



徐工机械 (000425.SZ)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

内外共振，矿机提速

投资逻辑：

国内工程机械龙头，改革驱动经营效率提升。公司为全球第三大、国内第一大工程机械龙头，2022 年整体上市后，公司形成土方、起重和矿业机械多元布局。2022-2025 年，公司收入 CAGR 达 2.4%，归母净利润 CAGR 达 15.1%，盈利能力持续提升，经营活动现金流显著改善。2025 年公司推出新一轮股权激励，设定 2026-2028 年 ROE 目标为 11%/12%/14%，归母净利润目标为 75/100/120 亿元。

国内：中期更新接力，机械替代。挖机内销于 2023 年触底，2024、2025 年分别增长 11.7%、17.9%，2026H1 增长 20.4%至 7.9 万台。2018-2021 年高销量设备进入 8-10 年更新期，理论淘汰量预计于 2029 年升至 26.2 万台见顶，行业景气有望延续；长期看建筑劳动力持续减少、老龄化加深，机械替人将成为工程机械需求的重要支撑。

海外：需求温和修复，中国企业份额提升。小松数据显示，2026Q1 全球七类主要工程机械需求同比增长 12%，并将 FY2026 全年增速预测由-5%-0%上调至 0%-5%。2026H1 我国工程机械出口额同比增长 21.7%，成熟市场修复与新兴市场基建、矿业需求共同支撑增长；中国企业全球销售份额连续两年回升至 20.4%，国际竞争力增强。

未来成长性：出口、矿机进入规模放量阶段。2022-2025 年，公司境外收入由 278.4 亿元增至 486.0 亿元，占比由 29.7%提升至 48.2%，境外业务已成为收入增长和盈利改善的重要支撑。2025 年矿业机械收入达到 93.8 亿元，同比增长 23.8%；公司已形成较完整的矿机产品矩阵，并向成套装备和后市场服务延伸。随着海外渠道完善、大型订单交付及矿机成套化提速，出口和矿机有望共同打开中长期成长空间。

盈利预测、估值和评级

我们预测，2026/2027/2028 年公司实现营业收入 1146.7 亿/1308.7 亿/1489.7 亿元，同比+13.7%/+14.1%/+13.8%，归母净利润 75.5 亿/100.0 亿/122.4 亿元，同比+14.8%/+32.5%/+22.4%，对应 EPS 为 0.64/0.85/1.04 元。公司作为全球工程机械综合龙头，有望受益于国内更新周期启动、海外市场持续拓展及矿机业务规模放量，产品结构和区域结构优化亦将推动盈利能力持续提升，维持“买入”评级。

风险提示

国内需求恢复不及预期；境外贸易及汇率波动；矿机订单交付不及预期；库存、应收和减值风险。

机械组

分析师：满在朋（执业 S1130522030002）

manzaipeng@gjzq.com.cn

分析师：倪赵义（执业 S1130524120001）

nizhaoyi@gjzq.com.cn

分析师：刘民喆（执业 S1130526060002）

liuminzhe@gjzq.com.cn

市价（人民币）：8.25 元

相关报告：

- 1.《徐工机械公司点评：经营业绩向好，看好中长期成长性》，2026.5.1
- 2.《徐工机械公司点评：收入加速增长，看好未来利润释放》，2025.11.1
- 3.《徐工机械公司点评：单季度净利率新高，看好国内外共振》，2025.8.30



公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	91,660	100,823	114,667	130,873	148,972
营业收入增长率	-1.28%	8.37%	13.73%	14.13%	13.83%
归母净利润(百万元)	5,976	6,572	7,548	10,000	12,238
归母净利润增长率	-47.53%	8.96%	14.84%	32.49%	22.38%
摊薄每股收益(元)	0.506	0.559	0.644	0.854	1.045
每股经营性现金流净额	0.48	1.20	0.56	1.18	1.29
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.08%	10.87%	11.06%	13.47%	15.00%
P/E	15.68	20.71	12.80	9.66	7.89
P/B	1.58	2.25	1.42	1.30	1.18

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司概况：规模领先，经营提质	6
1.1 全品类布局，综合实力领先	6
1.2 经营质量改善，资产质量提升	7
二、内需回暖：更新周期启动，机器替人打开成长空间	9
2.1 国内需求：土方率先复苏，非土逐步筑底	9
2.2 周期驱动：中期看更新，长期看机械替人	12
2.3 龙头品类占优，强化行业复苏受益弹性	15
三、出海提速：需求回暖，份额提升	17
3.1 出口规模扩张，全球地位回升	17
3.2 区域景气分化，需求多点支撑	20
3.2.1 全球温和复苏，多区域市场同步改善	20
3.2.2 成熟市场修复，基建能源托底	20
3.2.3 新兴市场扩张，基建矿山共振	22
3.3 渠道产能完善，境外份额提升	23
四、矿机放量：订单兑现，成长提速	26
4.1 矿企开支高位，设备空间广阔	26
4.2 产品订单共振，收入增长提速	29
五、公司投资建议与盈利预测	33
5.1 盈利预测	33
5.2 投资建议及估值	34
六、风险提示	35

图表目录

图表 1：公司在 KHL 发布的 2026 全球工程机械制造商 50 强位列第三	6
图表 2：公司完善中长期激励机制	6
图表 3：公司已形成土方、起重与矿业机械协同发展的产品布局	7
图表 4：公司境外收入占比不断提升	7
图表 5：公司收入韧性增强	7
图表 6：26Q1 公司归母净利润增速放缓	8
图表 7：26Q1 公司经营性现金流同比+153.1%	8
图表 8：公司毛利率保持稳定	8
图表 9：公司净利率逐年提升	8



图表 10:	土方机械毛利率较高	8
图表 11:	净现比持续修复	9
图表 12:	表外风险敞口自 22 年高点持续下降	9
图表 13:	风险敞口占总资产及净资产比例明显下降	9
图表 14:	挖机内销自 23 年触底回升, 26H1 同比+20.4%	10
图表 15:	26 年 6 月挖机内销继续高增, 同比+33.9%	10
图表 16:	26H1 装载机内销+16.2%	11
图表 17:	26 年 6 月国内电动装载机渗透率为 60.2%	11
图表 18:	汽车起重机 26H1 同比+17.8%	11
图表 19:	26H1 汽车起重机和履带起重机表现相对领先	11
图表 20:	中国工程机械市场更新需求到 30 年预计占比 68.9%	12
图表 21:	26 年 3-6 月挖掘机开工率低于 25 年同期	12
图表 22:	26 年 6 月月均工作时长 58.1 小时	12
图表 23:	26 年“两重”资金为 8000 亿元	13
图表 24:	理论淘汰量预计于 2029 年达到本轮高点	13
图表 25:	日本城镇化率提高伴随建筑技能工持续减少	14
图表 26:	日本每千名建筑技能工工程机械保有量持续提高	14
图表 27:	中国城镇化率仍明显低于日本城镇化率	15
图表 28:	我国建筑业从业人数已由高位回落	15
图表 29:	21 年以后农民工从事建筑业占比降低	15
图表 30:	50 岁以上农民工占比不断提升	15
图表 31:	公司产品排名整体领先	16
图表 32:	水利水电建设解决方案	16
图表 33:	徐工旋挖钻机群参与川藏铁路高原桥桩施工	17
图表 34:	徐工 XUR5000 天井钻机完成浙江天台抽水蓄能电站深斜井施工任务	17
图表 35:	新能源产品渗透率不断提高	17
图表 36:	公司形成完整的新能源产品矩阵	17
图表 37:	我国工程机械出口规模持续扩张	18
图表 38:	中国工程机械企业全球销售份额连续两年回升	18
图表 39:	26 年 6 月挖掘机出口同比+36.4%	19
图表 40:	26 年 6 月装载机出口同比+33.4%	19
图表 41:	非土方机械中履带起重机维持高增长	19
图表 42:	26H1 中国出口主要区域为亚欧非	20
图表 43:	26H1 非洲+拉美增速最快达 44.1%	20
图表 44:	小松全球及主要区域七类设备需求预测	20



图表 45:	26H1 中日挖机对南亚、拉美、非洲等区域出口额同比维持高增速	20
图表 46:	26 年 1-6 月中日对北美出口同比+19.9%	21
图表 47:	卡特彼勒 26Q2 库存同比增加 6 亿美元	21
图表 48:	22-26 年 5500 亿美元联邦基础设施投资	21
图表 49:	26 年美国公共建设投资保持相对高位	21
图表 50:	26 年 1-6 月中日对欧洲出口同比+38.5%	22
图表 51:	欧洲工程机械市场在 2025 年结束连续调整	22
图表 52:	26Q1 工程建设完成额环比+7.1%	22
图表 53:	26Q1 私人部门工程建设同比+14.5%	22
图表 54:	26 年 1-6 月中日对东南亚出口同比+12.5%	22
图表 55:	26 年 1-6 月中日对南亚出口同比+70.1%	22
图表 56:	26 年 1-6 月中日对拉美出口同比+49.6%	23
图表 57:	秘鲁 26 年 1-4 月矿业投资景气向上	23
图表 58:	26 年 1-6 月中日对非洲出口同比+54.2%	23
图表 59:	26 年 4 月铂族金属、锰矿和铬矿保持较快增长	23
图表 60:	公司境外收入不断提升	24
图表 61:	公司境外毛利率高于境内毛利率	24
图表 62:	徐工全球布局	25
图表 63:	徐工首座海外新能源工厂在印尼投产	25
图表 64:	徐工设立吉尔吉斯斯坦子公司	26
图表 65:	徐工与泰国头部代理商公司签署采购协议	26
图表 66:	公司 2026 年境外重要订单及交付进展	26
图表 67:	全球主要矿企资本开支维持高位	27
图表 68:	全球矿山设备市场 26-33 年 CAGR 为 5.6%	27
图表 69:	露天矿山移动设备投资高度集中于装载和运输环节	28
图表 70:	小松矿山业务收入已成为核心设备业务	28
图表 71:	卡特 2025 矿机分区域收入占比	29
图表 72:	小松 2025 矿机分区域收入占比	29
图表 73:	小松矿机后市场收入占比约 2/3	29
图表 74:	公司矿机产品已基本贯通露天矿山“钻、挖、装、运、辅”主要作业环节	30
图表 75:	国际主要厂商产品对比	30
图表 76:	公司矿机业务相关订单	30
图表 77:	公司产品可靠性逐步获得验证	31
图表 78:	XE1350E 纯电矿挖	32
图表 79:	XE700EV 纯电矿挖	32



图表 80: 公司矿山智慧施工管理系统	32
图表 81: 25 年公司矿业机械收入同比+23.8%.....	33
图表 82: 公司分业务预测	34
图表 83: 可比公司估值比较	35



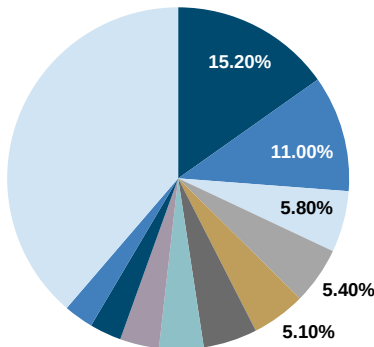
一、公司概况：规模领先，经营提质

1.1 全品类布局，综合实力领先

公司是全球主要工程机械制造商之一，收入规模位居行业前列。2025 年公司实现营收 1008.2 亿元，规模突破千亿，收入保持稳健增长。KHL 发布的 2026 全球工程机械制造商 50 强榜单中，公司位列全球第三、国内第一，是唯一进入全球前五的中国工程机械企业。

