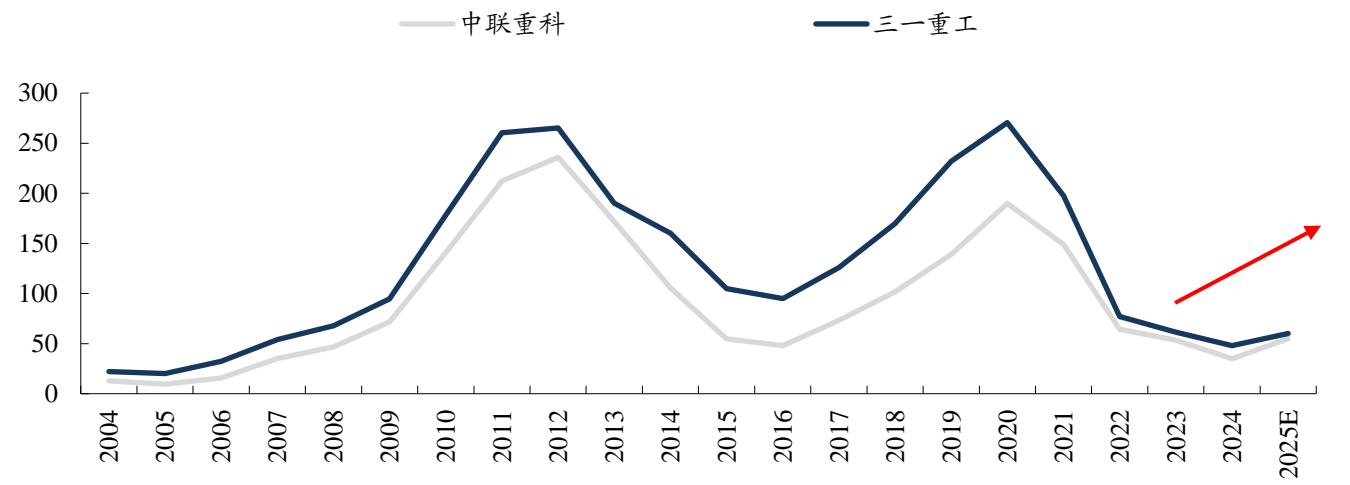
	汽车起重机	履带起重机	随车起重机	塔式起重机	压路机	摊铺机	平地机
2024M1	22%	40%	38%	-21%	-7%	-24%	74%
2024M2	-54%	-57%	-1%	-75%	-52%	-51%	-17%
2024M3	-31%	-40%	-17%	-59%	-19%	-16%	-1%
2024M4	-35%	-37%	-9%	-71%	-10%	-25%	7%
2024M5	-44%	-63%	-1%	-61%	-11%	-16%	9%
2024M6	-28%	-49%	2%	-70%	-14%	-34%	-1%
2024M7	-37%	-64%	-12%	-72%	-2%	-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%
2025M11	26%	102%	36%	-49%	23%	15%	25%
2025M12	39%	96%	37%	-46%	18%	-32%	71%

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，且转正时间节点及幅度优于起重机，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9：2025年主机厂国内混凝土收入开始正增长（单位：亿元）



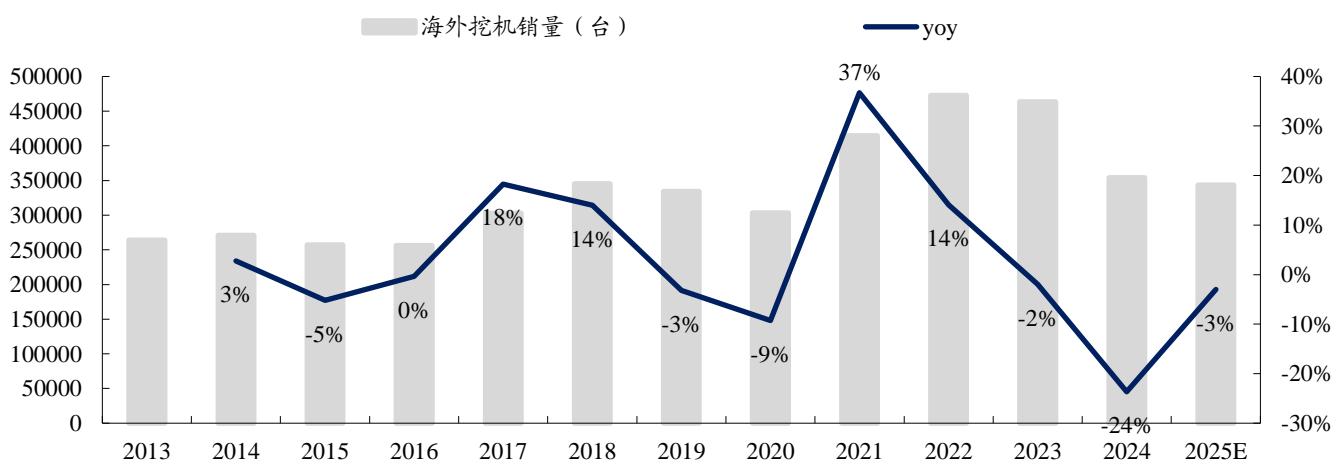
数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

注：2025E 数据为行业协会预计。

### 1.3. 出口市场：2026 年海外有望开启新一轮周期向上

海外有望于 2026 年开启新一轮上行周期，与国内形成共振：复盘 2013-2024 年的挖掘机销量数据，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。

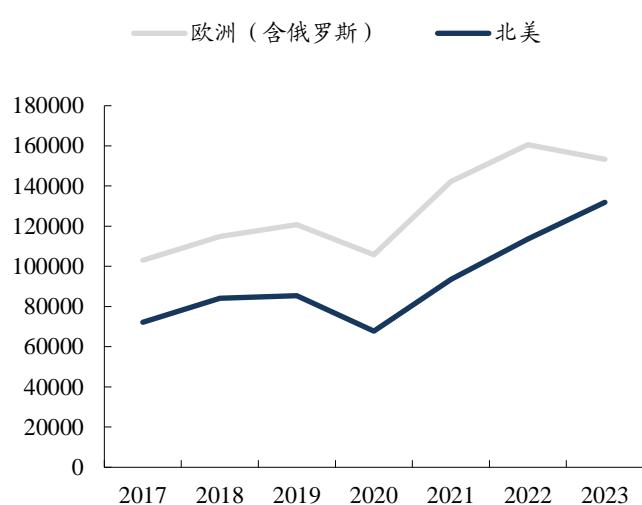
图10：海外挖机销量于 2022 年见顶



数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

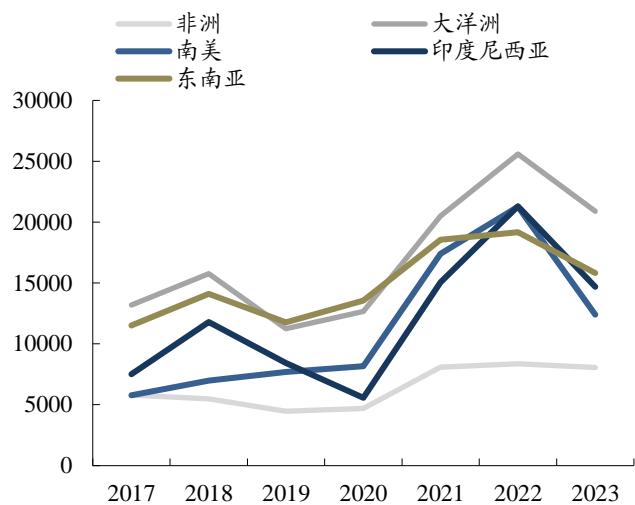
注：2025E 数据为行业协会预计。

图11：欧美地区历史挖机销量情况（单位：台）



数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

图12：非欧美地区历史挖机销量情况（单位：台）



数据来源：工程机械行业协会，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，还受道路、市政、园区及能源等基建项目带动，和挖机周期相关性并不完全一致，因此印尼、印度、沙特、巴西等基建投资强度较高的市场均对路面机械、起重机、混凝土设备等品类需求形成支撑。

图13：非挖出口销量同比增速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	混凝土机械
2019	23%	-9%	3%		-9%	-28%	-13%	39%	12%
2020	-21%	-24%	-13%		9%	11%	0%	31%	-27%
2021	55%	114%	35%		68%	28%	93%	97%	36%
2022	73%	55%	83%		25%	13%	13%	60%	29%
2023	35%	24%	64%	141%	16%	56%	-6%	-4%	32%
2024	24%	0%	-6%	1%	11%	95%	17%	-4%	40%
2025M1-10	-3%	24%	17%	28%	26%	16%	3%	14%	2%

数据来源：工程机械行业协会，海关总署，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 2024-2030 年增长空间超 280%。

图14：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)	7994	840	1036	3437
2024 年中国品牌市占率 (%)	4%	21%	23%	18%
2030E 市场空间 (亿元)	9772	1078	1246	4641
2030E 中国品牌市占率 (%)	15%	60%	33%	60%
2030E 中国品牌海外收入 (亿元)	1466	647	411	2785
2024-2030E 预计收入增长空间				280%+

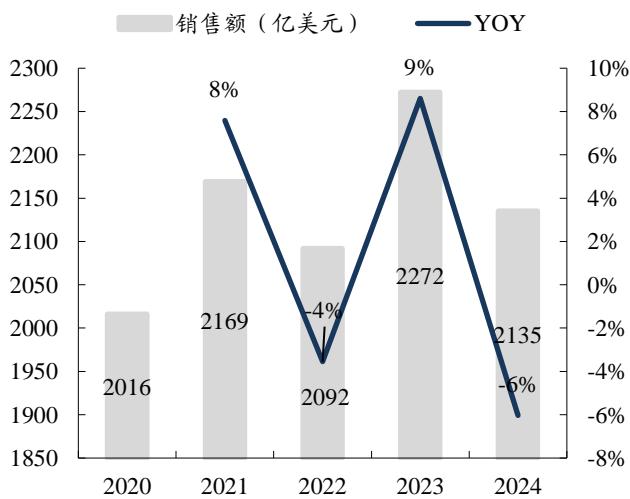
数据来源：三一重工港股招股书，Frost & Sullivan，东吴证券研究所

注：市场空间数据来自三一重工港股招股书、Frost & Sullivan，国内主机厂分地区收入为东吴证券研究所测算

我们将从以下几个维度探讨：

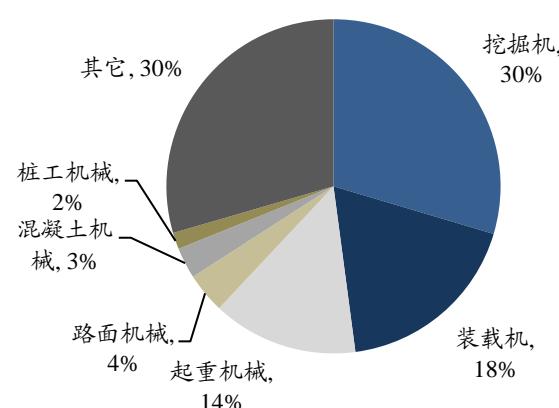
**(1) 收入维度：**2024 年全球工程机械行业市场规模约 1.5 万亿元，扣除中国占比 20%，中国以外的海外市场空间约 1.2 万亿元。按照设备价值量计算，挖掘机/装载机/起重机械/路面机械/混凝土机械的价值量占比分别约 30%/18%/14%/4%/3%，中国企业的产品主要为以上五种，总市场空间为 8000 亿元。2024 年三一重工/徐工机械/中联重科/柳工/山推股份海外收入分别为 485/417/234/138/74 亿元，五家主机厂海外收入市占率约 17%。

图15：2020-2024 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16：2024 年全球工程机械分产品销售额占比



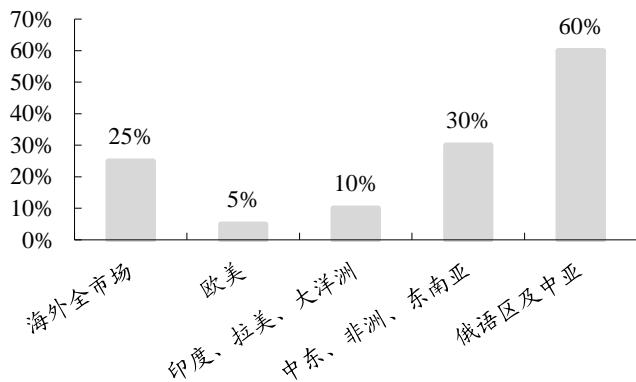
数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

**(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。

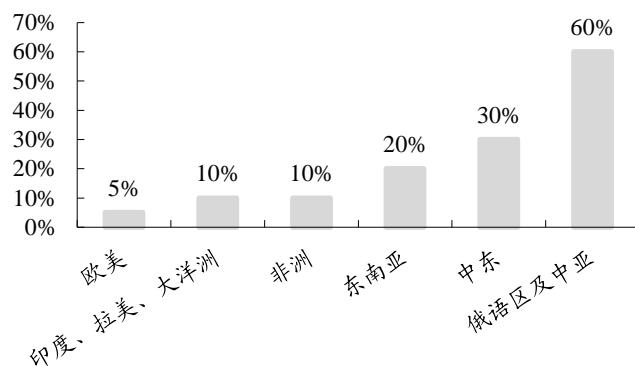
**考虑到二手机，则中国品牌份额仍有较大提升空间：**2024 年，中国品牌市占率超过 30% 的市场中，非洲、东南亚、中东、俄语区及中亚的二手机占比分别约 70%/40%/5%/5%。若考虑到二手机更新替换市场，中国品牌在非洲和东南亚实际的市占率分别为 10%/20%。俄罗斯和中亚虽然市占率已经较高，但该区域战后空间较大。

图17：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18：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、美国影响力大、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的需求的基石，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。

图19：中国品牌海外挖机销量主要增长市场分析

	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%		10%
	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：工程机械行业协会，东吴证券研究所

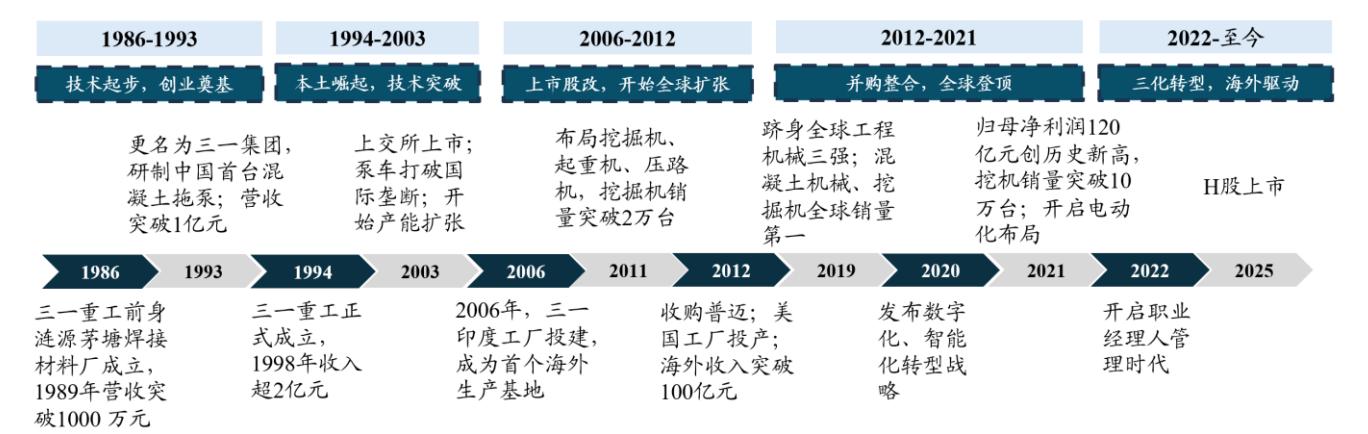
注：表中百分比表示该地区工程机械需求结构，如在当地工程机械总业务中，基建、矿业等下游的占比情况。

