

# 工程机械行业2025年报&2026年一季报总结 出海逻辑继续演绎，高经营质量周期利好内外需上行提速

首席证券分析师：周尔双  
执业证书编号：S0600515110002  
[zhouersh@dwzq.com.cn](mailto:zhouersh@dwzq.com.cn)

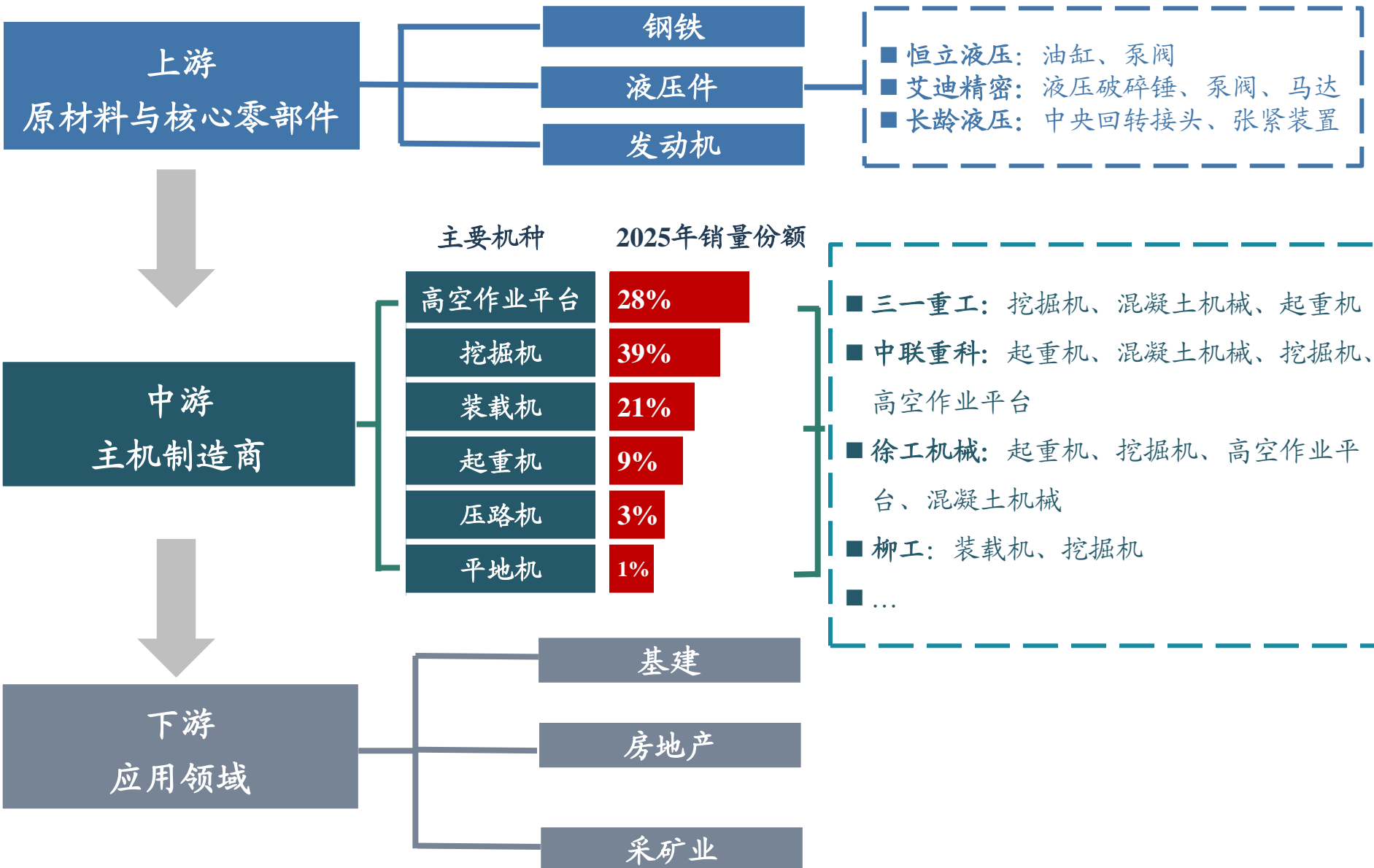
证券分析师：黄瑞  
执业证书编号：S0600525070004  
[huangr@dwzq.com.cn](mailto:huangr@dwzq.com.cn)

2026年5月21日

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **2025年开始工程机械板块全面复苏，各品类/各区域开始共振向上。**2025年工程机械板块收入增速提升至12%，相比2024年的3%明显加速，2026Q1板块收入增速进一步提升至13%，行业景气度持续回暖。分产品看，挖机复苏回暖态势显著，起重机、混凝土等此前拖累较大的非挖板块也开始企稳回升，行业由单点复苏逐步转向全品类修复。分区域看，国内市场在更新替换、资金到位率改善带动下实现销量同比由负转正；海外市场中非洲、拉美等资源型经济体资本开支维持高位+矿业及基建需求景气延续，欧美受益数据中心基建而复苏，共同推动外需全方位增长。
- **盈利能力&经营质量双提升是本轮工程机械上行周期的重点。**2026Q1在汇率压制盈利的背景下，各大主机厂利润端表现仍具韧性，主要系：（1）**出海仍是工程机械行业最核心主线**，海外市场产品盈利能力普遍高于国内，国内龙头持续加大海外市场布局与投入，随着内外销收入结构优化，板块毛利率中枢有望持续抬升；（2）国内竞争格局较上一轮周期明显改善，龙头企业更加重视风险敞口压降，**行业由规模优先转向高质量发展**，后续盈利兑现质量有望更优。
- **展望2026年：行业端**，①**国内市场**：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。随着化债进程加快&更新替换需求落地，国内市场有望稳健向上；②**海外市场**：欧美市场受益于AI基建拉动开始复苏，非洲、拉美等活跃开矿带动需求旺盛，预计海外有望继续保持高增。**公司端**，国产主机厂此前在海外各大区域持续推进渠道、服务和本地化布局，前期投入加速转化为订单落地+份额提升；叠加欧美品牌影响力边际弱化、战争背景下油价高涨利好中国高性价比锂电设备渗透，从东南亚到非洲、再到拉美，中国企业的海外份额提升有望加速。
- **投资建议**：重点推荐【三一重工】【徐工机械】【中联重科】【柳工】【山推股份】【恒立液压】
- **风险提示**：行业周期波动、基建及地产项目落地不及预期、地缘政治加剧风险、汇率波动风险。

# 工程机械产业链梳理



数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

# 工程机械板块相关公司

- 我们选取了A股17家主营业务为工程机械的上市公司进行分析，选取公司及细分产品领域如下表：工程机械板块上市公司分析（亿元）

证券代码	证券简称	主要业务领域	2026/5/19	2025年						2026年Q1					2026/5/19	PE-TTM	2026/19	
			市值(亿元)	收入(亿元)	YOY	归母净利润(亿元)	YOY	毛利率	归母净利润率	收入(亿元)	YOY	归母净利润(亿元)	YOY	毛利率	归母净利润率			26Q1 ROE(加权)
600031	三一重工	挖掘机、混凝土机械、起重机	1,776	897	14%	84	41%	28%	10%	241	14%	25	0%	27%	10%	11%	21.1	2.0
601100	恒立液压	液压油缸、液压泵阀、马达	1,507	109	17%	27	9%	42%	25%	32	33%	7	6%	39%	20%	17%	54.4	8.4
000425	徐工机械	起重机	1,101	1,008	8%	66	9%	23%	7%	298	9%	21	1%	22%	7%	11%	16.7	1.8
000157	中联重科	起重机、混凝土机械	628	521	15%	49	38%	28%	10%	130	7%	9	-37%	28%	7%	8%	14.5	1.1
603298	杭叉集团	叉车	359	177	6%	22	9%	25%	13%	49	10%	5	9%	22%	9%	20%	16.1	3.0
603338	浙江鼎力	高空作业平台	273	86	10%	19	17%	34%	22%	25	29%	5	6%	34%	18%	18%	14.2	2.3
000528	柳工	土石方铲运机械(挖掘机、装载机、推土机等)	189	331	10%	16	21%	22%	4%	101	10%	6	-8%	21%	6%	9%	12.1	1.0
603638	艾迪精密	液压破碎锤	218	32	17%	4	14%	29%	13%	12	52%	2	48%	28%	14%	11%	49.3	6.0
000680	山推股份	推土机	171	146	3%	12	10%	21%	8%	40	20%	3	21%	21%	8%	21%	13.5	2.6
605389	长龄液压	液压涨紧装置、中央回转接头	168	11	22%	1	33%	29%	13%	3	20%	0	22%	30%	14%	6%	126.6	7.8
600761	安徽合力	叉车	168	198	11%	12	-9%	24%	7%	52	12%	3	-3%	23%	7%	12%	13.6	1.5
002097	山河智能	挖掘机、凿岩设备	103	73	3%	1	15%	29%	0%	15	2%	0	-44%	30%	0%	2%	146.9	2.2
600375	华菱星马	专用车(混凝土泵车、搅拌车、半挂车), 重卡底盘	76	66	55%	0	-70%	9%	1%	20	52%	0	131%	7%	1%	1%	121.2	2.2
600815	厦工股份	挖掘机、装载机	75	7	-2%	-1	-1185%	13%	-9%	2	55%	0	-784%	11%	-3%	-5%	-91.0	5.1
600984	建设机械	建筑机械租赁	62	25	-7%	-22	-122%	-12%	-86%	4	3%	-3	-15%	-23%	-62%	-69%	-2.8	3.5
603194	中力股份	叉车	145	73	11%	9	2%	29%	12%	17	13%	2	-5%	30%	11%	17%	17.1	2.6
600262	北方股份	矿用车	42	31	5%	2	20%	20%	8%	8	-7%	1	19%	18%	9%	13%	18.7	2.3

注：PB=总市值/归母净资产，其中总市值采用2026/5/19收盘市值，归母净资产采用最近一期期末归母所有者权益；ROE=归母净利润/期初期末平均归母净资产，2026Q1 ROE已作年化处理。



一、2025年板块归母净利润同比+16%，海内外需求共振下盈利能力大幅改善

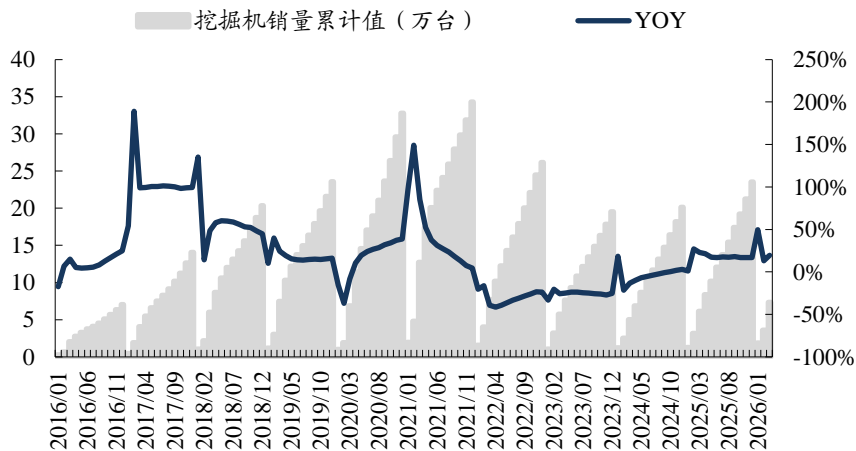
二、挖机&非挖均已进入上行通道，工程机械有望迎来国内外共振

三、个股投资建议

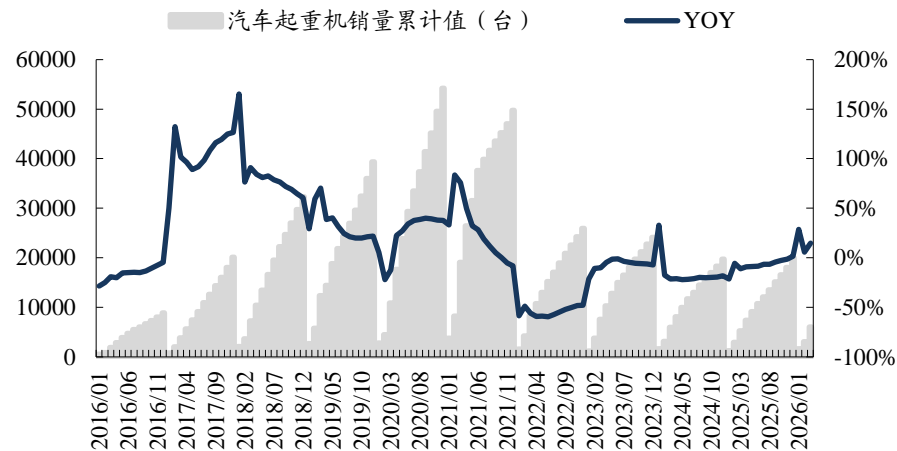
四、风险提示

# 1.1 2025年&2026Q1土方机械维持高增，工程起重机械全面复苏

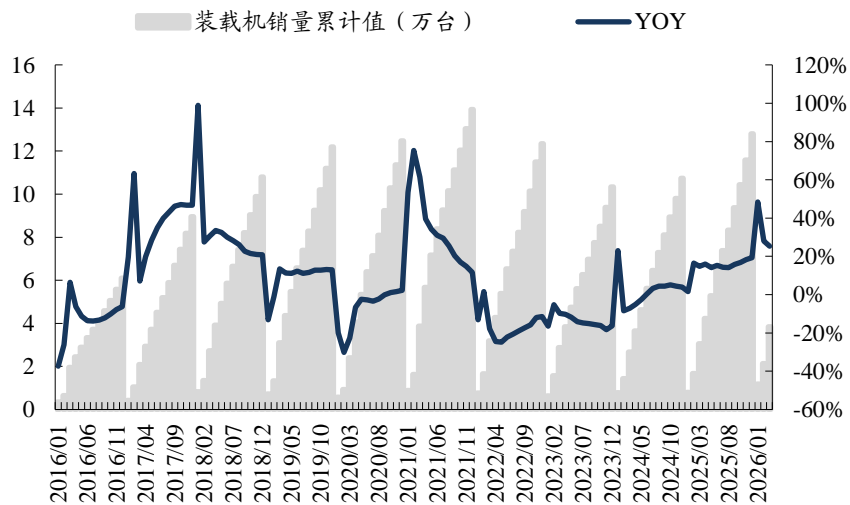
图：2025年中国挖掘机累计销量23.5万台，同比+17%  
2026Q1中国挖掘机累计销量7.3万台，同比+19%



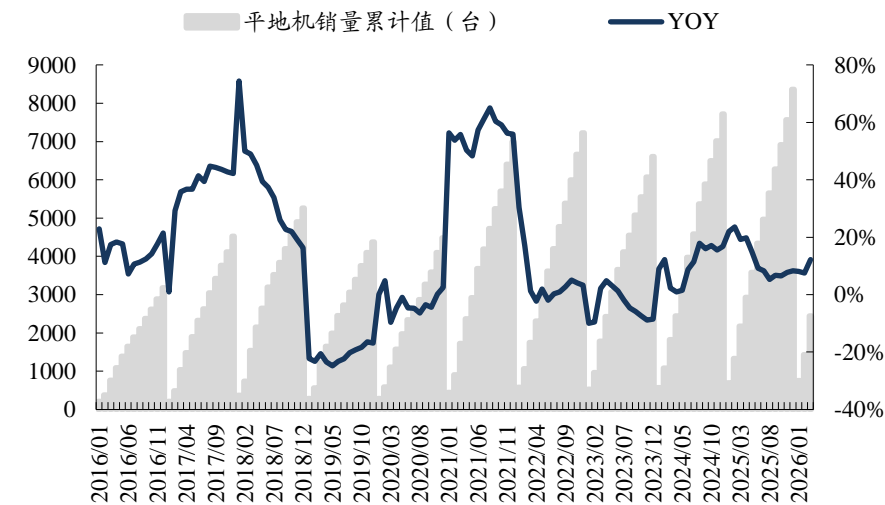
图：2025年中国汽车起重机累计销量2.0万台，同比+1%  
2026Q1中国汽车起重机累计销量0.6万台，同比+15%



图：2025年中国装载机累计销量12.8万台，同比+19%  
2026Q1中国装载机累计销量3.8万台，同比+25%



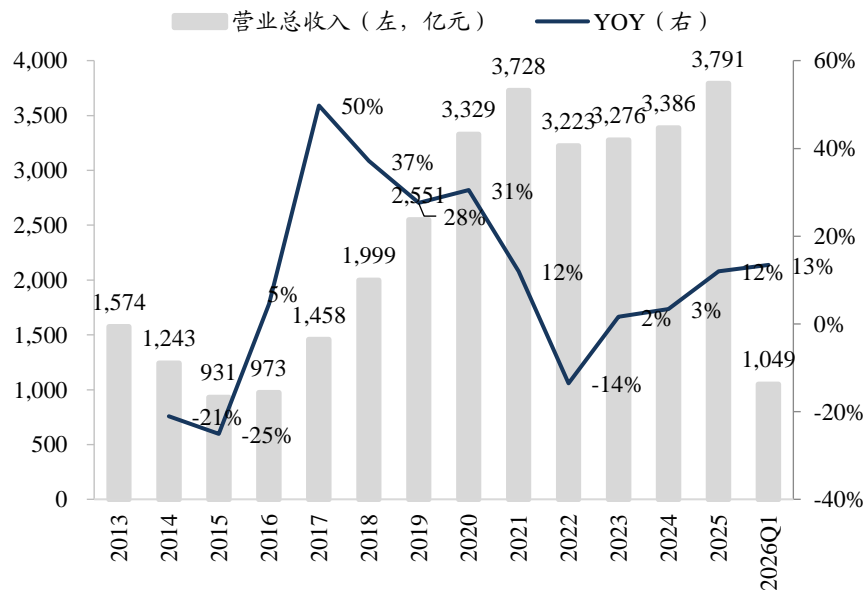
图：2025年中国平地机累计销量8360台，同比+8%  
2026Q1中国平地机累计销量2440台，同比+12%