图表1：公司在 KHL 发布的 2026 全球工程机械制造商 50 强位列第三

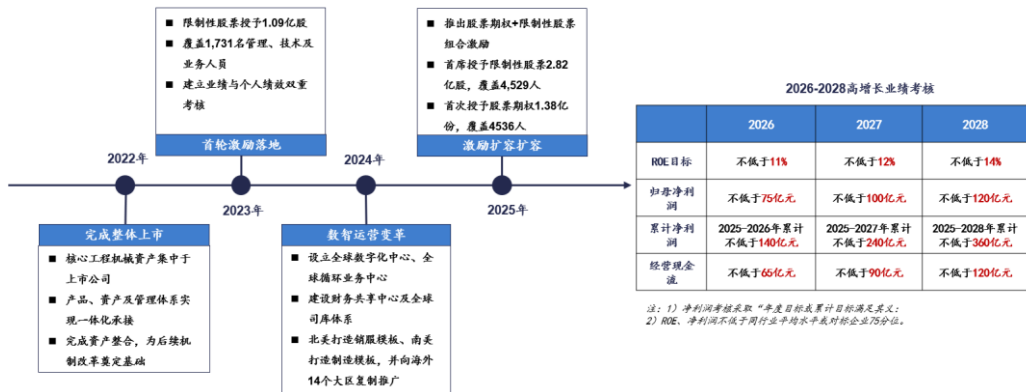
■ 卡特彼勒 ■ 小松 ■ 徐工 ■ 约翰迪尔 ■ 利勃海尔 ■ 三一重工 ■ 沃尔沃 ■ 日立建机 ■ JCB ■ 山特维克 ■ 其他



来源：KHL，国金证券研究所

公司持续深化改革并完善中长期激励机制。2025 年公司推出股票期权与限制性股票激励计划，首次授予限制性股票约 2.82 亿股，覆盖 4529 名管理、技术及业务骨干。激励计划设置明确的分年度考核目标：2026-2028 年 ROE 分别不低于 11%/12%/14%，归母净利润分别不低于 75/100/120 亿元，经营活动现金流净额分别不低于 65/90/120 亿元，以强化核心团队与公司长期发展目标的绑定。

图表2：公司完善中长期激励机制

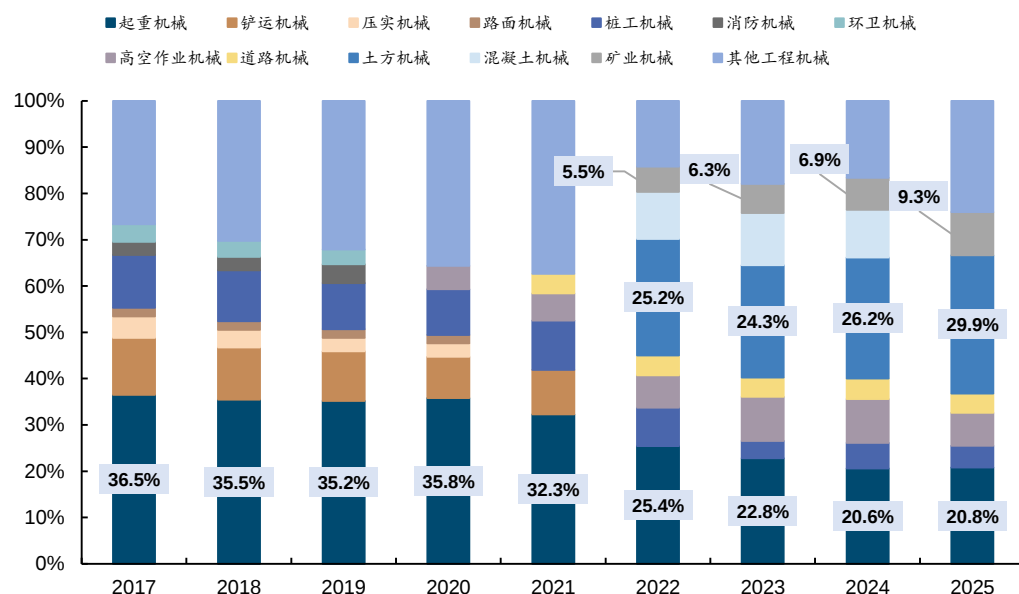


来源：公司公告，国金证券研究所

公司已形成土方、起重与矿业机械多元驱动的产品结构。2022 年整体上市后，挖掘机械、矿业机械等核心资产纳入上市公司，产品谱系进一步完善，形成土方、起重、矿业机械协同发展的产品结构。2025 年公司土方机械收入 301.3 亿元，同比增长 25.5%，占比 29.9%；起重机械收入 209.8 亿元，同比增长 11.0%，占比 20.8%；矿业机械收入 93.8 亿元，同比增长 47.4%，占比 9.3%，三大板块合计贡献约 60% 的营收。



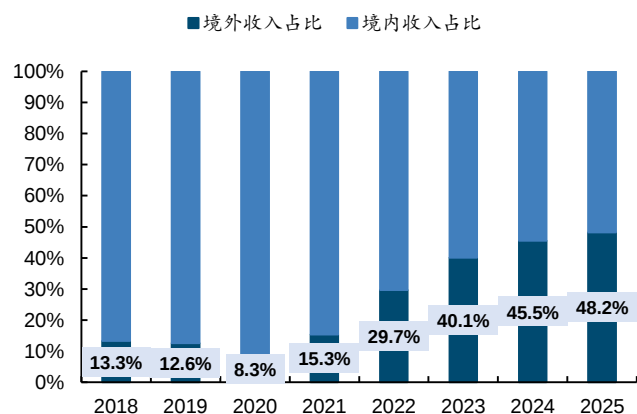
图表3：公司已形成土方、起重与矿业机械协同发展的产品布局



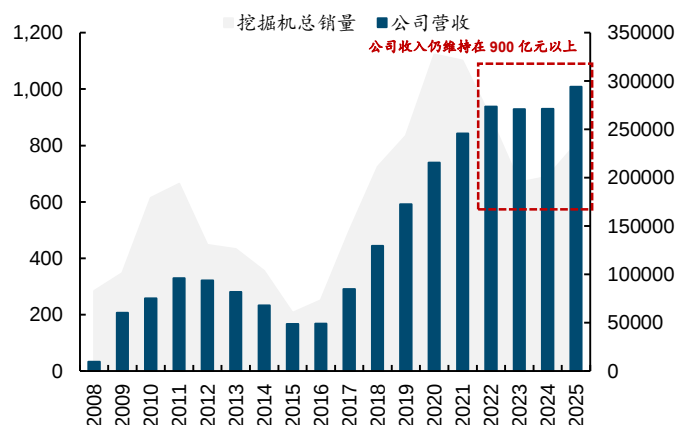
来源：ifind，国金证券研究所 注：2022 年公司完成整体上市，合并范围及产品统计口径发生较大变化；2025 年公司没有单独披露混凝土收入

产品与区域结构多元化持续增强公司收入韧性。整体上市后，公司产品布局进一步完善，境外市场加速拓展，境外收入占比由 2022 年的 29.7% 提升至 2025 年的 48.2%，有效对冲国内行业周期波动。2022 年以来，尽管国内挖掘机销量由高位回落，公司营业收入仍保持在 900 亿元以上，抗单一品类和单一区域周期波动能力持续提升。

图表4：公司境外收入占比不断提升



图表5：公司收入韧性增强



来源：ifind，国金证券研究所

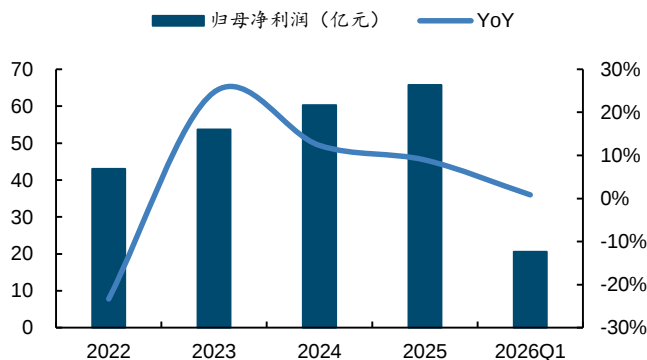
来源：ifind，中国工程机械工业协会，国金证券研究所

1.2 经营质量改善，资产质量提升

公司经营质量持续改善，2026Q1 增速短期受汇率等因素扰动。2026Q1 公司实现营业收入 297.9 亿元，同比+9.3%；归母净利润 20.6 亿元，同比+0.9%，经营活动现金流净额为 21.5 亿元，同比+153.1%。受人民币升值及境外币种波动影响，公司 2026Q1 产生超过 4 亿元的汇兑损失及锁汇费用，同比形成超过 8 亿元的负向差额，随着境外收入占比提升，公司将通过本地化制造、优化结算币种及现金流和报表锁汇等方式压降外汇敞口。

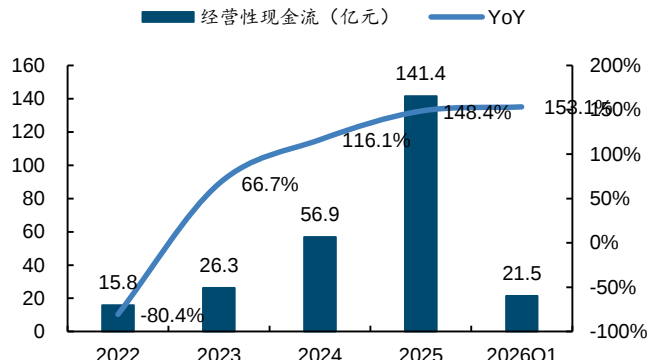


图表6: 26Q1 公司归母净利润增速放缓



来源: ifind, 国金证券研究所

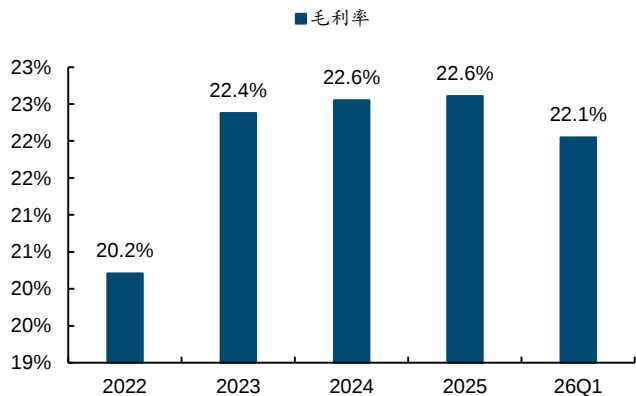
图表7: 26Q1 公司经营性现金流同比+153.1%



来源: ifind, 国金证券研究所

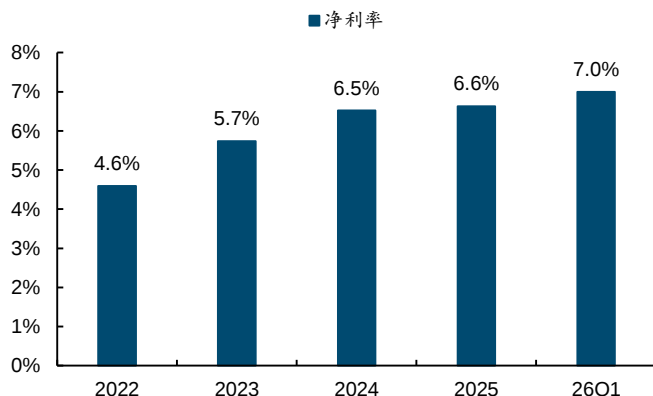
公司盈利能力持续提升, 2026Q1 毛利率保持稳定。2026Q1 公司毛利率为 22.1%, 同比提升 0.1%; 归母净利率为 7.0%, 同比下降 0.6%。2022-2025 年公司毛利率由 20.2% 提升至 22.6%, 净利率由 4.6% 提升至 6.6%, 公司逐步由规模扩张转向结构改善和经营提效。