## 2. 全球工程机械领军企业，挖机支柱+多品类发展助力业绩上行

### 2.1. 工程机械制造典范，挖掘机龙头强者恒强

**工程机械制造典范，挖掘机龙头强者恒强。**三一重工始创于 1986 年，从焊接材料厂起家，通过自主研制中国首台混凝土泵车进入工程机械行业，1998 年混凝土泵车收入超过 2 亿元，奠定“中国泵王”的地位。在公司不断突破泵车技术期间，公司熟练掌握了液压系统、臂架设计等工程机械核心技术，打造直销 + 服务的营销模式，建立快速响应的售后服务网络，为后续公司切入其他品类奠定基础。2003 年公司成功上市，资本赋能公司加速扩张，重点突破挖掘机、起重机、桩工机械三大核心领域，2011 年公司挖掘机销量便突破 2 万台，结束外资垄断成为国内挖机销量冠军。2012 年公司收购德国普迈，国际化发展加速并于 2019 年成为全球第三大工程机械企业。2025 年公司完成 A+H 双平台上市，在全球化资本赋能下迈向世界级企业。

图20：三一重工业务发展历程时间线



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

以混凝土机械起家，终以挖掘机为核心支柱，奠定全球工程机械领军地位。公司以混凝土机械起家，逐步横向拓展，挖掘机、起重机受益于第二轮工程机械向上周期收入规模迅速扩张。截至 2025 年，公司混凝土机械成为全球第一品牌，挖掘机、大吨位起重机、旋挖钻机、路面成套设备等主导产品为中国第一品牌。

图21：三一重工核心品类为挖掘机、混凝土机械、起重机

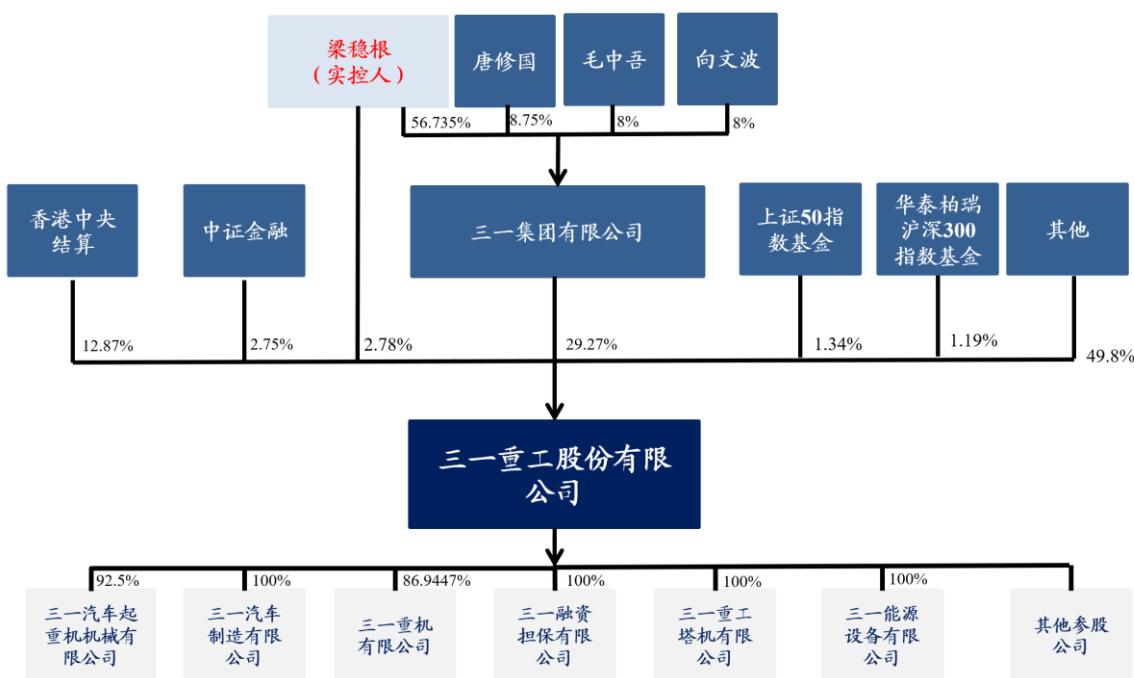
土方石机械							
	微挖	小挖	中挖	大挖	轮式挖掘机	装载机	
混凝土机械							
	泵车	搅拌车	车载泵	混凝土搅拌站	拖泵	砂浆泵	湿喷机
起重机							
	汽车起重机	全地面起重机	随车起重机	桁架臂履带起重机			
路面机械							
	摊铺机	平地机	压路机				
桩工机械							
	旋挖钻机	连续墙抓斗	双轮铣槽机	非开挖产品			

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 2.2. 股权结构稳定，创始人团队控制力强

**民营控股 + 机构持股，治理结构稳定且多元。** 截止 2025 年 9 月 30 日，三一集团作为公司控股股东持股 29.27%，梁稳根为实际控制人合计持股 19.39%。一方面，创始人团队通过三一集团实现控股，保持民营企业决策效率高、市场反应快的特点。另一方面，公司机构投资者持股比例高，“民营 + 国资 + 外资”混合持股结构兼顾市场活力与监管合规，有助于提升国际认可度。

图22：梁稳根作为实控人持股 19.39%（截至 2025/9/30）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

三一构建了限制性股票激励 + 员工持股平台的双轮驱动激励体系，通过分层精准激励实现核心人才绑定与全员利益共享，优化“创始人控股 + 机构多元 + 员工共享”的均衡股权结构，提升公司治理水平。

公司于 2012 年、2016 年、2022 年推出多期限制性股票激励计划，重点绑定核心管理与技术骨干。

公司创新推行员工零出资的常态化员工持股计划，已连续 6 年实施，覆盖数千名员工，让全体员工共享发展红利，形成长期稳定的人才激励与保留机制。

图23：三一重工员工持股计划进展情况

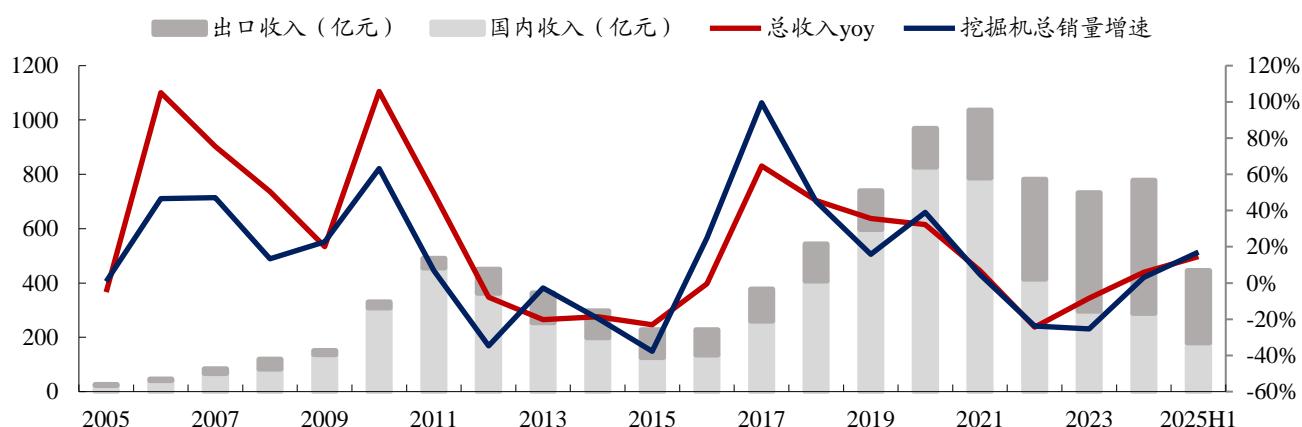
年份	平台名称	设立规模	参与人数	股票来源	购买价格	存续期限	核心内容
2020	国信证券三一重员工持股1号单一资产管理计划	约 1.40 亿元	2,246 人	公司回购专用账户股份	16.94 元 / 股	72 个月	首次采用奖励基金金额出资，覆盖范围扩大
2021	国信证券三一重员工持股2号单一资产管理计划	约 2.7 亿元	超 4,000 人	公司回购专用账户股份	35.73 元 / 股	72 个月	购买价格为回购均价的 281%，体现对公司价值的认可
2022	国信证券三一重员工持股3号单一资产管理计划	约 3.0 亿元	约 4,500 人	公司回购专用账户股份	16.1 元 / 股	72 个月	聚焦数字化转型与国际化战略核心团队
2023	国信证券三一重员工持股4号单一资产管理计划	约 5.9 亿元	约 5,000 人	公司回购专用账户股份	16.1 元 / 股	72 个月	规模创历史新高，覆盖关键岗位新录用员工
2024	国信证券三一重员工持股5号单一资产管理计划	约 4.5 亿元	约 5,200 人	公司回购专用账户股份	16.0 元 / 股	72 个月	与高管减持形成平衡，强化利益绑定
2025	国信证券三一重员工持股6号单一资产管理计划	约 5.35 亿元	不超过 5,552 人	公司回购专用账户股份	16.09 元 / 股	72 个月	覆盖范围最大，H股上市后首次员工持股计划

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 2.3. 得益于海外扩张&风险把控，业绩周期波动弱化

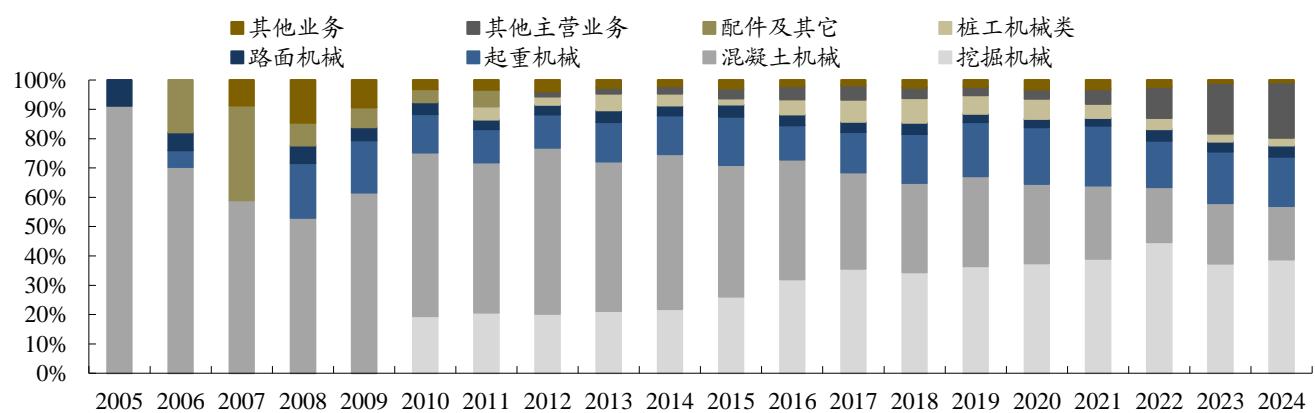
收入与行业需求波动一致，海外是当前核心增量市场。公司的产品品类相对集中，挖掘机/混凝土机械/起重机三大类收入占比接近 80%，因此公司收入增速与工程机械需求波动基本一致，在 2008-2015、2016-2023 年国内两轮周期下公司也呈现出较强的周期波动。2022 年公司的增长逻辑发生转折拐点，收入增长由国内驱动转为海外驱动，2023 年开始海外收入占比超过国内，也标志着公司开始向全球龙头迈进。

图24：公司收入增速与全球挖掘机销量增速高度一致



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

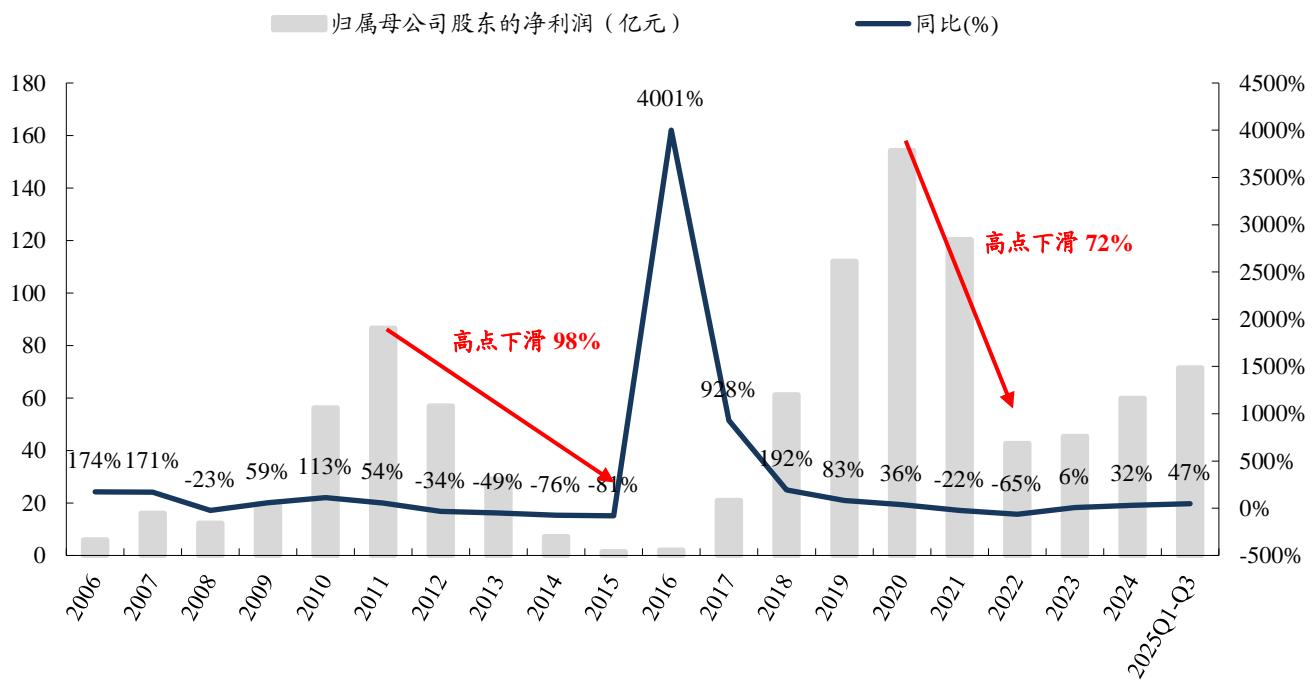
图25：公司营收结构中，挖机占比提升显著



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

得益于海外扩张&风险把控，盈利周期波动弱化。工程机械行业具备较强的规模效应，因此周期内企业端盈利的波动往往比收入波动更大。例如 2008-2011 上行期间公司收入/归母净利润增幅分别为 270%/603%，2011-2015 下行期公司收入/归母净利润降幅分别为 -54%/-98%。但是在 2016-2022 这轮周期中，得益于海外市场扩张&风险把控，2020-2022 年公司归母净利润从高点下滑 72%，小于上一轮周期。工程机械周期的波动正在逐渐被弱化，企业的扩张也不再是对单一市占率的追逐，而是转变为对盈利真实性、高质量发展的追求。