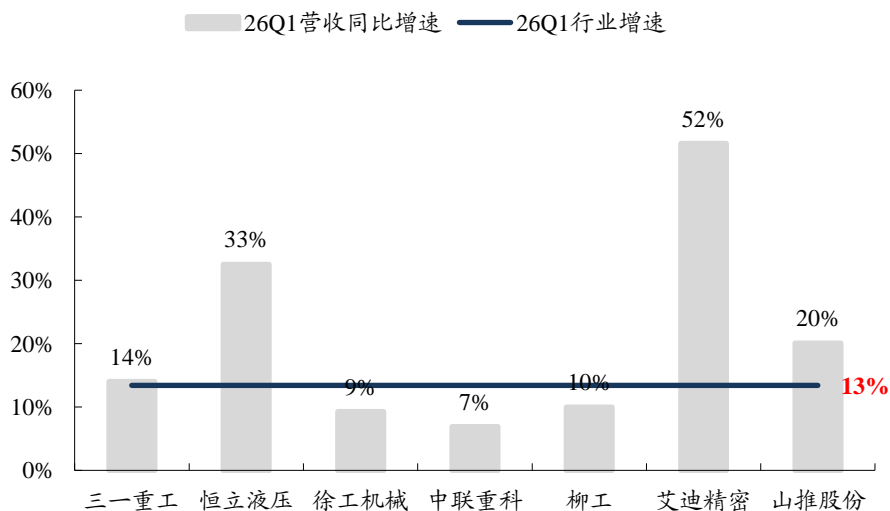
## 1.2 2025/26Q1板块营业总收入同比提升12%/13%，行业需求持续上行

- **2025年/26Q1板块营业总收入同比提升12%/13%，2025年以来行业需求已全面进入上行通道。**2025年/2026年一季度17家A股工程机械上市公司合计实现总营收3791/1049亿元，同比+12%/+13%，营收端增速持续提升，主要系①农村水利建设、机器替人带动土方机械特别是挖掘机内销持续复苏，2025年挖掘机内销11.9万台，同比+17.9%；②2025年非洲、拉美等资源型经济体资本开支高企，叠加欧美需求修复&国产性价比优势提升，工程机械出口销量全面复苏。
- **26Q1国内挖机景气较高，带动国内挖机龙头营收稳健增长。**2026Q1三一重工/徐工机械/柳工营收同比+14%/+9%/+10%。三一重工、徐工机械为国内挖掘机龙头，市占率稳居行业前二；柳工作为老牌工程机械头部企业，在挖掘机领域持续发力，市占率快速提升，2025年在国内部分地区市占率已升至行业第三。

图：2025年/26Q1板块营业总收入同比提升12%/13%



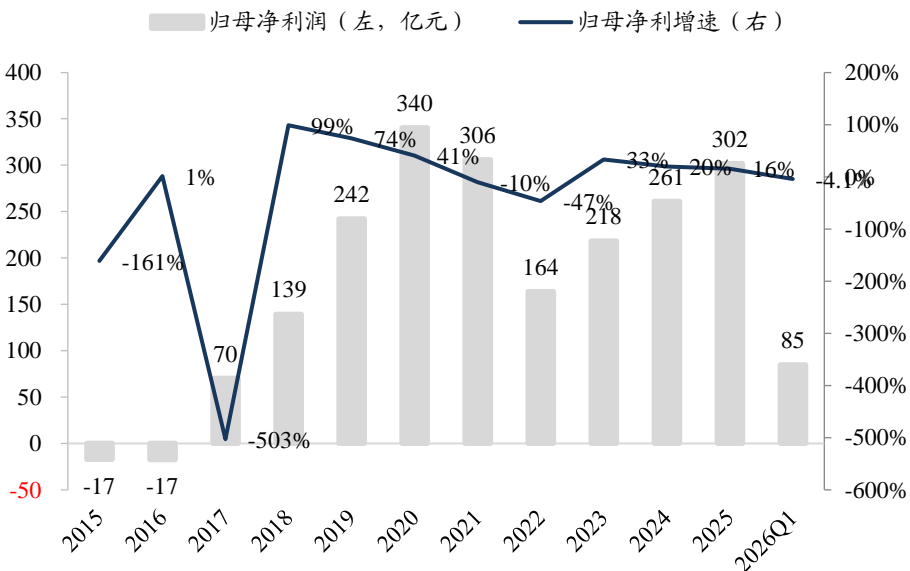
图：2026Q1工程机械行业中土方机械占比较高的主机厂营收增速较高



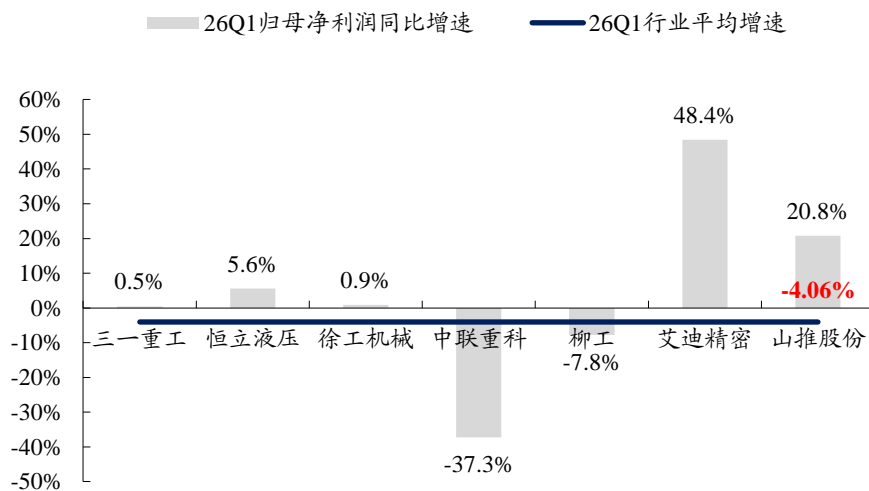
# 1.3 2025/2026Q1板块归母净利润同比+16%/-4%，行业盈利能力快速增长

- 2025/2026Q1板块归母净利润同比+16%/-4%，行业盈利能力快速增长。**2025年/2026年一季度17家A股工程机械上市公司归母净利润合计302/85亿元，同比+16%/-4%。板块盈利能力提升主要受益于国内外景气度上升背景下工程机械龙头产能利用率提升带动的规模效应快速释放，以及各大主机厂此前在行业下行期降本增效的持续推进。
- 2025/2026Q1板块利润整体略低于市场预期，主要系2025Q4与2026Q1人民币升值带来较大汇兑损失。**分公司看，三一重工2025年/2026Q1分别产生汇兑损失约5/8亿元，对盈利形成明显压制。但在此背景下，三一、徐工、恒立等龙头公司归母净利润增速仍优于行业平均，我们判断主要系主机厂的经营质量持续提升，驱动主业盈利韧性增强；同时出海战略成效持续兑现，海外收入占比提升且区域结构更加均衡，可以有效对冲汇兑扰动。

图：2025年/26Q1板块归母净利润分别同比+16%/-4%

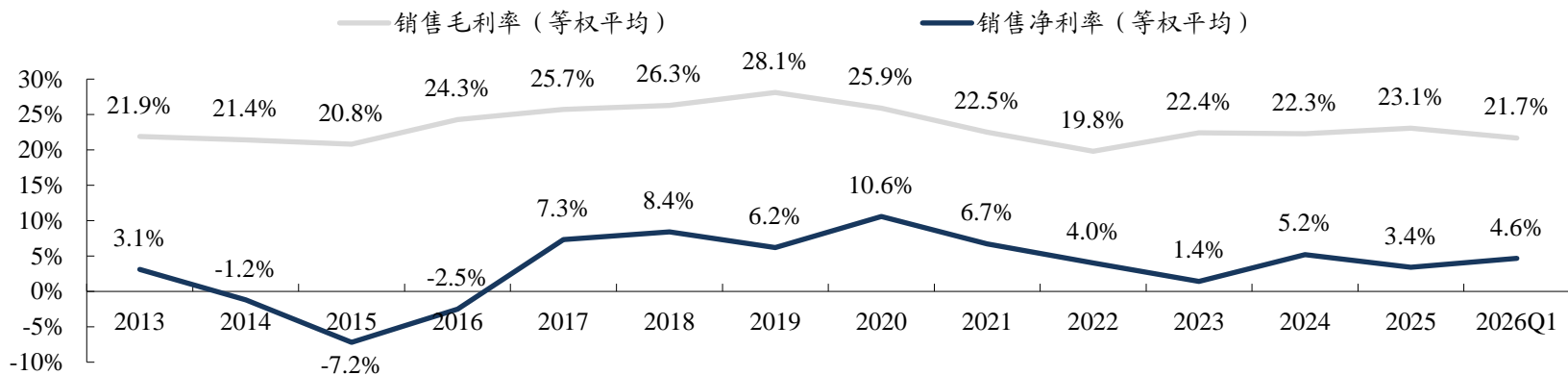


图：2026Q1三一/恒立/徐工等主机厂利润增速较高

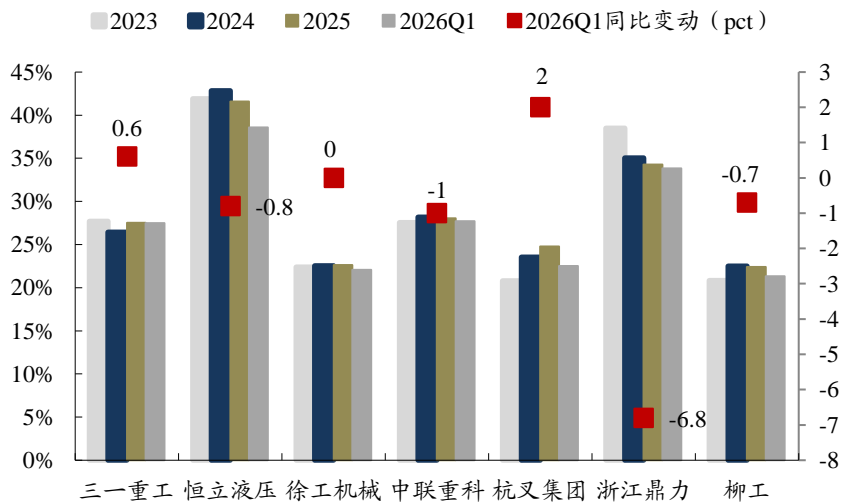


# 1.4 汇兑压制盈利表现，板块景气度上升&持续降本增效有望对冲 东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

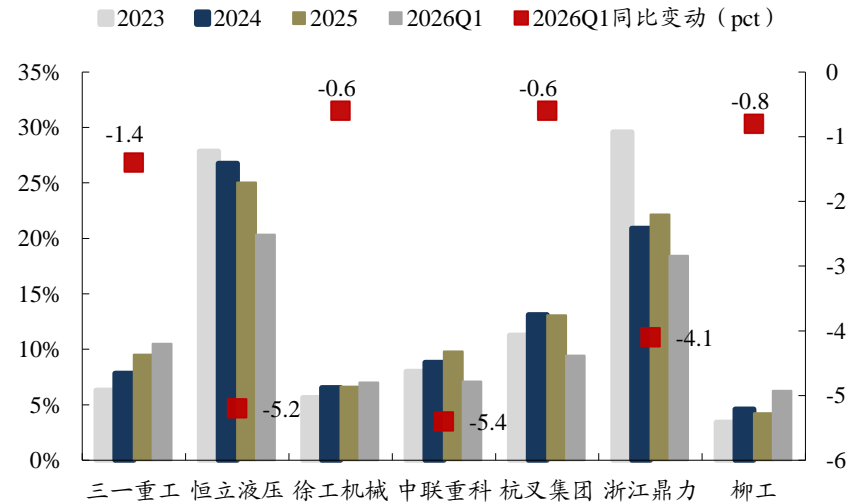
图：2025年板块销售净利率3.4%，同比-1.8pct；2026Q1板块销售净利率4.6%，同比-2.0pct，盈利承压主要系人民币升值带来的短期汇兑影响较大。



图：2023年-26Q1板块毛利率基本处于稳定水平  
左轴为毛利率情况，右轴为同比变动情况 (pct)



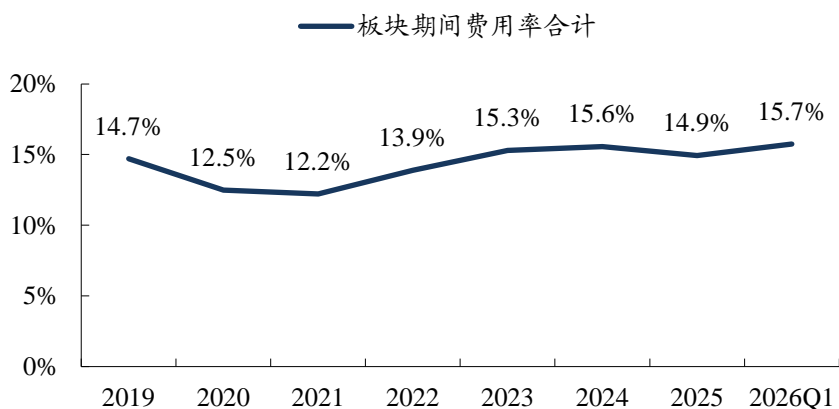
图：26Q1板块销售净利率呈下降趋势，主要系汇兑影响较大  
左轴为净利率情况，右轴为同比pct变动情况)



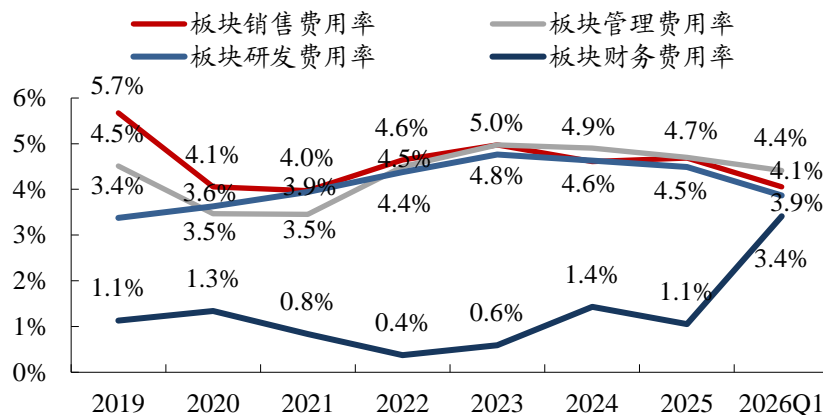
# 1.5 三费率持续降低，降本增效成果显著

- 2025/26Q1板块期间费用率14.9%/15.7%，同比-0.7/+1.7pct。拆分来看，2026Q1板块销售费用率4.1%，同比-0.6pct，绝对额增长主要系海外渠道投入持续加大；管理费用率4.4%，同比-0.7pct；研发费用率3.9%，同比-0.3pct；财务费用率3.4%，同比+3.3pct，主要受汇兑损益影响。