图表8: 公司毛利率保持稳定



来源: ifind, 国金证券研究所

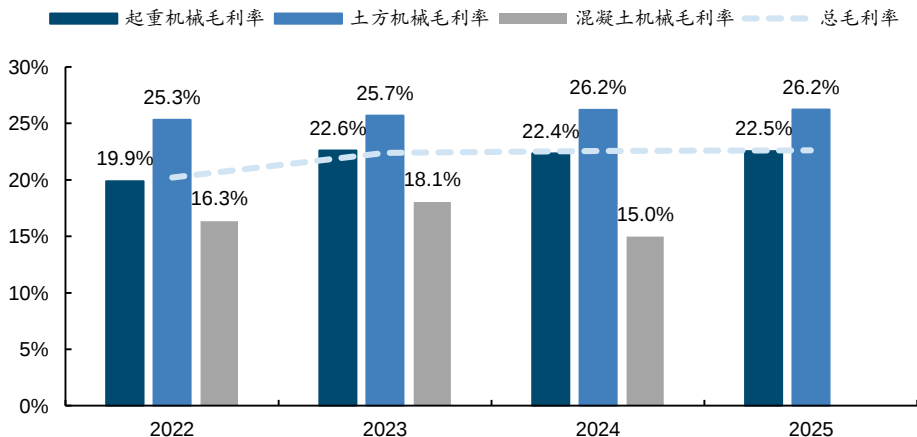
图表9: 公司净利率逐年提升



来源: ifind, 国金证券研究所

产品结构持续向高价值领域升级。2022-2025 年, 公司土方机械毛利率由 25.3% 提升至 26.2%, 起重机械毛利率由 19.9% 提升至 22.5%, 土方占比提升叠加起重业务盈利修复, 对公司整体盈利能力形成支撑。

图表10: 土方机械毛利率较高

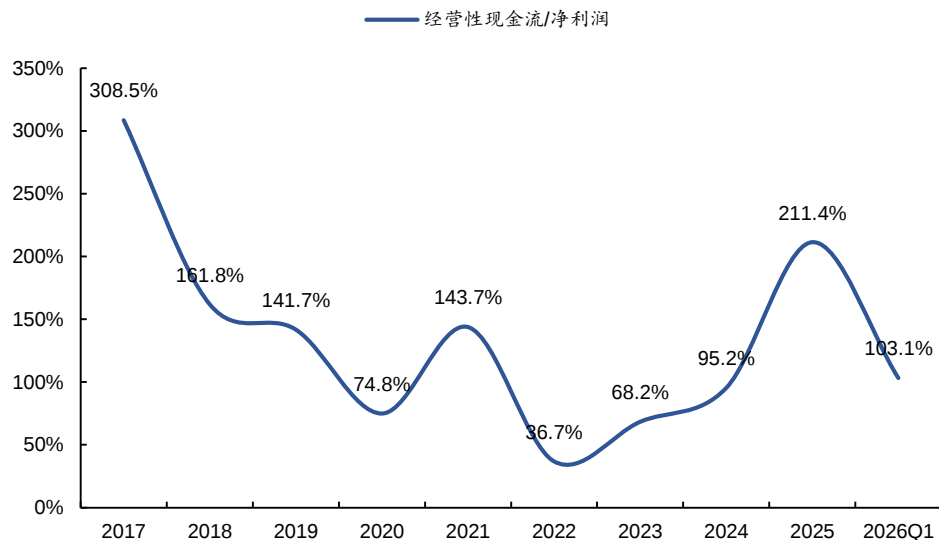




来源：ifind，国金证券研究所

净现比持续修复，利润现金含量显著提升。公司经营性现金流/净利润由 2022 年的 36.7% 提升至 2025 年进一步升至 211.4%；2026Q1 仍达到 103.1%，维持在 1 以上的健康水平，表明公司两金压降及回款管理成效逐步释放，盈利能力与现金创造能力的匹配度明显增强。

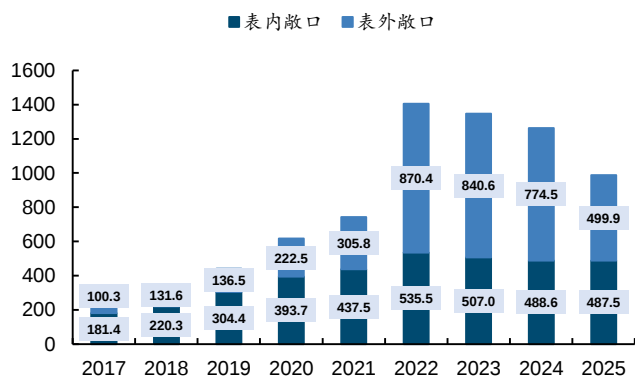
图表11：净现比持续修复



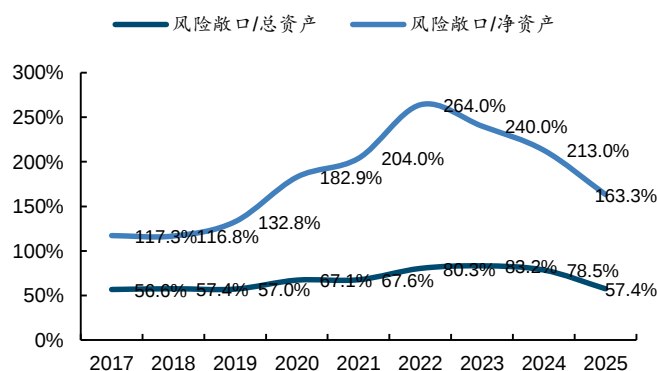
来源：ifind，国金证券研究所

风险敞口持续收缩，资产质量稳步改善。2022 年以来公司表内风险敞口保持相对稳定，表外风险敞口则连续下降，带动总风险敞口明显回落，2025 年公司总风险敞口降至 987.4 亿元，同比-21.8%；与此同时，风险敞口占总资产及净资产的比例同步下降，2025 年风险敞口占总资产比例同比下降 21.1 个百分点，风险敞口占净资产比例同比下降 49.6 个百分点，公司持续加强信用销售、融资担保等业务的风险管控，资产安全边际进一步提升。

图表12：表外风险敞口自 22 年高点持续下降



图表13：风险敞口占总资产及净资产比例明显下降



来源：公司公告，国金证券研究所 注：22 年表外敞口上升主要是因为整体上市扩大并表范围，叠加融资租赁业务规模较大

来源：公司公告，国金证券研究所

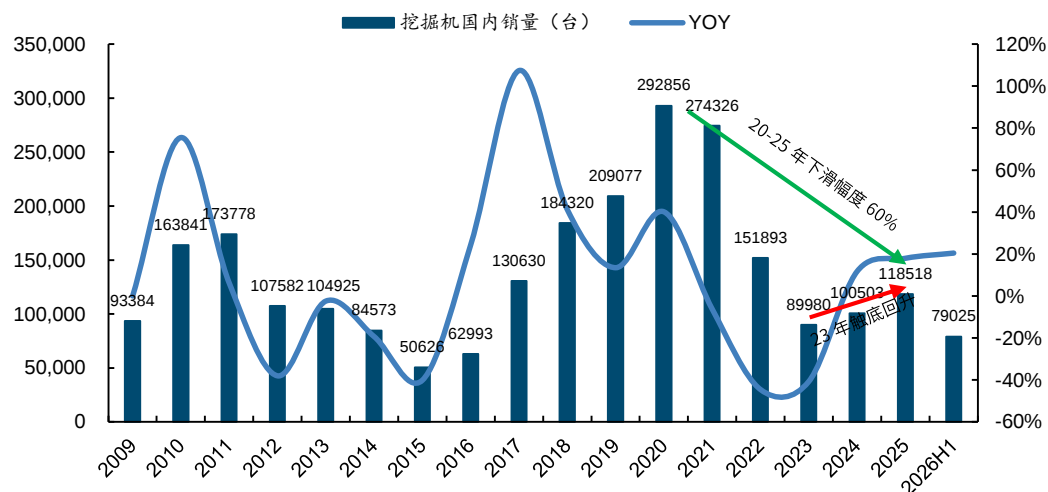
二、内需回暖：更新周期启动，机器替人打开成长空间

2.1 国内需求：土方率先复苏，非土逐步筑底

国内工程机械已走出周期底部，2026Q2 土方机械需求明显提速。2023 年挖机内销降至 9.0 万台，行业进入本轮周期底部；2024、2025 年内销分别回升至 10.1、11.9 万台，同比+11.7%、+17.9%，内需连续两年修复。2026H1 挖机内销 7.9 万台，同比+20.4%；其中 Q1、Q2 分别销售 4.0、3.9 万台，同比+8.3%、+35.7%，Q2 需求恢复斜率显著抬升。



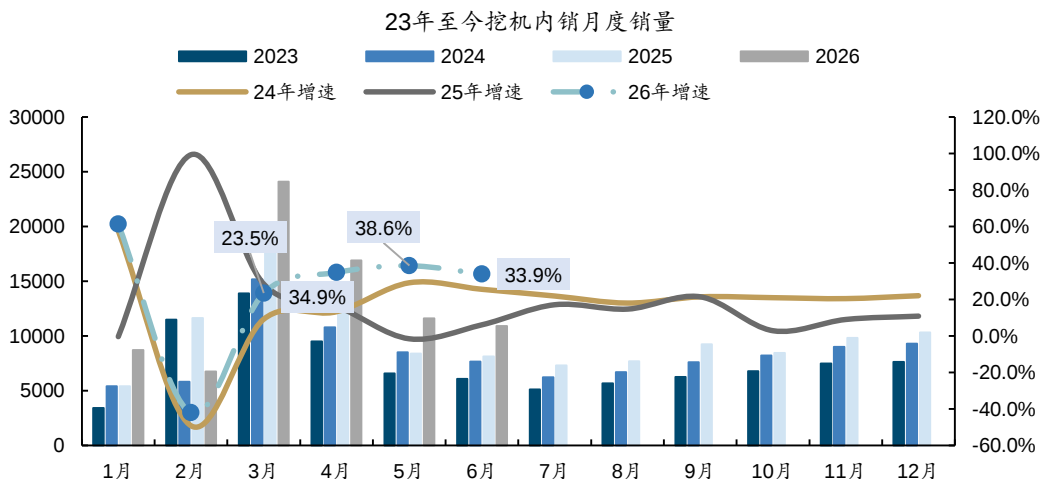
图表14: 挖机内销自23年触底回升, 26H1 同比+20.4%



来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所

从挖机: 内销呈现“前低后高、旺季冲顶”态势。1月同比增长61.4%迎来开门红, 2月受春节影响短暂回落, 3月旺季销量飙升至24,101台, 环比增长256.8%。4-6月虽出现季节性下滑, 但同比增速均超30%, 表明内需复苏态势扎实。