图26：得益于海外扩张&amp;风险把控，盈利周期波动弱化

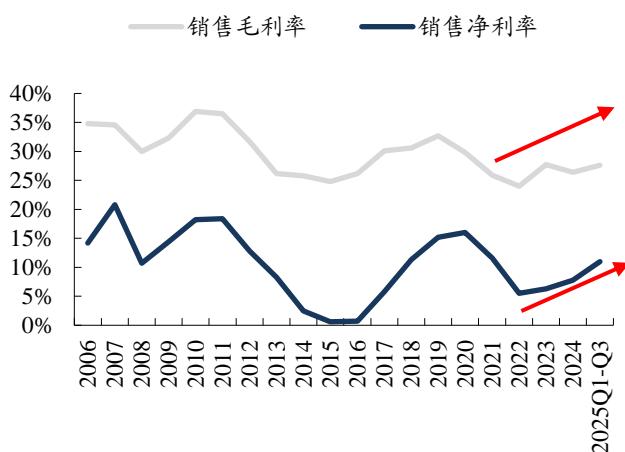


数据来源：Wind, 东吴证券研究所

**毛利率方面**，公司在 2017–2020 年行业高景气阶段维持在 30% 上方，并于 2019 年达到 33% 的高点；随着 2021 年行业见顶、价格竞争加剧及产能利用率下滑，毛利率自 2020 年起逐步回落至 2022 年的 24%，此后伴随行业触底修复、出口占比提升，毛利率在 2023–2025H1 稳步回升至 27%。**销售净利率走势更具弹性**，在景气高峰 2019–2020 年曾达到 15%–16%，到 2022 年跌至 6%，并在 2024–2025H1 随着利润修复重新回升至 12%。

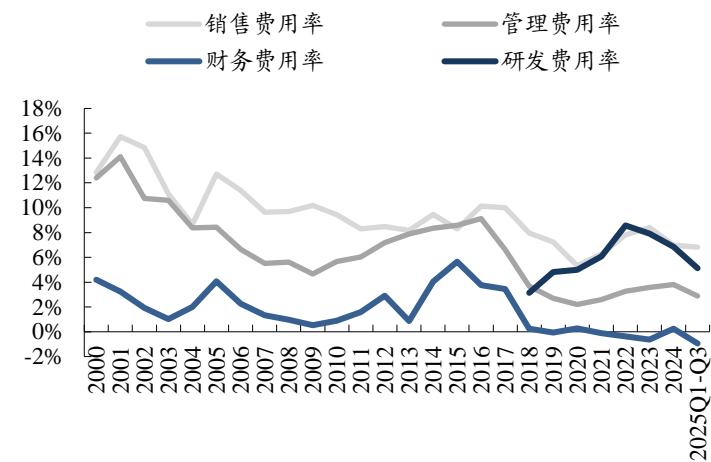
**费控方面**，公司销售费用率自 2016 年的 10% 降至 2021 年的 6%，并在 2022 年后稳定在 8% 左右，显示销售端费用控制显著改善；管理费用率近几年维持在 3%–5% 区间，呈现稳中有降的趋势；研发费用率保持在 5%–9% 区间，体现公司持续进行技术投入；财务费用率主要受汇兑与融资结构影响，整体趋于下降。总体来看，公司的四大费率整体维持在较低水平，为行业复苏阶段的利润修复提供了支撑。

图27：盈利能力重回上行通道



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图28：费控能力保持优异

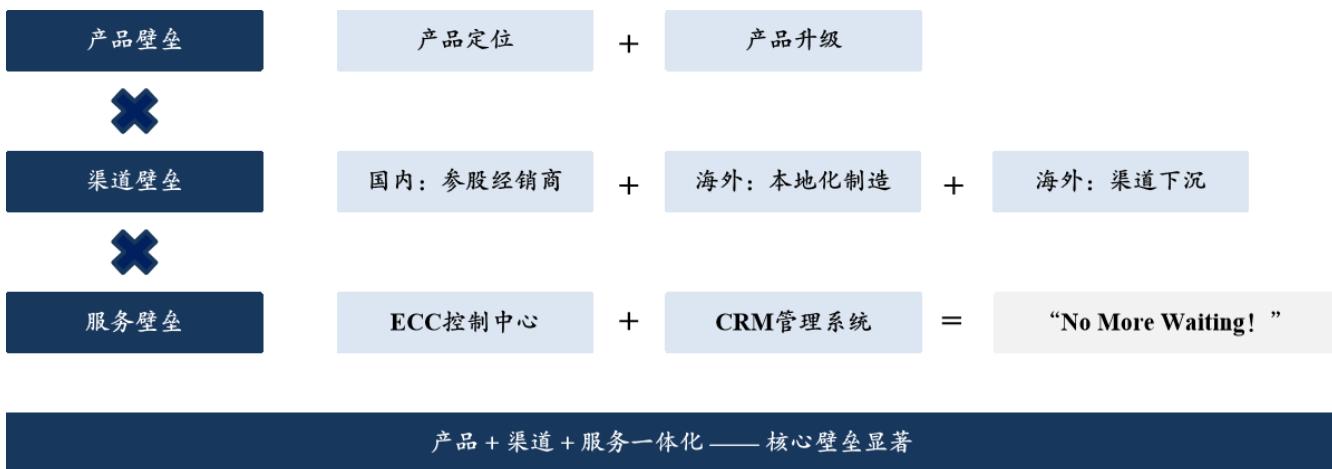


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

### 3. 产品+渠道+服务一体化，打造行业龙头高壁垒

**产品+渠道+服务一体化，三一重工正迈向全球龙头。**产品端，公司在产品定位和产品升级方面全市场领先，公司以挖掘机为核心，在工程机械板块形成稳固的龙头地位；公司的电动化技术稳居国内榜首。渠道端，公司参股国内核心经销商，二者深度绑定、合作共赢；海外市场扩展方面，公司在全球最大的欧美市场持续深耕，海外收入占比是国内第一。服务端，公司服务创新“ECC企业控制中心”，始终秉持“No More Waiting”理念，持续缩短客户距离和响应时间，通过数字化服务大幅提升效率。**通过对比全球龙头卡特&小松，可以看出产品+渠道+服务是工程机械行业最核心的竞争力。**

图29：三一重工具备行业最核心的竞争力，龙头地位稳固



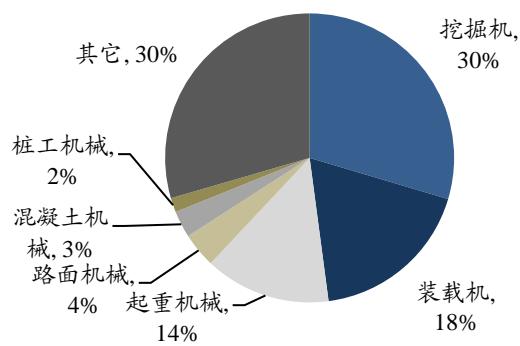
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.1. 产品壁垒：聚焦高毛利核心品类，产品力&高投入打造护城河

#### 3.1.1. 产品——竞争力基石，挖机龙头地位稳固

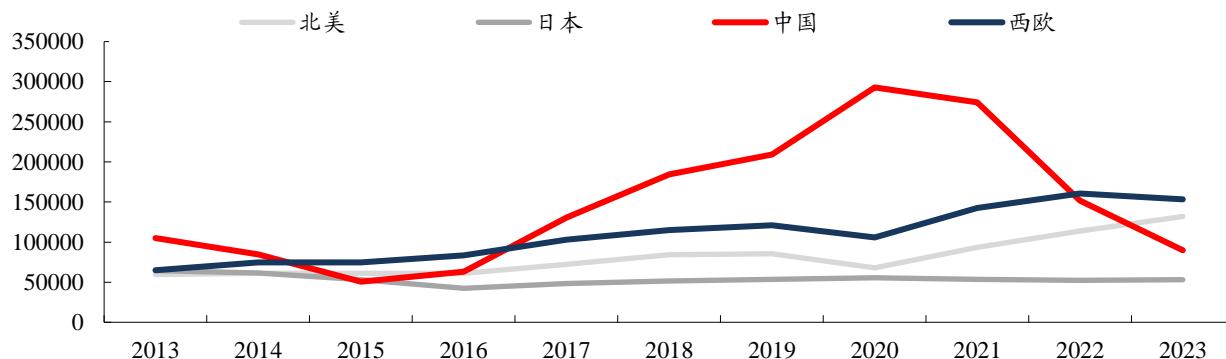
得挖机者得天下，公司作为挖机王者龙头地位稳固。挖掘机具备应用范围广、产品壁垒高等优势，在板块中销售额占比 30%，全球工程机械龙头都将挖掘机板块作为必争之地。在欧美日等发达地区，挖掘机具备机器替人属性，销量周期波动较小；在非洲、印尼等新兴市场，挖掘机是进入矿山机械领域的必备品类。

图30：2024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

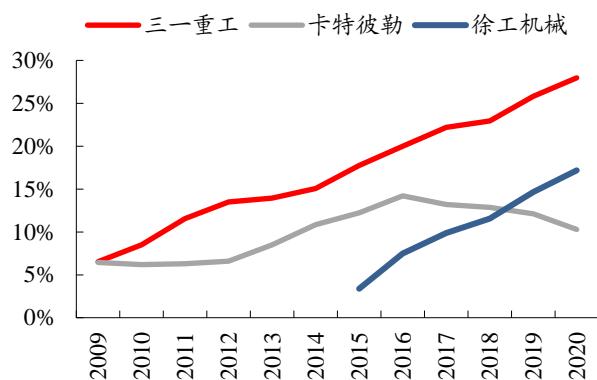
图32：成熟市场挖机销量周期波动性更弱（单位：台）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司自 2010 年起在国内挖掘机市场形成领先优势。2009—2020 年公司挖机国内市占率由约 6% 提升至 28%，此后稳定在 25%—30% 区间，始终保持国内第一地位。三一依托领先的产品力，其挖机业务营收体量、占比均高于友商，始终为公司最核心的业务板块，在行业周期波动中具备较强的韧性。

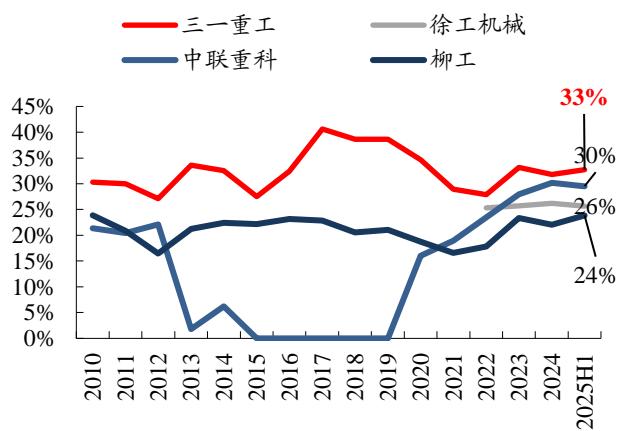
图33：2009-2020年三一挖掘机市占率位列国内第一



数据来源：Wind, 各公司官网, 东吴证券研究所

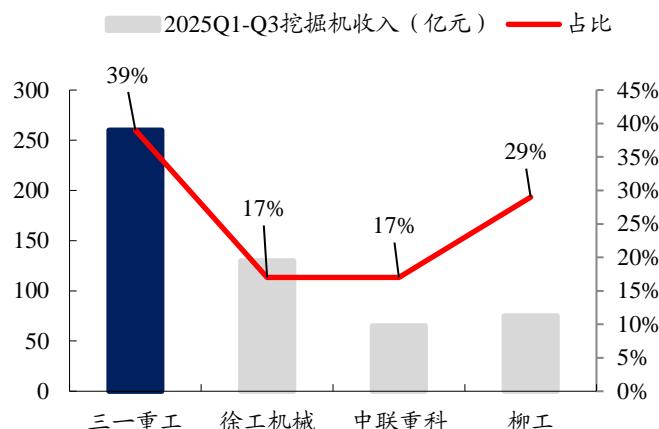
受益于规模优势、成本控制能力及产品溢价能力，公司挖机业务盈利水平长期领先行业。横向对比来看，2025H1公司挖机业务毛利率达33%，显著高于中联/徐工/柳工的30%/26%/24%；内部结构来看，公司挖机业务净利率达16.4%，明显高于整体的11.9%，挖机板块对利润的核心支撑作用显著。因此在行业上行周期中，挖机的赚钱效应更加明显，三一的盈利弹性更大。

图35：三一重工挖掘机毛利率为板块内最高



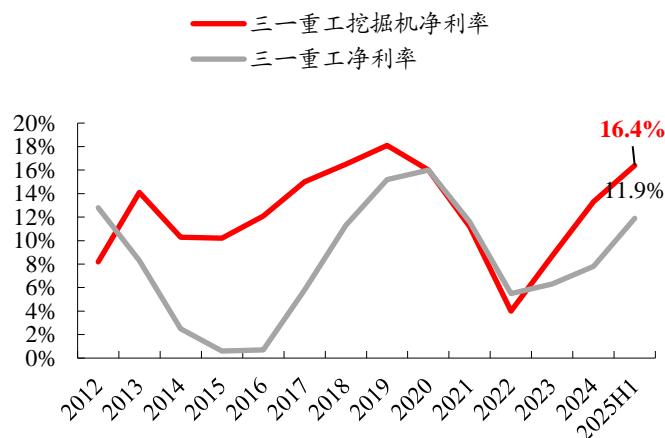
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图34：2025Q1-3三一挖掘机收入体量及占比为板块最高



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

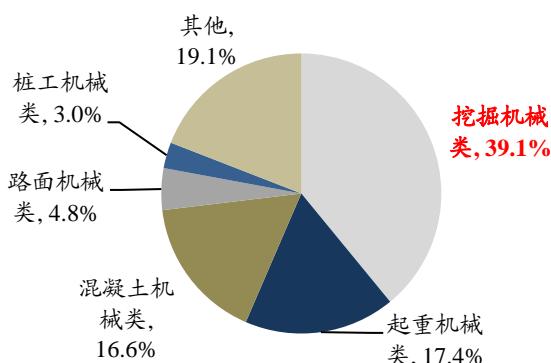
图36：三一重工挖掘机销售净利率高于整体



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

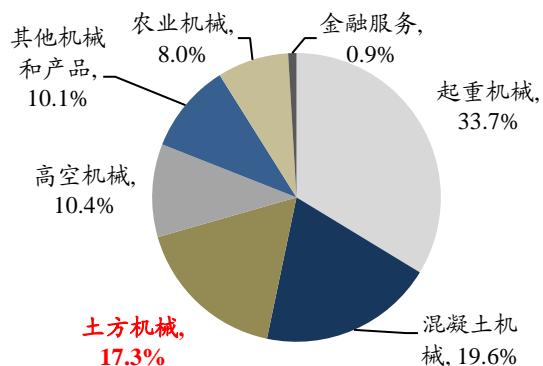
公司的核心优势在于聚焦高毛利、大市场容量品类的结构性布局。2025年上半年，公司挖掘机械营收占比39.1%、混凝土机械营收占比16.6%、起重机械营收占比17.4%，三大高毛利品类合计收入占比超73%，公司主动放弃装载机等低毛利品类。相较于徐工、柳工、中联重科分散布局低毛利业务或多品类的结构，公司的产品策略避免了利润稀释，直接推动其毛利率持续领先行业，在周期波动中筑牢了盈利韧性。

