



港股研究 | 公司深度 | 三一重工 (06031.HK)

三一重工：内外景气共振，全球龙头行稳致远

报告要点

三一重工作为国内工程机械领先制造商，海外、国内业务均有望持续向上共振。海外方面，当前市场景气度或筑底向上，公司产品竞争力已比肩全球龙头，研发、组织、制造全球化持续纵深推进，有望助力海外业务延续较快增长；对标全球龙头，公司海外提份额空间广阔。国内方面，行业周期向上趋势明确，公司三大产品线均位居行业前列，有望充分受益周期上行。同时，公司资产质量、经营效率行业领先，高激励打造人才队伍，民营机制优势凸显；新能源产品布局全面，或已进入快速放量期，看好公司成长弹性。

分析师及联系人



赵智勇

SAC: S0490517110001

SFC: BRP550



臧雄

SAC: S0490518070005

SFC: BVO790



曹小敏

SAC: S0490521050001



王硕

三一重工：内外景气共振，全球龙头行稳致远

引言：国内龙头走向全球，如何看待三一重工未来的成长性？

对比上轮周期，我国工程机械行业从“内需为主”转向“国内、出海并重”，2020年以前，我国工程机械行业以国内销售为主，挖机出口量占比仅10%左右或更低；自2021年开始，出口占比快速提升，2025年挖机出口量占比达50%。与行业趋势相对应，三一重工的收入、利润主要贡献也从国内转向海外，2025年公司海外收入、毛利润占比分别提升至63%、73%。上一轮上行周期中，三一重工营收、利润均取得高速增长，2015-2020年公司营收CAGR约34%、归母净利润CAGR约157%。本文主要分析，三一重工从国内工程机械龙头走向全球的过程中，如何看待后续的成长性。

全球化：产品力+全球化战略成效显著，海外份额提升仍有较大空间

当前海外市场景气筑底回升，后续关注欧美需求企稳及新兴市场矿山、基建需求有望持续。26年1-2月我国工程机械出口额同比+34%，相比25年全年显著提速，后续出口有望延续较快增长趋势。中长期看，全球工程机械市场空间广阔，国产品牌仍处海外拓展快速增长期，海外份额有所提升但依然较低。公司作为国内工程机械龙头，一方面，产品竞争力已比肩全球龙头卡特彼勒，具备突破海外高端市场的产品基础。另一方面，公司以“不出海就出局”的决心大力推动全球化战略，通过全球化的资源配置，加速提升全球化水平。对标全球龙头，公司全球提份额空间广阔，出海成长可期。

国内：周期向上趋势明确，龙头业绩弹性更明显

当前国内或处于新一轮上行周期，挖机从24年3月开始修复，非挖设备从25H2开始转正且维持高增。在本轮周期中，新增需求受终端羸弱拖累或相对明显，而更新需求则占据主导地位。目前，宏观层面财政政策逐步发力，方向较为明确但力度仍需跟踪，且专项债、化债以及农田水利建设等政策或对行业总体需求产生积极影响。公司作为国内工程机械龙头，挖掘机、混凝土机械、起重机械三大产品线均位居行业前列，有望充分受益内销周期上行；同时，伴随周期向上，公司国内业务规模效应有望逐步体现，叠加持续推进降本提效，盈利能力有望持续提升，看好公司在行业上行期的修复弹性。

三一重工：坚持高质量发展战略，电动化助力持续成长

公司坚持高质量经营战略，经营质量持续提升，一方面，公司坚守价值销售政策严控风险，经营现金流表现优异；另一方面，公司对国内渠道商采取参股绑定、高激励模式，渠道控制力强。同时，公司充分发挥民营机制优势，执行力强、经营效率高，通过高激励打造人才队伍。此外，当前工程机械行业电动化趋势方兴未艾，公司早年便已前瞻性布局新能源产品研发，目前电动产品谱系全面，25年新能源产品销售额同比大幅提升115%。综上，公司作为国内工程机械龙头，持续纵深推进全球化战略，叠加新能源产品快速放量，经营效率、资产质量行业领先，看好公司长期成长性。预计2026-2027年公司分别实现归母净利润110.20亿、134.48亿元，对应H股PE分别为16倍、13倍；对应A股PE分别为17倍、14倍，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、国内需求修复不及预期；
- 2、海外业务拓展不及预期；
- 3、国际贸易关税风险及汇率波动风险；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 21.52

注：股价为2026年4月17日收盘价



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

引言：国内龙头走向全球，如何看待三一重工未来成长性？	6
全球化：产品力+全球化战略成效显著，海外份额提升空间广阔	7
海外市场景气筑底向上，国产品牌竞争力显著提升	7
公司产品力领先+本土化拓展，构筑出海长期竞争力	10
对标全球龙头，三一全球提份额仍有较大空间	14
国内：周期向上趋势明确，龙头业绩弹性更明显	14
行业：更新周期上行是核心驱动，未来 2-3 年趋势明确	14
公司三大产品线均位居行业前列，有望受益行业周期向上	16
公司坚持高质量发展，资产质量、经营效率行业领先，新能源产品助力成长	17
高质量经营战略，经营质量持续提升	17
民营机制优势，执行力强、经营效率高，高激励打造人才队伍	20
电动化产品快速增长，有望受益国内、海外渗透率提升	21
注重股东回报，分红比例提升	23
投资建议	24
风险提示	25

图表目录

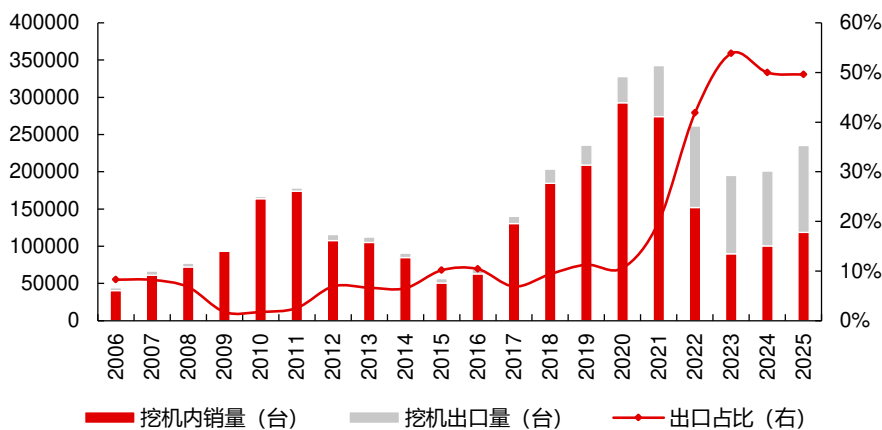
图 1：2020 年后我国挖机行业出口占比快速提升	6
图 2：2025 年三一重工主营业务中海外收入占比提升至 63%	6
图 3：2025 年三一重工主营业务中海外毛利占比提升至 73%	6
图 4：2015-2020 年三一重工归母净利润 CAGR 约 157%	7
图 5：2025 年公司挖掘机械收入占比接近 4 成	7
图 6：我国工程机械整体分区域出口金额同比及占比情况（按美元计算）	7
图 7：中国制造业增加值占全球的比例稳步提升	8
图 8：2021-2030E 年全球工程机械市场规模及预测	9
图 9：2023 年全球土方机械各市场规模占比（按销售额计算）	9
图 10：2024 年全球工程机械 TOP50 制造商中，国产品牌收入占比仅 18.4%	9
图 11：中国出口的挖机全球占比在快速提升	10
图 12：国内市场挖掘机国产化率已经达到较高水平	10
图 13：近几年我国挖机出口中，中大挖占比明显提升	10
图 14：24 年 6 月公司与印尼 Jhonlin 集团签署 2000 台挖掘机订单	11
图 15：公司电动挖掘机 SY215E	11
图 16：三一美国(Sany America)位于佐治亚州桃树市	12
图 17：公司全球化布局版图	12
图 18：公司港股 IPO 募集资金用途比例	13
图 19：2025 年公司主营业务中海外收入占比已超过 60%	13
图 20：2022 年起公司海外毛利率高于国内	13

图 21: 2025 年公司海外收入分区域占比.....	14
图 22: 2025 年公司海外分区域收入规模及同比增速	14
图 23: 26 年 3 月我国挖掘机行业内销量同比+23.5%	15
图 24: 26 年 1-2 月我国汽车起重机行业内销量同比+2.4%.....	15
图 25: 近年来我国挖机海关出口增速显著高于新机出口增速 (台)	15
图 26: 26 年 3 月我国电动装载机行业渗透率达 30%.....	15
图 27: 2010-2025 年公司挖掘机械收入及同比增速	16
图 28: 2010-2025 年公司起重机械收入及同比增速	16
图 29: 2010-2025 年公司混凝土机械收入及同比增速	16
图 30: 公司挖掘机械国内市场份额领先	17
图 31: 上轮国内周期上行期, 公司国内业务毛利率显著提升.....	17
图 32: 公司近年来资产质量优中有升	18
图 33: 2025 年公司经营活动现金净流量同比+35%	18
图 34: 2024-2025 年公司净现比表现优异.....	18
图 35: 公司销售佣金占销售费用比例情况 (亿元)	19
图 36: 2010-2025 年公司人均薪酬及同比增速	20
图 37: 2010-2025 年公司人均创收及人均创利	21
图 38: 2010-2025 年公司资产周转率情况.....	21
图 39: 2010-2025 年公司毛利率及净利率.....	21
图 40: 25 年 1-8 月我国新能源搅拌车渗透率达 69.2%	22
图 41: 26 年 1-3 月我国电动装载机销量 (含出口) 同比+97%	22
图 42: 公司 410S18LX8 电动搅拌车	22
图 43: 全球第一台全电池驱动的伸缩臂履带式起重机 SCE800TB-EV	22
图 44: 公司 SY215E 电动挖掘机.....	23
图 45: 公司 SW956E 电动轮式装载机	23
图 46: 2025 年公司新能源产品收入同比大幅提升 115%	23
图 47: 2025 年公司新能源产品收入占比达 9.6%.....	23
图 48: 2025 年公司分红比例超 50%.....	24
表 1: 同等吨位下, 公司的中大挖性能已比肩卡特彼勒.....	11
表 2: 对标全球工程机械龙头, 三一重工全球提份额空间广阔	14
表 3: 按照 8 年使用寿命, 测算挖掘机国内保有量的机龄结构占比.....	15
表 4: 公司国内销售付款方式结算比例	18
表 5: 三一重工对国内经销商采取参股模式 (仅列示部分)	19
表 6: 公司历史上多次实施股权激励计划.....	20
表 7: 公司收入及利润敏感性分析 (百万元)	25