图表15: 26年6月挖机内销继续高增, 同比+33.9%

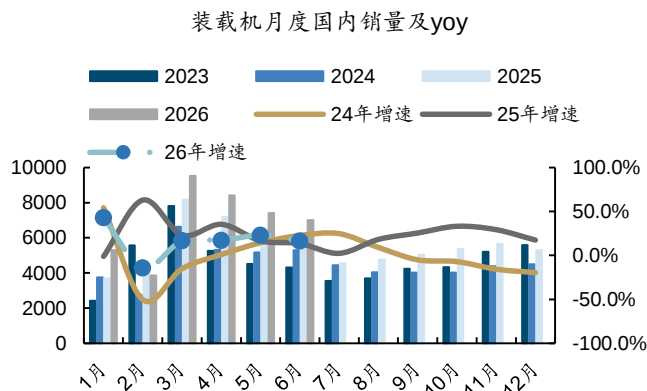


来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所

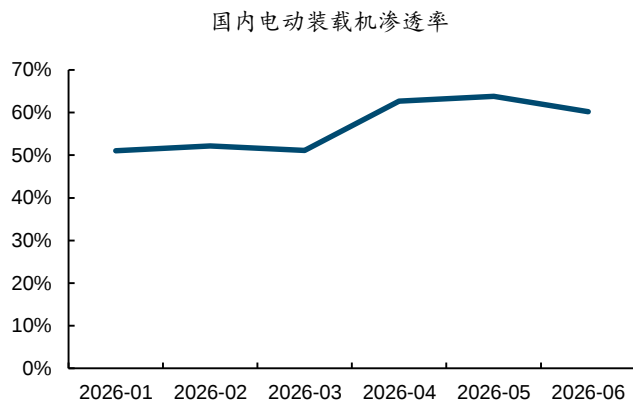
装载机: 内销延续稳健增长, 电动化为核心增量。2026H1 装载机内销4.1万台, 同比+16.2%, 其中Q1、Q2分别同比+14.0%、+18.1%, Q2增速进一步提升。电动化为装载机增长的核心驱动力, 2026年6月国内电动装载机渗透率已达到60.2%。矿山、钢厂、港口等高强度、相对封闭场景对低能耗、低维护设备需求较强, 电动装载机正由产品导入期迈向规模化替代。



图表16: 26H1 装载机内销+16.2%



图表17: 26年6月国内电动装载机渗透率为60.2%

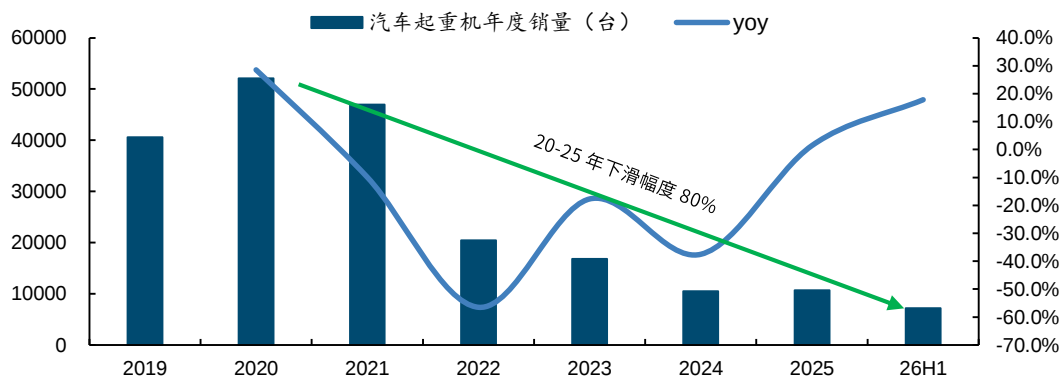


来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所

来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所

非土方机械: 需求处于周期低位, 板块逐步筑底改善。以汽车起重机为例, 2025 年全年汽车起重机销量仅为 2020 年高点的 20%, 2026H1 内销同比+17.8%, 低位修复趋势延续。

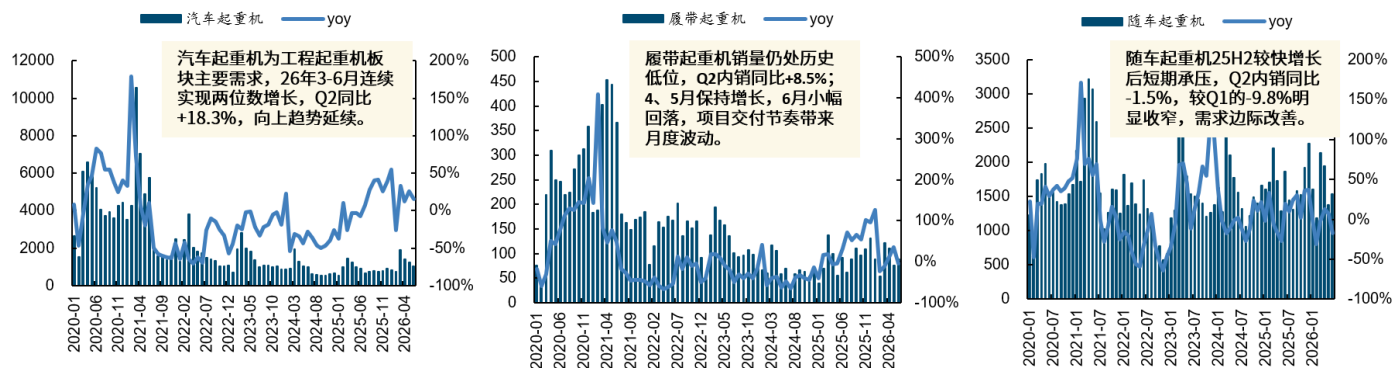
图表18: 汽车起重机 26H1 同比+17.8%



来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所

2026H1 非土方机械进入分化修复阶段, 汽车起重机和履带起重机表现相对领先。2026Q2 汽车起重机、履带起重机内销同比+18.3%, 延续增长; 随车起重机同比-1.5%, 较 Q1 的-9.8%收窄。当前汽车起重机增长较强, 履带起重机保持正增, 随车起重机边际改善, 非土方上行逻辑持续验证。

图表19: 26H1 汽车起重机和履带起重机表现相对领先



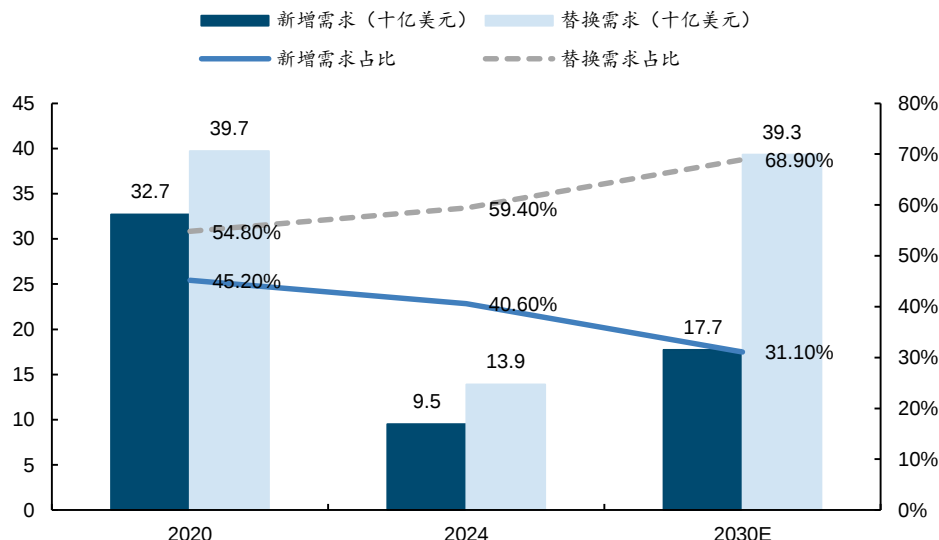
来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所



2.2 周期驱动：中期看更新，长期看机械替人

中期看，上一轮高销量设备进入集中更新窗口。2015-2021 年国内工程机械销量保持较高水平，相关设备正陆续进入更新周期，以挖机为例，其更新周期为 8-10 年。根据三一重工招股说明书，中国工程机械市场 2024 年换新需求占比为 54.8%，预计 2030 年升至 68.9%；国四排放升级、二手机出口及设备残值变化进一步加快老旧设备退出，更新需求将逐步取代新增工程量，成为本轮周期的主要驱动力。

图表20：中国工程机械市场更新需求到 30 年预计占比 68.9%

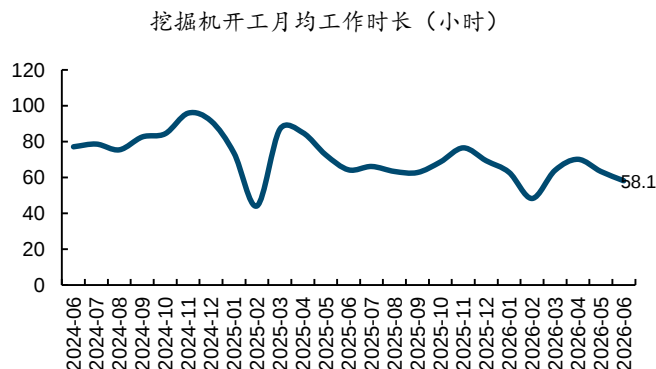
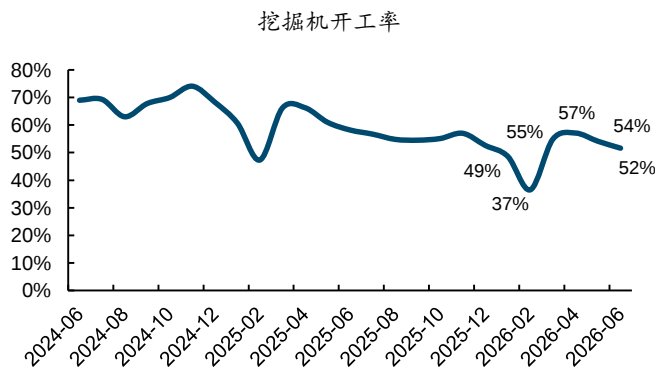


来源：三一重工招股说明书，国金证券研究所

销量恢复快于设备利用强度反映本轮存量更新主导的结构性上行。2026 年 3-6 月挖掘机开工率均低于上年同期，6 月月均工作时长仅 58.1 小时，反映当前增长主要由设备更新、二手机出口和渠道补库驱动。相较上一轮地产和基建共同拉动的全面扩张，本轮周期斜率相对温和，但更新需求的持续性和确定性更强。