图37：2025H1 三一业务板块收入占比



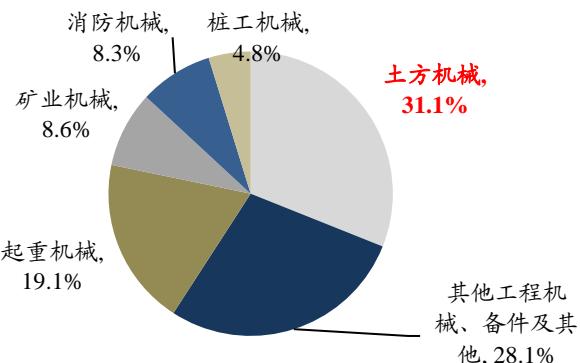
数据来源：Wind，公司官网，东吴证券研究所

图39：2025H1 中联重科业务板块收入占比



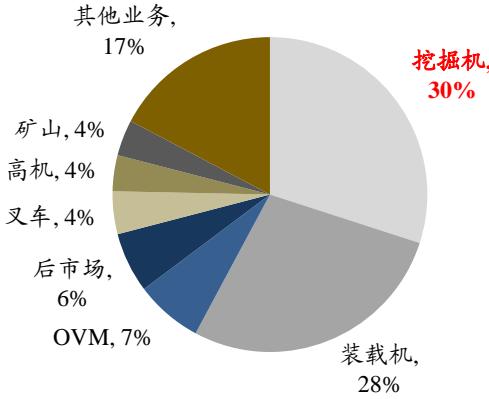
数据来源：Wind，公司官网，东吴证券研究所

图38：2025H1 徐工分业务板块收入占比



数据来源：Wind，公司官网，东吴证券研究所

图40：2025H1 柳工分业务板块收入占比



数据来源：Wind，公司官网，东吴证券研究所

### 3.1.2. 产品质量已接轨国际，产品力显著提升

公司产品质量已全面接轨国际一流水平，产品竞争力得到显著提升。以明星大挖 SY550H-S 为例，在关键性能指标上已对标甚至超越卡特彼勒、小松、斗山等国际龙头。从核心参数对比来看，SY550H-S 的最大挖掘深度达 8077mm，具备行业领先的深挖掘能力；铲斗挖掘力和斗杆挖掘力整体不输卡特、小松，跻身全球第一阵营；同时，在功率、行走速度等基础参数上也与国际竞品保持同步水平，展现出均衡的综合性能。

图41：三一、卡特、小松、斗山 50 吨级别最新大挖性能比较

	三一重工	卡特彼勒	小松	斗山
产品名称	SY550H-S	352	PC550LC-11M0	DX520LC-9C ACE
工作重量 (kg)	54000	50600	54800	50800
斗容 (立方米)	3.2	3.21	3.5	2.72-3.2
额定功率 (KW)	310 kW / 1800 rpm	332 kW / 1700 rpm	270 kW / 1900 rpm	257 kW / 1800 rpm
行走速度 (高/低) (km/h)	5.4/3.1	5.0/3.1	5.5/3.2	5.0/3.1
回转速度 (rpm)	8	8.3	8.2	8.3
最大挖掘深度	8077	7270	7210	7330
铲斗挖掘力 (KN)	293	291	278-295	282.2
斗杆挖掘力 (KN)	262	211	233-258	247

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

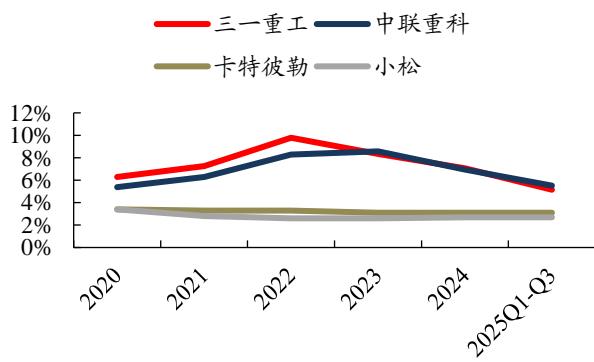
### 3.1.3. 高研发投入&高薪酬吸引人才，打造高壁垒护城河

$$\text{高研发费率} + \text{高薪酬策略} = \text{低人才流失率} + \text{高研发水准} = \text{技术沉淀}$$

从研发投入端来看，公司始终将销售收入的 5%-7% 投入研发中，研发投入占比在同行中保持长期领先，无论是对比卡特、小松等国际厂商，还是中联重科等国内厂商，公司的研发投入占比均处于头部区间，其中，2022 年占比接近 10%，显著高于卡特、小松 3%-4% 的水平，体现了公司对技术研发的重视程度。

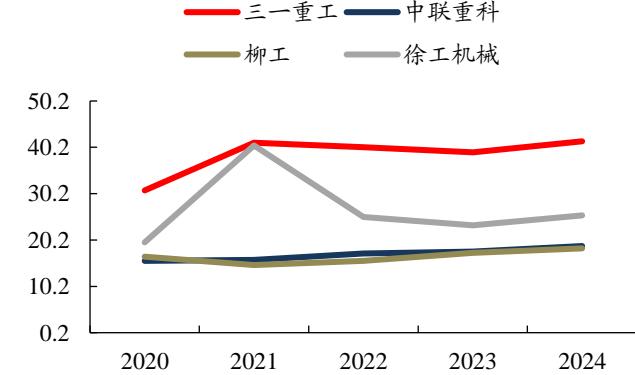
从员工薪酬端来看，公司通过高薪酬锁定核心技术骨干，对比国内其他主机厂，公司于 2020 年后将人均薪酬提升并稳定于 40 万元左右，大幅领先中联重科、柳工、徐工机械等国内其他工程机械企业；公司通过高薪酬策略不仅有效降低了核心研发人员的流失风险，还充分调动了员工的积极性，为研发团队稳定性提供了关键保障。

图42：三一、卡特、小松、中联研发投入占比



数据来源：Wind，公司官网，东吴证券研究所

图43：三一、中联、柳工、徐工员工薪酬（万元/人）



数据来源：Wind，公司官网，东吴证券研究所

### 3.1.4. 电动化&智能化&无人化行业领先，构筑技术核心壁垒

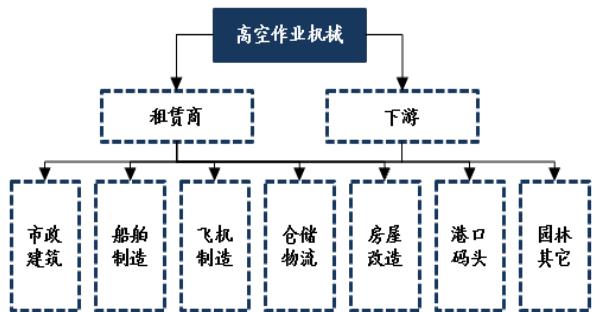
从行业整体来看，工程机械电动化渗透率已实现阶段性提升，主要系：（1）电动化经济性高：随着锂电产业链持续降本，电池成本显著下降，2024年工程机械用磷酸铁锂电池 Pack 价格已降至 800-1000 元/kWh。以主流 5 吨电动装载机为例，市场售价已从 100+万元降至约 60 万元。典型工况下电动装载机的年使用成本远低于燃油机，且购置成本差距仅约 20 万元，通常不到一年即可实现回本，经济效益显著。（2）工况适合转型：电动化设备多应用于充电条件良好的封闭、固定场景，如港口物流、砂石骨料和市政工程等领域。这些领域在装载机、叉车、高机等设备的下游应用中占比高，因此具备较强转型优势。

图44：市场主流 5 吨电动/柴油装载机综合使用成本对比

	电装	油装
价格（以 5 吨为例）	60 万元	40 万元
油费/电费	1h 耗费 25 度电，1 度电 1 元，一小时 25 元，每天工作 8 小时，一天电费 200 元，一年电费 6 万元	每小时 20 升，每天工作 8 小时，油费 7 元/升，一天油费 1120 元，按照 300 天计，一年油费 33.6 万元
维保费用	忽略不计，基本不需要维保	每年 2 万元
综合成本（按照 5 年使用寿命）	$60+6*5=90$ 万元	$40+34*5+2*5=220$ 万元
节省成本	$220-90=130$ 万元	
综合成本（按照 10 年使用寿命）	$60+6*10+24=144$ 万元	$40+34*10+2*10=400$ 万元
节省成本	$400-144=256$ 万元	
电装的电池寿命约 5 年，若考虑到 5 年后换电池，电池成本占比 40%，换电池成本约 24 万元		

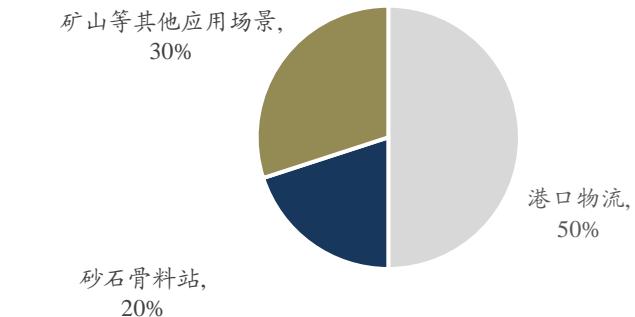
数据来源：Wind，柳工官网，东吴证券研究所

图45：2022 年高机下游应用场景



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图46：2023 年电动装载机下游应用场景



数据来源：Wind，东吴证券研究所

在行业电动化经济性、应用场景持续改善的背景下，公司电动化业务进入加速兑现阶段。2023 年公司实现电动及混动产品收入 31.46 亿元，占比持续提升，主要系公司持

续强化技术布局。三一针对挖机相关电芯、VCU 集控平台、充换电站及控制系统等关键环节推进研发，2023 年获得电动化相关专利 275 项，并通过成立三一锂能、三一红象电池等平台加码产业链布局。

图47：三一重工电动化子公司布局

子公司	成立时间	主营业务
三一锂能	2022 年 8 月	专注于电池制造、蓄电池租赁、储能技术服务和充电基础设施运营
红象电池	2022 年 10 月	专做电芯的研发
三一智能 三一智控	/	开发变速器，专注于控制器的线下开发

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图48：头部工程机械主机厂专利情况（项）

	截至 2023 年累计专利数量
三一重工	17336
中联重科	15795
徐工机械	10913
柳工	2882

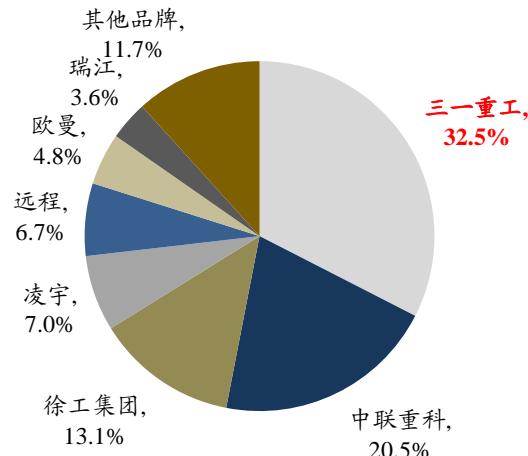
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

电动化为智能化、无人化的前提，三一逐步构建新一轮竞争优势。

1) **电动化：换道超车，加速行业渗透。**在新能源浪潮下，三一快速抢占市场先机，多个电动产品保持领先地位。三一电动起重机销量与市场份额长期领先，电动搅拌车市占率连续多年行业第一，持续扩大电动产品阵容和销量。未来随着电池成本进一步下降、工程机械应用场景持续拓展，公司电动化布局有望由起重机等品类向挖掘机等核心主力产品继续延伸。

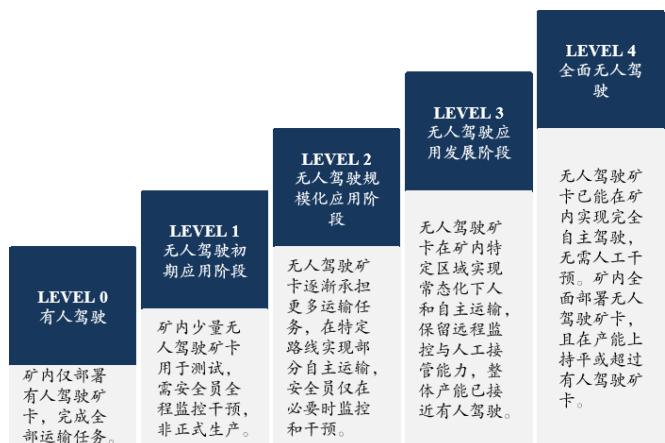
2) **电动化是智能化&无人化的前提，无人化已有实质成果。**三一在无人化技术上已有实质性成果，包括 L4 级无人驾驶自卸车、全电无人概念挖掘机、智能搬运机器人等。这些无人化装备不仅具备自动操控能力，还适用于矿区、园区、抢险等复杂场景，体现出无人化技术在实际应用层面的落地潜力。

图49：2025年1-10月电动搅拌车市占率情况



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图50：三一重工已处于Level 4 无人驾驶阶段



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 3.2. 渠道壁垒：国内参股、海外本地化双轮驱动，销售体系领先

#### 3.2.1. 国内渠道：参股绑定+高激励机制，打造良性循环的渠道网络

卡特彼勒采用高度差异化的招标模式筛选优质经销商，渠道壁垒显著。多数外资企业进入新市场时倾向于广撒网式引入本地代理，但卡特彼勒在切入中国市场时，选择向其全球、尤其是亚太地区的长期合作伙伴发起公开招标。通过这一机制，卡特最终确定了利星行、易初明通、信昌、华北利星行四家区域分销商。

卡特彼勒招标筛选标准严格，优质经销商助力公司度过周期低谷。卡特的具体筛选标准包含：（1）长期战略规划：公司要求经销商避免在高价值量挖机销售中依赖短期降价换量，而是通过服务能力与全生命周期运营实现可持续盈利；（2）运营稳定：工程机械设备生命周期长、后市场需求高，因此运营稳定有助于保障服务体系的连续性；（3）资金实力：高单价设备将带来资金周转、库存管理等风险。整体来看，在行业景气下行阶段仍具备经营韧性的经销商可增强主机厂的抗风险能力。

图51：卡特彼勒中国四大经销商

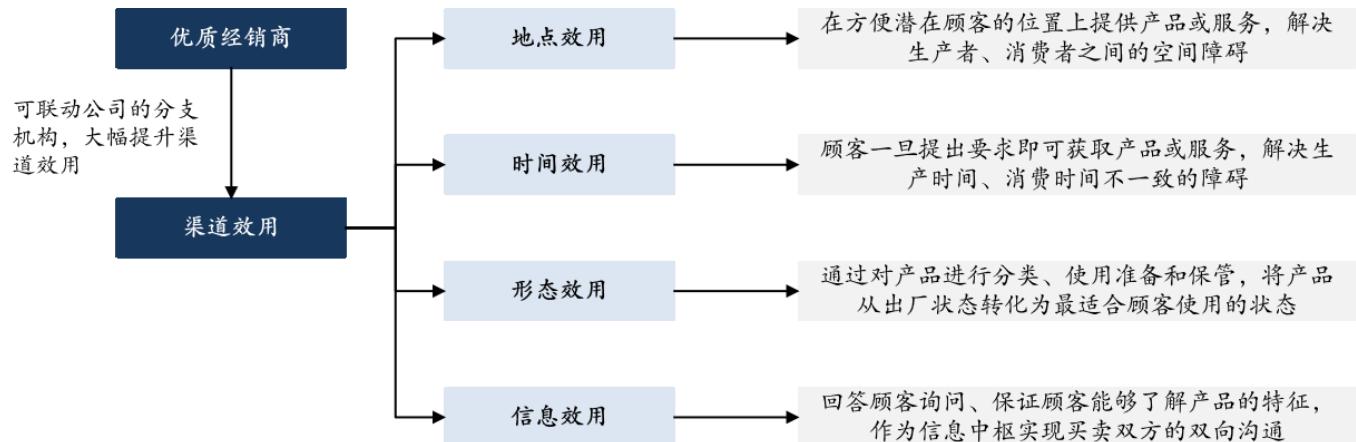


数据来源：《卡特彼勒之道》，东吴证券研究所

注：以上数据统计截至2025年。左下角图例仅用于区分经销商覆盖范围的颜色标识，数字本身不具备实际含义。

优质经销商可显著提升公司的渠道效用。渠道效用覆盖地点、时间、形态和信息四个维度。（1）地点：卡特经销商具备仓储权限，可联动全球及区域配送中心+储备关键产品，保障快速供货；（2）时间：卡特经销商依托全球2000+分支机构和零件库，实现98%硬件24小时内快速响应；（3）形态：完善的Cat Reman体系支持工厂级翻新，显著降低客户成本；（4）信息：基于Vision Link数字化平台，提供故障预警和工况反馈，促进产品持续优化。高门槛招标策略优于单纯渠道密度竞争，保障全天候服务与再制造能力，长期竞争壁垒显著。