引言：国内龙头走向全球，如何看待三一重工未来成长性？

对比上轮周期，我国工程机械从“内需为主”转向“国内、出海并重”。2020 年以前，我国工程机械行业以国内销售为主，挖机出口台量占比仅 10%左右或更低。自 2021 年开始，出口占比快速提升，2025 年挖机出口台量占比达 50%。从需求驱动因素看，工程机械龙头厂商逐步从以往的“内需为主”转向“国内、出海并重”模式。

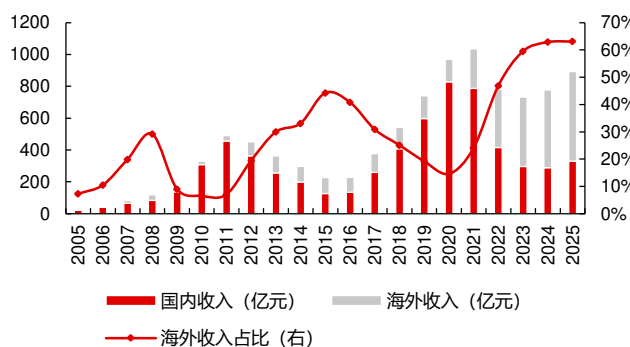
图 1：2020 年后我国挖机行业出口占比快速提升



资料来源：CCMA，长江证券研究所

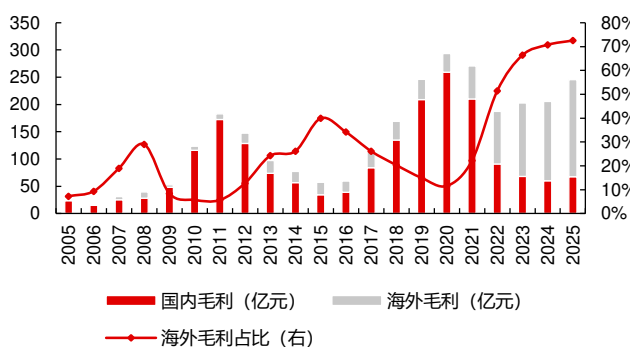
与行业趋势相对应，当前三一重工的收入、利润主要贡献已从国内转向海外，全球化步伐引领行业。2020 年三一重工主营业务中，国内收入、毛利润占比分别为 85%、88%，为主要贡献部分；而 2025 年公司海外收入、毛利润占比分别提升至 63%、73%，已成为当前公司业绩的主要贡献。

图 2：2025 年三一重工主营业务中海外收入占比提升至 63%



资料来源：Wind，长江证券研究所

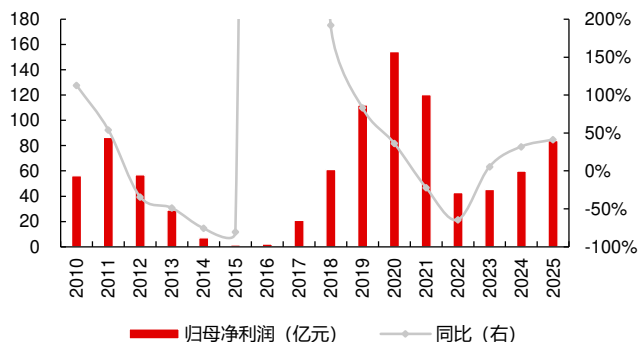
图 3：2025 年三一重工主营业务中海外毛利占比提升至 73%



资料来源：Wind，长江证券研究所

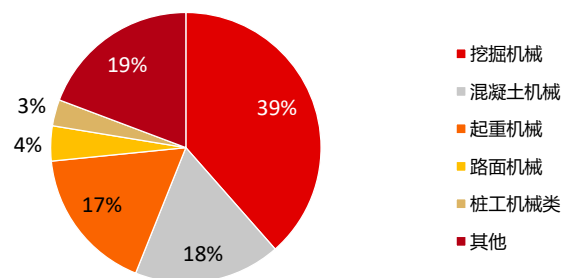
上一轮上行周期中，公司作为国内工程机械龙头，营收、利润均取得高速增长，2015-2020 年公司营收 CAGR 约 34%、归母净利润 CAGR 约 157%。伴随行业和公司增长驱动的变迁，如何看待公司在走向全球龙头过程中的成长性，本文将重点分析。

图 4：2015-2020 年三一重工归母净利润 CAGR 约 157%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：2025 年公司挖掘机械收入占比接近 4 成



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

全球化：产品力+全球化战略成效显著，海外份额提升空间广阔

海外市场景气筑底向上，国产品牌竞争力显著提升

当前海外市场景气筑底回升，后续关注欧美需求企稳及新兴市场矿山、基建需求有望持续。2025 年以来，工程机械出口整体呈现逐季提速趋势，26 年以来延续高增，根据海关总署，26 年 1-2 月整体来看，我国工程机械出口额同比+34%，相比 25 全年同比+14%显著提速。后续来看，出口有望延续较快增速趋势，核心变化在于海外市场景气度的筑底回升。一方面，欧美市场在经历过去两年的下行后正逐步筑底企稳，关注后续需求修复节奏；同时，海外新兴市场整体景气有望持续，除俄罗斯由于高基数出现下滑，其他市场整体均呈现增长趋势，尤其是受益矿山需求带动关联较多的非洲、中亚、印尼、大洋洲等区域出口高增，伴随资源品价格有望持续强势，矿山需求有望持续拉动。

图 6：我国工程机械整体分区域出口金额同比及占比情况（按美元计算）

	2025全年占比	单月金额同比			累计金额同比			单月金额占比		
		2025-12	2026-01	2026-02	2025-12	2026-01	2026-02	2025-12	2026-01	2026-02
北美	7%	-19%	-5%	32%	-8%	-5%	9%	6%	7%	7%
拉美	11%	41%	15%	60%	17%	15%	33%	11%	11%	11%
西欧	10%	20%	25%	93%	6%	25%	53%	9%	11%	13%
东欧*	2%	48%	31%	104%	42%	31%	61%	2%	2%	3%
俄罗斯	9%	41%	-35%	24%	-15%	-35%	-12%	13%	4%	6%
非洲	15%	57%	61%	101%	50%	61%	79%	15%	17%	18%
中东	11%	17%	21%	28%	25%	21%	24%	10%	11%	10%
中亚	4%	55%	49%	30%	43%	49%	41%	4%	5%	4%
东南亚*	10%	29%	22%	45%	15%	22%	31%	11%	11%	9%
印尼	5%	28%	30%	95%	15%	30%	54%	5%	6%	6%
南亚	4%	4%	-4%	56%	11%	-4%	21%	4%	4%	5%
东亚	5%	-2%	4%	24%	-4%	4%	12%	4%	5%	4%
大洋洲	4%	48%	22%	95%	21%	22%	51%	4%	4%	4%
其他	2%	24%	-20%	-11%	14%	-20%	-17%	2%	2%	1%
合计	100%	27%	18%	58%	14%	18%	34%	100%	100%	100%

资料来源：海关总署，长江证券研究所（*注：“东欧”不含俄罗斯，“东南亚”不含印尼）

中长期看，中国制造业出海大时代的背景下，工程机械成为其中全球竞争力领先的代表领域之一，未来空间广阔。

近年来中国制造业在全球的占比稳步提升。近 20 年间，中国制造业增加值占全球比例稳步提升。2021 年中国制造业增加值占全球的比例为 34%，2003 年仅为 8%，中国制造

在全球的影响力越来越明显。分产业来看，除较高内需支撑之外，中国制造业占全球比重较高的行业仍以消费品类为主，劳动密集型和资源消耗型产业全球占比仍高，但技术型生产类设备占比也在逐步提升。