图表21：26 年 3-6 月挖掘机开工率低于 25 年同期

图表22：26 年 6 月月均工作时长 58.1 小时



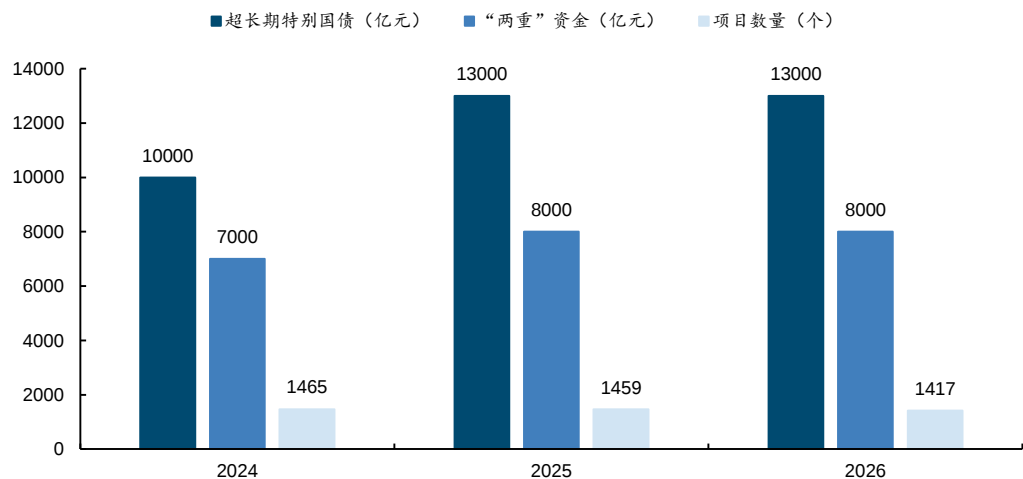
来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

“两重”建设进一步拉动国内工程机械需求增长。2024-2026 年，超长期特别国债中用于“两重”建设的资金由 7000 亿元提高至并稳定在 8000 亿元，重点投向重大交通、水利工程、城市地下管网、西部陆海新通道、高标准农田和生态治理等领域。相关项目投资体量大、建设周期长、机械化施工强度高，随着项目清单加快下达并逐步形成实物工作量，将拉动国内工程机械需求增长。



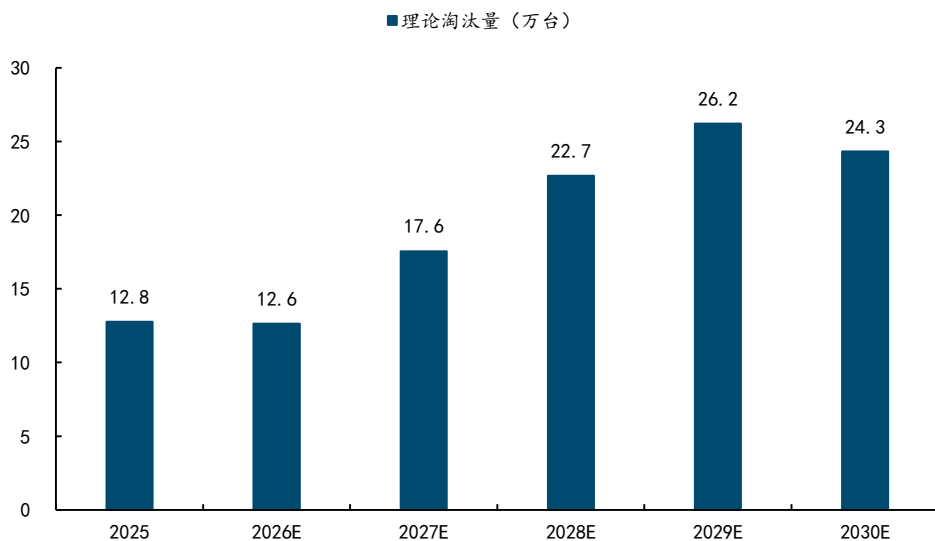
图表23：26年“两重”资金为8000亿元



来源：财政部，国家发展改革委员会，国金证券研究所

理论淘汰量预计于 2029 年达到本轮高点，更新需求有望持续释放至 2029 年前后。基于 2015-2025 年国内挖掘机销量及设备进入 8-10 年集中淘汰区间的假设，我们测算 2026-2030 年理论淘汰量分别约为 12.6 万台、17.6 万台、22.7 万台、26.2 万台和 24.3 万台，其中 2029 年达到峰值，这主要由于 2018-2021 年高销量设备陆续进入集中更新期，对 2026-2030 年的淘汰需求形成集中支撑；随着该批设备逐步完成更新，理论淘汰量预计自 2029 年起回落。

图表24：理论淘汰量预计于 2029 年达到本轮高点

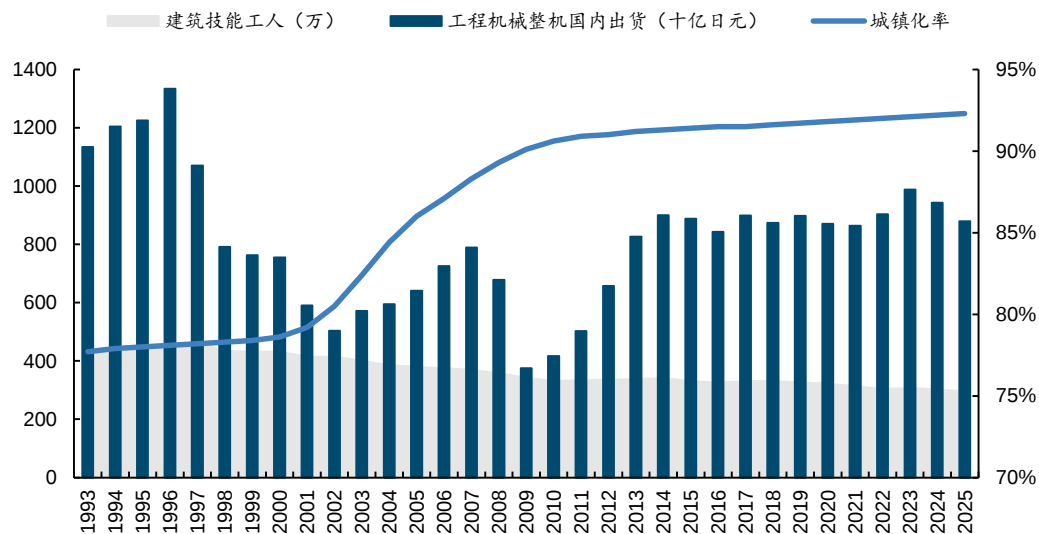


来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

长期看，建筑劳动力收缩和成本上升将持续推动机械替人。以日本为例，1993-2025 年，日本城镇化率由 77.7% 提升至 92.3%，建筑技能工人数由 395 万人下降至 296 万人。2009 年前后，随着上一轮存量设备进入更新窗口，工程机械内需明显回升；此后建筑技能工继续减少，但工程机械国内出货仍维持较高水平，表明在更新需求之外，机械替人正逐步成为支撑工程机械需求的长期力量。



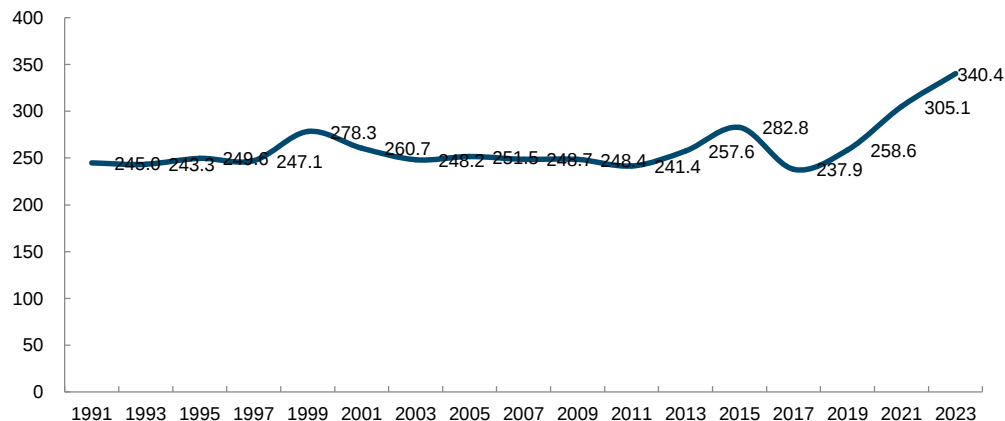
图表25：日本城镇化率提高伴随建筑技能工持续减少



来源：日本建设机械工业协会，日本建设业团体联合会，世界银行，国金证券研究所

单位建筑工人对应的设备数量持续增加，进一步验证机械替人趋势。1991-2023 年，日本主要工程机械保有量由 97.7 万台增加至 104.5 万台，建筑技能工人数由 399 万人下降至 307 万人，带动每千名技能工保有台数由 245 台提升至 340 台，累计增长约 39%。单位劳动力对应的设备配置持续提升，说明工程施工对机械设备的依赖程度不断提高。

图表26：日本每千名建筑技能工工程机械保有量持续提高

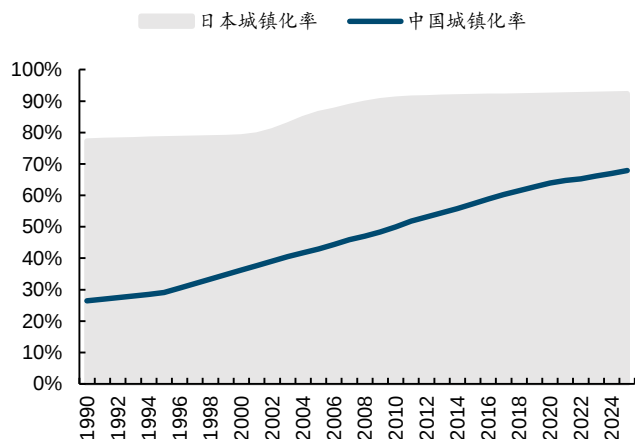


来源：日本国土交通省，e-Stat，国金证券研究所

中国城镇化仍有提升空间，但建筑劳动力收缩趋势已经出现。2025 年我国常住人口城镇化率为 67.9%，明显低于日本的 92% 以上，城市建设、基础设施完善和存量城市更新仍有较大空间；与此同时，我国建筑业从业人数已由高位回落，城镇化继续推进与建筑劳动力减少开始同步出现。中国尚未进入日本完全以存量更新为主的发展阶段，新增建设仍有支撑，但完成同等工程量所能依赖的人工正在减少。