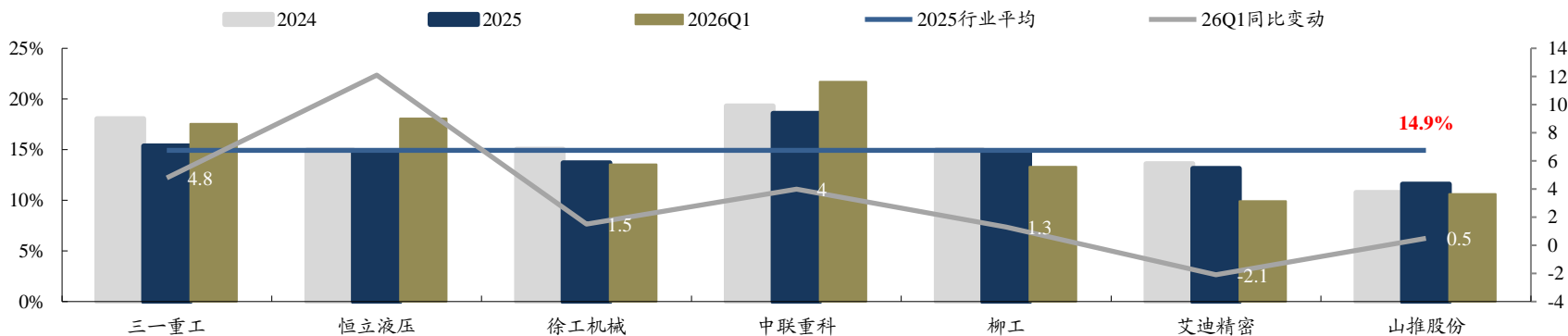
图：2025/26Q1板块期间费用率同比-0.7/+1.7pct



图：2025-26Q1财务费用率涨幅较为明显



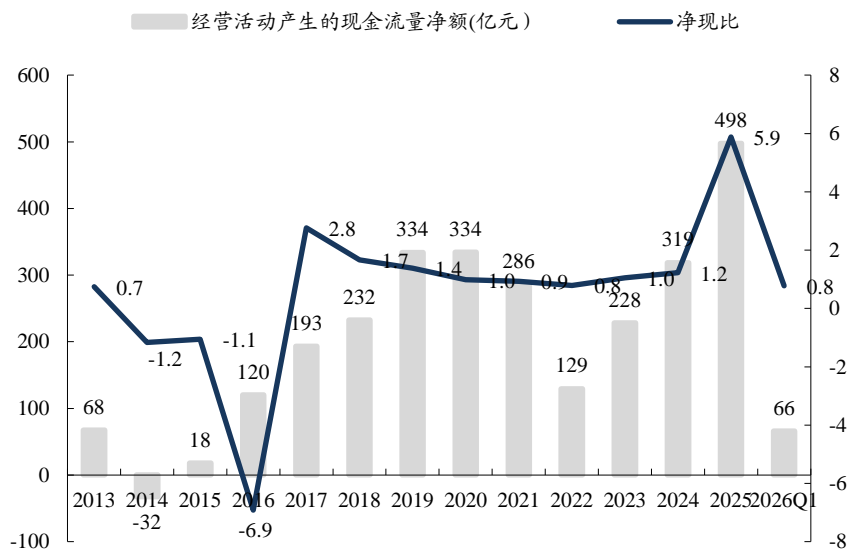
图：2025/26Q1重点公司期间费用率情况：行业上行期间主机厂费控能力较好（左轴为期间费用率情况；右轴为同比变动情况，单位pct）



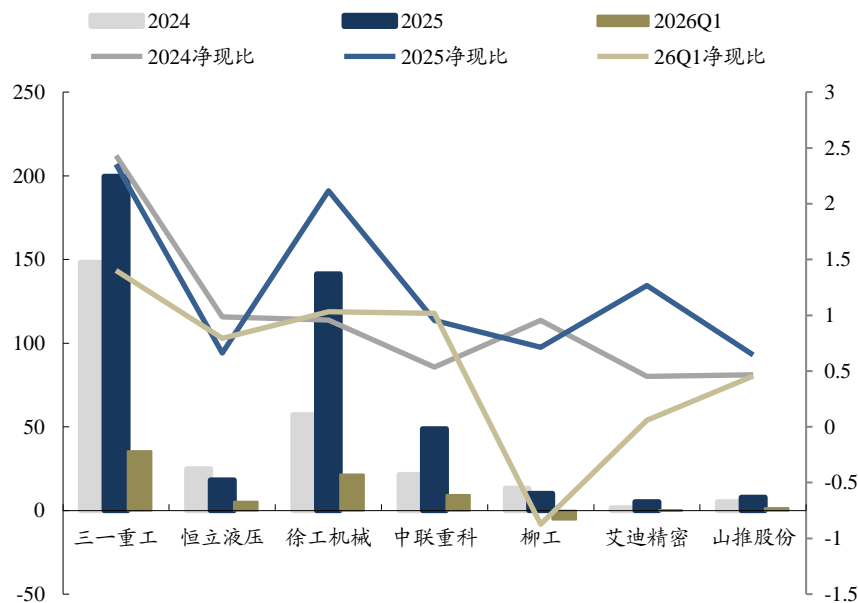
## 1.6 板块现金流改善显著，本轮上行周期更重视经营质量

- 板块现金流改善显著，本轮上行周期更重视经营质量。2025年板块经营性现金流净额合计498亿元，净现比达5.9，较2024年的1.2大幅提升；2026Q1经营性现金流净额66亿元，净现比0.8，相较25Q1明显改善。我们认为，本轮周期市场对企业回款能力、现金流质量和资产周转效率要求更高，龙头公司不再单纯追求收入扩张，而是更加重视高质量订单与现金流安全。
- 分公司看，行业龙头三一重工2025年净现比为2.4，2026Q1净现比为1.4，经营质量显著高于行业平均。2025年徐工机械/中联重科净现比分别为2.1/1.0倍，分别同比+1.2/+0.4倍，均呈改善态势。

图：2025年板块经营性现金流净额498亿元，净现比为5.9



图：2025年工程机械头部企业净现比出现分化  
左轴为经营性现金流净额（亿元），右轴为净现比



# 1.7 本轮周期工程机械板块风险敞口明显压降

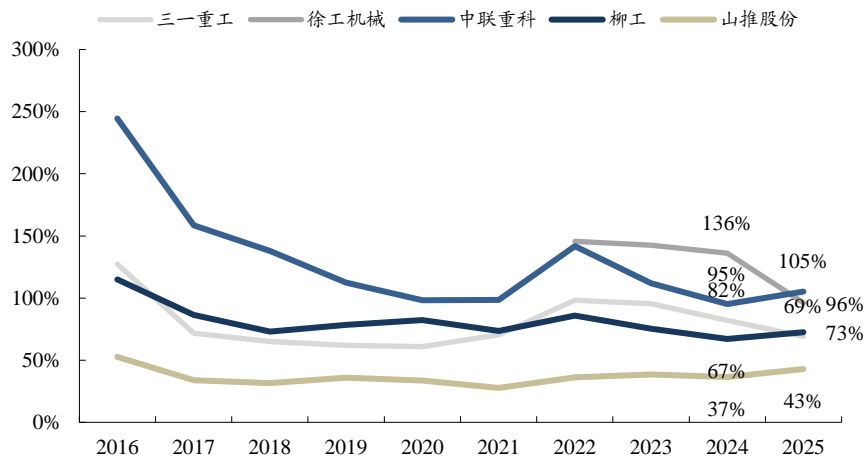
本轮周期板块风险敞口明显下降：2025年三一重工风险敞口基本持平，徐工机械/中联重科分别大幅压降319/73亿元，柳工和山推略微增加。整体来看，本轮上行周期中各主机厂更加重视风险管控，相较于上一轮周期的规模发展优先，本轮更强调经营质量与现金流安全，因此后续出现大额减值的风险预计较上一轮显著降低。

图：各公司风险敞口情况（单位：亿元）

风险敞口		应收账款	长期应收款	一年内到期的非流动资产	发放贷款及垫款	表内科目	担保余额合计	风险敞口	资产总计	负债合计	净资产	营业收入
三一重工	2024	255	128	108	13	505	139	644	1521	791	730	784
	2025	255	127	105	6	494	128	622	1733	839	894	897
徐工机械	2024	398	47	17	10	472	775	1247	1610	1005	605	917
	2025	408	37	15	11	471	500	971	1721	1101	619	1008
中联重科	2024	245	106	36	5	392	41	433	1237	639	598	455
	2025	346	98	49	6	499	50	549	1331	733	599	521
柳工	2024	102	26	31	0	160	42	202	479	288	191	301
	2025	113	33	34	0	180	61	241	495	298	196	331
山推股份	2024	47	3	2	0	52	/	/	183	128	55	142
	2025	60	1	2	0	63	/	/	191	126	65	146

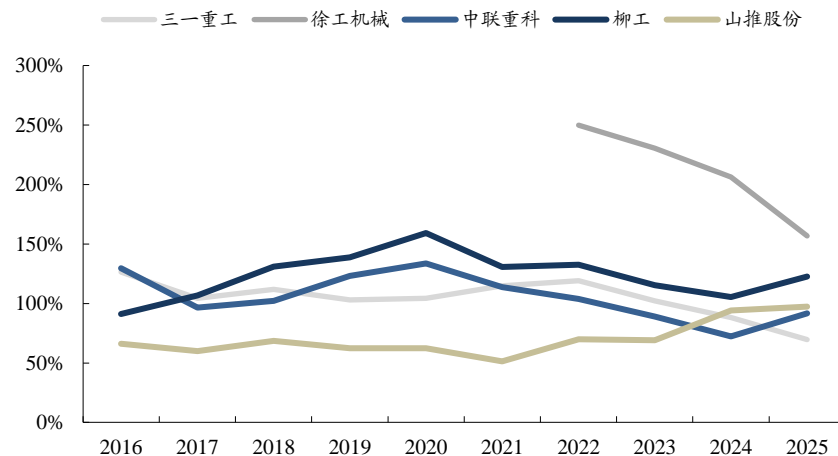
注：风险敞口 = 应收账款 + 长期应收款 + 一年内到期的非流动资产 + 发放贷款及垫款 + 担保余额合计；其中，山推股份2024-2025年担保余额暂未披露，因此不计算其风险敞口总额。

图：2025年板块风险敞口/收入改善明显



注：图中数据 = (风险敞口 / 收入) × 100%

图：2025年板块风险敞口/净资产明显下降



注：图中数据 = (风险敞口 / 净资产) × 100%



一、2025年板块归母净利润同比+16%，海内外需求共振下盈利能力大幅改善

二、挖机&非挖均已进入上行通道，工程机械有望迎来国内外共振

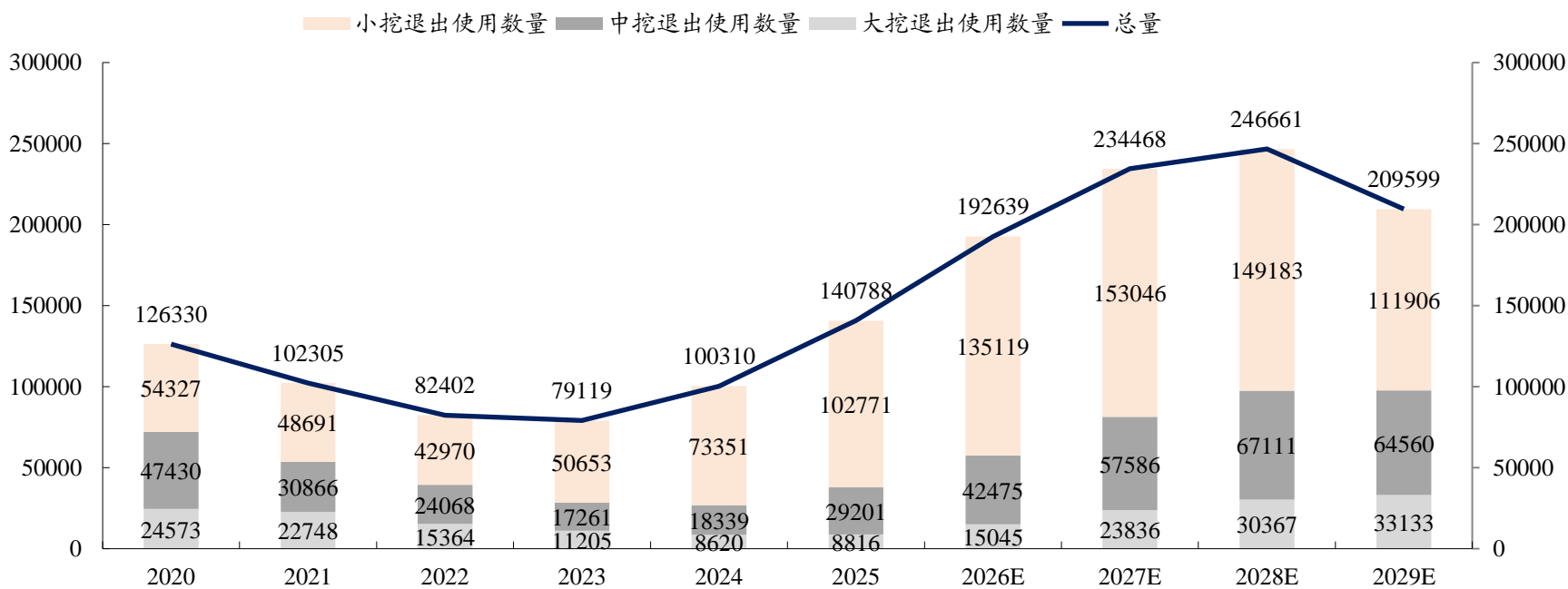
三、个股投资建议

四、风险提示

## 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：2020-2029年国内挖机销量预测（单位：台）



## 2.1 2026年国内预测：挖机温和复苏，资金到位率是关键

◆我们对国内挖机保有量进一步进行测算：

◆**结构分析：**按照大挖90%矿山占比，小挖60%农村市政占比，基建地产需求基建60%，地产40%的结构拆分，2024年的152万挖掘机保有量中，纯地产需求保有量约32万台。

◆**悲观假设：**（1）地产假设未来投资量减半，矿山和基建维持年复合5%左右增速，农村市政保有量维持年复合10%增速。

◆**结论：**从2026-2030年的维度来看，保有量依然会达到187万台左右（未考虑利用小时下降）。而此时，地产需求占比将会收缩至不到10%，这一比例和海外非常接近。

单位：台	大挖 90%矿山，10%基建		中挖 60%基建，40%地产		小挖 60%农村市政		总保有量
2024年总保有量	200184		426173		894702		2024年： 1521059
分离矿山需求	矿山 180166	基建 20018	基建+地产 426173		基建地产+农村市政 894702		
分离农村市政需求	矿山 180166	基建 20018	基建+地产 426173		基建地产 357881	农村市政 536821	
归集基建地产需求	矿山 180166	基建+地产 (小+中+大，基建60%，地产40%) 804072			农村市政 536821		
按下场景分类 矿山+基建+地产+农村市政	矿山 180166	基建 482443	地产 321629		农村市政 536821		
地产悲观预期 (设地产挖机需求量减半)	180166	482443	160814		536821		2030年： 1871046 CAGR=4.2%
2026-2030年共计五年增量 (假设矿山&基建CAGR=5%，农村市政 CAGR=10%)	229942	615734	160814		864556		

## 2.1 26年国内预测：挖机温和复苏，资金到位率是关键

\*以上更新替换利润+保有量测算均证明国内市场需求不缺，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全年国内挖机销量同比+17%，其中小中大挖销量同比分别+21%/+8%/+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。

图：2025年国内挖机销量同比+17%

	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	6454	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%
<b>2024年合计</b>	<b>75093</b>	<b>14483</b>	<b>11187</b>	<b>100763</b>	<b>75%</b>	<b>14%</b>	<b>11%</b>	<b>100%</b>	<b>21%</b>	<b>-8%</b>	<b>-8%</b>	<b>12%</b>
202501	4164	760	481	5405	77%	14%	9%	100%	3%	6%	-27%	0%
202502	9105	1638	897	11640	78%	14%	8%	100%	108%	91%	49%	99%
202503	15416	2532	1569	19517	79%	13%	8%	100%	34%	17%	3%	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%	13%
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%
202511	7234	1089	912	9236	78%	12%	10%	100%	3%	-6%	8%	2%
202512	7955	1240	1033	10228	78%	12%	10%	100%	13%	3%	-3%	10%
<b>2025年合计</b>	<b>90868</b>	<b>15643</b>	<b>11304</b>	<b>117815</b>	<b>77%</b>	<b>13%</b>	<b>10%</b>	<b>100%</b>	<b>21%</b>	<b>8%</b>	<b>1%</b>	<b>17%</b>

## 2.1 国内挖机：国内受资金到位影响较大，全年有望销量+10%

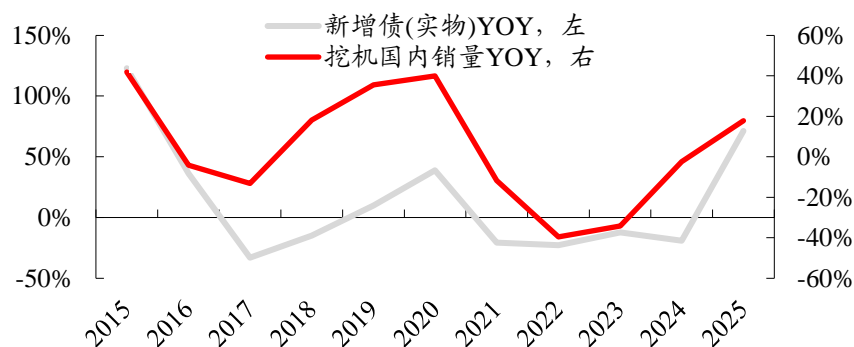
(1) 国内：挖机销量与当年实物工作量完全正相关，但实物口径偏基建，不含地产。此外，2023-2025年间，我国挖机内销季度波动逐步降低，内需更加稳健。

\*26年国内发债定调：26年新增债合计约5.6万亿，且政策明确用于实物项目建设的专项债额度要提高，假设剔除比例从25年40%下降到30%，新增债（实物）总量约3.92万亿，资金面持续向好。