图 7：中国制造业增加值占全球的比例稳步提升

中国	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
制造业总体	8%	10%	11%	13%	15%	17%	20%	21%	23%	25%	27%	28%	30%	29%	29%	30%	31%	32%	34%
食品和饮料	6%	6%	8%	9%	11%	12%	13%	14%	16%	17%	18%	19%	20%	20%	20%	22%	21%	22%	24%
烟草制品	22%	25%	27%	29%	36%	41%	42%	46%	53%	52%	56%	58%	58%	62%	60%	62%	60%	59%	63%
纺织品	18%	21%	25%	29%	33%	38%	45%	45%	48%	53%	55%	56%	57%	56%	57%	60%	61%	62%	64%
服装、皮毛	18%	22%	26%	29%	33%	36%	40%	41%	47%	48%	49%	51%	55%	54%	54%	55%	55%	61%	63%
皮革、皮革制品和鞋类	20%	23%	29%	31%	35%	38%	44%	44%	46%	49%	51%	50%	53%	52%	52%	54%	54%	62%	61%
木制品(不包括家具)	4%	4%	5%	7%	10%	11%	15%	16%	19%	20%	20%	21%	23%	21%	22%	23%	24%	22%	21%
纸张及纸制品	8%	8%	11%	13%	15%	17%	19%	20%	23%	25%	27%	28%	30%	29%	30%	30%	31%	33%	36%
印刷和出版	3%	3%	3%	3%	4%	5%	7%	8%	10%	11%	13%	14%	15%	14%	15%	16%	17%	18%	21%
焦炭、精制石油产品、核燃料	13%	12%	10%	10%	13%	14%	17%	16%	14%	15%	17%	20%	23%	23%	22%	23%	24%	29%	23%
化学品	7%	9%	10%	11%	14%	15%	17%	18%	20%	22%	23%	24%	26%	24%	26%	27%	27%	26%	27%
橡胶和塑料制品	6%	7%	8%	9%	11%	12%	14%	15%	17%	18%	19%	20%	21%	21%	22%	22%	23%	23%	25%
非金属矿物制品	10%	11%	12%	14%	17%	19%	24%	26%	29%	31%	33%	34%	36%	35%	36%	38%	38%	39%	41%
基本金属	18%	20%	22%	25%	29%	30%	44%	41%	43%	48%	51%	52%	56%	56%	54%	55%	56%	56%	54%
金属制成品	5%	6%	7%	9%	10%	11%	14%	15%	17%	18%	19%	20%	22%	21%	22%	22%	22%	24%	25%
机械设备	7%	9%	10%	11%	13%	14%	18%	19%	21%	22%	24%	25%	28%	28%	28%	28%	29%	30%	32%
办公用品及计算机(含通信设备、医疗/光学仪器等)	13%	14%	16%	19%	20%	22%	29%	29%	30%	36%	38%	40%	40%	39%	39%	40%	41%	42%	45%
电气机械和设备	9%	10%	13%	15%	19%	19%	23%	24%	32%	30%	32%	34%	40%	39%	39%	40%	40%	41%	43%
机动车、拖车、半拖车	6%	6%	7%	8%	10%	12%	15%	14%	15%	17%	18%	18%	19%	18%	19%	20%	21%	23%	25%
其他运输设备	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	15%	15%	16%	16%	18%	18%	17%	19%	19%	24%	26%
家具制造业	6%	7%	8%	10%	12%	13%	11%	12%	15%	15%	16%	17%	18%	18%	19%	19%	19%	20%	22%

资料来源：UNIDO，长江证券研究所（有个别国家披露的数据不完全，对占比有细微影响，但不影响趋势，以下均同理）

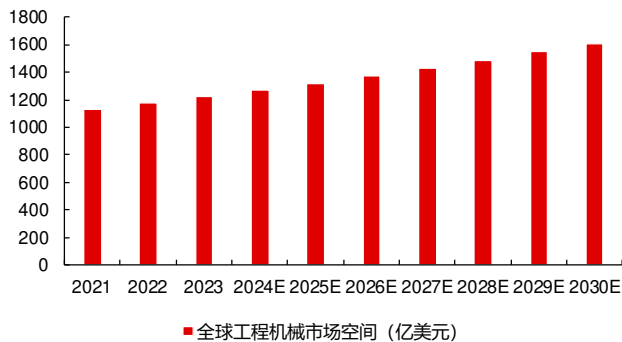
展望未来，中国装备行业也已形成了较多的优势：

- 1) 产品的“性价比”不再单单以价格体现，性能效率方面也在快速提升。技术方面，中国大部分生产设备已经历中国不同产业的验证，在大多数应用场景中均属于第一梯队，同时依托“工程师红利”，结合工艺和行业场景的积累，生产设备的效率和相对性能稳步提升。
- 2) 迭代、更新、维护等服务属性较强。由于工程师数量多，所以中国制造可以快速满足客户提出的各类合理的改动要求，产品更新升级及售后服务方面也相对较优，为产品进一步打造“软”实力。
- 3) 产业链优势，中国拥有全球单一经济体最全的产业种类，能够形成产业集群，因此在产品设计、成本、效率等方面都拥有优势。

对于工程机械行业而言，一方面是海外广阔的市场，国产品牌份额仍有提升空间。全球工程机械市场空间约万亿人民币，为中国厂商提供了广阔的成长空间；分区域看，根据

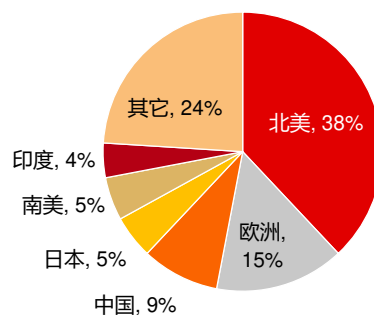
Off-highway Research, 2023 年全球土方机械市场中, 中国市场规模占比仅约 9%, 海外空间更为广阔。根据 KHL, 2024 年全球工程机械 TOP50 制造商中, 中国品牌合计收入占比仅 18.4%, 海外份额提升空间仍大; 伴随国产品牌全球化布局日益深化及竞争力增强, 海外份额有望持续提升。

图 8: 2021-2030E 年全球工程机械市场规模及预测



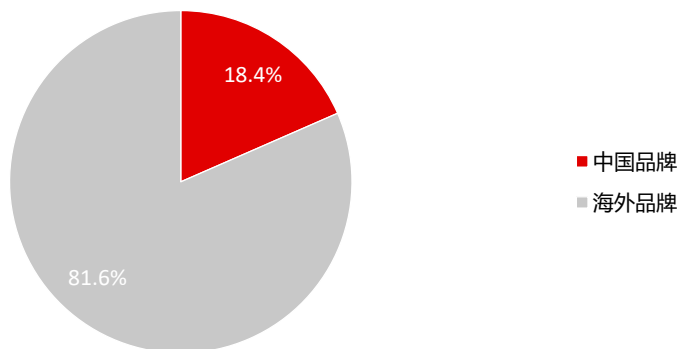
资料来源: Vision Research, 长江证券研究所

图 9: 2023 年全球土方机械各市场规模占比 (按销售额计算)



资料来源: Off-highway Research, 长江证券研究所

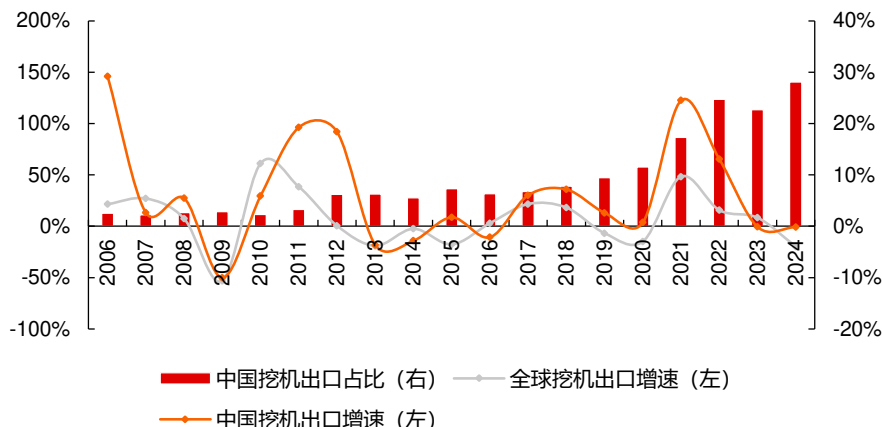
图 10: 2024 年全球工程机械 TOP50 制造商中, 国产品牌收入占比仅 18.4%



资料来源: KHL, 长江证券研究所

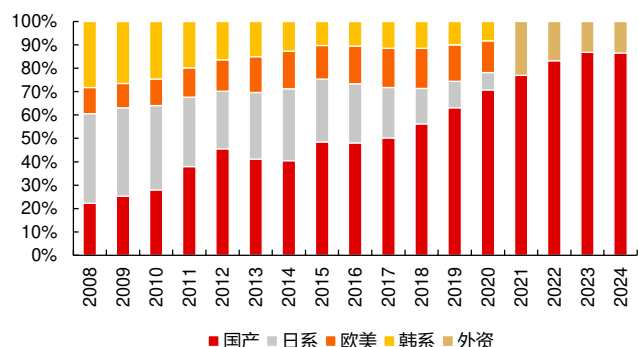
另一方面, 国产品牌全球竞争力持续增强, 并加强“产业链”出海布局。从挖掘机全球出口的角度来看, 中国制造的挖机出口占比从 2006 年的不足 3% 提升至 2024 年的 28%。国产品牌出口的持续增长, 根本仍是建立在其全球竞争力的不断增强。1) **产品力**: 从国内市场来看, 国产品牌在大部分产品类型上基本实现国产化, 重要品类如汽车起重机、混凝土机械等国产化率均在 90% 以上, 挖机国产化率也超过了 86%, 同时, 近几年我国挖机出口中, 中大挖占比明显提升; 2) **智能制造能力**: 近几年龙头厂商通过灯塔工厂建设, 生产制造智能化、数字化能力大幅提升; 3) **完善的供应链体系**: 通过进口替代, 建立了包括核心零部件 (液压件、底盘、变速箱等) 在内的完备供应链体系。4) **全球化的产能、渠道和售后服务体系布局**。