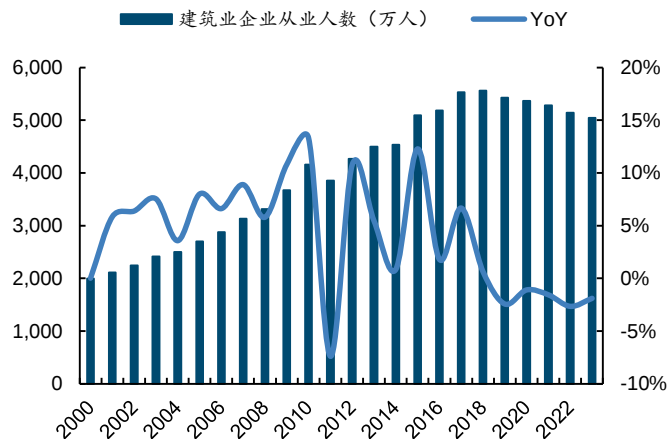


图表27：中国城镇化率仍明显低于日本城镇化率



来源：国家统计局，国金证券研究所

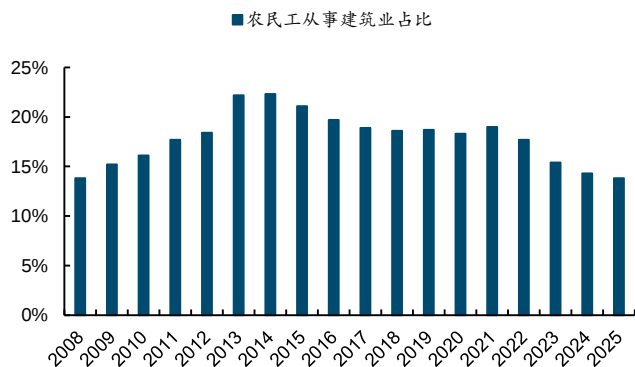
图表28：我国建筑业从业人数已由高位回落



来源：国家统计局，国金证券研究所

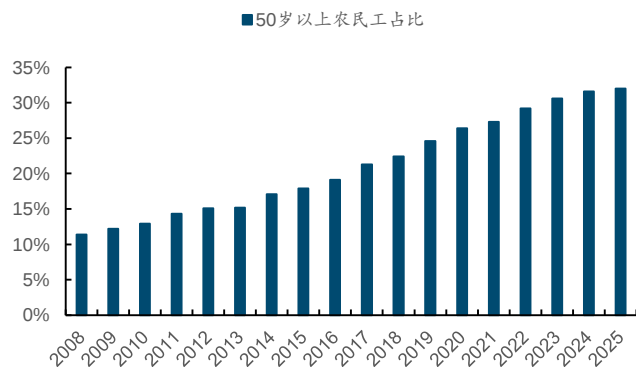
建筑劳动力减少和老龄化将进一步推动机械替人。农民工中从事建筑业的比例持续下降，表明年轻劳动力正在从建筑施工向制造业和服务业转移；与此同时，50岁以上农民工占比不断提高，建筑业招工难度和施工效率压力逐步上升。结合日本在建筑技能工减少后单位工人设备保有量持续提高的经验，我国施工企业也将更多通过增加设备配置、提高单机效率和采用智能化设备完成施工任务，机械替人有望成为工程机械需求的长期支撑。

图表29：21年以后农民工从事建筑业占比降低



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表30：50岁以上农民工占比不断提升



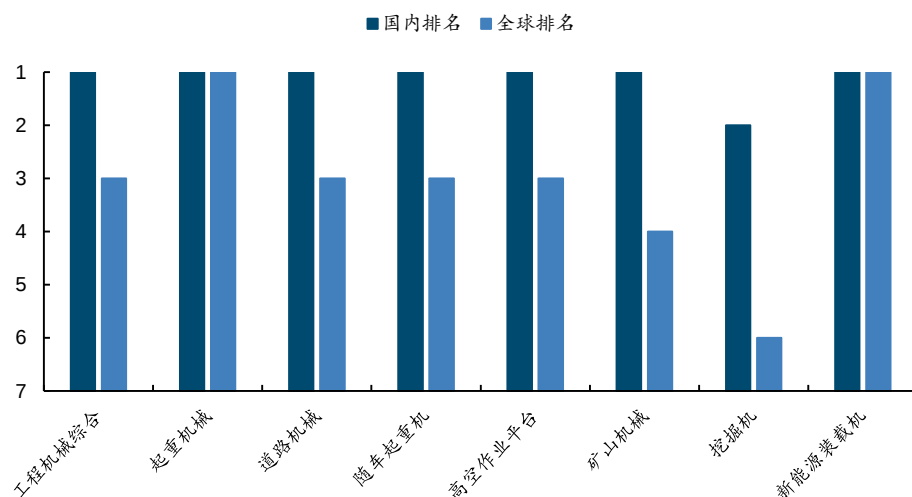
来源：国家统计局，国金证券研究所

2.3 龙头品类占优，强化行业复苏受益弹性

全品类布局使公司能够充分承接需求由土方向非土方扩散。公司工程机械综合实力位居国内第一、全球第三；起重机械、新能源装载机位居国内及全球第一，道路机械、随车起重机和高空作业平台位居国内第一、全球第三，矿山机械位居国内第一、全球第四，挖掘机位居国内第二、全球第六。多品类领先使公司不依赖单一机型，能够在行业复苏由挖掘机向装载机、起重机及其他非土方机械扩散时持续受益。



图表31：公司产品排名整体领先



来源：KHL，公司官网，国金证券研究所

场景化解决方案提高单个项目的产品覆盖率。公司已形成覆盖房建园区、公路铁路、水利水电、风电核电、港口物流、城市运营及矿山开采等多类应用场景的解决方案，以水利水电建设为例，公司围绕洞室开挖、土石方施工、桩基建设和混凝土施工等主要环节提供成套装备，并对施工作业中安全质量防控难度大、施工环境适配性差问题提供智能解决方案。

图表32：水利水电建设解决方案



来源：公司官网，国金证券研究所

重大工程应用验证公司全品类设备的项目承接能力。公司多款装备已深度参与川藏线及雅鲁藏布江下游水电项目，并针对高原水电施工开发新能源挖掘机、装载机、自卸车、混凝土运输车等 20 余种电动化、智能化装备；在浙江天台和河北灵寿抽水蓄能电站，XUR5000 天井钻机和 XTD295 双臂凿岩台车分别承担天井及隧洞施工。



图表33：徐工旋挖钻机群参与川藏铁路高原桥桩施工



来源：公司官网，国金证券研究所

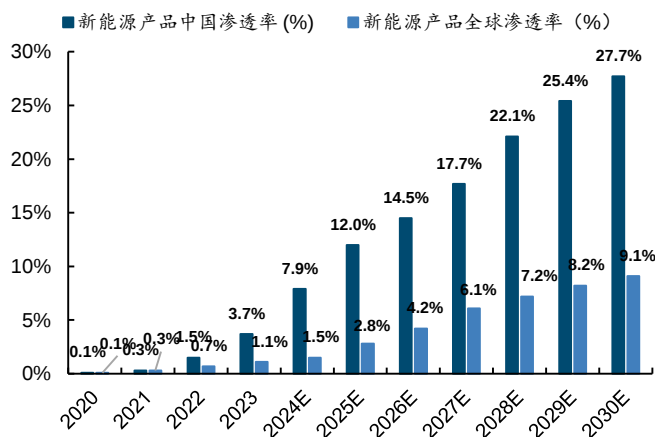
图表34：徐工 XUR5000 天井钻机完成浙江天台抽水蓄能电站深斜井施工任务



来源：公司官网，国金证券研究所

公司有望充分受益于行业渗透率提升，新能源布局进一步放大结构性增长弹性。中国新能源工程机械渗透率将由 2023 年的约 4% 提升至 2030 年的近 28%，全球渗透率同期由约 1% 提升至约 9%，公司已形成覆盖装载机、挖掘机、起重机、矿卡等主要品类的新能源产品体系，并布局纯电、混动、氢能等多条技术路线。2025 年公司新能源产品收入达到 133.2 亿元，同比+23.6%。

图表35：新能源产品渗透率不断提高



来源：三一重工招股说明书，国金证券研究所

图表36：公司形成完整的新能源产品矩阵



来源：公司官网，国金证券研究所

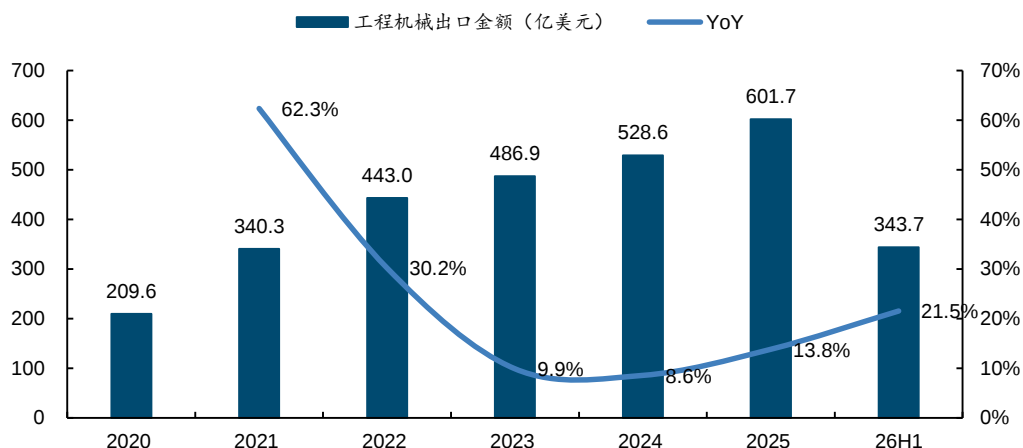
三、出海提速：需求回暖，份额提升

3.1 出口规模扩张，全球地位回升

中国工程机械出口持续保持较快增长，区域拓展和品类扩张成为重要驱动力。2025 年我国工程机械出口额达到 601.7 亿美元，同比增长 13.8%，约为 2020 年的 2.87 倍；2026 年上半年出口额进一步达到 343.7 亿美元，同比增长 21.7%。



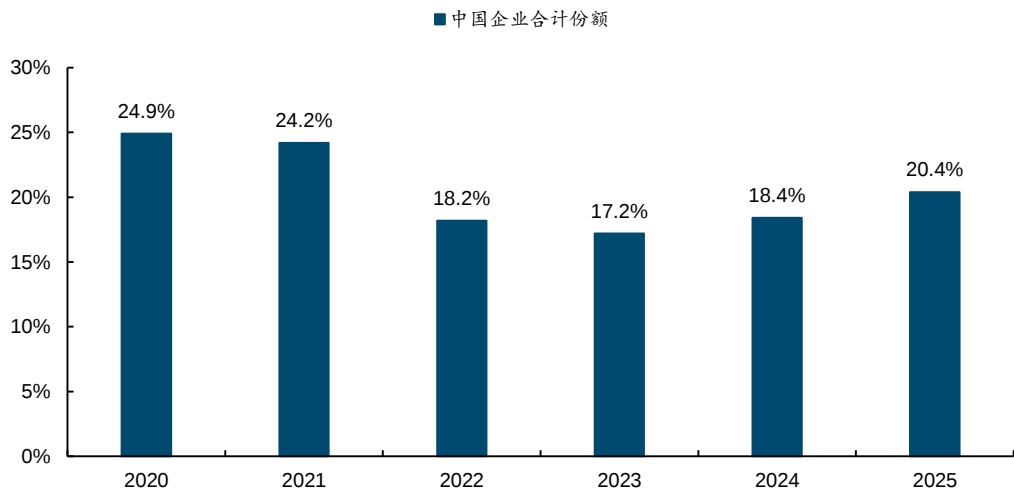
图表37：我国工程机械出口规模持续扩张



来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

中国工程机械企业全球销售份额连续回升。KHL 数据显示，中国企业在全球工程机械 50 强销售额中的合计份额由 2023 的 17.2% 提升 2025 年的 20.4%。随着国内需求筑底及海外业务持续扩张，中国工程机械企业在全市场中的竞争地位进一步增强。