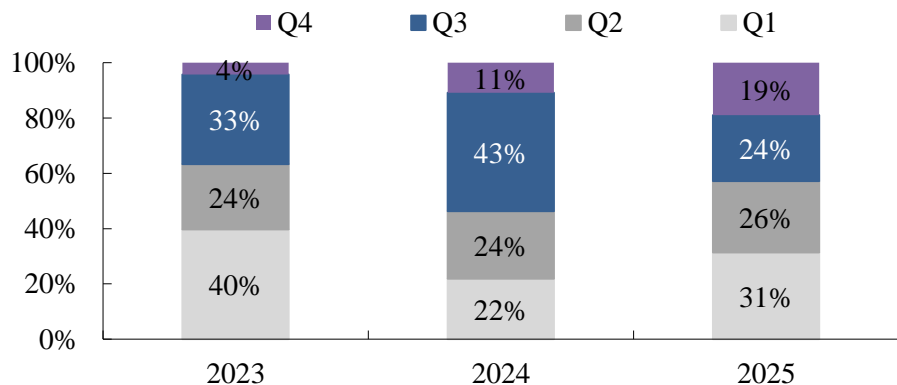
图：挖机销量与发债行成的实物工作量高度相关（亿元）

年份	发行合计	新增债合计	再融资合计	非实物剔除%	新增债(实物)	挖机国内销量	新增债(实物)YOY	挖机国内销量YOY
2014	17197	17197	0	5%	16337	110600		
2015	38351	38351	0	5%	36433	156800	123%	42%
2016	60450	55170	5280	10%	49653	150300	36%	-4%
2017	43570	36990	6580	10%	33291	130600	-33%	-13%
2018	41652	33372	8280	15%	28366	154300	-15%	18%
2019	43624	36646	6978	15%	31149	209100	10%	36%
2020	64438	50898	13540	15%	43263	292800	39%	40%
2021	75156	42925	32231	20%	34340	258600	-21%	-12%
2022	77502	48214	29288	45%	26518	156300	-23%	-40%
2023	74126	46571	27555	50%	23286	103000	-12%	-34%
2024	98339	47153	51186	60%	18861	100543	-19%	-2%
2025	103101	53817	49284	40%	32290	118518	71%	18%

图：2015-2025年新增债与挖机内销增速高度趋同



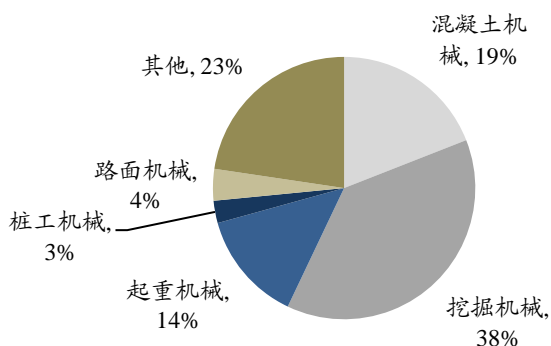
图：2023-2025年挖机内销季度波动降低，内需趋稳



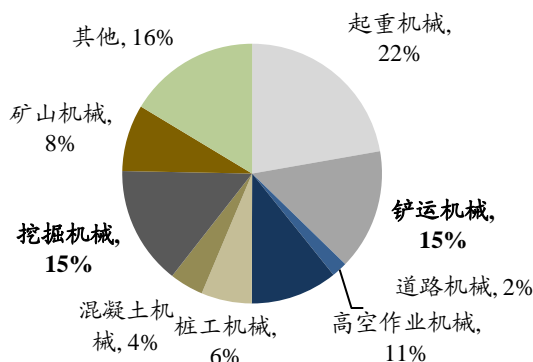
## 2.1 国内：工程机械分品类回暖幅度有所差异，板块整体已进入上行通道

- ◆ 挖机行业景气度回暖利好主机厂营收。挖机通常是工程机械行业景气度的先行指标，且当前景气度保持在较高水平；三一重工、徐工机械土方机械收入占比较高，因此国内收入增长较快。2025年三一重工/徐工机械/中联重科国内土方机械收入占比分别为38%/30%/12%，国内收入分别为330/522/216亿元，同比分别+14%/+5%/-2%。
- ◆ 此外，起重机等非挖板块也逐步复苏，开始对主机厂国内业绩形成支撑。中联重科起重机械收入占比较高，整体约32%，因此在非挖需求修复背景下业绩拐点更为明显，2025年国内市场收入降幅已收窄至-2%，后续有望继续向上。

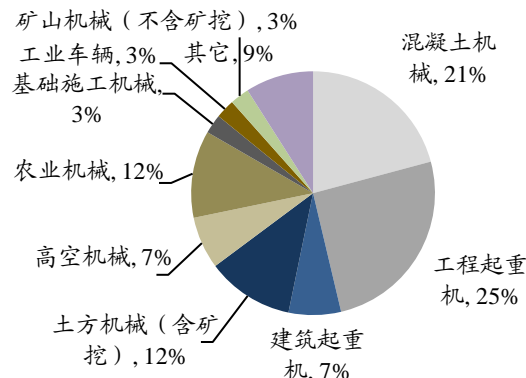
图：2025年三一重工国内分板块收入



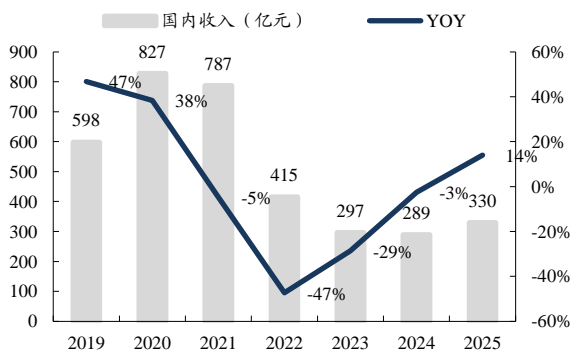
图：2025年徐工机械国内分板块收入



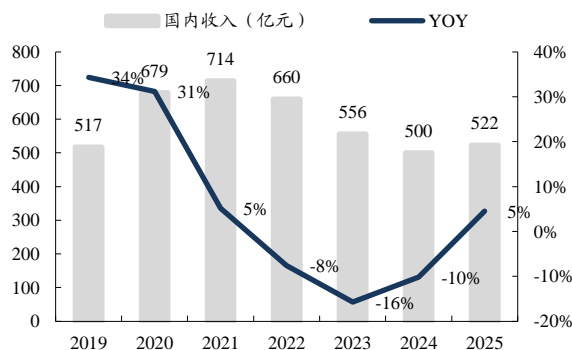
图：2025年中联重科国内分板块收入



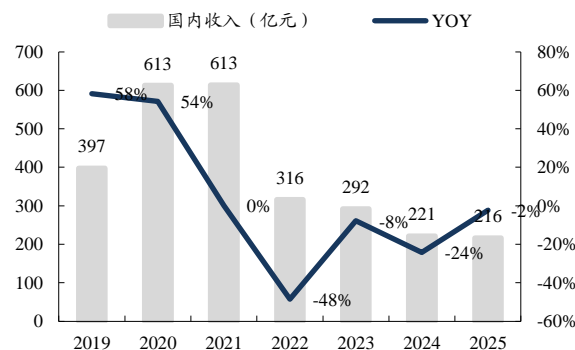
图：三一重工国内收入



图：徐工机械国内收入



图：中联重科国内收入



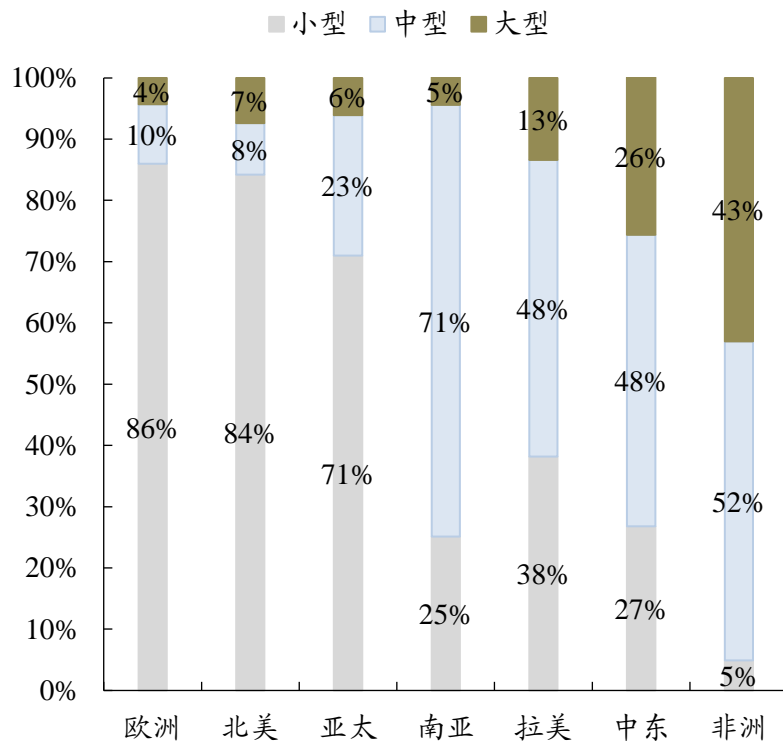
## 2.2 出口：新兴市场国家开拓顺利，中大挖出口表现更佳

◆ 新兴市场国家开拓顺利，中大挖出口表现更佳。2025年小/中/大挖分别出口49286/41207/27713台，分别同比+8%/+13%/+49%；2026年Q1小/中/大挖分别出口15372/11392/7012台，分别同比+42%/+25%/+45%，主要由于以小挖为主的欧美地区需求持续下滑以及以中大挖为主的新兴市场国家开拓的持续突破。东南亚、拉美、中东、非洲挖机需求均以高价值量的中大挖为主，随着国内主机厂在该类地区布局的不断深入，业绩规模和盈利能力有望持续上升。

图：2025年以来出口挖机分机型销量及同比情况

	销量(台)				占比				yoy			
	小	中	大	合计	小	中	大	合计	小	中	大	合计
202501	2915	2728	1464	7107	41%	38%	21%	100%	-11%	12%	19%	2%
202502	3417	2796	1417	7630	45%	37%	19%	100%	14%	11%	14%	13%
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	4070	3426	2314	9810	41%	35%	24%	100%	-6%	5%	35%	5%
202506	4192	3675	2801	10668	39%	34%	26%	100%	2%	24%	50%	19%
202507	4474	3166	2202	9842	45%	32%	22%	100%	28%	18%	72%	32%
202508	3743	2951	2112	8807	43%	34%	24%	100%	2%	10%	32%	11%
202509	4742	3236	2630	10609	45%	31%	25%	100%	29%	2%	94%	29%
202510	3823	3526	2279	9628	40%	37%	24%	100%	4%	5%	53%	13%
202511	4151	4002	3521	11675	36%	34%	30%	100%	9%	26%	124%	36%
202512	5361	4467	2936	12764	42%	35%	23%	100%	30%	10%	59%	27%
<b>2025年合计</b>	<b>49286</b>	<b>41207</b>	<b>27713</b>	<b>118207</b>	<b>42%</b>	<b>35%</b>	<b>23%</b>	<b>100%</b>	<b>8%</b>	<b>13%</b>	<b>49%</b>	<b>18%</b>
202601	4133	3692	2160	9985	41%	37%	22%	100%	42%	35%	48%	40%
202602	4868	3417	2184	10469	46%	33%	21%	100%	42%	22%	54%	37%
202603	6371	4283	2668	13322	48%	32%	20%	100%	41%	19%	36%	32%
<b>2026Q1合计</b>	<b>15372</b>	<b>11392</b>	<b>7012</b>	<b>33776</b>	<b>46%</b>	<b>34%</b>	<b>21%</b>	<b>100%</b>	<b>42%</b>	<b>25%</b>	<b>45%</b>	<b>36%</b>

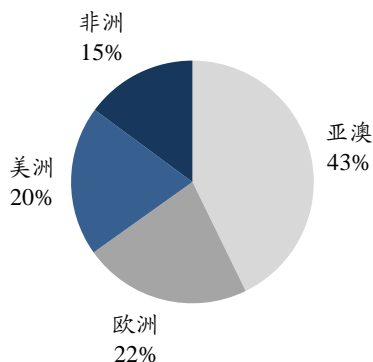
图：2023年新兴市场需求以中大挖为主



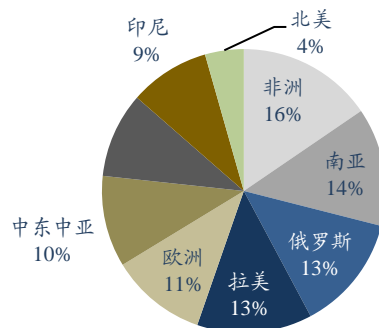
## 2.2 出口挖机：全球化开拓提速，出口继续保持高景气

- ◆ 海外分地区：中东占比普遍较低；对海外影响较大的是中东、印尼、拉美等矿区。

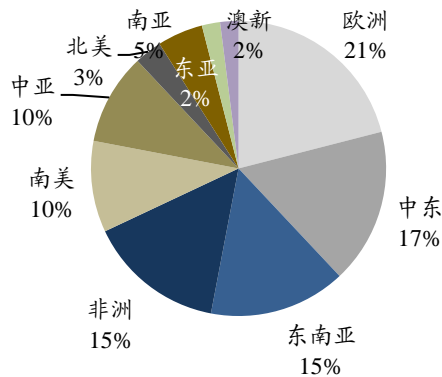
图：2025年三一重工海外分地区占比



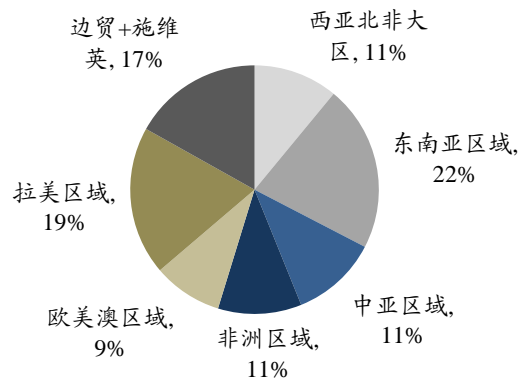
图：2025H1柳工海外分地区占比



图：2025年中联重科海外分地区占比



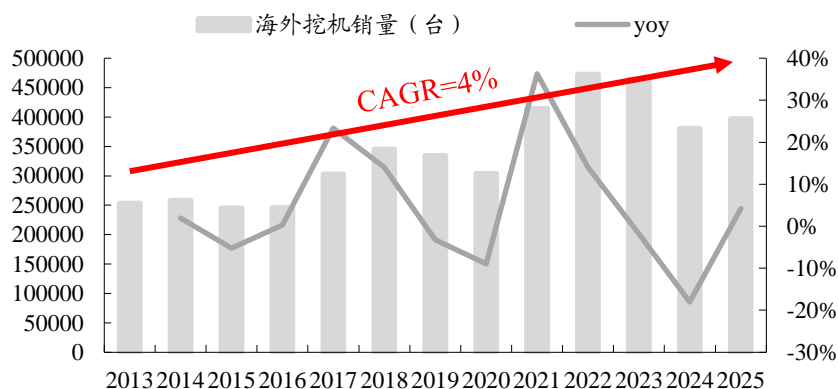
图：2025年徐工机械海外分地区占比



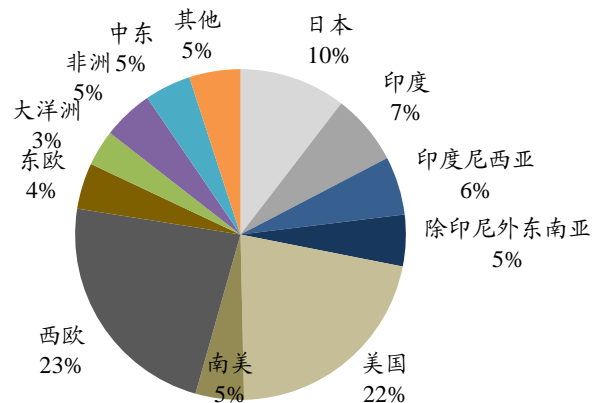
## 2.2 出口挖机：全球化开拓提速，出口继续保持高景气

- ◆ **海外分地区：**中东占比普遍较低；对海外影响较大的是中东、印尼、拉美等矿区。以2024-25年为例，海外挖机销量同比分别-18%/+4%，但非洲需求同比+54%/+58%。非洲、南美等高景气市场逐步与美国经济脱钩，背后原因是美国加息+关税形成反向冲击，本地矿业/基建/区内贸易进入独立强周期，叠加贸易与资金多元化。

图：海外挖机销量及增速



图：2025年海外挖机分区域销量占比



图：海外不同地区挖机销量增速与美国GDP增速对比

	2021	2022	2023	2024	2025
美国GDP不变价	6%	3%	3%	3%	2%
非洲	72%	3%	-4%	54%	58%
印尼	170%	41%	-31%	22%	27%
东南亚	37%	3%	-17%	-1%	27%
南美	113%	22%	-42%	48%	2%
西欧	30%	13%	-5%	-34%	7%
东欧	72%	14%	-2%	-24%	1%
中东	83%	56%	32%	-9%	7%

图：近2-3年各地区挖机销量与美国GDP相关性逐渐减弱

地区	2014-2021	2022-2025	阶段变化
非洲	0.82	0.09	显著脱钩
南美	0.71	0.14	显著脱钩
东欧	0.64	0.22	明显减弱
西欧	0.48	0.03	基本无关
大洋洲	0.46	-0.08	转为弱负相关
东南亚	0.22	-0.21	持续弱相关
日本	0.2	-0.11	基本无关
韩国	0.13	-0.07	基本无关
印度	0.05	0.02	始终无关
印度尼西亚	0.01	0.04	始终无关