图 11: 中国出口的挖机全球占比在快速提升



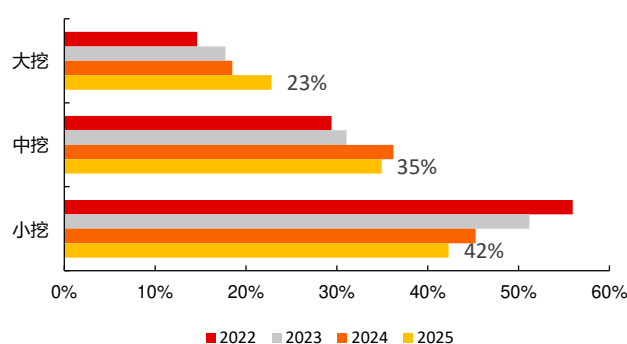
资料来源: Trademap, 长江证券研究所

图 12: 国内市场挖掘机国产化率已经达到较高水平



资料来源: 中国工程机械行业协会挖机分会, 长江证券研究所 (注: 协会自 2021 年起不再单独公布外资中日系、欧美、韩系的份额比例)

图 13: 近几年我国挖机出口中, 中大挖占比明显提升



资料来源: CCMA, 长江证券研究所

我国工程机械正从“产品出海”转向“产业出海”，出海有望蓬勃发展，预计 2026 年出海有望提速。当前我国工程机械行业的海外业务已经从传统的产品销售模式，转为“研、产、销、服”四位一体的全面解决方案模式，海外拓展仍有较大空间。展望 2026 年，海外市场景气筑底向上，叠加国产品牌份额提升驱动，工程机械出海有望持续加速。

公司产品力领先+本土化拓展，构筑出海长期竞争力

公司作为国内挖机龙头，产品竞争力已比肩全球龙头卡特彼勒，具备突破海外高端市场的产品基础。从公司和卡特彼勒的挖机对比可以看出，同等吨位下，公司的中大挖性能已做到与卡特同一水平，部分指标甚至更优，这意味着公司的产品竞争力已比肩全球龙头，具备进入海外高端市场的产品基础。

表 1: 同等吨位下, 公司的中大挖性能已比肩卡特彼勒

	大挖		中挖	
	三一 485H	卡特 350	三一 235H	卡特 320
整机工作质量 (kg)	48500	47600	23000	21700
工作性能				
斗容 (m³)	2.6	3.2	1.35	1.19
回转速度 (rpm)	8.4	7.94	11.5	11.25
行走速度 (km/h)	5.5	4.5	5.6	5.7
爬坡能力 (°)	35	35	35	35
铲斗挖掘力 (kN)	280	291	158	150
斗杆挖掘力 (kN)	245	211	124	106
动力				
发动机功率 (KW)	310	309	128	129.4
发动机总排量 (L)	15.7	9.3	5.2	4.4

资料来源: 各公司官网, 长江证券研究所

公司以“不出海就出局”的决心大力推动全球化战略, 通过全球化的资源配置, 积极培育和发展新质生产力, 加速提升全球化水平。公司过去的“国际化”战略是简单地将中国生产的产品销售到海外, 如今的“全球化”战略则是将产品出口变成产业出口, 在全球范围内配置研发、制造等资源, 进一步推动本土化, 更好地满足全球客户需求, 具体包括:

全球化战略一: 研发全球化。以往, 公司主要在国内进行产品设计和研发, 如今公司建立了“1+5+N”的全球研发体系, 针对本地化场景及客户需求进行正向产品开发, 致力于为客户提供高效便捷、绿色环保、稳定可靠的产品。2023 年以来, 公司新增上市数十款海外大设备和欧美产品, 产品认证同步加速, 型谱覆盖率大幅提升。2024 年以来, 公司海外市场取得多次突破, 比如获得印尼最大 2000 台挖掘机订单、SY215E 首次在荷兰推出并实现欧洲电动挖掘机销售突破等等, 均是公司研发全球化成果的重要体现。2025 年, 公司全球市场推广产品 60 款, 全面加强全球化研发能力。

图 14: 24 年 6 月公司与印尼 Jhonlin 集团签署 2000 台挖掘机订单



资料来源: 今日工程机械公众号, 长江证券研究所

图 15: 公司电动挖掘机 SY215E

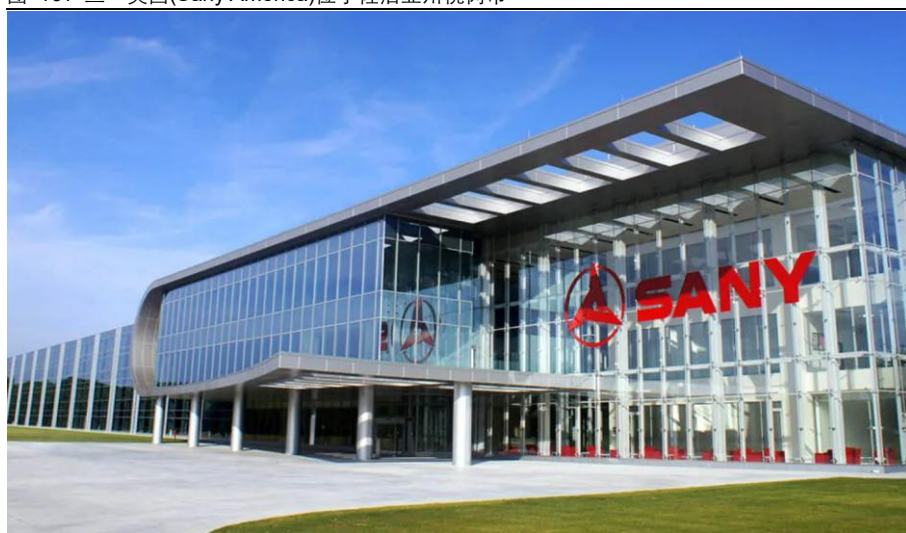


资料来源: 公司官方公众号, 长江证券研究所

全球化战略二: 组织全球化。公司坚定地推进全球组织变革, 实行“平台赋能+精兵作战”的组织形式, 设立海外大区 and 国区作为区域层面的整体战略规划和赋能平台, 以公

司整体利益最大化为基本原则，为一线作战组织提供服务、赋能和监督，大幅提升海外作战效率，进一步推动人员与经营的本地化，以更好地适配本地经营环境。对于北美市场，公司 2024 年进行了组织变革，聘任具有 25 年卡特彼勒工作经验的 David Nicoll 为三一美国(Sany America)的新任首席执行官，并对产品、渠道等进行了优化，未来北美市场有望取得新突破，市占率有望稳步提升。

图 16：三一美国(Sany America)位于佐治亚州桃树市



资料来源：公司官网，长江证券研究所

全球化战略三：制造全球化。公司近年来积极推动海外本土化制造布局，并将国内智能制造经验复制推广至全球。截至 25 年末，公司已在全球落成 37 个生产制造基地，同时在国内建立全球生产管控中心，统筹管理全球各个工厂。其中，三一印尼工厂是中国工程机械行业首座海外“灯塔工厂”，结合了三一在国内 40 多家智能制造工厂的核心成果，贯穿了工业 4.0 智能化、柔性化、绿色生产的概念。如今，公司正在乌兹别克斯坦等地新建海外工厂，并对印度、印尼、南非等地工厂进行扩产。一方面，布局海外本土化产能，可有效提升公司产品渗透率和品牌影响力；另一方面，面对当前复杂的国际贸易形势，海外产能可在很大程度上规避潜在关税风险，助力公司全球化战略持续推进。

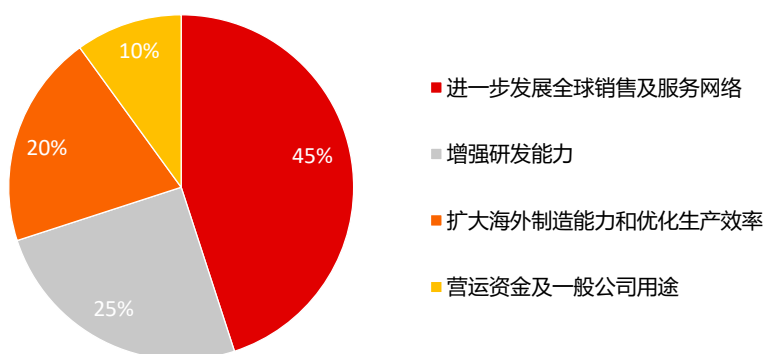
图 17：公司全球化布局版图



资料来源：公司官网，长江证券研究所

此外，公司于 2025 年 10 月 28 日在香港联合交易所成功上市，其规划募集资金的 45% 用于进一步发展全球销售及服务网络、20% 用于扩大海外制造能力和优化生产效率，H 股上市有助于公司深入推进全球化战略，强化海外布局，助力公司海外业务蓬勃发展。

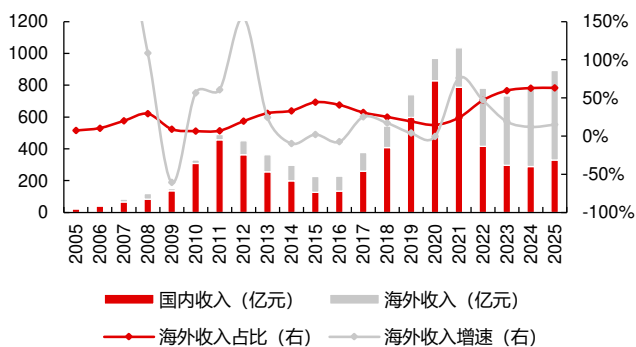
图 18: 公司港股 IPO 募集资金用途比例



资料来源: 公司港股招股说明书, 长江证券研究所

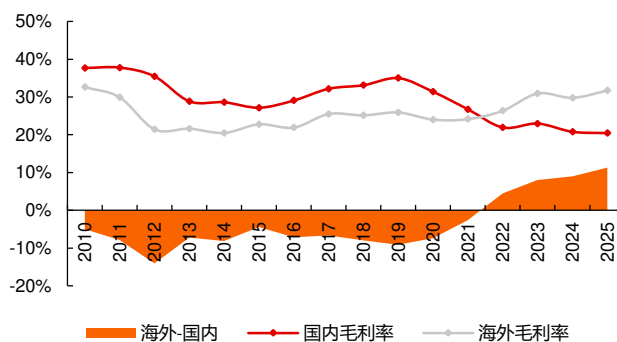
伴随公司产品力不断提升及全球化战略推进, 公司近年来海外业务收效显著。2020-2025 年公司海外业务收入从 141 亿元提升至 563 亿元, CAGR 高达 32%, 海外业务进入收获期。从盈利能力来看, 公司海外业务毛利率从 2020 年 24.0%持续提升至 2025 年的 31.7%, 或受益于公司产品海外认可度提升、规模效应等。2025 年公司海外毛利率高于国内 11.3pct, 海外占比提升带动了公司整体盈利能力上行。