图52：优质经销商可大幅提升渠道效用



数据来源：《卡特彼勒之道》，东吴证券研究所

**三一重工通过参股经销商来构筑渠道壁垒。**卡特彼勒的全球招标模式高度依赖其长期积累的高产品力与品牌壁垒，相比之下，三一虽已具备较强的产品力，但不足以直接复制卡特的模式，因而通过参股经销商来实现与渠道的深度绑定，其核心优势在于以资本方式将各方利益直接捆绑。这种经销商模式显著区别于徐工、柳工和中联等友商，后者普遍采用传统的经销代理模式，通过签订代理或经销协议与本地经销商建立销售体系，仍依赖合同合作关系。整体来看，三一通过参股经销商构建的渠道体系在效用上与卡特彼勒的招标体系有较高相似性，竞争优势显著。

图53：截至2025年，三一重工部分参股经销商名单

序号	省份	经销商	持股情况	认缴金额（万元）
1	陕西	陕西悦大商贸有限公司	昆山三一投资有限公司持股 9.9%	50
2	青海	青海海畴工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司持股 9%	72
3	辽宁	沈阳众力工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司持股 9%	45
4	新疆	新疆京泓工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司持股 9%	90
5	甘肃	甘肃成峰工程机械有限责任公司	昆山三一投资有限公司持股 9%	49.5
6	宁夏	宁夏三益机电设备有限公司	昆山三一投资有限公司持股 9%	28.6
7	内蒙古	内蒙古众力工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司持股 9%	45
8	山西	山西湘阳工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司持股 16%	80
9	河北	石家庄众力工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司持股 9%	45
10	北京	北京众力工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司持股 9%	120

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 核心：这种参股模式给三一重工带来了什么好处？

**三一参股模式优势显著，可解决主机厂、经销商之间的结构性矛盾。**（1）遏制短视行为：经销商在纯合同关系下往往存在明显的短视行为，为追求短期销量而盲目降价或激进放贷，而资本绑定可有效抑制这一行为；（2）避免恶性竞争：公司通过严格区域划分、反跨区窜货来减少经销商之间的恶性竞争，稳定价格体系与利润空间，对终端市场的掌控力显著更强。以华东区域为例，行业下行期内公司对当地的经销商体系进行逐步优化，并于2025年11月完成这一重构。

**三一的渠道结构、效率领跑行业。**公司2019年仅有约25-30家经销商，但单体规模显著更大，平均每家经销商年销量达2000-2400台，约为徐工的2倍、柳工的4倍以上。此外，公司的渠道费效比高达231%-333%，优于徐工的144%-191%和柳工的77%-98%。截至2025Q3，公司国内的经销商数量提升至99家，仍低于柳工的153家和中联重科的1014家。综合来看，三一通过参股高质量渠道商而非简单铺量，构建了高效率、高粘性的渠道体系。

图54：2019年三一重工的经销商数量少&amp;单体规模显著更高，带来极高的费效比

	经销商数量	2019年销量（万台）	平均每家经销商销量（台）	平均每家经销商销售费用（亿元）	费效比 ROI
三一重工	约 25-30 家	6	2000-2400	1.83-2.20	231%-333%
徐工机械	约 35-40 家	3.5	875-1000	0.71-0.82	144%-191%
柳工	约 35-40 家	1.5	375-425	0.48-0.54	77%-98%

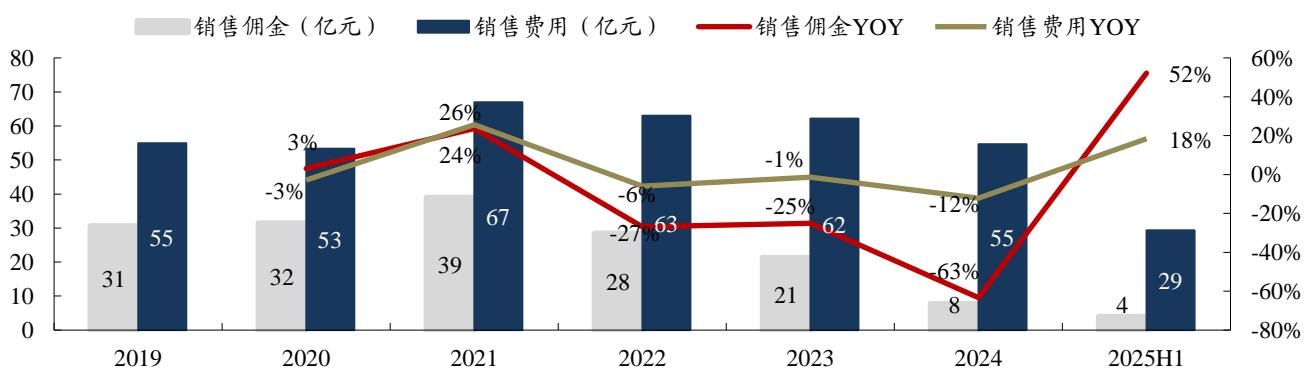
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 核心：这种参股模式给经销商带来了什么好处？

高收益强化渠道粘性，良性循环带动业绩持续上行。三一参股模式可显著提升渠道商的利润空间，进一步带动其经营积极性。经销商的盈利来源主要包含：(1)渠道价差：经销商通过低价拿货、高价销售产品，可获得较为稳定的价差收益；(2)销售佣金：三一根据销量设定市场化考核指标，向经销商返还一定比例的佣金激励，激发其销售动力。

2021-2024 年间，受工程机械行业景气度下行影响，三一销售佣金规模及增速阶段性承压。但随着板块进入温和复苏通道，公司加大对渠道的激励力度，2025H1 销售佣金达 4 亿元，同比大幅增长 52%，占销售费用比例约 14%。在高投入、高激励的机制下，三一虽在经销商上的绝对投入高于友商，但同步获得更高的销量、渠道粘性，良性循环带动其整体收益领跑行业。

图55：三一重工 2025H1 销售佣金达 4 亿元，同比大幅+52%

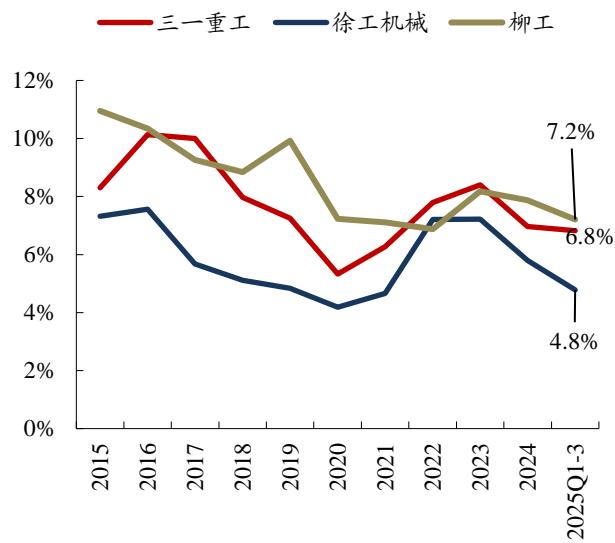


数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

渠道高投入下，公司盈利能力保持强劲。尽管三一重工在销售渠道的投入绝对金额大，但其高营收基数和规模效应有效摊薄了费用，2025Q1-3 公司的销售费用率约为 6.8%，整体费率在行业内保持较为健康的水平。同时，公司销售净利率保持在约 11% 的高位，明显优于柳工和徐工，高渠道费用投入对公司盈利能力影响有限。整体来看，三一通过

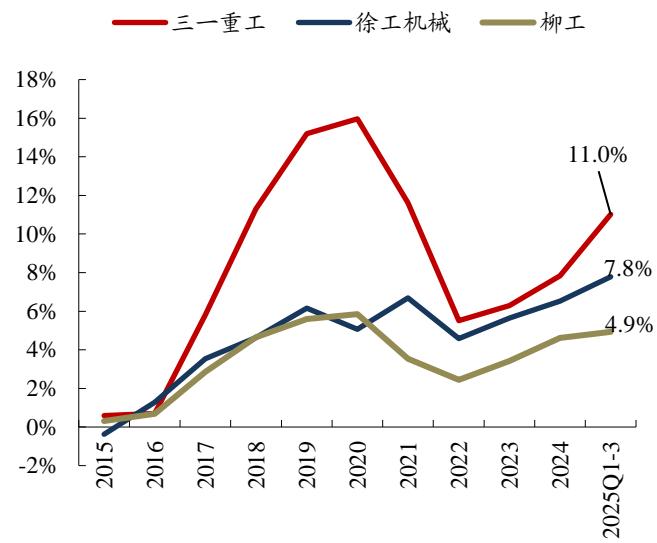
高投入激励代理商、代理商带动销量增长、规模效应摊薄成本的良性循环，构筑行业领先的渠道优势。

图56：2025Q1-3 三一重工的销售费用率约 6.8%，整体稳健可控



数据来源：Wind，公司官网，东吴证券研究所

图57：2025Q1-3 三一重工的销售净利率高达 11.0%，分别高于徐工/柳工约 3.2/6.1pct

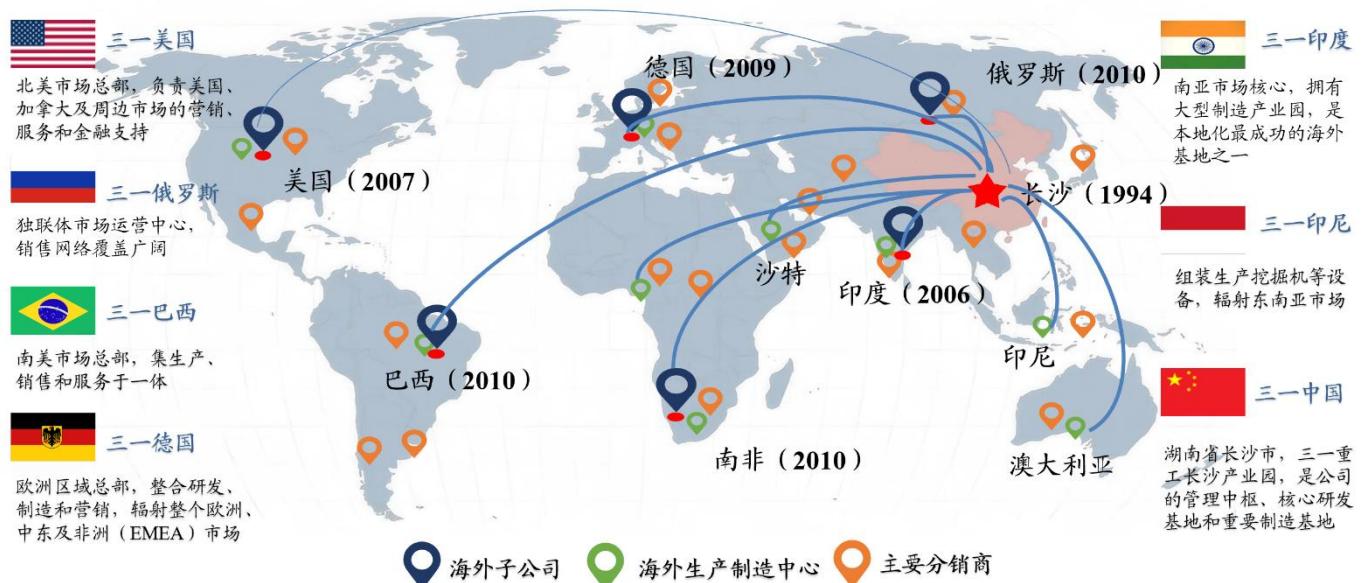


数据来源：Wind，公司官网，东吴证券研究所

### 3.2.2. 海外渠道：本地化制造+渠道下沉，构筑海外渠道壁垒

**三一海外布局完善，本地化制造+渠道下沉持续强化全球竞争力。**生产端，公司在美国、德国、印度、巴西、印尼等核心市场布局制造基地，推动制造体系由出口交付向本地化生产转型，全球产能已覆盖主要需求市场。研发端，公司构建“1+5+N”全球研发体系，围绕本地工况与客户需求持续提升产品适配性与迭代效率。销售端，公司通过包含海外子公司、代理商及配套仓储网络的渠道体系持续下沉至终端客户，显著增强客户粘性，为海外业务的持续扩张提供支撑。

图58：三一重工海外市场布局概况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

三一重工海外渠道布局的另一核心优势在于对多个海外工厂本地化率的提升，进而推动成本下降、市占率提升。（1）印尼工厂：2025年本地化率已提升至75%，带动整机成本下降约9.6%，市占率由9%快速跃升至34%，对小松等日系传统品牌形成显著挤压；同时，印尼工厂关税成本降低约15%，产品溢价能力更强。（2）印度工厂：2025年本地化率已超过90%，已实现人员、采购、研发等全方位本土化，有效支撑公司在当地的持续渗透；叠加当地人工成本仅为国内约1/3，制造端成本优势进一步凸显。高本地化率+渠道下沉共振，2025年三一在印尼挖掘机市场份额稳居行业第一，约21%–22%，显著领先徐工、柳工等国内同行（各约10%）。

图59：三一印尼工厂本地化率显著提升



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图60：三一印度工厂已实现高度本土化



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

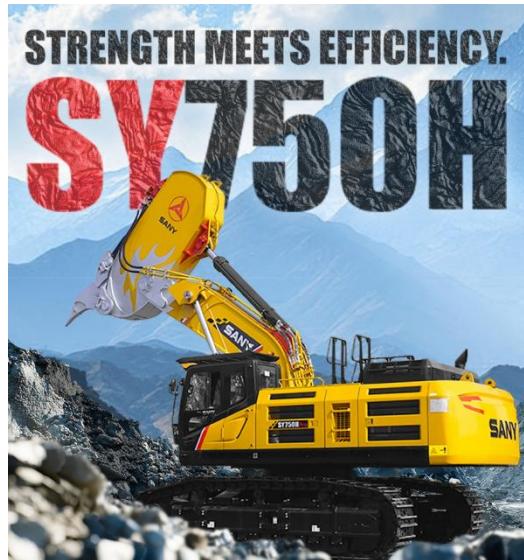
**海外布局因地制宜，全球化战略构筑渠道壁垒。**（1）美国：美国市场人力成本高企、对操作体验舒适度要求高，因此性价比策略难以触达核心客户。公司通过任命原卡特彼勒副总裁 David Nicoll 出任三一美国 CEO，直接继承北美优质渠道；并且，三一通过聚焦人机交互优化，满足当地客户舒适度的需求。（2）印尼：公司围绕该区域矿山高湿度、高负荷工况进行定制化研发，加强了挖掘机底盘和高效率散热系统。整体来看，三一本地化战略助力其海外竞争逻辑从成本优势转向体系优势。

图61：卡特彼勒副总裁 David Nicoll 出任三一美国 CEO



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图62：适用于矿山工况的三一挖机产品 SY750H



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 3.3. 服务壁垒：ECC 赋能高响应效率，打造行业领先服务体系

**高密度的全球渠道布局推动构建三一的高服务壁垒。**截至 2025 年，公司在全球范围内拥有 419 家经销商、400+海外子公司及 1900+服务网点，服务密度已在行业内处于领先地位。公司庞大的物理服务网络支撑其“一生无忧”的服务理念，助力其率先在行业内大规模推广“211”标准，即 2 小时到场、10 分钟答复、1 天内解决问题。此外，公司持续迭代服务模式，覆盖“6S”中心、“123”价值承诺、“110”速度承诺、“111”资源承诺等，持续深化客户粘性。