## 2.2 出口挖机：全球化开拓提速，出口继续保持高景气

- ◆ **工程机械出口区域：**“一带一路”沿线国家为主要支撑，细分来看非洲、拉美占比提升速度较快。
- ◆ **(1) 亚洲：**2025年亚洲出口额252.9亿美元，同比+16.5%，占比42.0%保持高位，仍为我国工程机械出口第一大区域，主要受益于东南亚、中亚等“一带一路”沿线国家基建、能源、矿山项目持续推进，叠加国产主机厂渠道和服务体系较成熟，**亚洲区域需求保持稳健增长。**
- ◆ **(2) 非洲：**2025年非洲出口额88.5亿美元，同比+49.7%；占比由2021年的9.0%提升至2025年的14.7%。非洲地区矿产资源丰富，且基建需求持同步释放，对工程机械设备需求形成直接拉动；叠加中国主机厂在该细分市场具备较强的产品性价比，**推动非洲地区出口规模快速增长。**
- ◆ **(3) 拉美：**2025年拉美出口额65.6亿美元，同比+12.0%；占比由2021年的7.5%提升至2025年的10.9%。过去拉美市场欧美品牌影响力更强，但近年来中国与拉美贸易往来频繁，中国主机厂在拉美市场的渠道、服务和本地化布局逐步完善，**前期投入开始转化为订单和份额提升。因此，拉美市场有望成为继亚洲、非洲之后的重要海外增量来源。**

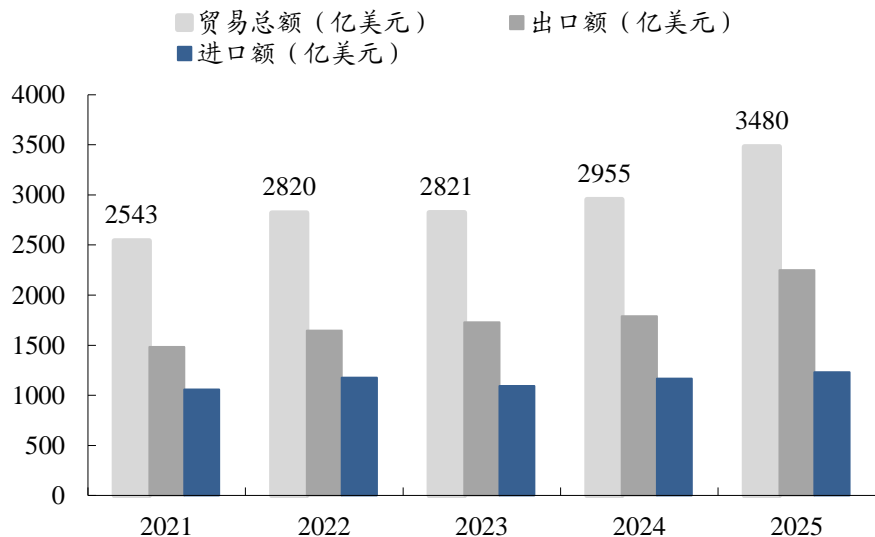
图：2021-2025年工程机械出口情况

单位： 亿美元	2021			2022			2023			2024			2025		
	总额	占比	yoy	总额	占比	yoy	总额	占比	yoy	总额	占比	yoy	总额	占比	yoy
亚洲	152.8	44.90%	46.70%	181	40.90%	25.20%	196.5	40.50%	7.60%	215.8	40.80%	9.80%	252.9	42.00%	16.50%
欧洲	77.3	22.80%	53.20%	104	23.50%	35.30%	126.9	26.10%	22.20%	131.3	24.80%	3.50%	127.6	21.20%	-5.50%
非洲	30.5	9.00%	43.90%	39	8.80%	24.20%	44.8	9.20%	15.60%	59	11.20%	31.90%	88.5	14.70%	49.70%
拉美	25.6	7.50%	71.70%	42	9.50%	56.70%	45.4	9.30%	10.10%	56.5	10.70%	24.60%	65.6	10.90%	12.00%
北美	38	11.20%	27.30%	56	12.60%	36.70%	51.2	10.50%	-7.20%	47.9	9.10%	-6.50%	45.7	7.60%	-6.30%
大洋洲	15.8	4.60%	47.70%	21	4.70%	36.70%	20.8	4.30%	-3.20%	18.1	3.40%	-13.10%	21.7	3.60%	15.60%

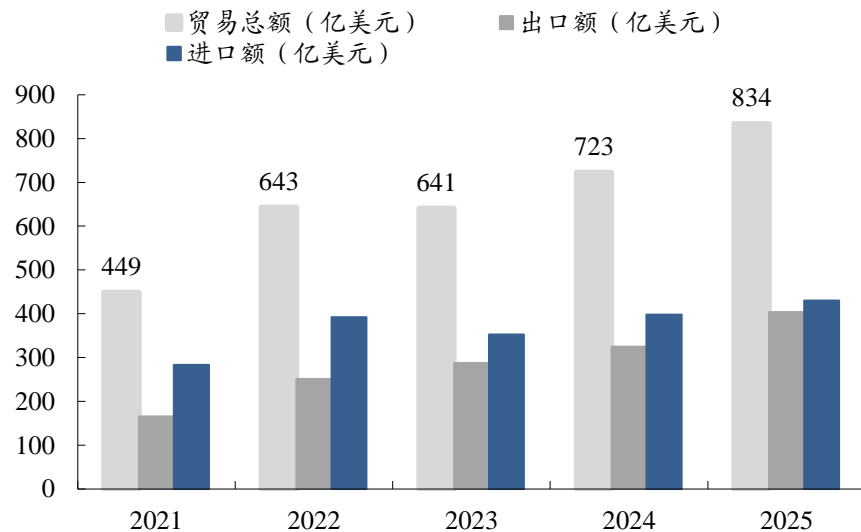
## 2.2 出口挖机：全球化开拓提速，出口继续保持高景气

- ◆ 非洲（板块海外收入占比15%-20%）：2025年GDP增速约5%，是全球经济增长最快的地区之一，总人口超14亿，且年轻人口占比高，人口红利逐步释放，民生消费、工业基建、农业生产等领域需求爆发。
- ◆ 中非贸易：2025年总贸易额同比+18%，2021-2025年中国出口非洲总额年复合增速11%。
- ◆ 美非贸易：贸易量仅为中国与非洲之间贸易量的25%，且美国对非洲加征关税，但中国26年5月1日起已对非洲53国实施100%税目产品零关税。

图：2021-2025年中国与非洲市场贸易情况



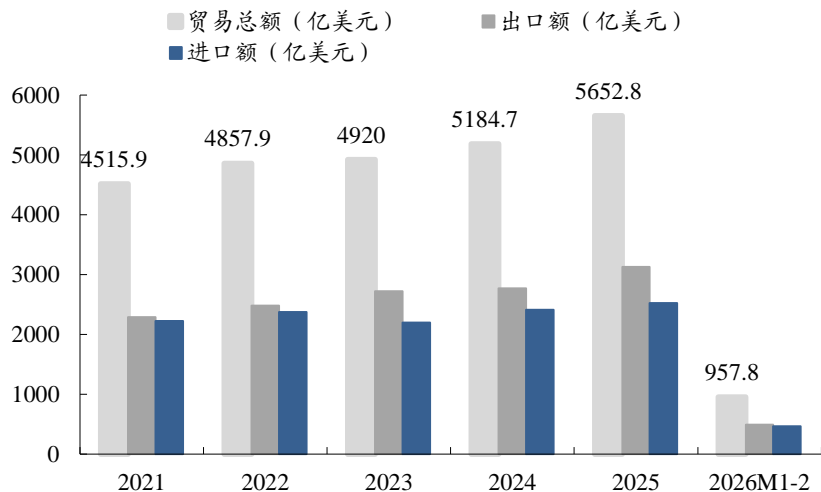
图：2021-2025年美国与非洲市场贸易情况



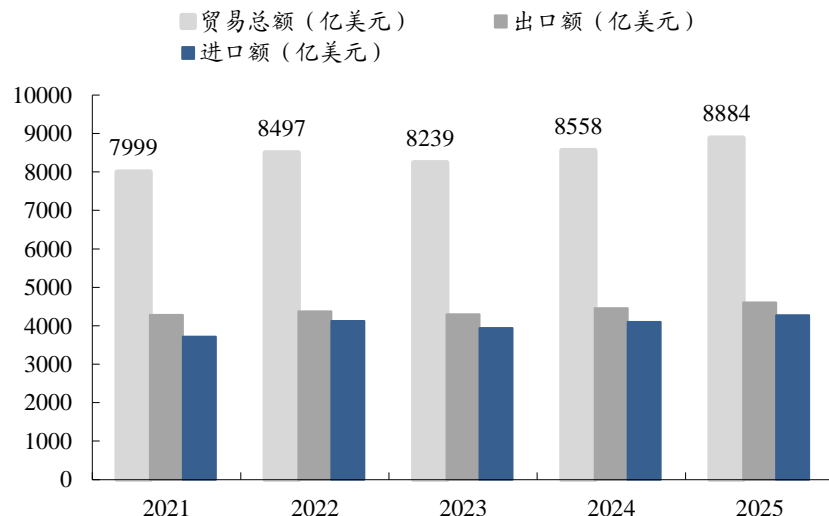
## 2.2 出口挖机：全球化开拓提速，出口继续保持高景气

- ◆ 拉美（板块海外收入占比10%-15%）：2025年GDP增速约2%，但新能源汽车、基建、矿产等结构性机会亮眼。
- ◆ 中拉贸易：受美国关税影响，近年来中拉贸易加速增长，2026年1-2月中拉贸易额同比+22%，相较于前两年明显提速，成为继非洲、东盟之后又一高速增长的市场。

图：2021-2025年中国与拉美市场贸易情况



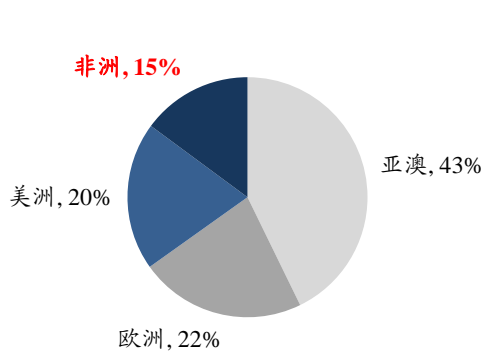
图：2021-2025年美国与非洲市场贸易情况



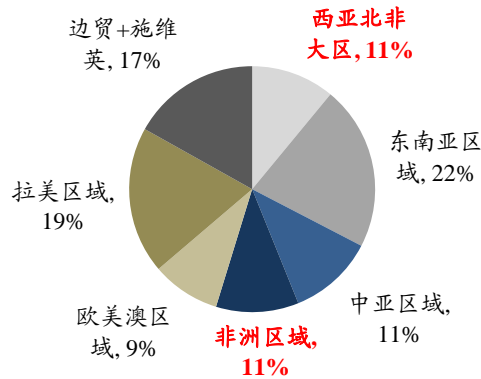
## 2.2 出口：新兴市场国家开拓顺利，亚非拉贡献较多收入增量

- ◆ 新兴市场国家开拓顺利，亚非拉贡献较多收入增量。海外收入来看，三一重工/徐工机械/中联重科2025年海外收入为563/486/305亿元，同比+15%/+17%/+31%，出口表现亮眼。其中，中联重科2025年新兴市场国家海外收入占比超70%，海外收入增长领跑行业。展望未来，随着“一带一路”倡议的深入推动，主机厂加大在“一带一路”沿线国家的市场开拓，有望打造以东南亚、非洲、南美洲为主体的核心“朋友圈”。
- ◆ 具体来看，非洲仍是各大主机厂重点发展的区域。2025年三一非洲占比约15%，较2023年提升7pct；徐工西亚北非+非洲地区合计占比22%，较2024Q1-3提升5pct；中联非洲占比提升至15%，较2024年同比+7%。

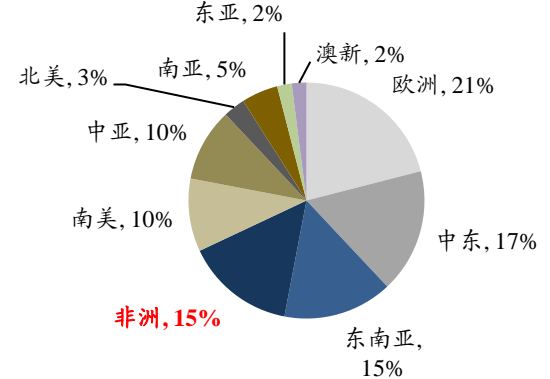
图：2025年三一重工海外分地区收入



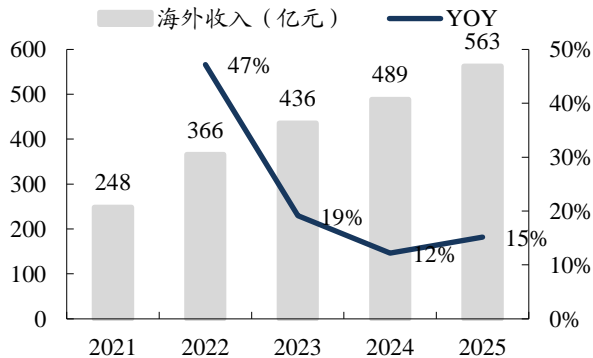
图：2025年徐工机械海外分地区收入



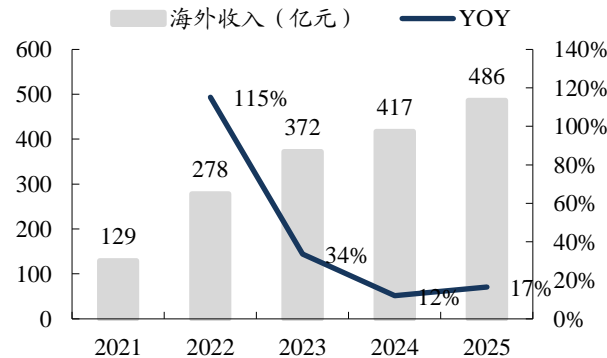
图：2025年中联重科海外分地区收入



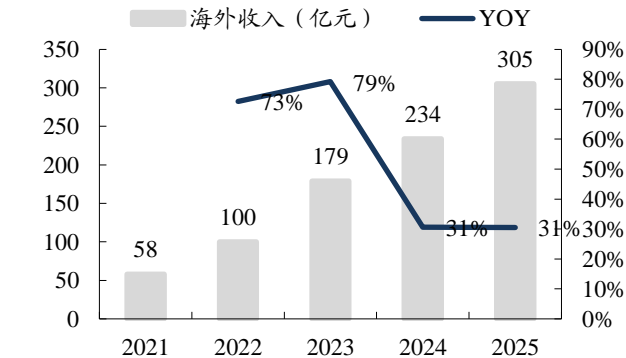
图：三一重工海外收入



图：徐工机械海外收入



图：中联重科海外收入



## 2.2 26年出口预测：海外有望开启新一轮周期向上

- ◆ 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%。

图：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%
2030E市场空间（亿元）	5500	1545	3000	3000
2030E中国品牌市占率	15%	60%	33%	60%
2030E中国品牌海外收入	825	927	990	1800
预计收入增长空间	200%+			

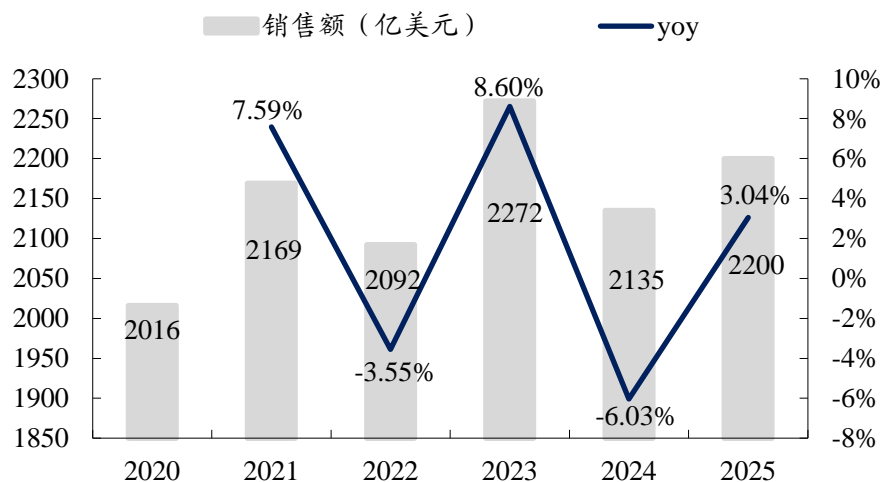
注：市场空间数据来自Off-Highway，国内主机厂分地区收入为东吴证券研究所测算