图 19: 2025 年公司主营业务中海外收入占比已超过 60%



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

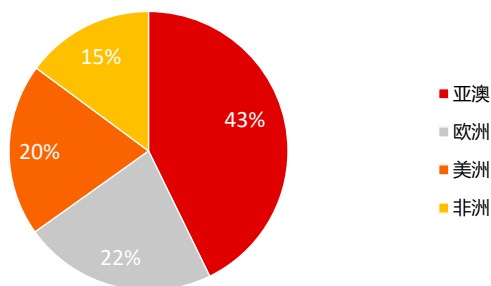
图 20: 2022 年起公司海外毛利率高于国内



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

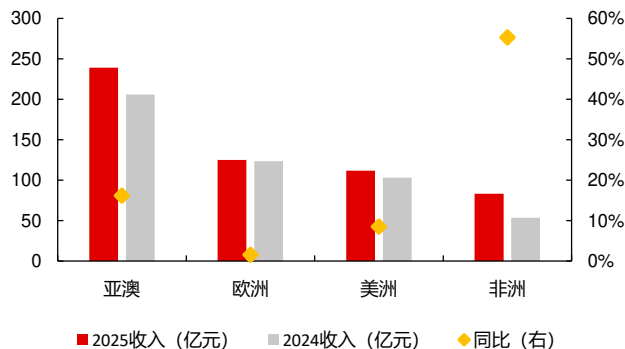
分区域来看, 公司在新兴市场和高端市场齐发力。2025 年公司非洲区域同比大幅增长 55.29%, 占比约 15%, 或受益矿山、基建相关需求显著; 亚澳区域同比增长 16.17%, 占比约 43%; 欧洲区同比增长 1.5%, 占比约 22%; 美洲区域同比增长 8.52%, 占比约 20%, 其中预计拉美地区增速好于北美。展望 2026 年, 对于亚澳、非洲、南美等新兴市场, 公司有望受益矿山市场景气持续向好; 对于欧美高端市场, 需求或筑底企稳, 伴随公司全球化战略纵深推进, 研发全球化、组织全球化、制造全球化并行, 有望持续突破欧美市场, 市场份额有望提升。

图 21: 2025 年公司海外收入分区域占比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 22: 2025 年公司海外分区域收入规模及同比增速



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

对标全球龙头, 三一重工提份额仍有较大空间

根据 KHL, 2024 年全球 TOP50 工程机械制造商合计规模达 2376 亿美元, 其中, 卡特彼勒作为全球龙头, 工程机械业务规模达 378 亿美元, 在 TOP50 中份额占比约 15.9%; 而三一重工份额近年随保持提升趋势, 但占比仅 4.6%, 对标龙头份额提升空间广阔, 看好公司全球化战略带来的后续成长空间和弹性。

表 2: 对标全球工程机械龙头, 三一重工全球提份额空间广阔

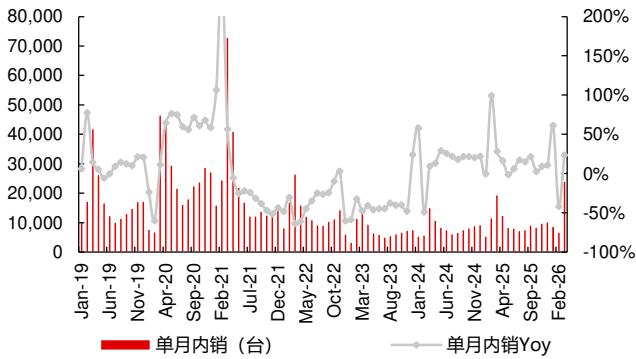
2024 年排名	公司名称	国别	2024 年工程机械收入 (亿美元)	2024 年在 TOP50 中份额
1	卡特彼勒	美国	378	15.9%
2	小松	日本	266	11.2%
3	约翰迪尔	美国	130	5.5%
4	徐工	中国	128	5.4%
5	利勃海尔	德国	124	5.2%
6	三一重工	中国	108	4.6%
7	日立建机	日本	91	3.8%
8	沃尔沃建筑设备	瑞典	84	3.5%
9	杰西博	英国	74	3.1%
10	山特维克	瑞典	70	2.9%
全球 TOP50 合计			2376	

资料来源: KHL, 长江证券研究所

国内: 周期向上趋势明确, 龙头业绩弹性更明显 行业: 更新周期上行是核心驱动, 未来 2-3 年趋势明确

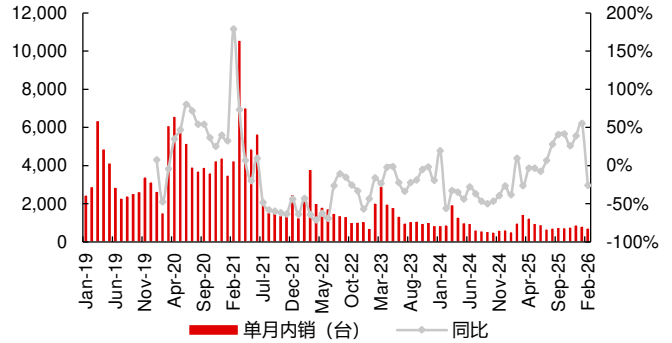
国内来看, 短期从挖机到非挖全面修复, 未来 2-3 年周期向上趋势明确。我国挖机行业内销自 2024 年 3 月开始同比转正, 混凝土机械、起重机械等非挖设备从 25Q3 亦开始见底修复。展望后续, 国内周期向上趋势明确, 但终端需求复苏强度仍有赖政策力度, 在此背景下, 国内周期上行斜率或偏平稳。

图 23：26 年 3 月我国挖掘机行业内销量同比+23.5%



资料来源：CCMA，长江证券研究所

图 24：26 年 1-2 月我国汽车起重机行业内销量同比+2.4%



资料来源：CCMA，长江证券研究所

低基数下的设备更新换代是本轮周期向上的核心驱动。结合上一轮周期中的销售节奏，并按照挖机 8 年左右的使用寿命来测算，可得从 2024 年起国内保有量中 6-8 年的高机龄设备占比显著提升，故设备更新周期有望向上。与此同时，近年来国内二手机出海持续增长，客观上起到出清国内保有量的作用，从而为新机内销增长腾出了空间。此外，环保及电动化趋势也在一定程度上推动工程机械更新换代。

表 3：按照 8 年使用寿命，测算挖掘机国内保有量的机龄结构占比

	<3 年	3-5 年	6-8 年	合计
2018	34%	22%	44%	100%
2019	45%	19%	36%	100%
2020	54%	21%	25%	100%
2021	54%	28%	18%	100%
2022	48%	37%	15%	100%
2023	34%	47%	19%	100%
2024	22%	51%	26%	100%
2025	19%	46%	35%	100%

资料来源：CCMA，Wind，长江证券研究所测算

图 25：近年来我国挖机海关出口增速显著高于新机出口增速（台）



资料来源：海关总署，CCMA，长江证券研究所

图 26：26 年 3 月我国电动装载机行业渗透率达 30%

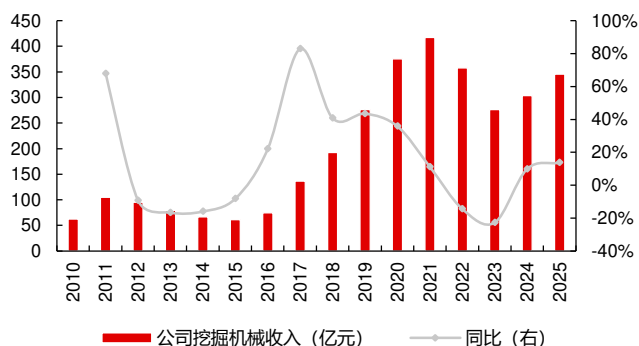


资料来源：CCMA，长江证券研究所

公司三大产品线均位居行业前列，有望受益行业周期向上

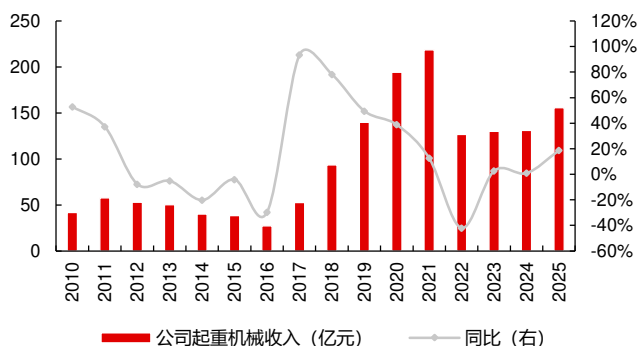
公司作为国内工程机械龙头，挖掘机、混凝土机械、起重机械三大产品线均位居行业前列，市场地位稳固。其中，挖掘机械国内市场上连续 15 年蝉联销量冠军，全球市占率稳步提升；混凝土机械连续 15 年蝉联全球第一品牌；起重机械全球市占率稳步上升。