图表38：中国工程机械企业全球销售份额连续两年回升

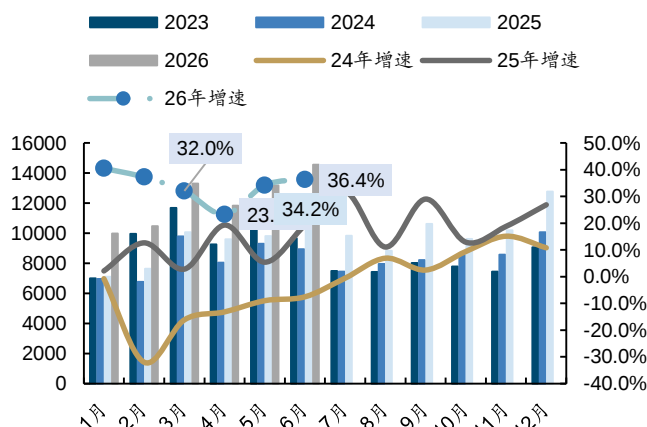


来源：KHL，国金证券研究所

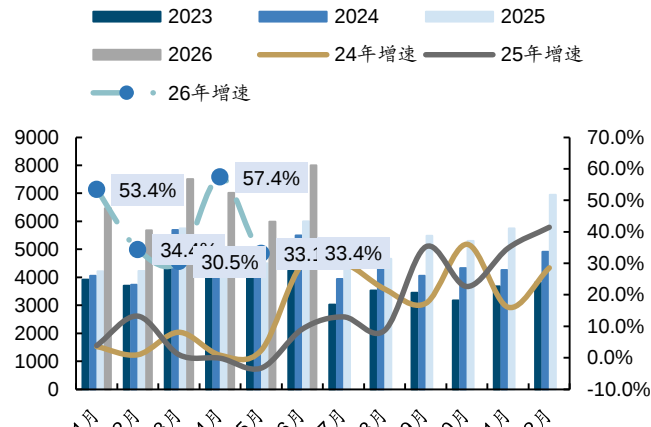
分产品看，土方机械成为本轮海外复苏的核心品类。26H1 挖掘机、装载机出口销量分别同比增长 33.5%、39.5%，其中 6 月分别增长 36.4%、33.4%。



图表39：26年6月挖掘机出口同比+36.4%



图表40：26年6月装载机出口同比+33.4%

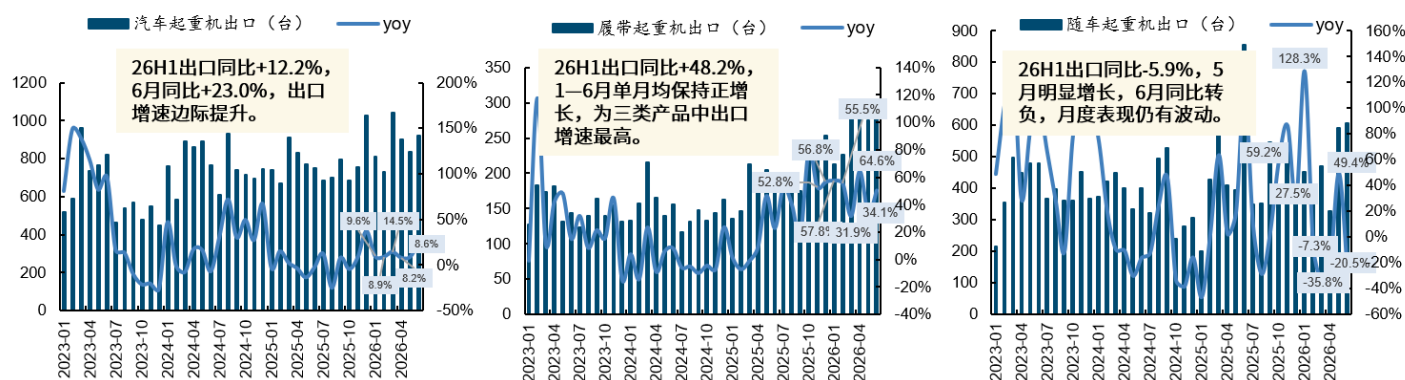


来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

非土方机械中履带起重机维持高增长。26H1 汽车起重机、履带起重机、随车起重机出口分别为 5,239、1,589、2,838 台，同比增长 12.2%、+48.2%、-5.9%；履带起重机维持高增长，汽车起重机稳健修复，随车起重机出口短期承压。

图表41：非土方机械中履带起重机维持高增长

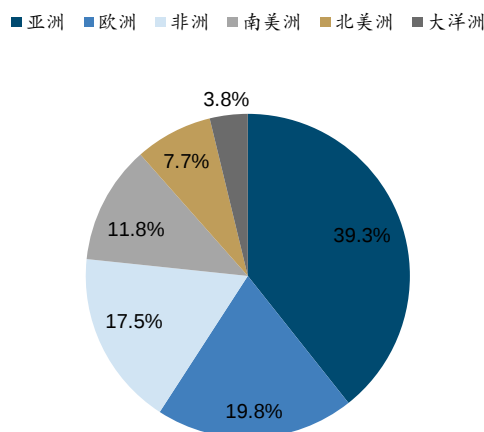


来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

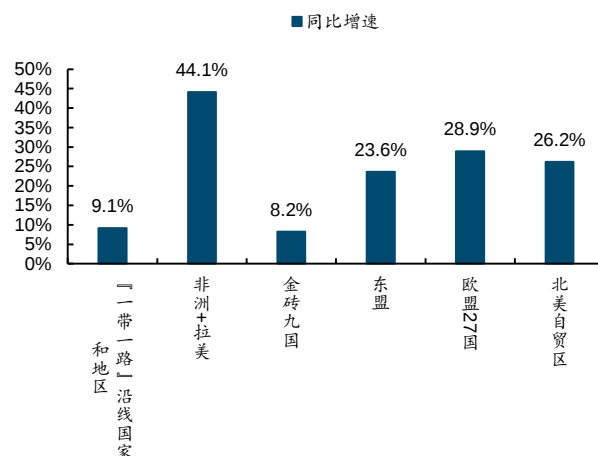
我国工程机械出口区域分布更加多元，成熟市场和新兴市场共同贡献增长。2026 年上半年，亚洲占我国工程机械出口的 39.3%，仍是第一大出口区域；欧洲和非洲占比分别达到 19.8%和 17.5%，三大区域合计占比为 76.6%。从重点市场增速看，非洲和拉美相关市场同比增长 44.1%，欧盟和北美自贸区相关市场分别增长 28.9%和 26.2%。



图表42：26H1 中国出口主要区域为亚欧非



图表43：26H1 非洲+拉美增速最快达 44.1%



来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

3.2 区域景气分化，需求多点支撑

3.2.1 全球温和复苏，多区域市场同步改善

本轮海外复苏呈现总量温和、区域分化的特征。小松口径下，2026Q1 全球七类主要工程机械需求同比增长 12%，全年预测由此前的下降 5%至持平上调为增长 0%-5%；其中北美和欧洲全年均预计增长 0%-5%，亚洲则预计下降 5%至持平。

图表44：小松全球及主要区域七类设备需求预测

市场	2025	2026Q1	2026E
全球七类主要设备	8.0%	12.0%	0%-5%
北美	3.0%	11.0%	0%-5%
欧洲	8.0%	4.0%	0%-5%
亚洲	5.0%	4.0%	-5%-0%
日本	-13.0%	-11.0%	基本持平

来源：小松公司官网，国金证券研究所

从中国和日本挖机出口数据看，北美、欧洲延续修复，南亚、拉美和非洲等资源与基建市场保持较高景气。海外需求由前期新兴市场单点增长，扩展为成熟市场补库与新兴市场资本开支共同驱动，土方、矿机、新能源和非挖产品均获得增量。

图表45：26H1 中日挖机对南亚、拉美、非洲等区域出口额同比维持高增速

	25-01	25-02	25-03	25-04	25-05	25-06	25-07	25-08	25-09	25-10	25-11	25-12	26-01	26-02	26-03	26-04	26-05	26-06
北美	-53%	-30%	-27%	-19%	0%	-15%	17%	-19%	8%	2%	2%	9%	48%	34%	14%	20%	6%	15%
东南亚	31%	29%	15%	47%	36%	37%	36%	18%	1%	-13%	-14%	12%	18%	28%	11%	0%	10%	13%
俄罗斯&中亚	48%	15%	-11%	-26%	4%	-10%	-6%	25%	125%	76%	62%	266%	-39%	-31%	-17%	2%	-10%	-7%
拉美	11%	-16%	6%	-1%	27%	24%	15%	31%	39%	19%	51%	104%	48%	83%	20%	41%	68%	45%
南亚	-13%	-27%	-15%	60%	21%	76%	-33%	-13%	-35%	11%	12%	97%	30%	109%	114%	25%	52%	130%
欧洲	-12%	13%	-4%	29%	15%	35%	53%	47%	10%	16%	34%	36%	77%	66%	36%	36%	24%	12%
撒哈拉以南非洲	72%	19%	64%	41%	60%	56%	138%	38%	92%	16%	39%	106%	34%	111%	34%	70%	54%	48%
中东北非	-2%	-17%	3%	32%	60%	43%	0%	42%	36%	14%	47%	4%	11%	17%	-43%	-29%	-15%	-17%
韩澳	-31%	-13%	-10%	-7%	-8%	12%	-7%	-8%	-22%	3%	29%	42%	37%	35%	7%	14%	37%	11%
总计	-6%	-6%	-2%	9%	20%	16%	29%	18%	27%	12%	21%	47%	31%	43%	12%	18%	19%	16%
非中日海外	-6%	-6%	-2%	9%	20%	17%	30%	18%	26%	12%	21%	48%	31%	44%	12%	19%	19%	17%
非欧美日海外	23%	3%	13%	17%	32%	30%	28%	26%	39%	15%	24%	71%	16%	41%	4%	13%	22%	19%

来源：海关总署，日本经济产业省，国金证券研究所

3.2.2 成熟市场修复，基建能源托底

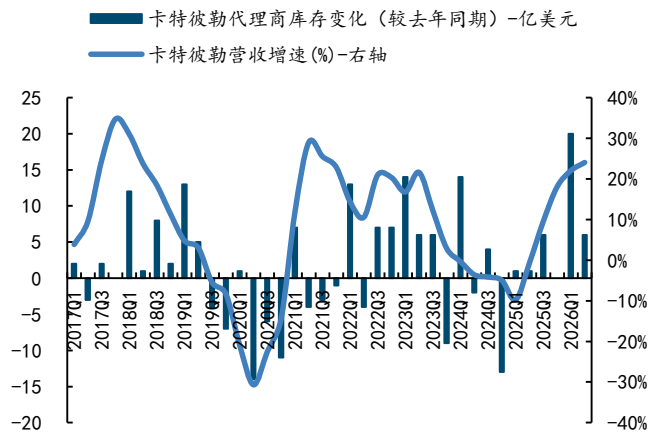
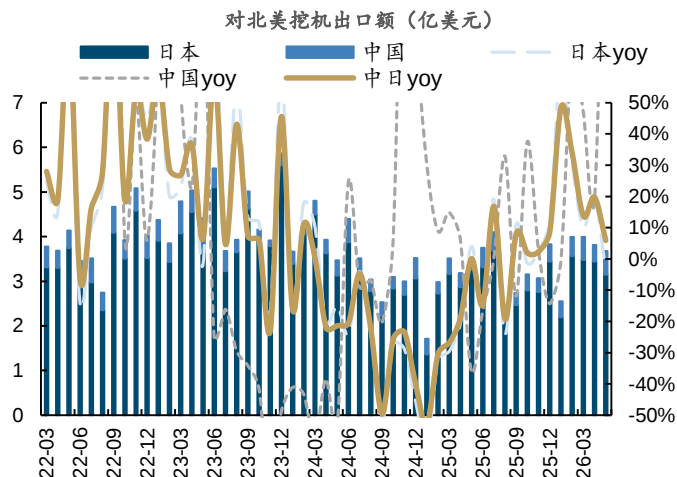
全球最大成熟工程机械市场，存量更新构成需求基本盘，基建、电力及制造业投资提供增