数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

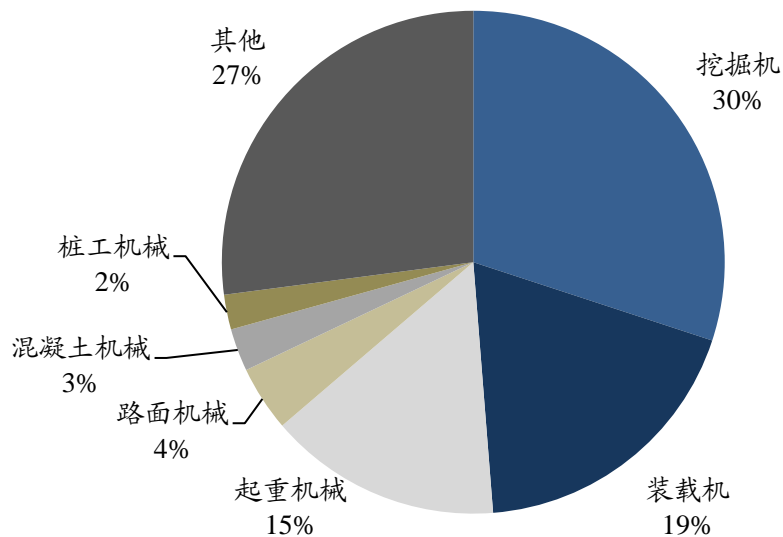
## 2.2 26年出口预测：市占率问题讨论

- ◆ 我们将从以下几个维度探讨
- ◆ (1) 收入维度：2025年全球工程机械行业市场规模约1.6万亿元，扣除中国占比13%，中国以外的海外市场空间约1.4万亿元。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%/19%/15%/4%/3%，中国企业的产品主要为以上五种，总市场空间约1.1万亿元。**2025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559/522/305/158/87亿元，五家主机厂海外收入市占率约10%。**

图：2020-2025年全球工程机械销售额



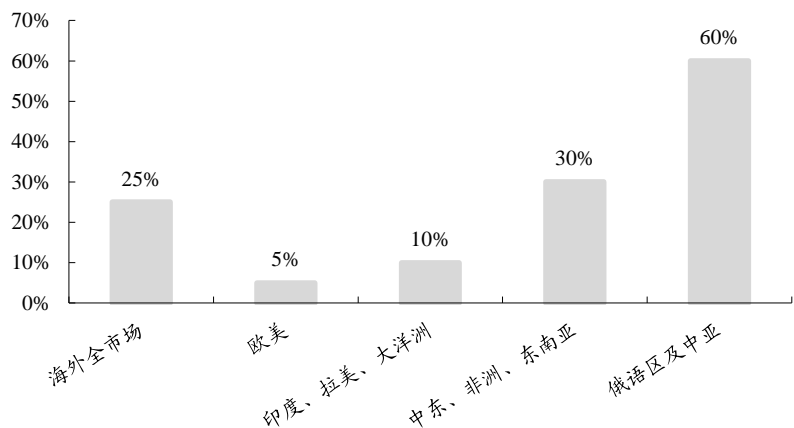
图：2025年全球工程机械分产品销售额占比



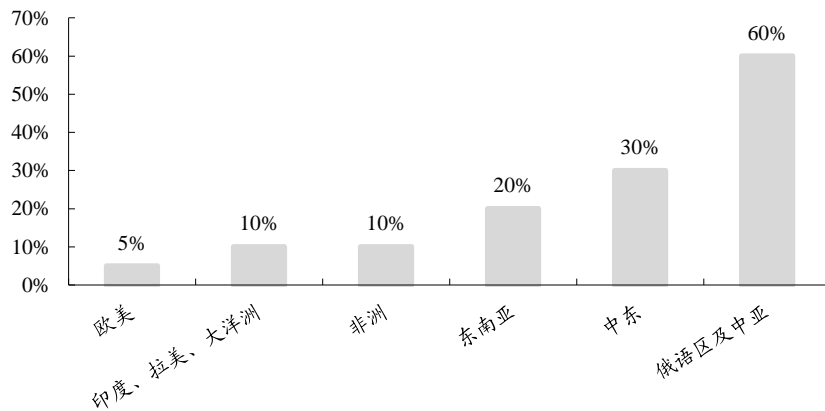
## 2.2 26年出口预测：市占率问题讨论

- ◆ 我们将从以下几个维度探讨
- ◆ (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：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）



图：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）



## 2.2 26年出口预测：分地区未来空间展望

◆ 按照上文中国品牌分区域市占率可以看出，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。

图：2025年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%	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



一、2025年板块归母净利润同比+16%，海内外需求共振下盈利能力大幅改善

二、挖机&非挖均已进入上行通道，工程机械有望迎来国内外共振

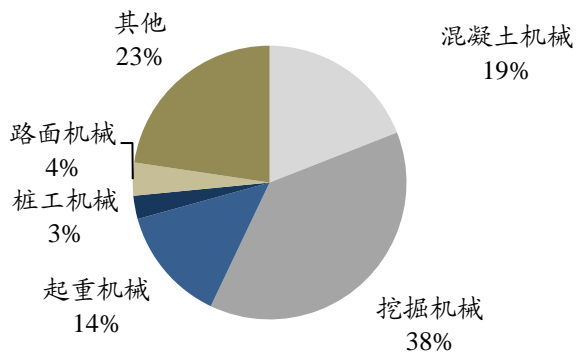
三、个股投资建议

四、风险提示

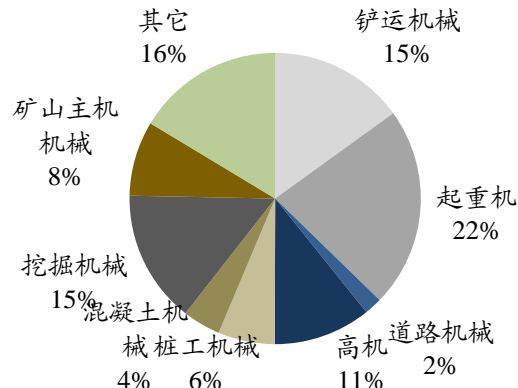
### 3.1 三一重工：上行周期利润弹性大，中长期看好迈向全球龙头

◆ 公司作为国内挖掘机龙头，上行周期弹性最大：生产端规模效应上，产能利用率的提升对毛利率的提振作用显著，例如三一昆山产线——微挖1条产线24年3月排产800-900台，25年3月排产1300台；大挖1条产线24年3月排产600台，25年3月排产1000台。

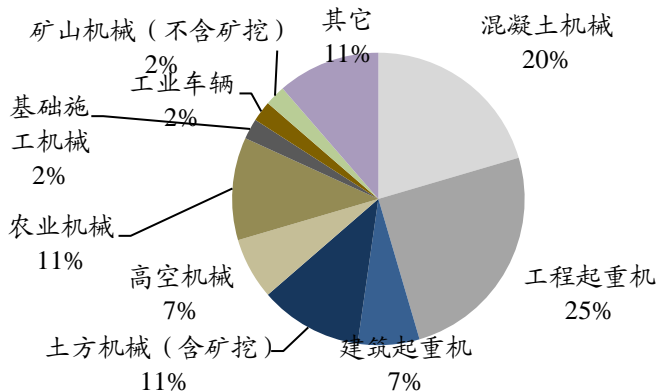
图：2025年三一重工国内分板块收入拆分



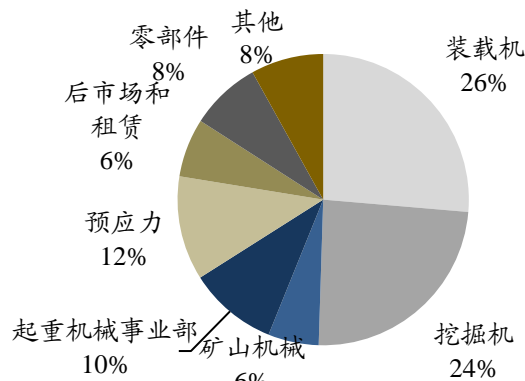
图：2025年徐工机械国内分板块收入



图：2025年中联重科国内分板块收入



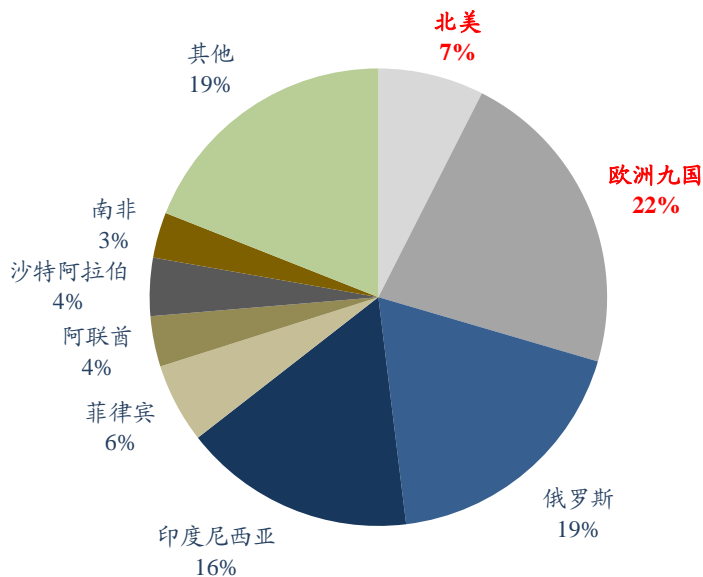
图：2025Q1-3柳工国内分板块收入



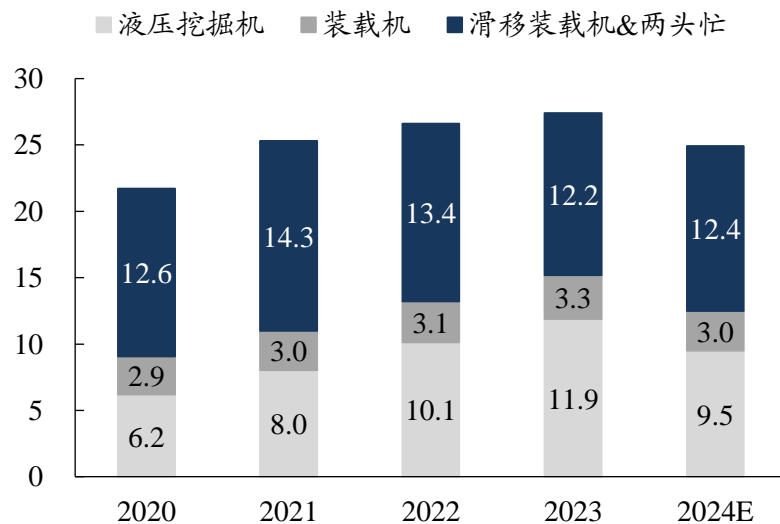
### 3.1 三一重工：上行周期利润弹性大，中长期看好迈向全球龙头

- ◆ 欧美是全球最大的市场，公司国际化布局领先。欧美地区挖机销量在全球占比达到30%左右，是全球最大的挖机市场，虽结构上以小挖为主，但欧美地区品牌溢价较强，即使是小挖也能达到30%以上的毛利率。此外，欧美等发达地区对工程机械品类的多样性需求强于其他地区，因此除了挖机之外，北美市场如滑移装载机&两头忙等小型机械市场容量也比较大。

图：2025年欧美市场挖掘机在全球销量占比30%左右



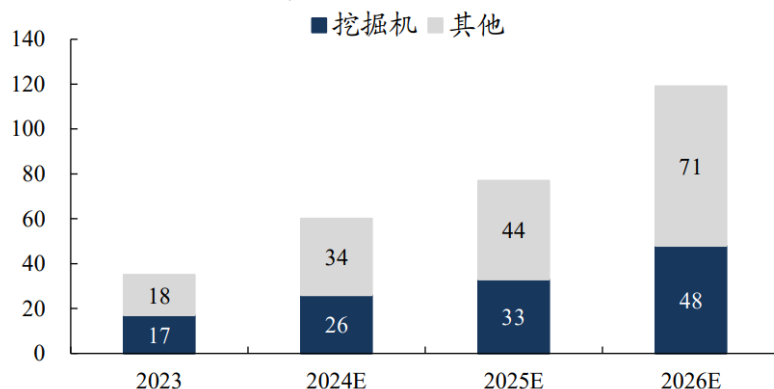
图：北美市场土石方机械市场容量（万台）



### 3.1 三一重工：上行周期利润弹性大，中长期看好迈向全球龙头

- 目前三一重工是工程机械行业在欧美地区投入最高的公司。当前三一重工挖机从印尼工厂发往美国，1期年产能3000台，2024年年产能3800台，其中2000台是国内发过去组装；2期年产能6000台，合计年产能8000-1万台。
- 产品&渠道开始发力，2025年重点考核北美业绩。渠道端，卡特高管的加盟帮助公司渠道端突破；产品端，2025年公司会向欧美市场投放全系列挖机新品、滑移装载机，覆盖多个市场关键领域。

图：三一北美区域收入目标（亿元）



图：积极扩宽北美化产品矩阵，增强市场竞争力



挖机、装载机&两头忙



叉车



压路机&推土机



集装箱搬运车



起重机

### 3.1 三一重工：上行周期利润弹性大，中长期看好迈向全球龙头

■加大电动化研发投入，公司有望率先建立电动化护城河。2021年，公司在每个事业部成立并列的电动化事业部，研发覆盖电池、电驱、电控、电子电器、控制算法和热管理等多个领域。三一重机作为三一重工核心事业部，集挖掘机、旋挖钻机、装载机等土石方机械研发、制造、销售于一体，2025年研发人员超5000人，从硬件到软件全面支撑三一数字化、智能化、电动化、国际化发展。截至2025年底，公司于可商业化落地的新能源工程设备领域均处于行业领先地位，电动搅拌车、电动起重机销售市占率均居行业第一。

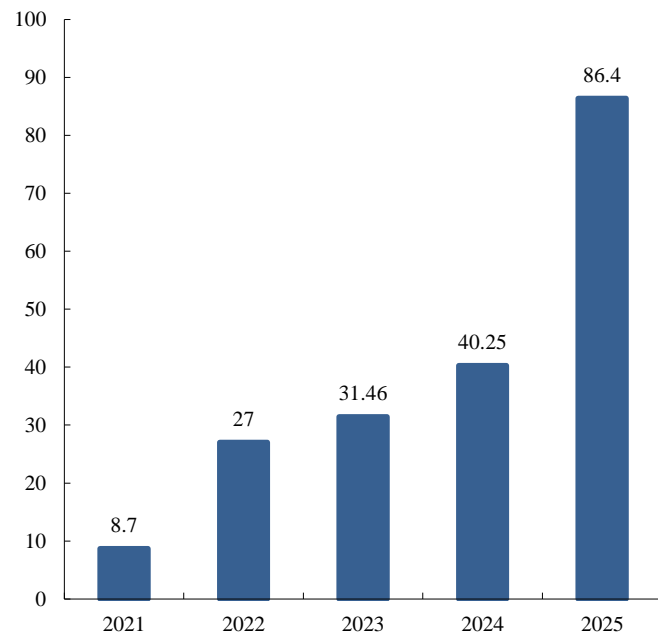
■多类电动化产品市占率行业领先，电动化龙头地位凸显。公司2025年电动化产品收入突破86.4亿元，同比+115%。截至2025年年底，三一多款电动化产品市占率行业领先。其中，电动起重机市占率长期为行业第一；新能源重卡2025全年累计销量3.36万台，市占率14.6%，全国第二；充电牵引车25年1-11月销量1.77万台，市占率19.64%，行业第一；新能源搅拌车市占率超30%，连续六年行业第一。2022年至今，三一在电动工程机械市场需求高涨，销量稳步攀升，电动化龙头地位凸显，有望持续受益行业结构化变革。

■风险提示：竞争格局恶化、地缘政治冲突、原材料价格上涨、汇率波动风险

三一重工电动化进展

	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
电动化产品数量	当年开发34款，上市20款	当年开发79款，上市67款	推出新品130多款，欧美新增产品上市35款，海外大设备新增上市15款	上市40余款	H1上市30余款
产品拆分	4款纯电搅拌车，4款纯电自卸车，4款电动挖掘机	电动挖机开发11款，上市7款	产品涉及工程车辆、挖掘机、装载机、起重机械等领域，取得行业领先地位	产品覆盖电动搅拌车、电动泵车、电动起重机等，市占率行业领先	产品覆盖电动搅拌车、电动挖掘机、电动起重机、电动泵车销售市占率均居行业第一
收入规模（亿元）	电动化工程车辆产品销量破千，收入近10亿元	销售额突破27亿元，增速超200%	实现收入31.46亿元	实现收入40.25亿	实现销售额86.4亿
电动化研发人员数量	不足100人	超1600人	/	/	/