图 27：2010-2025 年公司挖掘机机械收入及同比增速



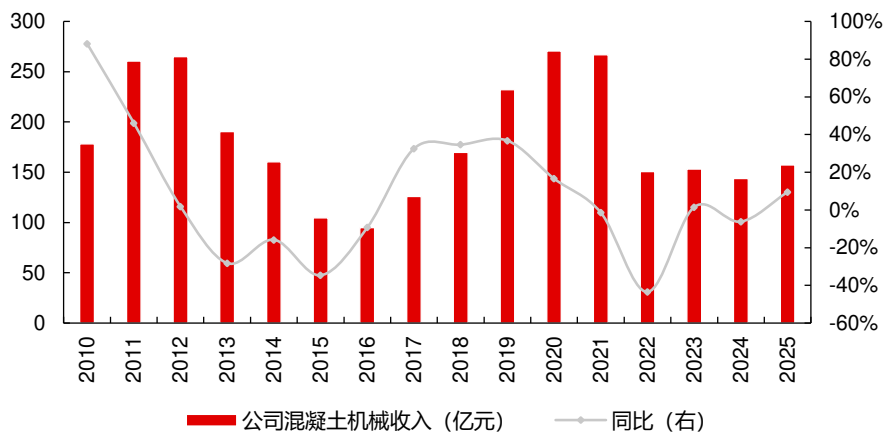
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 28：2010-2025 年公司起重机械收入及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

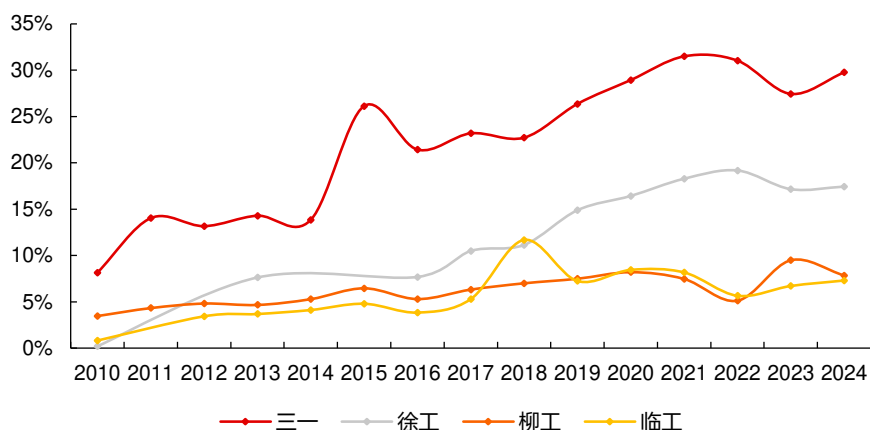
图 29：2010-2025 年公司混凝土机械收入及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

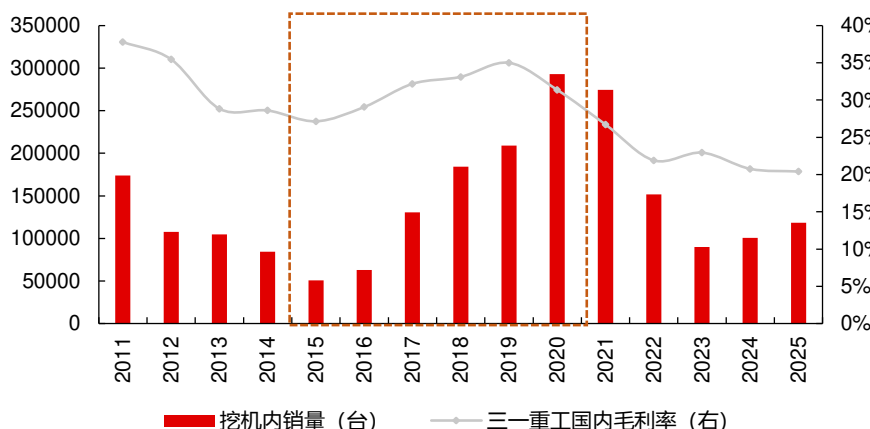
当前国内工程机械行业上行趋势较为明确，公司核心产品挖掘机、起重机械、混凝土机械收入占比高、市场份额领先，有望充分受益内销周期上行；同时，伴随周期向上，公司国内业务规模效应有望逐步体现（如 2019 年景气旺盛时国内毛利率高达 35%），叠加公司持续推进降本提效，盈利能力有望持续提升，看好公司在行业上行期的成长弹性。

图 30：公司挖掘机机械国内市场份额领先



资料来源：CCMA，长江证券研究所

图 31：上轮国内周期上行期，公司国内业务毛利率显著提升



资料来源：CCMA，Wind，长江证券研究所

公司坚持高质量发展，资产质量、经营效率行业领先，新能源产品助力成长

高质量经营战略，经营质量持续提升

价值销售政策严控风险，经营现金流表现优异

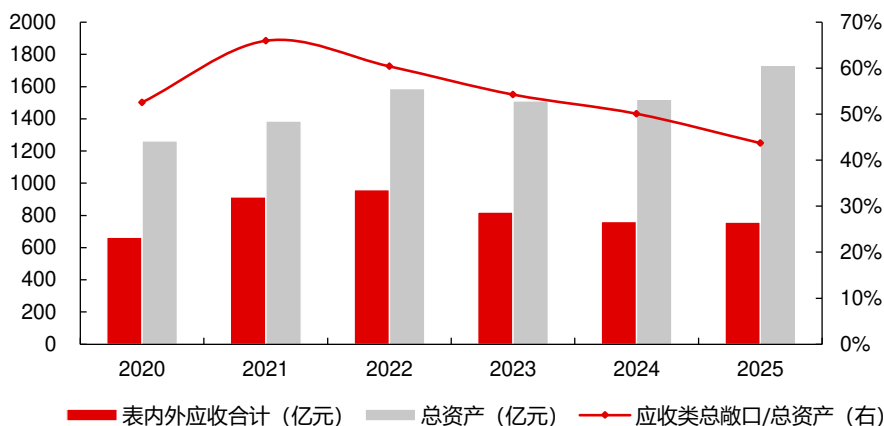
信用销售是工程机械行业特征之一，公司坚持价值销售政策，资产质量业内领先。公司高度注重经营质量与风险管控，坚持价值销售政策，将风险控制较低水平，截至 2025 年末公司表内外应收类敞口合计占总资产比例约 43.7%，处于业内较优水平。公司资产质量始终保持较好水平，在行业上行期有望带来高业绩弹性。

表 4：公司国内销售付款方式结算比例

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023*
全额付款	19.54%	28.52%	29.95%	22~32%	24%~34%	23%~33%	15%~25%	20%~25%
按揭贷款	16.03%	11.87%	12.16%	8~18%	12%~22%	13%~23%	15%~25%	10%~15%
融资租赁	14.57%	16.63%	25.54%	22~32%	23%~33%	21%~31%	15%~25%	20%~25%
分期付款	49.86%	42.99%	32.35%	28~38%	21%~31%	23%~33%	45%~50%	43%~47%

资料来源：公司公告，公司信用评级报告，长江证券研究所（*注：2023 年数据为三一集团整体口径）

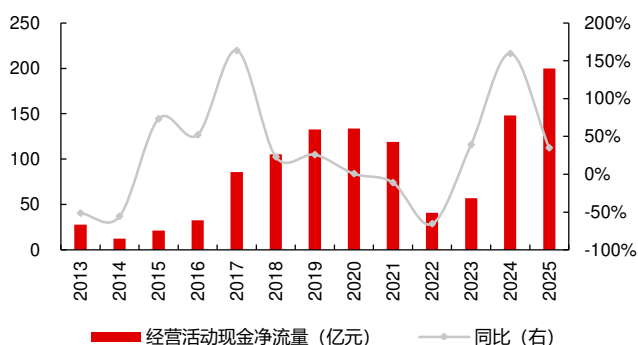
图 32：公司近年来资产质量优中有升



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：表内应收敞口包括：应收票据、应收账款、长期应收款、应收款项融资、一年内到期的非流动资产、发放短期及长期贷款和垫款、其他应收款等；表外敞口包括：按揭贷款担保、关联融资租赁担保、第三方融资租赁担保、资产支持证券担保等）

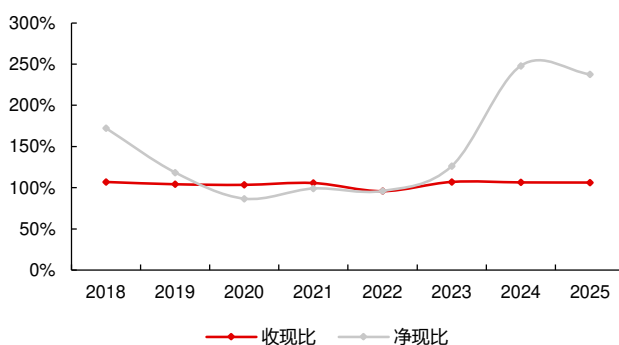
公司经营性现金流表现优异，经营质量持续攀升。得益于公司高质量发展战略和价值销售的经营理念，2024、2025 年公司经营活动现金净流量同比分别+160%、+35%，净现比分别达 248%、238%，现金流表现优异，经营质量业内领先。

图 33：2025 年公司经营活动现金净流量同比+35%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 34：2024-2025 年公司净现比表现优异