图63：三一重工具备高密度的服务体系

公司名称	全球经销商数量(个)	服务网点数量(个)	海外子公司数量(家)	覆盖国家(个)
卡特彼勒	156	2300+	440+	192
小松	208	1000+	217	151
<b>三一重工</b>	<b>419</b>	<b>1900+</b>	<b>400+</b>	<b>160+</b>
徐工机械	650+	2000+	50+	190+
柳工	500+	1300+	30+	180+

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

注：以上数据统计截至 2025 年。

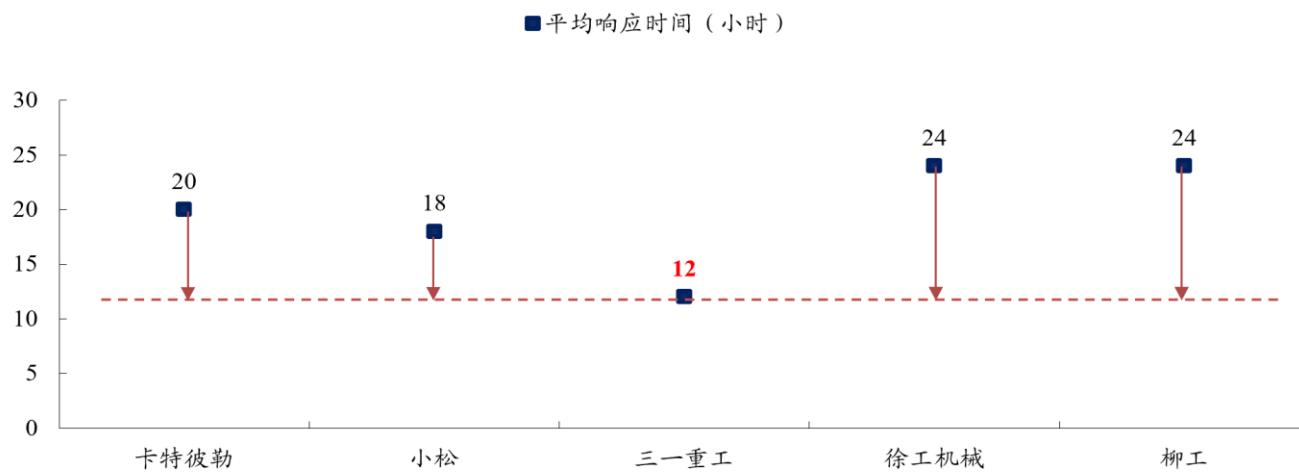
图64：三一率先大规模推行“211”服务标准&amp;领跑行业

服务标准	具体内容
“211”标准	2 小时到达现场；10 分钟给予答复；1 天内解决问题。
“6S”中心模式	包含整机销售（Sale）、零配件（Sparepart）、售后服务（Service）、信息反馈（Survey）、产品展示（Show）和专业培训（School）。
其它服务标准	“123”价值承诺
	“110”速度承诺
	“111”资源承诺

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

显著领先的响应速度成为三一服务体系中最难复制的壁垒之一。工程机械作为生产资料，设备停机意味着直接的产出损失，经 Transport Intelligence 测算，响应时间每缩短 1 小时，客户停机损失可降低约 0.7%。三一重工平均服务响应时间约 12 小时，较卡特彼勒约 20 小时、小松约 18 小时分别缩短 40% 和 33%，亦明显优于徐工、柳工等国内厂商约 24 小时水平。按三一 2024 年海外设备保有量 12 万台计算，全年可为客户节省损失约 1.1 亿美元。综合来看，三一的服务效率有望持续强化客户粘性，进一步转化为品牌溢价。

图65：三一重工服务响应速度领跑行业，平均约 12 小时

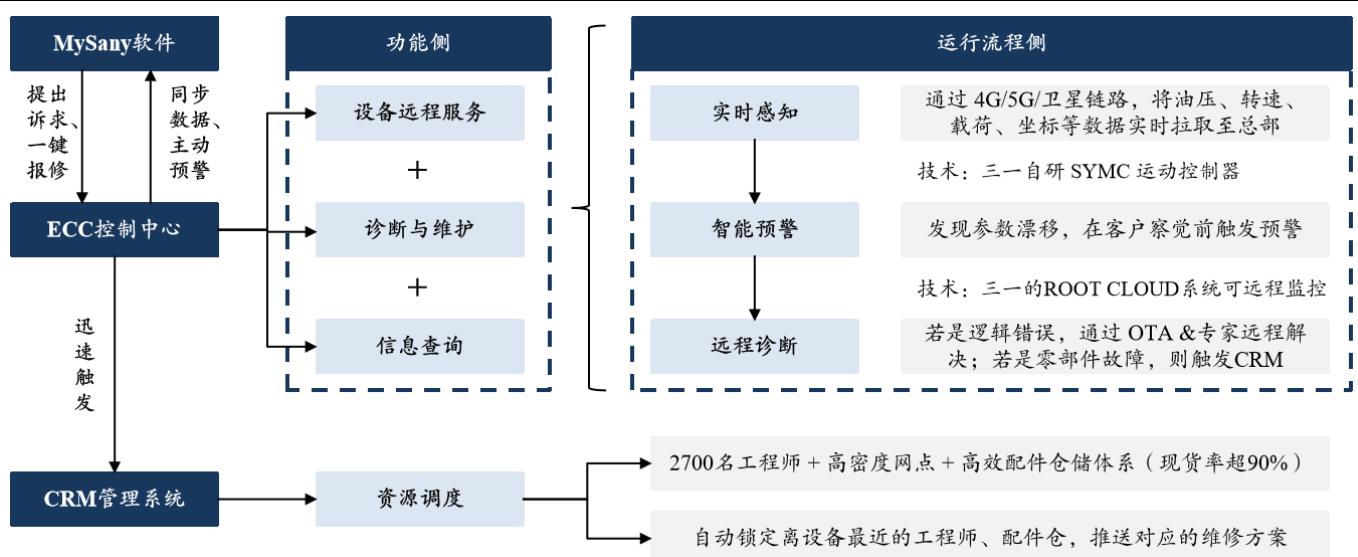


数据来源：公司公告，Transport Intelligence，东吴证券研究所

注：以上数据统计截至 2025 年。

ECC+CRM 系统持续强化设备数据感知与维保调度能力，打造具备稀缺性的服务壁垒。三一通过 ECC 系统实现全球设备的实时监控，关键运行数据如油压、转速、载荷和位置会实时传输至总部。在提前发现异常后，对于软件或参数层面的问题，ECC 可以通过远程升级和专家指导直接解决；对于必须线下处理的硬件故障，ECC 将迅速联动 CRM，自动调度距离最近的工程师、服务车辆和配件仓库，依托完善的渠道网络实现快速维修。目前多家工程机械企业已应用 CRM，但只有三一拥有 ECC 系统。综合来看，ECC 系统作为三一在服务领域的护城河，有望通过高度稀缺的提前预警能力持续强化客户粘性、增强复购意愿。

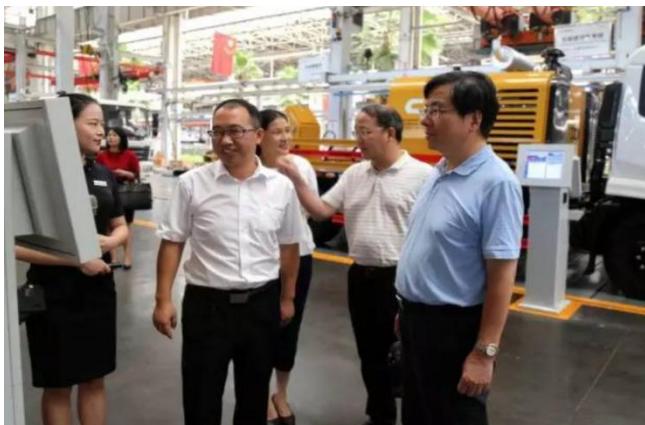
图66：ECC 与 CRM 系统紧密联动，显著提升服务效率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

以梁稳根先生为核心的公司管理层，通过极具特色的“一把手工程”构建起核心管理优势，将服务为本的基因深度植入企业运营中：（1）管理层每周亲自主持全球视频会议复盘服务表现。（2）高管每月深入一线走访客户、需求直达决策层，同时推动跨部门月度协同复盘。（3）对配件供应等核心环节实施全流程可视化管控。这一极具特色的管理体系使三一的服务能力由个体执行力升级为组织化、可复制的系统能力，构筑起难以被短期模仿的壁垒。

图67：三一重工高管走访客户&amp;一线调研



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图68：梁稳根先生走访工厂



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

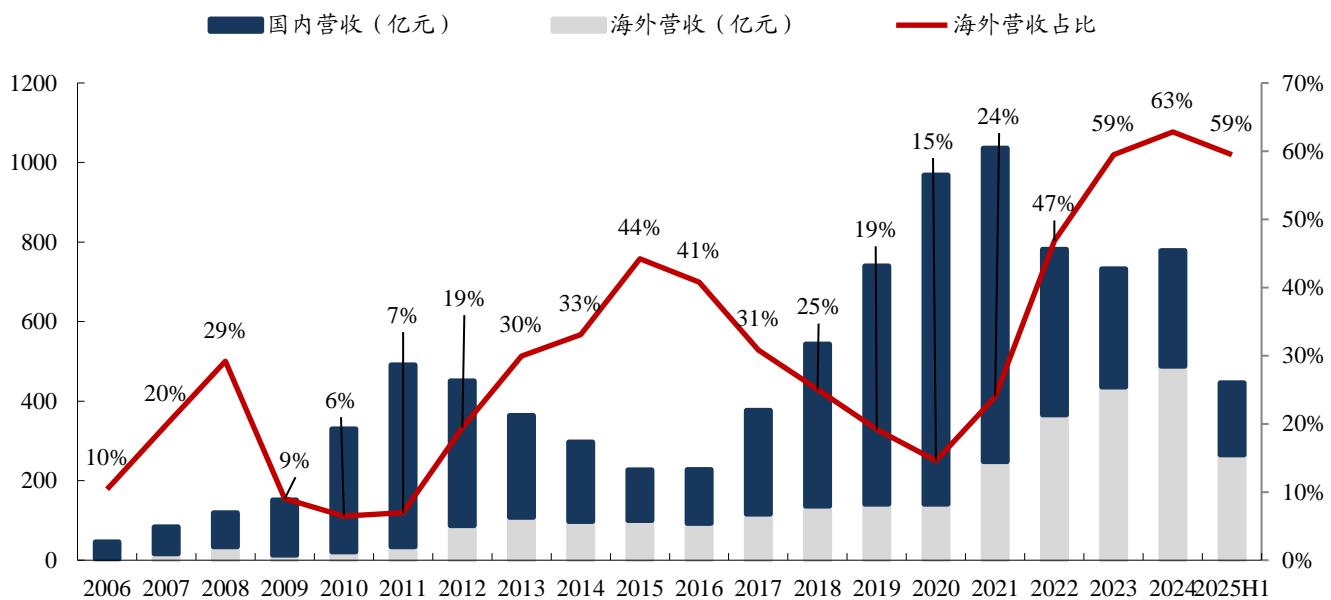
## 4. 估值合理性

### 4.1. 对标卡特路径，海外扩张有望驱动估值中枢上移

卡特彼勒自 1950 年代起加速全球化扩张战略，海外收入占比突破 50%，有效降低了公司对美国本土周期的依赖，提升了盈利稳定性和估值水平，PE 由 2006 年的 10 倍升至 2012 年的 20 倍以上。2006-2012 年，新兴市场基建、资源周期共同推动卡特的海外营收快速增长，北美占比降至 35%-40%。后因 2013-2019 年全球需求放缓，海外占比震荡。2023 年以来，卡特受益美国制造业回流及 AI 新基建，北美需求回升且占比重回 50% 以上。整体来看，卡特通过全球化分散风险、稳定盈利的逻辑未变，依旧支撑其估值稳定提升。

**借鉴卡特彼勒早期海外扩张路径，三一的海外市场发展将成为平滑国内周期波动、提升估值水平、业绩增长的关键因素。**自 2006 年以来，三一重工海外收入占比稳步提升，2024 年海外营收占比已达 63%。随着全球化+平台化推进，公司 PE 有望进一步提升。

图69：三一海外市场营收占比由 2021 年的 24% 稳步提升至 2025H1 的 59%

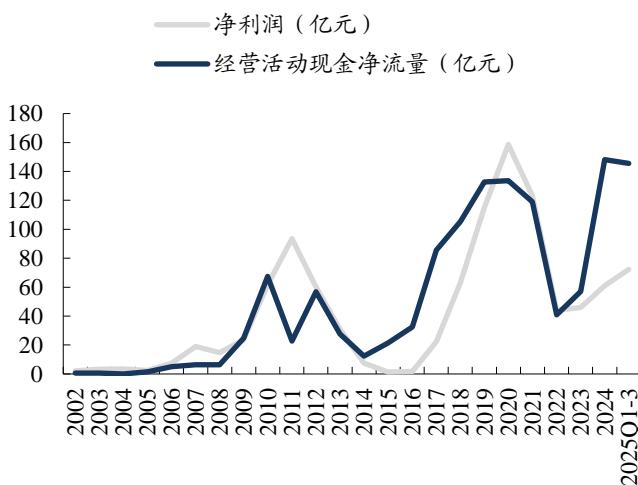


数据来源：Wind, 东吴证券研究所

#### 4.2. 经营质量持续改善，盈利含金量显著提升

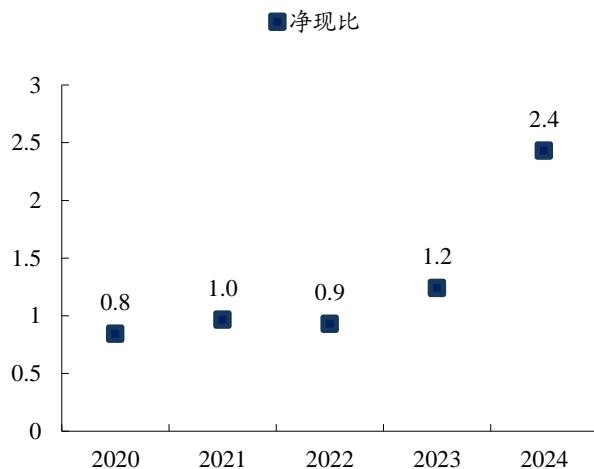
三一重工在过去周期中逐步从规模导向转型为高质量发展，盈利获得实质性改善。公司早期发展以快速扩张为主，现金回收能力相对偏弱，2002年净现比仅为0.3。2015—2016年，受固定资产投资尤其是房地产投资持续放缓影响，公司业绩明显承压；但在主动推进业务结构调整、去产能并强化回款与风险控制的背景下，尽管当期净利润大幅下滑，经营活动现金流却显著修复，经营质量企稳。此后公司持续深化以现金优先的经营策略，2024年公司实现净利润约60.9亿元，同比增幅超过30%，经营活动现金流净额同比增长约160%，对应净现比提升至2.4，显著高于历史与行业平均水平。整体来看，强化回款与现金管理有效提升三一跨周期的盈利韧性及盈利的实际含金量。