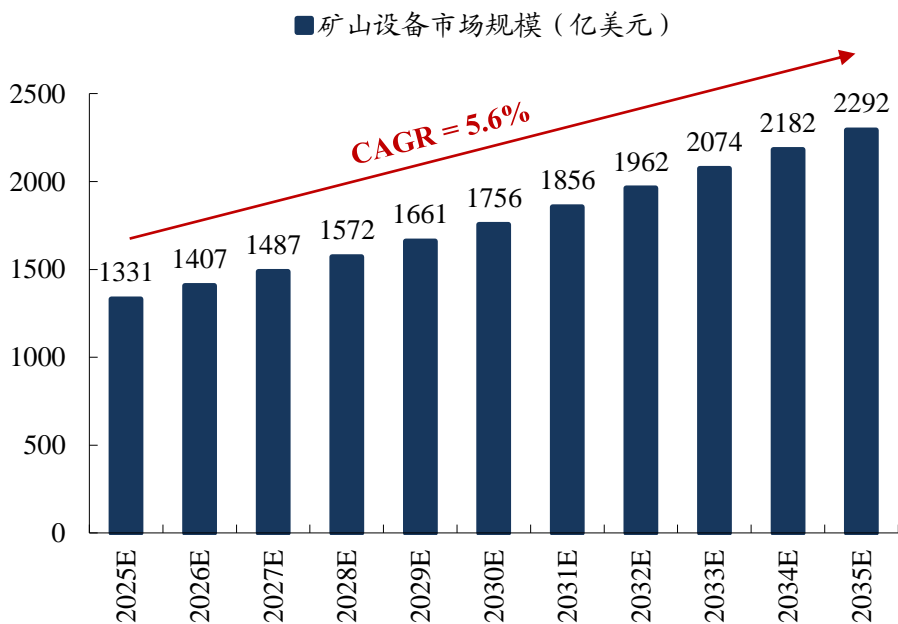
公司电动化产品收入逐年增长（亿元）



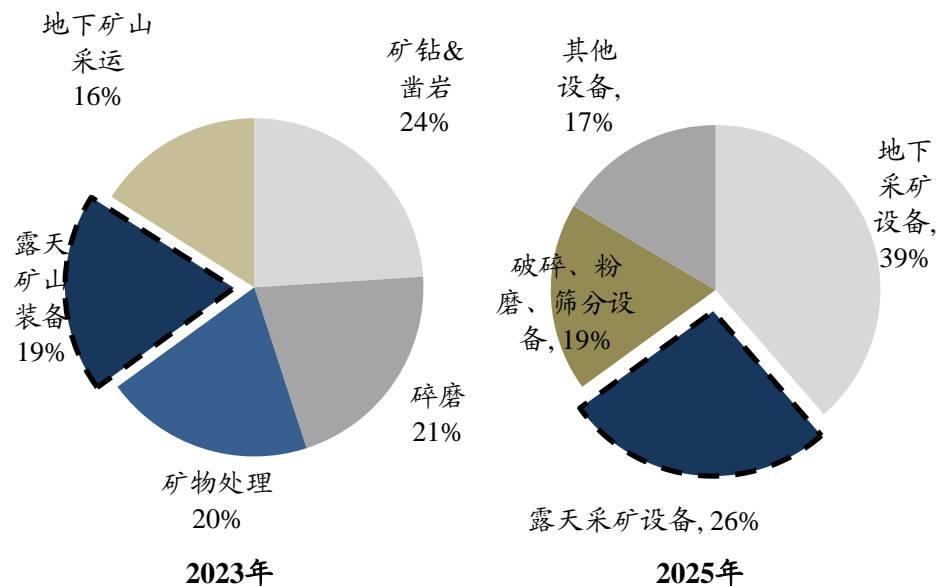
## 3.2 徐工机械：看好规模大&盈利高的矿山机械成为行业新增长点

- ◆ 矿山设备市场空间广阔，中长期呈现稳健增长态势。根据Precedence Research，2025年全球矿山机械市场规模约1331亿美元，已接近工程机械市场规模，且2035年预计可增长至2292亿美元，对应2025-2035年间CAGR约为5.6%，长期增量空间充足。从业务结构看，矿山机械可细分为地下矿山装备、露天矿山装备两大板块。其中，露天矿山机械销售额在全球矿山装备中的占比由2023年的19%提升至2025年的26%，增长显著，对应2025年市场规模约346亿美元。

图：预计2035年全球矿山设备市场规模达2292亿美元



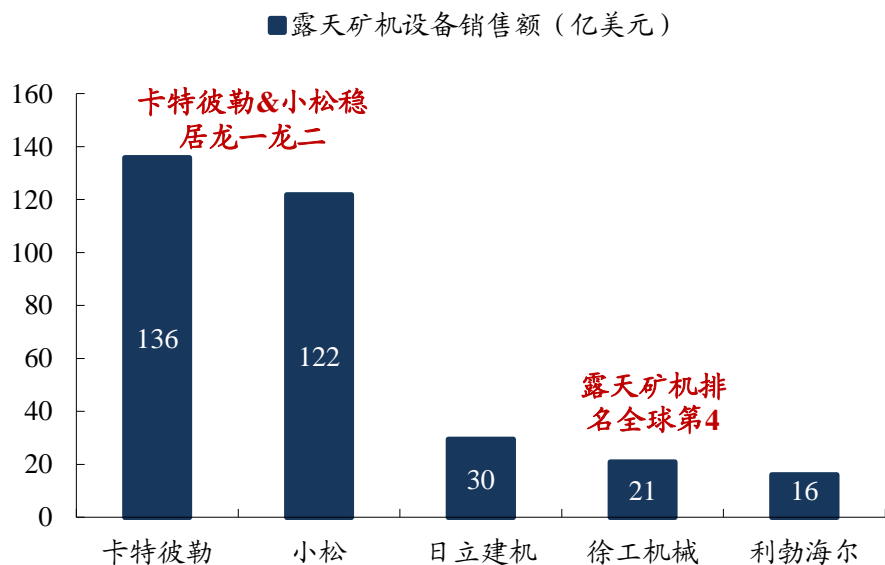
图：2025年露天采矿设备销售额占矿机市场总额约26%，增长显著



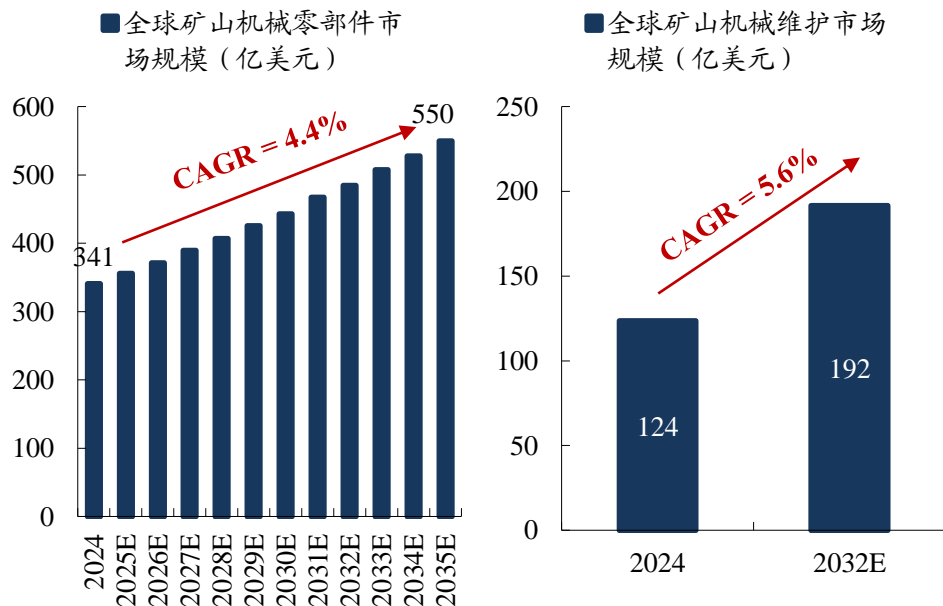
### 3.2 徐工机械：看好规模大&盈利高的矿山机械成为行业新增长点

- ◆ 2024年全球露天矿山机械市场竞争格局较集中，徐工是**唯一上榜全球前五**的中国企业，在内资中竞争力最强。
- ◆ 此外，矿山设备的后市场需求稳定，盈利具备中长期可持续性，主要系：（1）作业磨损大：矿用设备通常处于高负荷、长时间连续作业状态，底盘、结构件、核心零部件磨损强度显著更大，对维护保养、备件更换的需求较高；（2）设备寿命长：以矿挖为例，设备平均寿命长约15-20年，高于普通小/中/大挖的6-8年/7-9年/8-10年，对应后市场空间更大。整体来看，国内矿机设备企业的后市场业务占比较低，主要系核心零部件社会化采购，主机厂较难控制配件渠道，但在内资矿机竞争力逐渐增大、矿产资源需求持续上行的背景下，未来后市场业绩具备较强刚性。

图：2024年徐工机械在露天矿山机械领域排名全球第四



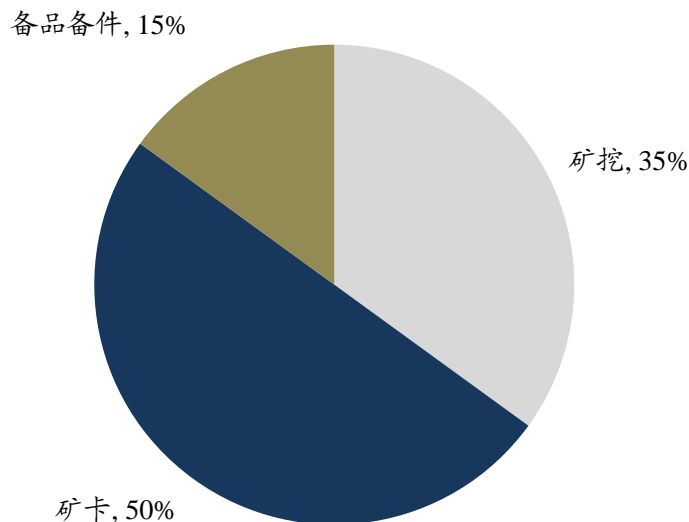
图：根据Precedence Research，矿机后市场增速稳健，2035年零部件市场预计达550亿美元



### 3.2 徐工机械：成套化驱动矿机业务升级，锁定高盈利后市场业务

◆ 矿山开采环节复杂，对主机厂的产品谱系、系统集成能力要求较高。对比来看，三一重工深耕挖掘机，同力股份聚焦宽体车，单品竞争力领先；徐工机械则更注重矿山全流程覆盖与成套化。从矿山流程看，公司在前端勘探环节已布局岩心钻机以实现矿体评估，在钻爆环节布局顶锤/潜孔/牙轮三大钻机，在铲运环节通过700吨级液压挖掘机、400吨级矿用自卸车组合来覆盖大型露天矿需求（2025Q1-Q3，矿挖+矿车合计营收占比约85%，为核心设备），此外还配备了矿用洒水车等辅助设备优化整体工况。为逐步实现矿山无人化，徐工已布局研发珠峰智能系统，实现全流程设备统一调度。整体来看，徐工在国内矿机领域具备显著的成套化解决方案优势，内资地位稳固。

图：2025Q1-Q3，徐工机械矿卡占矿机业务营收比重约50%



图：徐工机械智慧矿山解决方案覆盖全品种矿机



## 3.2 徐工机械：成套化驱动矿机业务升级，锁定高盈利后市场业务

- ◆ **核心：为什么要重视成套化？**
- ◆ 徐工矿机业务正由单品供应商加速转向成套化解决方案提供商。2022年起，公司多类单品实现海外市场突破；2024-2025年，徐工进一步切入FMG、西芒杜及福德士河等大型露天矿项目，提供覆盖矿卡、矿用平地机、矿用钻机等设备，并配套备件与维保服务，矿山成套化的工程交付能力强。
- ◆ 成套化的核心价值在于对矿山后市场业务的提前锁定。相比仅聚焦高壁垒的前端设备，成套化方案使徐工有机会切入高毛利的后市场业务，盈利弹性随矿山全生命周期持续释放。同时，成套化设备与珠峰露天矿山专家系统深度绑定，进一步提升客户对徐工体系的粘性。2025年大型矿企对全流程智能化解决方案需求快速提升，相关订单价值占比已达57%。综合来看，成套化有望支撑公司矿机业务中长期发展。

图：多个成套化/单品项目落地，徐工迎来矿机布局收获期

日期	项目	国家	类型	合同内容
2025/9/26	福德士河集团项目	澳大利亚	成套化解决方案	双方签署战略合作协议，2028-2030年徐工将提供 <b>150-200台240吨纯电动矿卡</b> ，用于西澳皮尔巴拉地区矿山开采，推动绿色矿山建设。
2025/5/15	伊敏露天煤矿项目	中国	单品突破	徐工向该露天煤矿交付 <b>100台ZNK95纯电无人矿卡</b> 并投入编组运营，未来有望逐步向无人挖掘机/钻机/装载机等全系列装备延伸。
2024/11/28	FMG集团项目	澳大利亚	成套化解决方案	合同金额达4亿美元，徐工将在2026-2030年内为FMG供应 <b>100+台电动矿山设备组合</b> ，首批设备公司预计将于2026年开始交付。
2024/9/19	南美大型露天矿山	南美	单品突破	徐工批量交付 <b>GR5505大型矿用平地机</b> ，用于矿道修整和高负荷工况，提高矿区生产路况质量。
2024/8/12	西芒杜铁矿项目	几内亚	成套化解决方案	合同总金额超1.1亿美元。徐工提供成套核心矿山设备，包括 <b>30+台230吨矿用卡车和6台大型矿用平地机</b> ，以及备件、维保服务。
2024/6/21	非洲铜钴矿项目	非洲	单品突破	徐工 <b>XQZ152潜孔钻机</b> 进入非洲露天铜矿现场施工，可适应复杂地质条件、钻孔效率高。
2022/5/21	淡水河谷项目	巴西	单品突破	本次徐工将交付 <b>XDR80TE纯电动矿用卡车</b> ，未来有望深度合作成套化矿山设备。

## 3.2 徐工机械：混改释放业绩弹性，多品类+全球化拓新增量

- ◆**连续发布股权激励，提升管理及经营效率。**2025年9月公司发布新一轮股权激励草案，激励对象为实施本计划时在公司任职的董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术及业务人员，合计不超过4700人，授予的限制性股票数量占公告时的2.68%，考核周期为2025年至2028年，考核目标为ROE、净利润及经营性现金流。
- ◆**风险提示：**国内行业需求回暖不及预期、电动化渗透率不及预期、行业竞争加剧、出海不及预期、汇率波动风险。

图：徐工机械新一轮员工持股计划以及股权激励目标

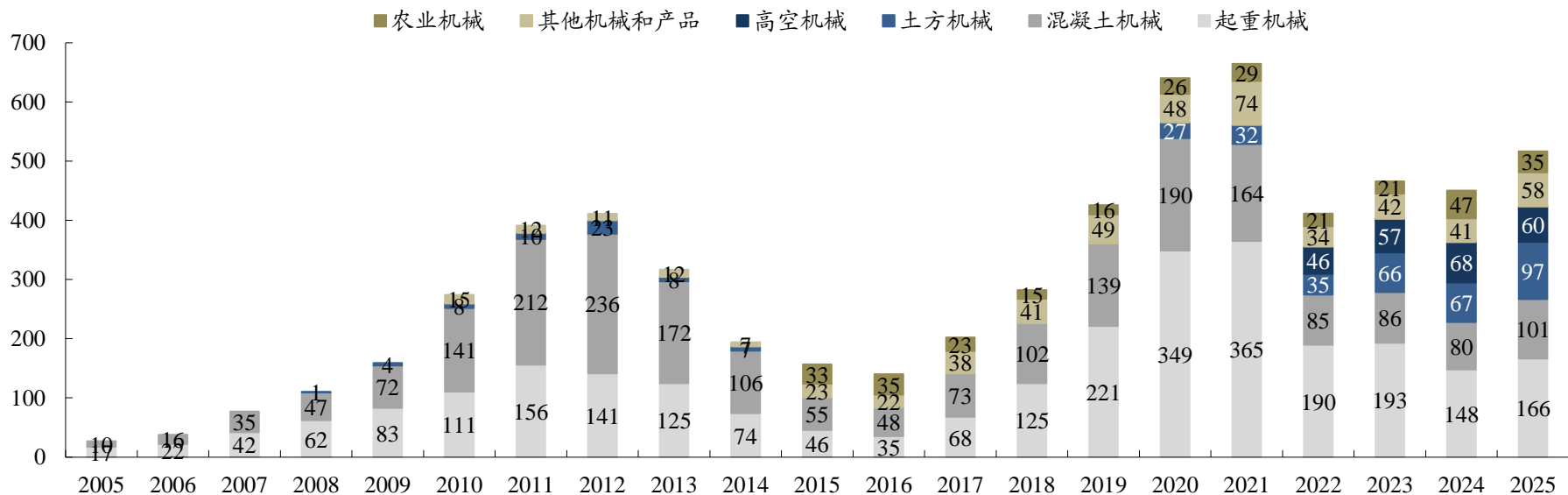
姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划草案公告时公司股本总额的比例
刘建森	副总裁	70	0.22%	0.01%
宋之克	副总裁	70	0.22%	0.01%
蒋明忠	副总裁	70	0.22%	0.01%
孟文	副总裁	70	0.22%	0.01%
单增海	副总裁	70	0.22%	0.01%
于红雨	副总裁、财务负责人	70	0.22%	0.01%
闫君	副总裁	70	0.22%	0.01%
罗光杰	副总裁	70	0.22%	0.01%
中层管理人员、核心技术及业务人员（不超过4,692人）		27,827	88.28%	2.37%
预留部分		3,133	9.94%	0.27%
合计		31,520	100.00%	2.68%

考核年度	2025	2026	2027	2028
ROE	10%	11%	12%	14%
净利润	65 亿元	75 亿元（或 2025-2026 累计 140 亿元）	100 亿元（或 2025-2027 累计 240 亿元）	120 亿元（或 2025-2028 累计 360 亿元）
经营现金流净额	55 亿元	65 亿元	90 亿元	120 亿元

### 3.3 中联重科：混改释放业绩弹性，多品类+全球化拓新增量

- ◆核心业务筑底有望，新兴业务蓄势待发：公司核心业务混凝土机械和起重机械与房地产基建高度相关，乘04-12年、16-21年房地产基建行业东风，营收规模显著增长，行业地位持续提升。截至2025年，公司起重机械、混凝土机械等传统优势产业地位稳固，其中工起国内市场份额行业领先，履带吊国内收入跃居行业第一；塔吊持续引领全球行业发展；混凝土机械中长臂架泵车、搅拌站市场份额全国前二，搅拌车行业第二。
- ◆2022年后，国内需求快速收缩，公司积极推进全球化、拓品类，营收快速实现触底反弹，核心业务占比迅速下滑至59%且保持稳定，新兴业务成为公司新一轮增长点。