资料来源：Wind，长江证券研究所

渠道控制力强，对国内渠道商采取参股绑定、高激励模式

对于渠道商的管理，公司打破了传统纯合同代理关系，主要通过昆山三一投资有限公司对国内核心经销商进行股权投资，以资本纽带实现深度利益绑定。公司通常对核心经销

商进行约 9%-16% 的股权投资，该策略既保持了经销商的独立经营积极性，又构建了长期稳定的利益共同体。

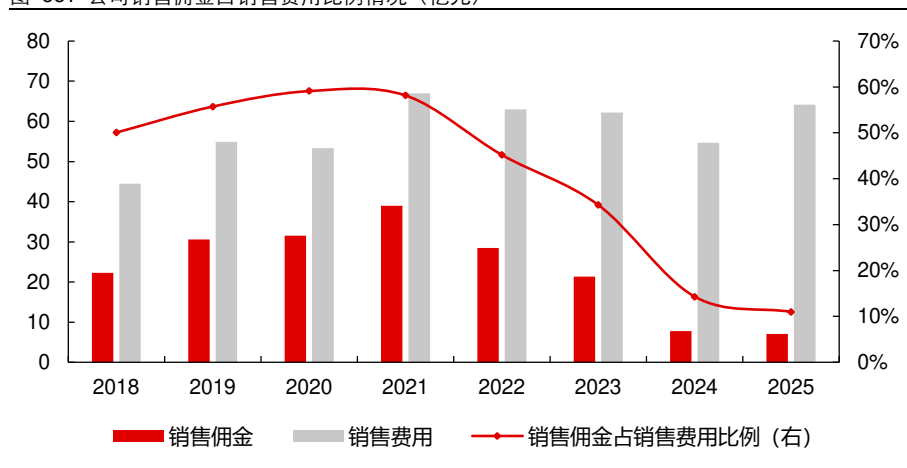
表 5：三一重工对国内经销商采取参股模式（仅列示部分）

序号	经销商	注册资本 (万人民币)	成立日期	昆山三一投资有限公司 持股比例 (%)
1	山西湘阳工程机械有限公司	500	2017-04-24	16
2	辽宁三君工程机械有限公司	1000	2008-12-16	16
3	山西三龙工程机械销售有限公司	800	2007-09-07	15
4	广西元创弘工程机械有限公司	500	2024-05-27	9
5	云南正源睿德工程机械有限公司	1575	2021-12-13	9
6	宁夏益尔德工程机械有限公司	1000	2021-10-20	9
7	沈阳众力工程机械有限公司	500	2018-09-17	9
8	吉林力好机械设备有限公司	500	2018-03-28	9
9	哈尔滨力好工程机械有限公司	118	2018-03-26	9
10	内蒙古众力工程机械有限公司	500	2017-03-10	9
11	湘潭中旺工程机械设备有限公司	60	2014-06-25	9
12	石家庄众力工程机械有限公司	500	2012-09-17	9
13	青海海畴工程机械有限公司	800	2012-02-22	9
14	宜昌邦立资产管理有限公司	50	2012-02-22	9
15	甘肃成峰工程机械有限责任公司	549.45	2012-02-17	9

资料来源：iFinD，长江证券研究所

公司实施与市场化销量考核挂钩的佣金返还机制，充分激发渠道销售动力。2025 年公司发放的销售佣金达 7.04 亿元，占当期销售费用比例约 11%。高激励机制带动销量，进而实现规模效应、摊薄成本的良性循环，同时有助于巩固作为国内龙头的市场地位。

图 35：公司销售佣金占销售费用比例情况（亿元）

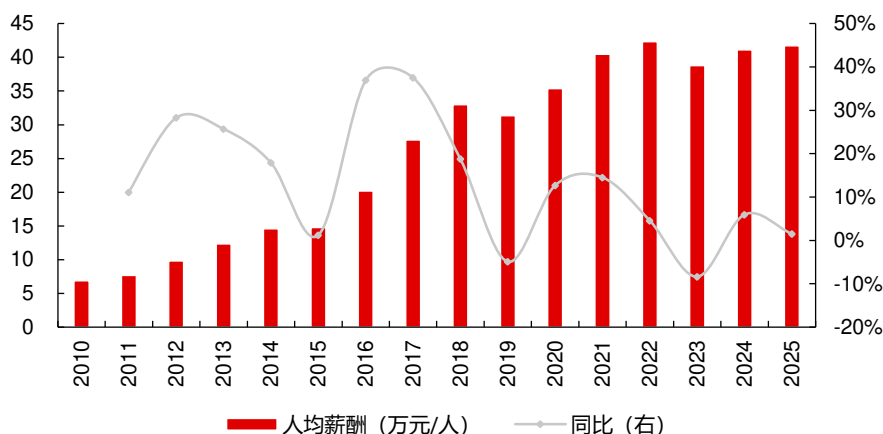


资料来源：公司公告，长江证券研究所

民营机制优势，执行力强、经营效率高，高激励打造人才队伍

公司作为民营企业激励力度大，通过高薪酬打造人才队伍。公司的人均薪酬水平处于行业领先地位，如 2025 年公司人均薪酬达 41.7 万元/人。此外，公司历史上曾分别于 2012、2016、2022 年实施股权激励计划，覆盖人数上千人，有效激发团队的积极性，提高公司管理和经营效率。

图 36：2010-2025 年公司人均薪酬及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

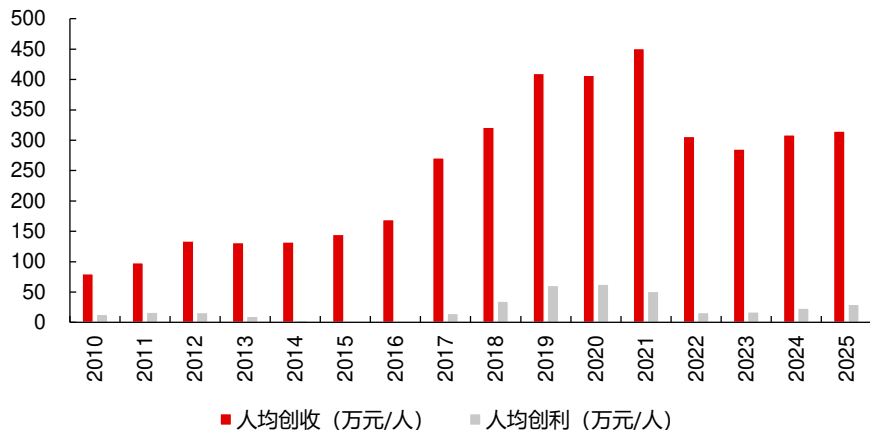
表 6：公司历史上多次实施股权激励计划

	2012		2016		2022
	限制性股票	股票期权	限制性股票	股票期权	限制性股票
授予数量 (万股)	2334.59	15490.92	6159.48	31563.16	2907.02
占激励计划签署时公司股本总额比例	0.31%	2.04%	0.81%	4.15%	0.34%
激励人数 (人)	1408	2108	1684	1423	145

资料来源：公司公告，长江证券研究所

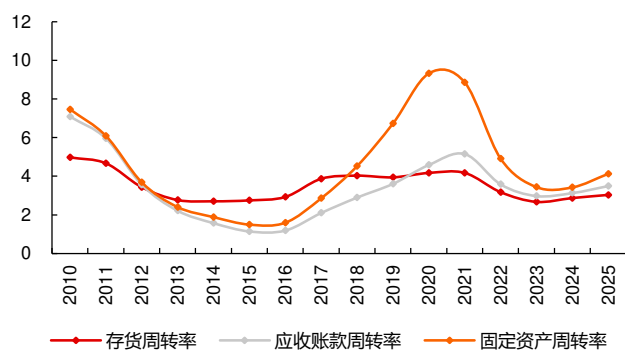
在高效的激励下，公司充分发挥民营机制优势，经营效率、盈利能力位居行业前列。上一轮国内上行周期中，2016-2020 年公司人均创收从 169 万元/人提升至 407 万元/人，CAGR 达 25%；人均创利从 1.5 万元/人提升至 62.8 万元/人，CAGR 达 155%。从经营效率来看，2016-2020 年公司存货周转率从 2.9 次/年提升至 4.2 次/年，应收账款周转率从 1.2 次/年提升至 4.6 次/年，固定资产周转率从 1.6 次/年提升至 9.3 次/年；从盈利能力来看，公司净利率从 2016 年的 0.7% 提升至 2020 年的 16.0%，均处于行业领先水平。当前站在新一轮周期起点，伴随行业周期上行，公司作为行业龙头，有望充分发挥民营机制优势，经营效率、盈利能力有望快速提升。

图 37：2010-2025 年公司人均创收及人均创利



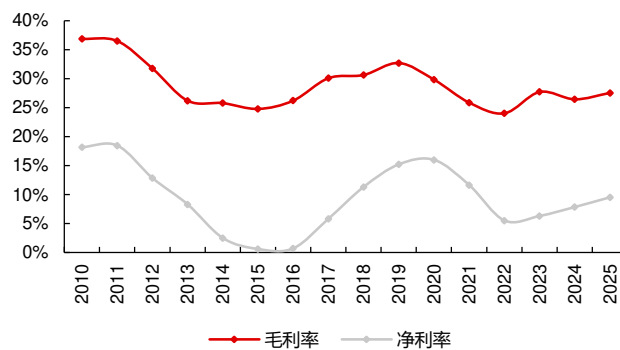
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 38：2010-2025 年公司资产周转率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 39：2010-2025 年公司毛利率及净利率