图70：2025Q1-3 三一经营活动净现金流显著高于净利润



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

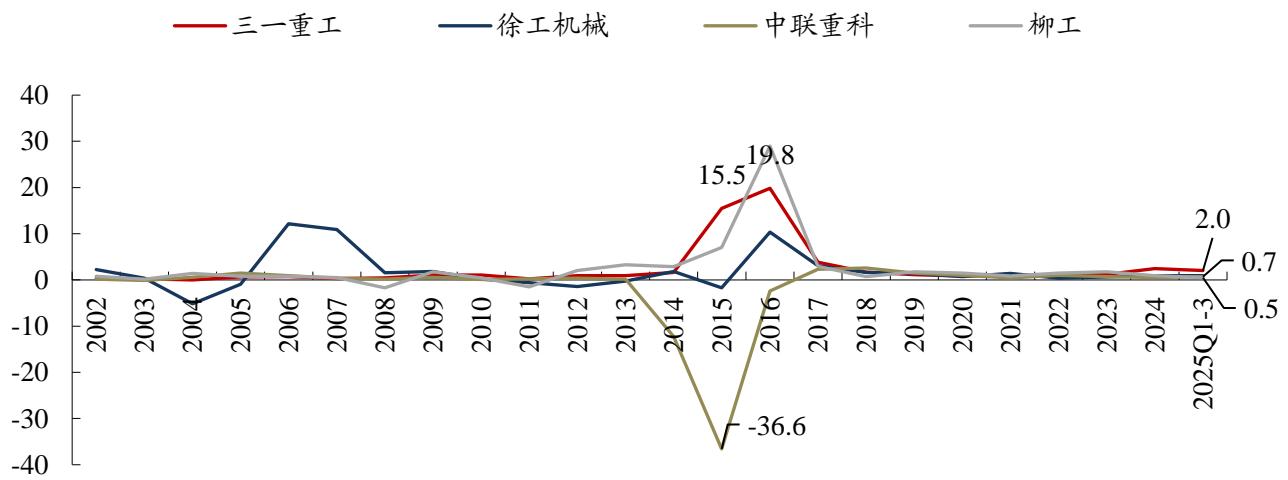
图71：2024年三一重工净现比高达2.4



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

与友商相比，三一重工净现比表现更为稳定，且整体处于领先地位。2015–2016年行业深度下行阶段，三一净现比始终保持为正，明显优于中联重科在周期底部出现的现金与利润流失，也优于徐工、柳工在同阶段的修复节奏。进入稳定发展阶段后，三一净现比长期运行于1左右，2024年起进一步抬升至2.0以上，显著高于徐工、柳工及中联约0.5–0.9的水平，回款效率与盈利向现金转化能力在工程机械板块中处于相对领先地位。

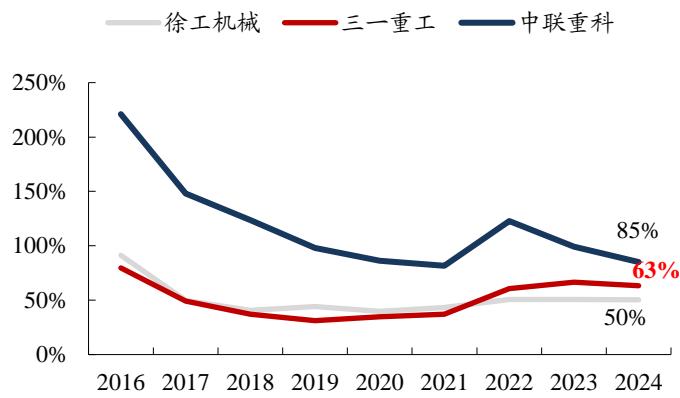
图72：2025Q1-3 三一重工净现比约2.0，显著高于友商



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

三一重工总风险敞口水平明显低于中联、徐工等友商，风险管理能力更强，主要系：（1）公司通过参股经销商强化渠道约束力，降低信用风险；（2）依托较完善的客户准入与审核机制，持续压降按揭与融资租赁风险敞口。综合来看，公司风险敞口管理优于行业平均水平。

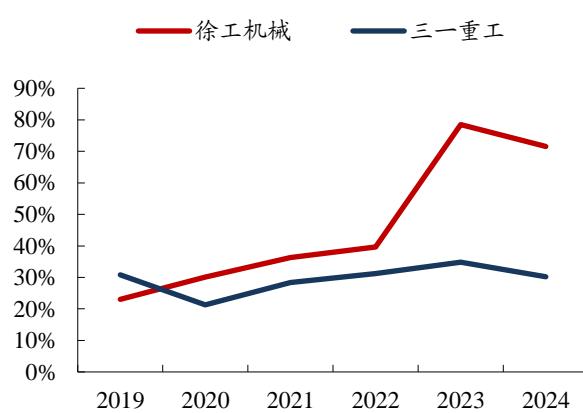
图73：三一表内风险敞口与徐工基本持平，显著低于中联



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

注：表内风险敞口 = (应收账款+长期应收款+一年内到期的非流动资产) / 营业收入

图74：三一表外风险敞口显著低于友商



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

注：表外风险敞口 = (融资租赁款承诺回购义务的余额+有按揭担保责任的客户借款余额) / 营业收入

### 4.3. 高经营杠杆驱动业绩弹性显著更大

上一轮行业高点 2021 年，国内四家主机厂的经营杠杆均不超过 11%，而行业下行期最高抬升至 18%，截至 2025H1 三一重工经营杠杆仍维持在 17%。相较中联、柳工，三一折旧与摊销规模更大，因此规模效应与经营杠杆更为突出，在行业全面复苏阶段，三一的固定成本摊薄效应将加速释放，业绩上行弹性更强。

图75：三一重工经营杠杆显著更强

	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%
经营性层面																				
经营杠杆(员工薪酬+折旧摊销)贡献																				
员工薪酬(亿元)																				
应付职工薪酬合计:期初余额	12.9	2.2	6.8	2.3	18.6	2.8	11.3	3.9	23.0	3.8	8.9	3.8	31.7	4.6	7.9	4.0	30.2	4.4	9.0	4.8
应付职工薪酬合计:期末余额	18.6	2.8	11.3	3.9	23.0	3.8	8.9	3.8	31.7	4.6	7.9	4.0	30.2	4.4	9.0	4.8	31.4	4.2	8.6	6.2
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)																				
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: Wind, 东吴证券研究所

#### 4.4. 三一扩产节奏领先，将优先受益行业上行

**资本开支情况:** 三一重工在上一轮扩产周期中开始投产最早、投入规模最大，2021年资本开支大幅提升至103亿元，远超徐工、中联与柳工。

**折旧摊销情况:** 2022–2024年三一、徐工等企业折旧费用显著增加，前期资本开支陆续进入折旧周期。

因此在本轮上行周期中，三一重工相较于友商，具备更显著的规模效应、利润弹性更强。

图76：三一资本开支周期开启更早、规模更大（单位：亿元）

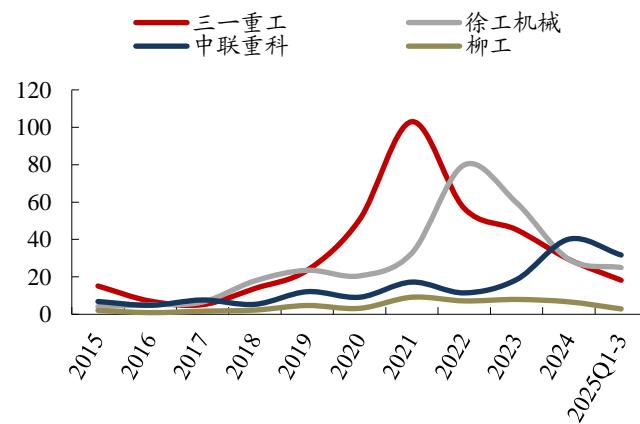
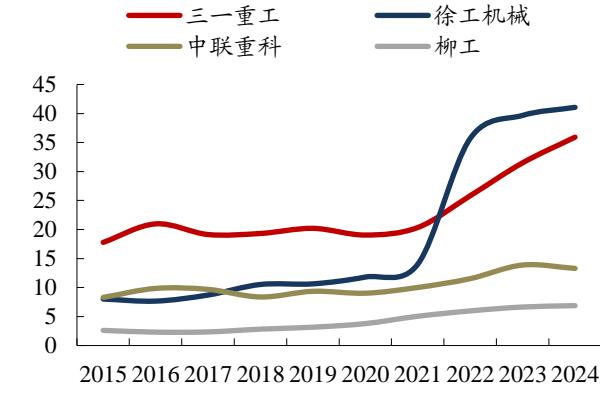


图77：三一、徐工、中联、柳工的折旧开始增加（单位：亿元）



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

#### 4.5. 分红能力稳步增强，股东回报水平显著改善

三一现金分红规模震荡上行，股东回报能力较强。公司分红规模由2006年的个位数水平逐步提升至2024年的30.3亿，股利支付率自2018年起稳定维持在30%-50%区间，分红政策具备较强稳定性与可持续性。此外，公司股息率中枢自2017年以来明显抬升，虽在股价上涨阶段有所波动，但整体回报吸引力持续增强。从底层逻辑看，近年来公司资本开支与研发投入强度趋于理性，重资产扩张周期基本结束，现金流水平持续改善，为稳定分红提供了坚实支撑。综合来看，公司分红规模、支付强度与回报水平逐步改善，红利属性显现。

图78：2018年起，三一股利支付率保持在30%以上

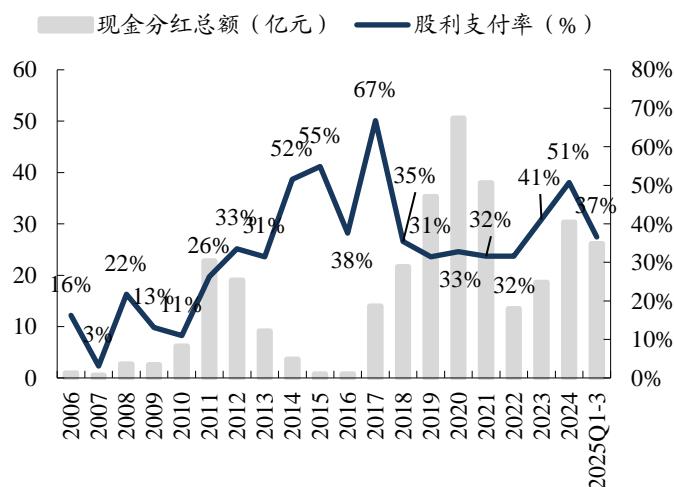
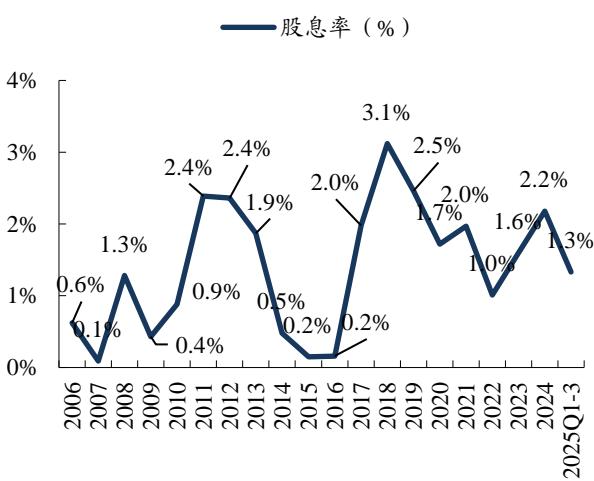
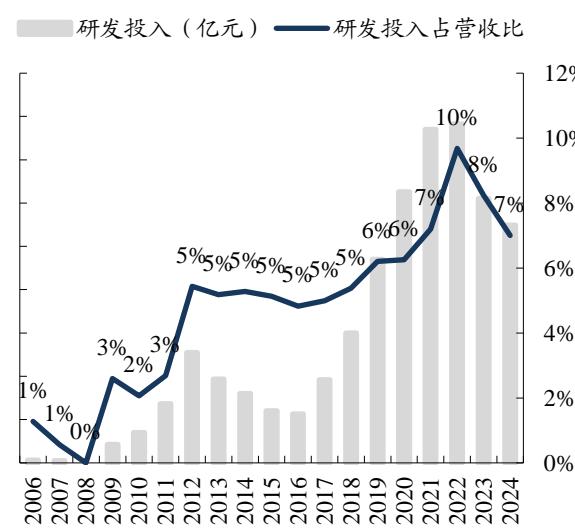


图79：2017年起，三一重工股息率中枢显著抬升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

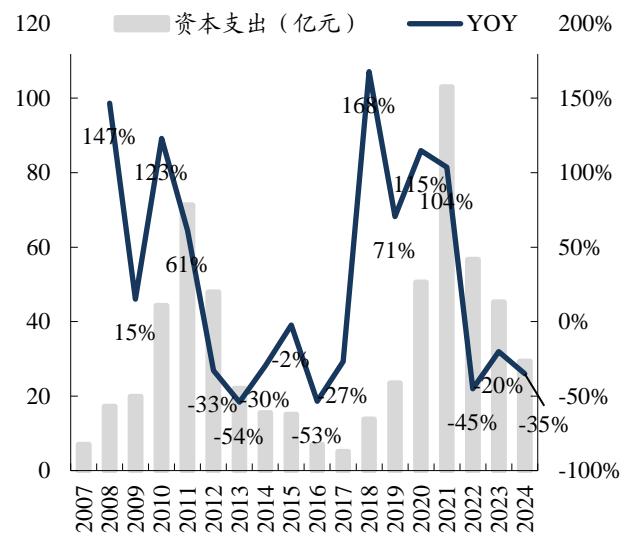
图80：2022年起，三一研发规模&amp;营收占比逐步收缩



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：股息率计算采用每期期末复权前收盘价。

图81：2021年起，三一资本开支增速大幅下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4.6. PB-ROE 估值体系下，三一重工具备高投资价值

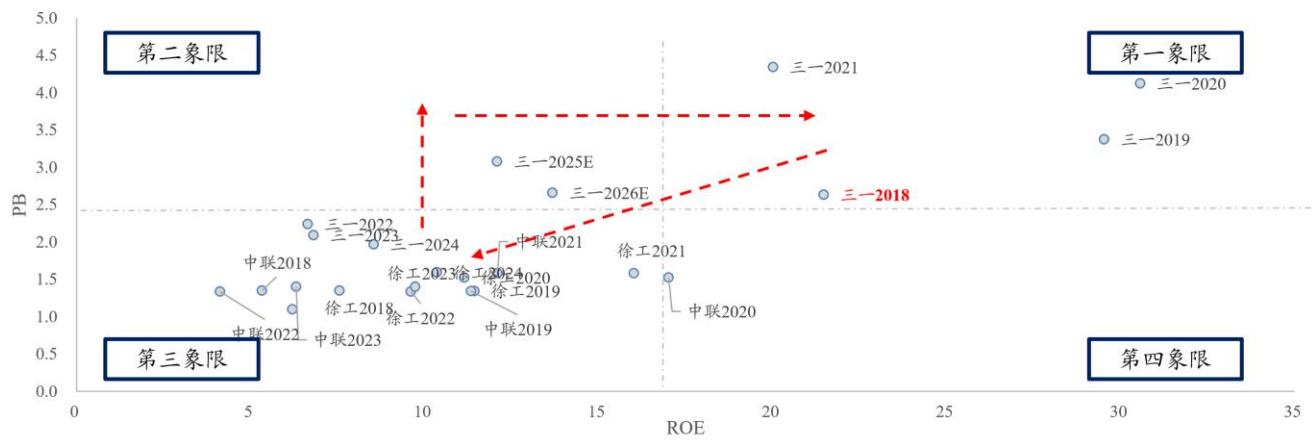
**PB-ROE 估值体系下，三一重工具备高投资价值：** PB 估值法在工程机械行业存在不合理性，主要系 2023 年行业下行背景下行业资产基本不扩张，利润增加主要依赖于经营质量改善带来的利润率的提升，直观表现就是工程机械行业当前的收入增速远小于利润的增速。在当前情形下，PB-ROE 估值体系更加适用于当前的工程机械行业。