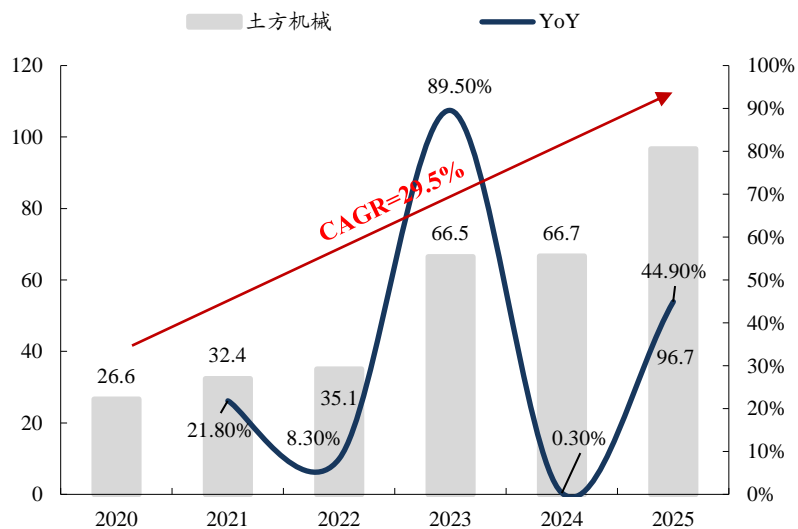
图：公司以起重机械&混凝土机械为核心，构建多元化产品结构（亿元）



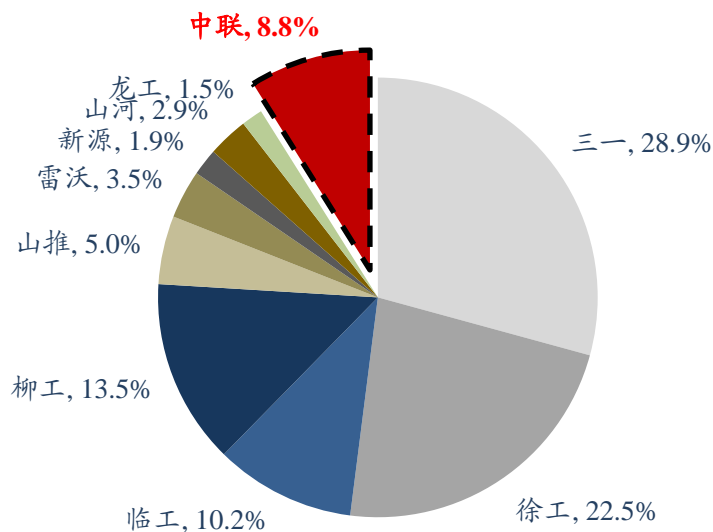
### 3.3 中联重科：新兴板块增长迅速，拓品类逻辑不断兑现

- ◆公司土方机械板块快速起量。2025公司土方机械实现收入96.7亿元，同比+44.9%，2020-2025年公司土方机械复合增长率达29.5%，跨周期维持高增速，充分凸显公司成长性。
- ◆战略性放弃小挖产品聚焦中大挖业务，市占率与毛利率快速提升实现量价齐升。公司自2008年收购陕西新黄工程机械有限公司起进军土方机械，在过去的十余年内均未见起色。2021年起公司战略性放弃小挖业务、聚焦中大挖赛道，并取得巨大突破，2026年3月公司挖机市占率已达8.8%，同比+5.0pct；与此同时公司土方机械毛利率快速提升，2025年公司土方机械毛利率29.7%，较2020年提升13.6pct，实现量利齐升。

图：公司土方机械板块收入快速提升（单位：亿元）



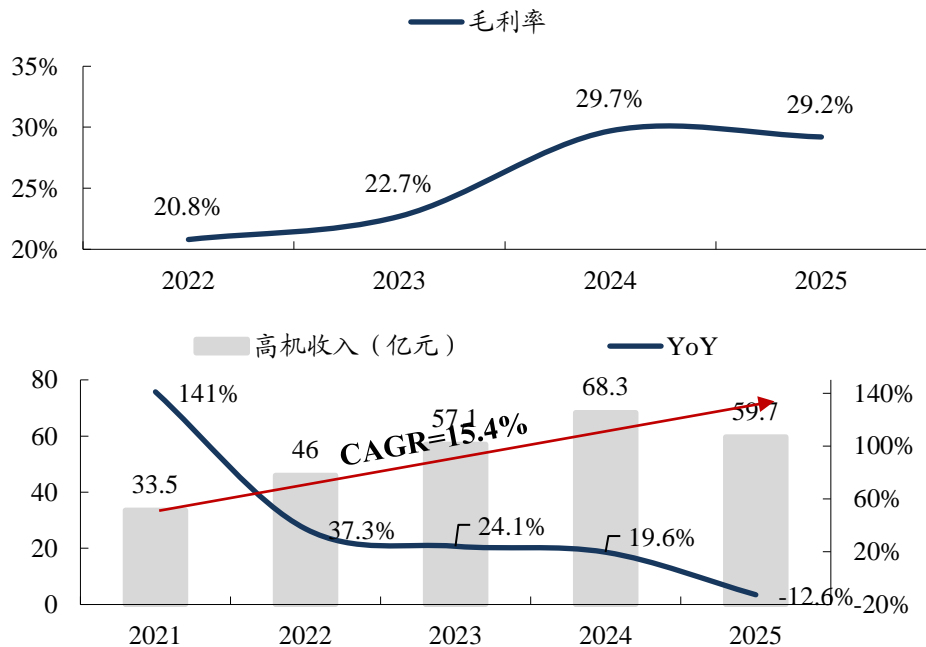
图：公司2026年3月挖机市占率达8.8%，同比提升5.0pct



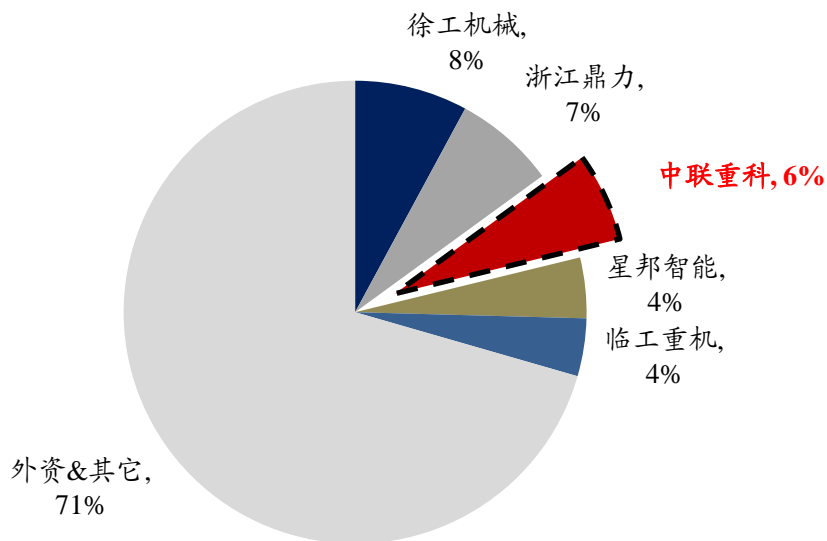
### 3.3 中联重科：新兴板块增长迅速，拓品类逻辑不断兑现

- ◆公司高机业务成长迅速，产品型谱业内覆盖度最高。2018年进入高机赛道以来公司迅速成长为高机行业龙头，截止至2024H1公司已实现4-72米高机产品全覆盖，系业内型谱最全高机设备厂。
- ◆营收规模快速扩张，盈利能力持续向好。公司2019年以来高机收入快速成长，2021-2025年复合增长率达15.4%，同时毛利率快速提升，由2022年的20.8%提升8.4pct至29.2%，实现量价齐升。
- ◆公司已成为全球高机龙头之一。根据KHL发布的2024年全球高空作业机械企业38强榜单，中联重科位列全球第五、国内第三，全球市占率达6%，已成长为全球性高机龙头。凭借公司深厚的工程机械实力，我们坚定看好公司高机业务发展前景。
- ◆风险提示：国内行业需求回暖不及预期，行业竞争加剧，出海不及预期，汇率波动风险

图：公司高机板块迅速成长，量价齐升



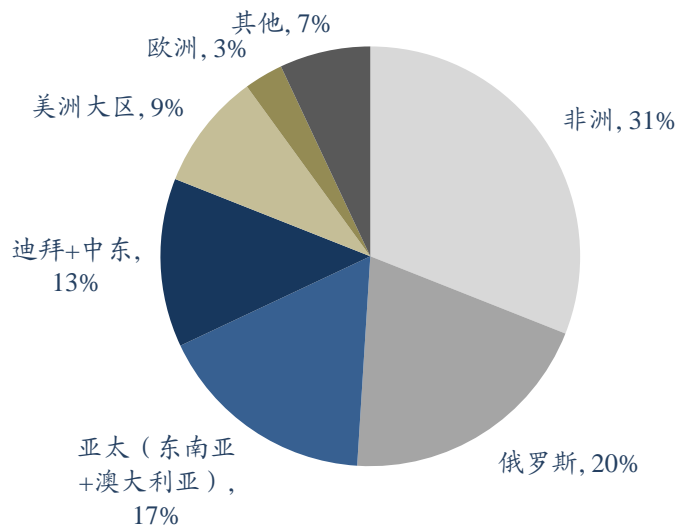
图：2024年公司全球市占率达6%，已成长为全球高机龙头



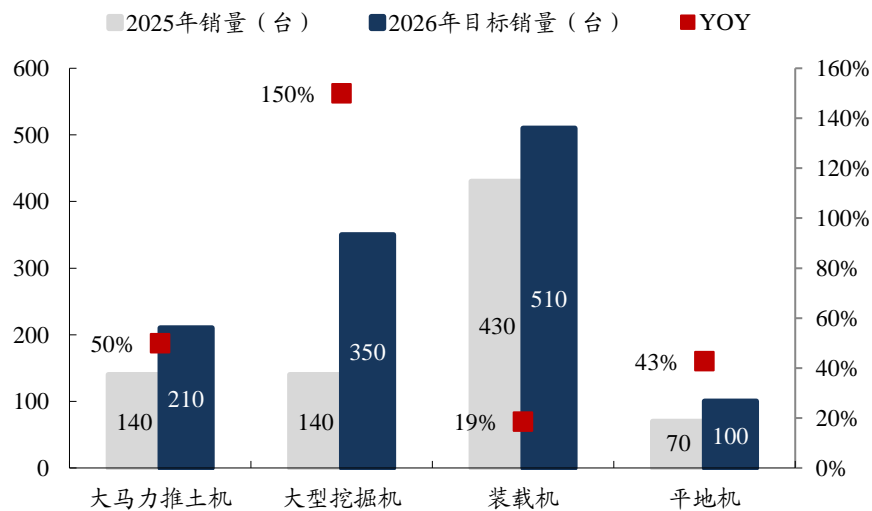
### 3.4 山推股份：全球化&大马力放量，集团协同有望强化成本优势

- ◆非洲地区占比高+大马力机型放量，集团协同有望强化成本优势。（1）市场端：2025年山推海外收入87.41亿元，同比+17.94%，占总收入比接近60%，其中非洲占海外收入约31%，为公司当前第一大海外市场。受益于非洲当地矿山开发、基建建设及中资出海需求均旺盛，公司在这一地区的重点布局有望显著增强其业绩弹性。（2）产品端：2026年公司将持续聚焦矿山机械与大马力产品，此类产品价值量大、毛利率高，有望带动公司盈利弹性释放。具体来看，公司2025年大马力推土机/大挖/装载机/平地机销量分别为140/140/430/70台，2026年目标分别+50%/+150%/+19%/+43%。（3）成本端：公司背靠山东重工集团，因此在技术、市场、供应链等环节的协同效应显著，2025年已实现5.3亿元降本，2026年有望继续，低成本优势逐步凸显。
- ◆风险提示：国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期。

图：2025年非洲占公司海外收入约31%，成为第一大海外市场



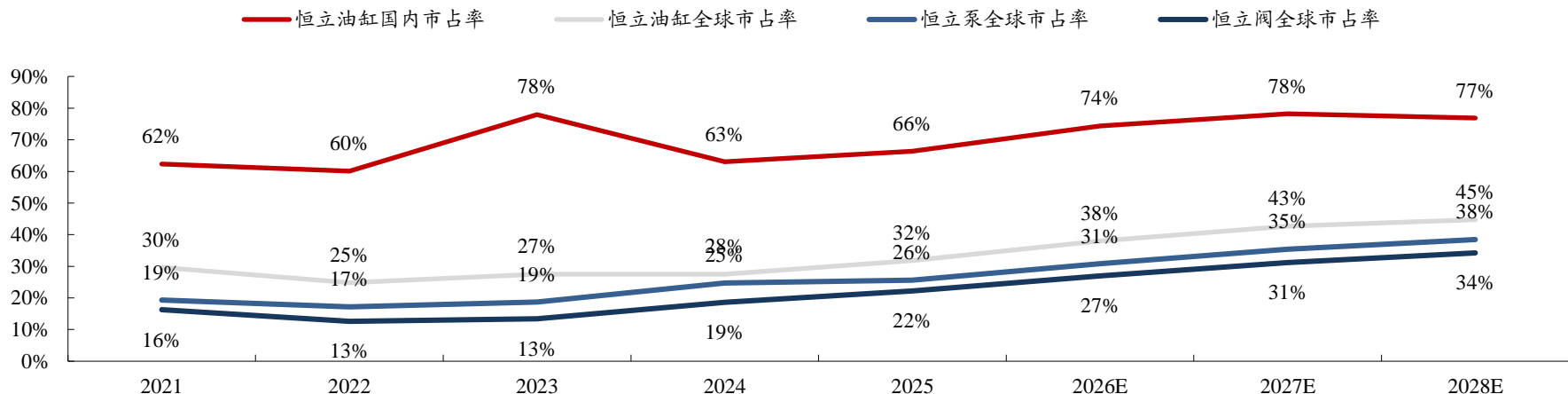
图：公司将持续聚焦高毛利&高价值量的大马力产品



### 3.5 恒立液压：主业稳健向上，机器人业务兑现确定性高

- ◆公司油缸产品在国内市占率长期领先，2025年恒立油缸国内市占率已达66%，但同期油缸/泵/阀全球市占率仅分别为32%/26%/22%，因此在海外客户份额方面仍有较大提升空间。当前公司份额提升战略清晰，核心在于：  
（1）通过墨西哥、印尼等海外产能布局，强化对全球客户的稳定&快速交付能力；（2）产品可靠性和技术能力逐步得到外资客户验证；（3）日系竞争对手在华份额持续收缩后向卡特提出涨价，反而加速海外大客户选择恒立+倾斜份额。因此，公司有望承接外资竞对份额转移，推动油缸、泵、阀等核心产品全球竞争力的持续提升。
- ◆机器人业务方面，公司预计2026年底具备年产约12万台的产能承接能力，身体丝杠已成为特斯拉核心供应商。后续随着墨西哥全自动化产线落地，以及技术迭代推动丝杠成本持续下降，公司有望持续巩固在这一市场中的领先地位，并进一步向微型电机、执行器模组等环节延伸，成长空间广阔。
- ◆风险提示：国内行业需求回暖不及预期、行业竞争加剧、出海不及预期、汇率波动风险。

图：与油缸业务在国内的超高市占率相比，油缸/泵/阀等产品在全球的市占率提升空间极大



注：图中市占率2026-2028年数据来自东吴证券研究所预测。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3.6 板块核心标的盈利预测

◆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新一轮周期上行的起步阶段，我们预计未来2-3年板块平均归母净利润增速20%以上，当前看26年各大主机厂的PE估值仅9-16X，恒立液压26年PE估值为43X，板块整体处于较低位置。

图：工程机械板块核心标的盈利预测表（截至2026/5/20）

2026/5/20		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
代码	公司				2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
600031.SH	三一重工	CNY	19.40	1,778	84.1	107.9	133.5	160.6	21	16	13	11
000425.SZ	徐工机械	CNY	9.48	1,110	65.7	84.6	106.5	129.5	17	13	10	9
601100.SH	恒立液压	CNY	112.63	1,510	27.3	35.1	43.3	51.8	55	43	35	29
000157.SZ	中联重科	CNY	7.25	615	48.6	59.3	71.7	85.9	13	10	9	7
000528.SZ	柳工	CNY	9.08	185	16.1	19.9	24.9	29.4	11	9	7	6
000680.SZ	山推股份	CNY	11.57	174	12.1	14.8	17.9	21.2	14	12	10	8

注：以上盈利预测值均来自2026/5/20的wind一致预期。



一、2025年板块归母净利润同比+16%，海内外需求共振下盈利能力大幅改善

二、挖机&非挖均已进入上行通道，工程机械有望迎来国内外共振

三、个股投资建议

四、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) 地缘政治加剧风险:** 2024年工程机械主要企业出口收入占比达30%-60%, 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>

# 东吴证券 财富家园