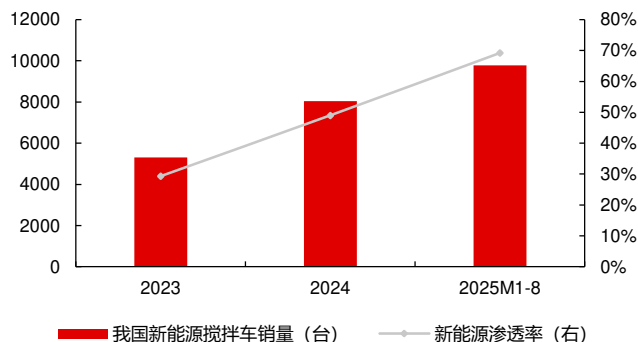


资料来源：Wind，长江证券研究所

电动化产品快速增长，有望受益国内、海外渗透率提升

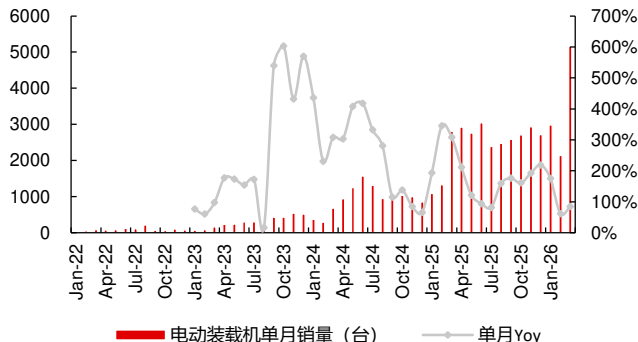
当前工程机械行业电动化趋势方兴未艾，搅拌车、装载机渗透率已快速提升。25 年 1-8 月我国新能源搅拌车渗透率达 69.2%，26 年 1-3 月我国电动装载机内销渗透率高达 51.3%，行业电动化趋势显著。此外，龙头主机厂也推出电动挖掘机、电动起重机、电动泵车等产品，新能源渗透率有望提升。

图 40: 25 年 1-8 月我国新能源搅拌车渗透率达 69.2%



资料来源: KERUI, 长江证券研究所

图 41: 26 年 1-3 月我国电动装载机销量 (含出口) 同比+97%



资料来源: CCMA, 长江证券研究所

公司早年便已前瞻性布局新能源工程机械各产品线的研发，目前电动产品谱系全面，有望受益国内、海外电动化渗透率提升。2021 年，公司旗下各产品事业部均成立电动化经营与科研团队，电池、电控、电驱、电子电气、控制算法和热管理等领域众多领军人才加入公司，全面推进工程车辆、挖掘机械、装载机、起重机械等产品的低碳化，聚焦纯电、混动和氢燃料三大技术路线，持续迭代新能源产品。公司通过自主开发、对外战略合作针对电芯、电驱桥技术、VCU 集控平台、充换电站、燃料电池系统及控制技术五大方向布局，围绕高压化、高效化、集成化方向，重点突破集成电驱桥、滑板底盘、电子电气架构等核心技术。

图 42: 公司 410S18LX8 电动搅拌车



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

图 43: 全球第一台全电池驱动的伸缩臂履带式起重机 SCE800TB-EV



资料来源: 公司官方公众号, 长江证券研究所

图 44：公司 SY215E 电动挖掘机



资料来源：公司官方公众号，长江证券研究所

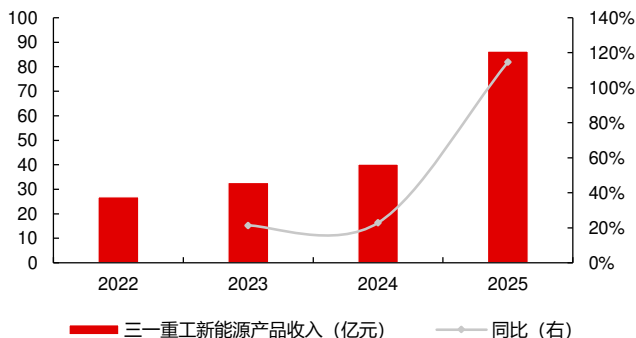
图 45：公司 SW956E 电动轮式装载机



资料来源：公司官网，长江证券研究所

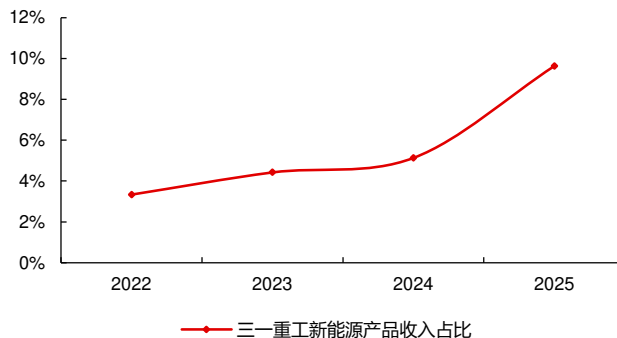
公司新能源工程机械进入爆发增长期，电动搅拌车、电动挖掘机、电动起重机、电动泵车行业领先，市场份额稳居第一。依托强大的产品竞争力和研发创新实力，公司在低碳化市场连年高速增长，2025 年公司新能源产品销售额达 86.4 亿元人民币，同比提升 115%，占总收入比例达 9.6%。在当前可商业化落地的新能源工程设备领域，公司均取得行业领先地位，例如，公司电动搅拌车、电动挖掘机、电动起重机、电动泵车销售市场占有率均居行业第一。

图 46：2025 年公司新能源产品收入同比大幅提升 115%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 47：2025 年公司新能源产品收入占比达 9.6%

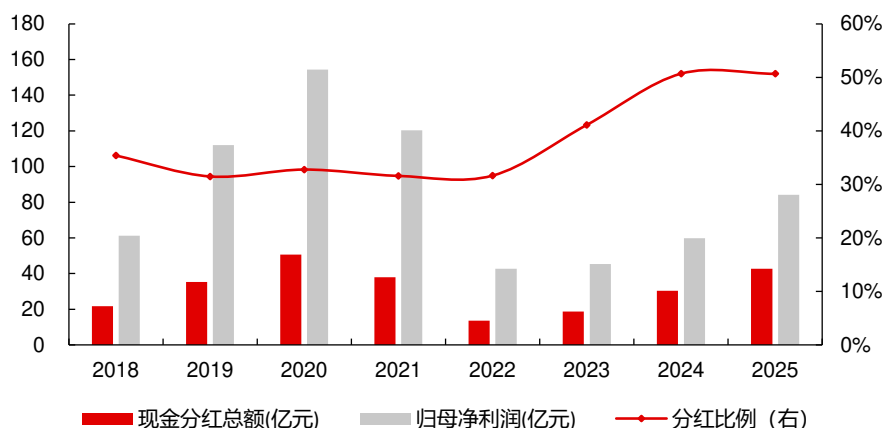


资料来源：公司公告，长江证券研究所

注重股东回报，分红比例提升

公司近年来分红比例有所提升。2025 年公司现金分红总额 42.61 亿元，分红比例超 50%。此外，公司发布《三一重工股份有限公司未来三年股东回报规划（2026-2028 年）》，优化分红政策，高度重视对股东的投资回报及其稳定性和连续性。

图 48：2025 年公司分红比例超 50%



资料来源：Wind，长江证券研究所

投资建议

三一重工作为国内工程机械领先制造商，海外、国内业务均有望持续向上共振。海外方面，当前市场景气度或筑底向上，公司产品竞争力已比肩全球龙头，研发、组织、制造全球化持续纵深推进，有望助力海外业务延续较快增长。国内方面，行业周期向上趋势明确，公司三大产品线均位居行业前列，有望充分受益周期上行。同时，公司资产质量、经营效率行业领先，民营机制优势凸显；研发投入成效显著，新能源产品快速放量，看好公司长期成长弹性。预计 2026-2027 年公司分别实现归母净利润 110.20 亿、134.48 亿元，对应 H 股 PE 分别为 16 倍、13 倍；对应 A 股 PE 分别为 17 倍、14 倍，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、国内需求修复不及预期。公司主导产品挖掘机械、混凝土机械、起重机械等与国内下游行业需求相关性较强且周期特征较为明显，若国内需求不及预期，将直接影响公司主导产品销售表现，对公司经营状况造成不利影响。
- 2、海外业务拓展不及预期。公司近年来海外布局投资力度不断加强，出口成为公司业务增长重要驱动力，若海外市场拓展不及预期，将对公司业绩增长产生不利影响。
- 3、国际贸易关税风险及汇率波动风险。出口是公司的重要收入来源之一，但国际贸易存在不稳定因素，若产品遭遇国际贸易关税壁垒或汇率波动较大等因素，则会对公司工程机械产品出口产生不利影响。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，短期看，我们预计公司国内业务有望明显修复，海外业务预计增速提升。中长期看，国内工程机械行业周期向上，公司作为龙头有望充分受益；海外新兴市场景气持续，欧美高端市场空间广阔且公司份额有望取得突破。基于上述假设，我们预测 2026-2027 年公司营收分别为 1026.41 亿元、1170.50 亿元，增速分别为 14%、14%；预计 2026-2027 年归母净利润分别为 110.20 亿元、134.48 亿元，同比增速分别为 31%、22%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等，悲观假设下，若国内市场修复不及预期、海外业务拓展不及预期，或受到汇率波动等国际贸易风险影响，则公司未来收入/业绩增速或受影响，假设悲观情况下，2026、2027 年公司营业收入同比增速分别降低至 10%、10%，毛利率分别降至 27.5%、27.8%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降低至 20%、18%。

表 7：公司收入及利润敏感性分析（百万元）

	基准情形			悲观情形		
	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
营业收入	89,700	102,641	117,050	89,700	98,669	108,536
YOY	14.4%	14.4%	14.0%	14.4%	10.0%	10.0%
毛利率	27.7%	28.0%	28.3%	27.7%	27.5%	27.8%
归母净利润	8,408	11,020	13,448	8,408	10,100	11,927
YOY	41.2%	31.1%	22.0%	41.2%	20.1%	18.1%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。