我们可以将 PB-ROE 估值体系图分为四个象限：①第一象限代表高估值、高 ROE，第一象限一般是市场公认具备成长性和市占率提升逻辑的龙头；②第二象限为高估值、低 ROE，这类公司一般是成长股，市场在现阶段给出了行业成长性溢价；③第三象限为低估值、低 ROE，这类公司普遍被市场认为资质平平，成长性和市占率提升逻辑都不被认可；④第四象限为低估值、高 ROE，这类公司具备较高的经营质量，购买风险较低，但是市场可能不认可其商业模式，不愿意给出与 ROE 匹配的估值溢价，容易出现被错杀。

**从 PB-ROE 变动轨迹看：**（1）2018-2021 年：在行业上行周期内，三一重工稳居第一象限，高 ROE 对应高 PB，龙头成长与市占率提升逻辑充分被市场认可；（2）2022-2024 年：行业下行叠加竞争扰动，公司点位回落至第三象限，估值与盈利能力同步承压。

（3）2025 年起：进入新一轮行业复苏周期后，2025-2026 年三一重工具备高估值、高 ROE，有望复刻上一轮上行周期的估值修复轨迹，进一步由第二象限迈向第一象限，龙头逻辑与配置价值再度强化。

图82：PB-ROE 估值体系下，三一重工具头逻辑的市场认可度高，有望逐步由第三象限回归至第一象限



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：横轴单位%，纵轴单位 x；历史 pb 采用每期期末复权前收盘价；象限划分以工程机械行业的历史数据水平为参考；三一重工 2025-2026E 的预测数据来源为东吴预测，计算采用 2026/2/12 复权前收盘价。

## 5. 盈利预测与投资建议

核心假设:

(1) **挖掘机械:** 挖掘机械为公司核心业务板块，受益于国内需求筑底修复及海外市场持续扩张，预计 2025-2027 年收入 342/393/441 亿元，同比分别+13%/+15%/+12%；规模回升叠加产品结构优化，盈利能力有望稳中改善，预计 2025-2027 年毛利率为 34.0%/35.0%/34.0%。

(2) **混凝土机械:** 国内外共振复苏，预计 2025-2027 年收入 177.41/197.35/212.94 亿元，同比分别+23%/+11%/+8%；随产能利用率回升，盈利弹性逐步释放，预计 2025-2027 年毛利率为 22.5%/24.0%/23.5%。

(3) **起重机械:** 起重机械板块周期性明显，前期下行后已进入修复阶段，预计 2025-2027 年收入 147.27/166.20/182.82 亿元，同比分别+12%/+13%/+10%；在产品大型化与高端化驱动下，预计 2025-2027 年毛利率保持在 28.0% 的稳健水平。

(4) **桩工机械:** 桩工机械受地产投资影响较大，但受益基建托底，预计 2025-2027 年收入 24.91/29.40/32.34 亿元，同比分别+20.0%/+18.0%/+10.0%；随着产能利用率回升，预计 2025-2027 年毛利率将维持在 34.0%。

(5) **路面机械:** 国内养护与公路投资支撑+海外渠道放量，预计 2025-2027 年收入 36.01/42.49/46.74 亿元，同比分别+20.0%/+18.0%/+10.0%；随出口占比提升，2025-2027 年毛利率预计维持在 30.0% 的较高水平。

(6) **配件业务:** 存量设备保有量提升、后市场渗透率提升驱动增长，预计 2025-2027 年收入 147.10/169.16/194.54 亿元，同比分别+14.1%/+15.0%/+15.0%；后市场为高毛利业务，预计 2025-2027 年毛利率稳定在 28.0%。

(7) **其他业务:** 我们预计 2025-2027 年该业务收入分别为 21.4/23.5/25.9 亿元，毛利率稳定在 25%。

图83：盈利预测（单位：百万元）

三一重工【东吴机械】	2016	2017	2018	2019	2020	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
挖掘机械(亿元)	75	137	192	276	375	418	358	276	304	342	393	441
YoY	22%	83%	41%	44%	36%	11%	-14%	-23%	10%	13%	15%	12%
毛利率	32%	41%	39%	39%	35%	29%	28%	31%	32%	34.0%	35%	34%
占收入比例	32%	36%	34%	37%	38%	39%	45%	38%	39%	38%	38%	39%
挖机销量	14058	31169	46935	60749	91625	100935	98705	52000	57200	65340	74342	83809
YOY		122%	51%	29%	51%	10%	-2%	-47%	10%	14%	14%	13%
均价(万元)	53	44	41	45	41	41	36	53	53	52	53	53
混凝土机械(亿元)	95.03	126.00	169.64	232.00	270.52	266.74	150.80	153.14	143.70	177.41	197.35	212.94
YoY	-9%	33%	35%	37%	17%	-1%	-43%	2%	-6%	23%	11%	8%
毛利率	21%	24%	25%	30%	27%	25%	22%	22%	21%	22.5%	24.0%	23.5%
占收入比例	41%	33%	30%	31%	27%	25%	19%	21%	18%	20%	19%	19%
起重机械(亿元)	27.10	52.44	93.47	139.79	194.09	218.59	126.70	129.99	131.20	147.27	166.20	182.82
YoY	-29%	94%	78%	50%	39%	13%	-42%	3%	1%	12%	13%	10%
毛利率	34%	23%	25%	24%	22%	20%	16%	23%	27%	28.0%	28.0%	28.0%
占收入比例	12%	14%	17%	18%	19%	20%	16%	18%	17%	16%	16%	16%
桩工机械类	11.87	29.13	46.91	48.10	68.25	51.66	30.65	20.85	20.76	24.91	29.40	32.34
YoY		145%	61%	3%	42%	-24%	-41%	-32%	1%	20%	18%	10%
毛利率	25%	31%	37%	45%	45%	41%	36%	33%	33%	34.0%	34.0%	34.0%
占收入比例	5%	8%	8%	6%	7%	5%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
路面机械	8.75	13.43	21.32	21.48	28.04	27.06	30.81	24.86	30.01	36.01	42.49	46.74
YoY		53%	59%	1%	31%	-4%	14%	-19%	21%	20%	18%	10%
毛利率	17%	18%	31%	37%	31%	29%	22%	28%	28%	30%	30%	30%
占收入比例	4%	4%	4%	3%	3%	3%	4%	3%	4%	4%	4%	4%
配件及其它	10.30	18.87	19.56	21.66	32.60	54.05	84.49	110.00	128.97	147.10	169.16	194.54
YoY		83%	4%	11%	51%	66%	56%	30%	17%	14%	15%	15%
毛利率	12%	21%	23%	29%	25%	21%	20%	23%	25%	28%	28%	28%
占收入比例	4%	5%	4%	3%	3%	5%	11%	15%	17%	16%	17%	17%
其他业务	5.07	6.78	14.85	17.40	32.30	33.13	19.17	17.00	19.42	21.36	23.50	25.85
YoY		34%	119%	17%	86%	3%	-42%	-11%	14%	10%	10%	10%
毛利率	29%	28%	13%	8%	31%	35%	25%	27%	19%	25%	25%	25%
占收入比例	2%	2%	3%	2%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所测算

注：挖机销量单位为台。

公司作为全球工程机械龙头，挖机单品领先，海外业务持续放量，三大竞争壁垒不断强化，有望充分受益本轮行业复苏周期。我们选取同属工程机械行业的三家主机厂徐工机械、中联重科、柳工作为可比公司进行分析，以上企业在产品构成、下游应用领域方面相似，且均受全球工程机械周期与需求变化的影响。公司估值水平整体略高于行业平均，主要系公司挖掘机龙头地位稳固、海外收入占比持续提升、数字化服务体系先进，共同构筑长期竞争壁垒，盈利能力与现金流质量优于可比公司，因此应享有一定估值溢价。我们维持公司2025-2027年归母净利润为85/111/127亿元，当前市值对应PE为25/19/17倍，维持“买入”评级。

图84：可比公司估值表（截至2026/2/13）

2026/2/13		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
000157.SZ	中联重科	CNY	9.6	820	35.2	50.4	61.0	73.8	23	16	13	11
000425.SZ	徐工机械	CNY	11.8	1,385	59.8	75.1	95.7	117.9	23	18	14	12
000528.SZ	柳工	CNY	11.4	233	13.3	16.0	19.8	26.0	18	15	12	9
平均									21	16	13	11
600031.SH	三一重工	CNY	23.1	2,126	59.8	85.0	111.4	127.1	36	25	19	17

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：徐工机械来自Wind 2026/2/13一致预测，其他公司均为东吴预测）

## 6. 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、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，若这些行业投资不足，将影响工程机械主要产品销售。
- (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，全球政治黑天鹅事或对国内工程机械企业全球化造成负面影响。

## 三一重工三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>101,505</b>	<b>105,726</b>	<b>126,019</b>	<b>144,879</b>	<b>营业总收入</b>	<b>78,383</b>	<b>89,601</b>	<b>102,089</b>	<b>113,623</b>
货币资金及交易性金融资产	31,446	35,360	47,039	66,786	营业成本(含金融类)	57,480	63,279	71,235	79,910
经营性应收款项	27,341	24,417	30,020	25,448	税金及附加	431	486	571	651
存货	19,948	23,365	25,393	29,303	销售费用	5,464	6,003	6,738	7,385
合同资产	99	87	99	111	管理费用	2,996	3,315	3,675	3,977
其他流动资产	22,671	22,497	23,467	23,232	研发费用	5,381	5,734	6,227	6,817
<b>非流动资产</b>	<b>50,640</b>	<b>49,034</b>	<b>48,293</b>	<b>47,423</b>	<b>财务费用</b>	<b>202</b>	<b>358</b>	<b>510</b>	<b>682</b>
长期股权投资	2,425	2,425	2,425	2,425	加:其他收益	866	896	1,021	1,136
固定资产及使用权资产	23,093	21,939	20,892	19,850	投资净收益	643	448	510	568
在建工程	1,140	570	785	892	公允价值变动	110	0	0	0
无形资产	4,615	4,733	4,825	4,890	减值损失	(1,098)	(1,941)	(1,777)	(1,202)
商誉	48	48	48	48	资产处置收益	46	(1)	0	3
长期待摊费用	177	177	177	177	<b>营业利润</b>	<b>6,995</b>	<b>9,827</b>	<b>12,886</b>	<b>14,705</b>
其他非流动资产	19,142	19,142	19,142	19,142	营业外净收支	(87)	(4)	(16)	(16)
<b>资产总计</b>	<b>152,145</b>	<b>154,760</b>	<b>174,313</b>	<b>192,303</b>	<b>利润总额</b>	<b>6,908</b>	<b>9,822</b>	<b>12,870</b>	<b>14,689</b>
<b>流动负债</b>	<b>63,669</b>	<b>67,778</b>	<b>75,979</b>	<b>81,014</b>	减:所得税	815	1,159	1,519	1,733
短期借款及一年内到期的非流动负债	9,910	9,960	10,010	10,060	<b>净利润</b>	<b>6,093</b>	<b>8,663</b>	<b>11,351</b>	<b>12,955</b>
经营性应付款项	28,654	30,350	36,073	38,440	减:少数股东损益	117	165	216	246
合同负债	2,521	2,437	2,744	3,078	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,975</b>	<b>8,499</b>	<b>11,136</b>	<b>12,709</b>
其他流动负债	22,584	25,030	27,153	29,437					
<b>非流动负债</b>	<b>15,474</b>	<b>15,484</b>	<b>15,484</b>	<b>15,484</b>	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.65	0.92	1.21	1.38
长期借款	11,556	11,566	11,566	11,566	EBIT	6,484	13,620	16,440	17,220
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	10,076	16,177	19,090	19,961
租赁负债	542	542	542	542					
其他非流动负债	3,376	3,376	3,376	3,376					
<b>负债合计</b>	<b>79,143</b>	<b>83,262</b>	<b>91,464</b>	<b>96,498</b>	毛利率(%)	26.43	29.38	30.22	29.67
归属母公司股东权益	71,953	70,285	81,420	94,130	归母净利率(%)	7.68	9.49	10.91	11.19
少数股东权益	1,048	1,213	1,429	1,675					
<b>所有者权益合计</b>	<b>73,002</b>	<b>71,498</b>	<b>82,849</b>	<b>95,804</b>	收入增长率(%)	5.90	14.31	13.94	11.30
<b>负债和股东权益</b>	<b>152,145</b>	<b>154,760</b>	<b>174,313</b>	<b>192,303</b>	归母净利润增长率(%)	31.98	42.23	31.03	14.13

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	14,814	15,288	13,804	21,774	每股净资产(元)	8.49	7.64	8.85	10.24
投资活动现金流	(1,158)	(509)	(1,415)	(1,317)	最新发行在外股份(百万股)	9,195	9,195	9,195	9,195
筹资活动现金流	(10,279)	(2,058)	(709)	(711)	ROIC(%)	5.89	12.74	14.61	13.63
现金净增加额	3,435	12,721	11,680	19,746	ROE-摊薄(%)	8.30	12.09	13.68	13.50
折旧和摊销	3,592	2,558	2,650	2,742	资产负债率(%)	52.02	53.80	52.47	50.18
资本开支	(2,685)	(957)	(1,925)	(1,885)	P/E(现价&最新股本摊薄)	35.58	25.01	19.09	16.73
营运资本变动	4,980	1,811	(2,239)	4,669	P/B(现价)	2.72	3.02	2.61	2.26

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 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提供。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：

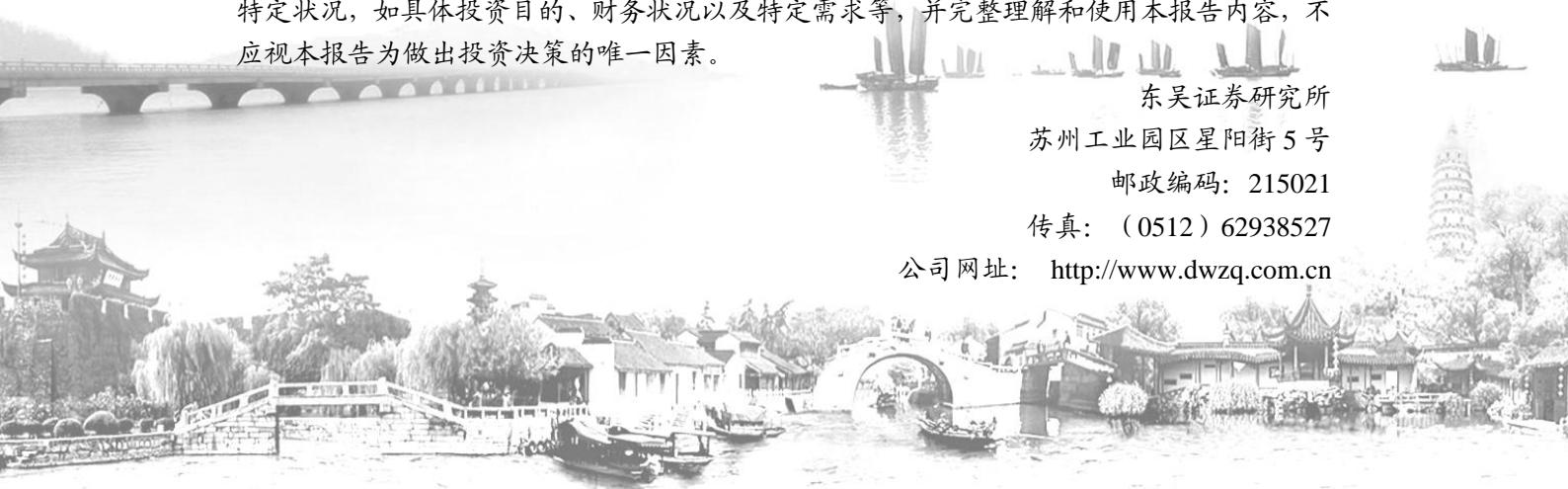
### 公司投资评级：

- 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>