量。北美工程机械保有量高，市场长期需求更多来自设备更新和产品升级；2026 年以来渠道库存调整逐步结束，需求边际修复。2026 年 1-6 月中日挖机对北美出口金额同比增长 19.9%，同期卡特彼勒渠道库存回补。美国基础设施投资持续推进，数据中心、制造业及大负荷项目扩张亦带动输配电设施建设，为土方机械、高空作业平台及相关工程设备需求提供支撑。

图表46：26 年 1-6 月中日对北美出口同比+19.9%

图表47：卡特彼勒 26Q2 库存同比增加 6 亿美元



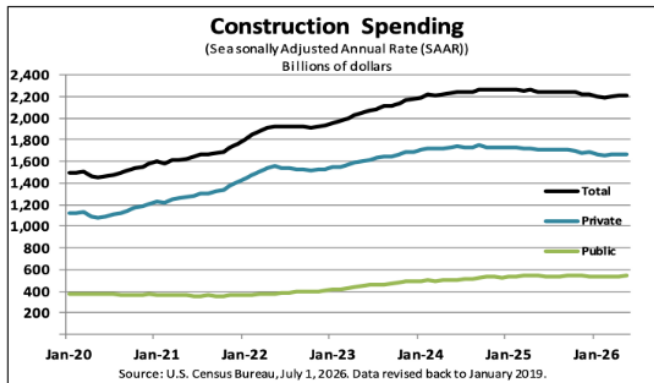
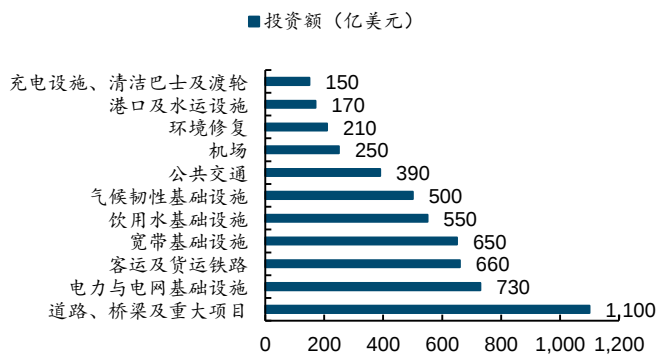
来源：海关总署，日本经济产业省，国金证券研究所

来源：卡特彼勒公司公告，国金证券研究所

美国基建 2022-2026 财年安排 5,500 亿美元新增联邦基础设施投资，2026 年 5 月公共建设及私人非住宅建设年化规模分别为 412 亿美元和 7,387 亿美元；数据中心、制造业及大负荷项目扩张亦推动输配电设施加快建设。

图表48：22-26 年 5500 亿美元联邦基础设施投资

图表49：26 年美国公共建设投资保持相对高位



来源：U.S. Department of Transportation, The White House, 国金证券研究所

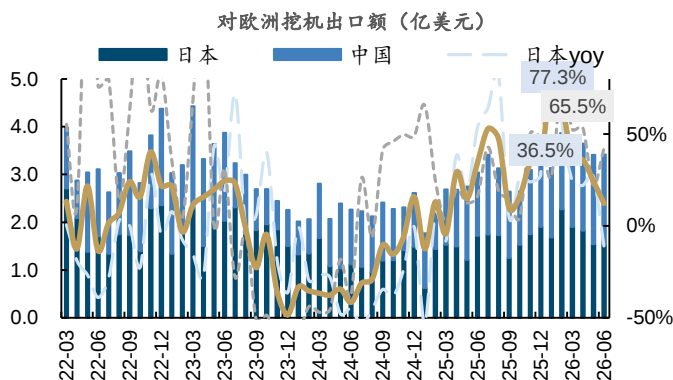
来源：U.S. Census Bureau, 国金证券研究所

所

欧洲：市场结束连续下行，进入底部温和修复阶段。2025 年欧洲工程机械市场销量同比增长 4.6%，结束 2024 年下降 19% 的调整，CECE 预计 2026 年欧洲市场有望延续个位数增长。2026 年 1-6 月中日挖机对欧洲出口金额同比增长 38.5%，公共基础设施、能源转型等企稳有望支撑需求恢复，小微挖、中型挖掘机、装载机和高空作业平台有望率先受益。

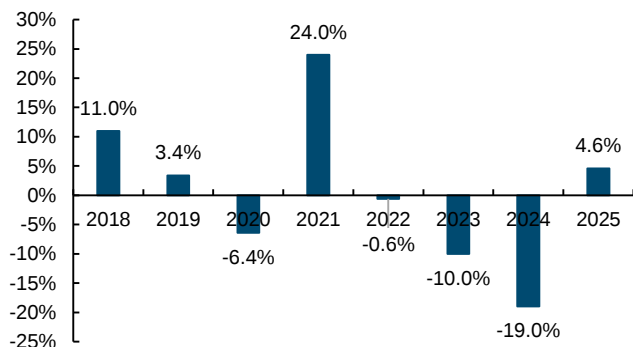


图表50: 26年1-6月中日对欧洲出口同比+38.5%



来源: 海关总署, 日本经济产业省, 国金证券研究所

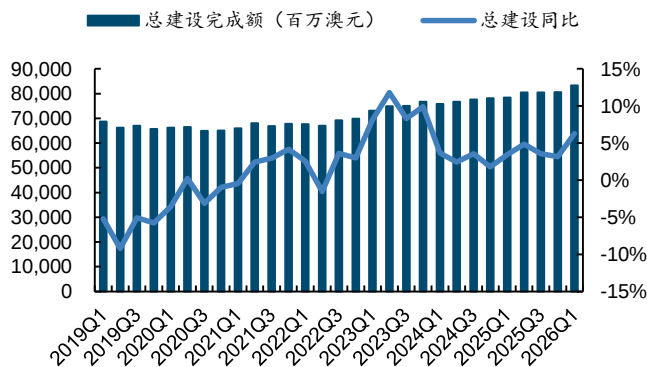
图表51: 欧洲工程机械市场在 2025 年结束连续调整



来源: CECE, 国金证券研究所

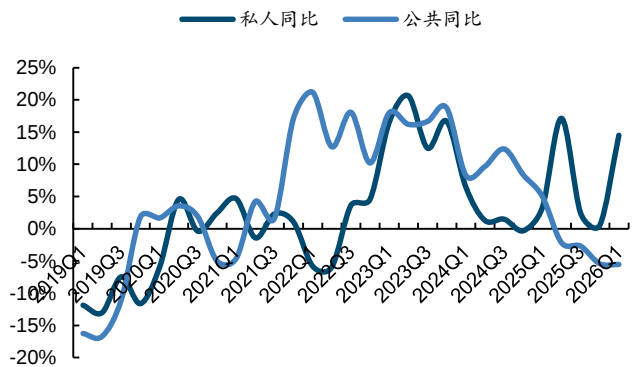
澳大利亚: 需求处于资源投资支撑下的高位稳定阶段。2026 年一季度澳大利亚工程建设完成额环比增长 7.1%, 其中私人部门工程建设同比增长 14.5%。矿业、能源及相关运输基础设施仍是主要施工场景, 项目单体规模和设备使用强度较高, 将持续拉动大型矿挖、装载机、刚性及宽体矿卡、大吨位起重机和矿山辅助设备需求。

图表52: 26Q1 工程建设完成额环比+7.1%



来源: Australian Bureau of Statistics, 国金证券研究所

图表53: 26Q1 私人部门工程建设同比+14.5%

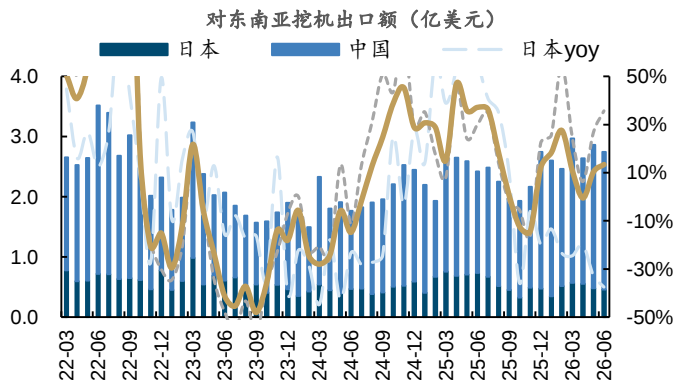


来源: Australian Bureau of Statistics, 国金证券研究所

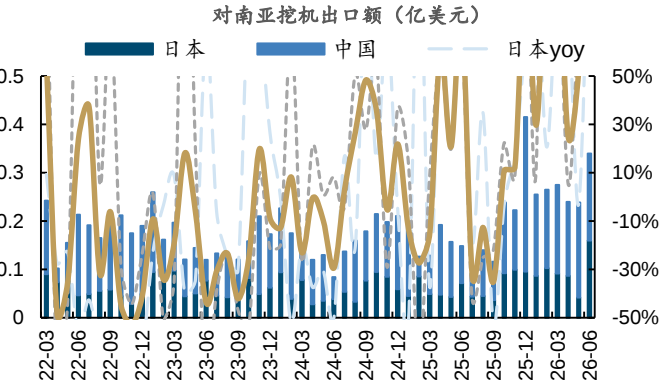
3.2.3 新兴市场扩张, 基建矿山共振

东南亚及南亚: 南亚需求保持较快扩张, 东南亚在较高基数下呈现结构分化。2026 年 1-6 月中日挖机对南亚和东南亚出口金额分别同比增长 70.1%和 12.5%。印度等南亚市场受交通、市政和城市建设支撑, 需求弹性相对较强; 东南亚则由矿业开发、工业园区和交通基础设施共同驱动。

图表54: 26年1-6月中日对东南亚出口同比+12.5%



图表55: 26年1-6月中日对南亚出口同比+70.1%





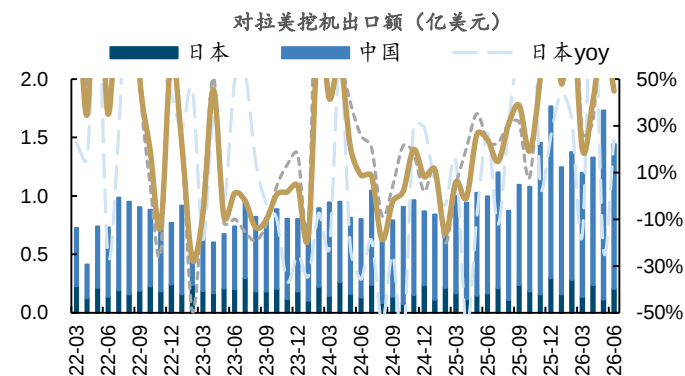
来源：海关总署，日本经济产业省，国金证券研究所

来源：海关总署，日本经济产业省，国金证券研究所

拉美：资源开发与基础设施投资共振的高成长市场，矿业设备需求具备较强弹性。拉美铜、铁矿等资源禀赋丰富，矿业资本开支是工程机械需求的重要驱动力，同时巴西、秘鲁等主要市场仍有交通、能源、住房及城市基础设施建设需求。2026 年 1-6 月中日挖机对拉美出口金额同比增长 49.6%，矿业项目储备充足，有望持续拉动中大型挖掘机、装载机、矿卡、起重机及矿山辅助设备需求。

图表56：26 年 1-6 月中日对拉美出口同比+49.6%

图表57：秘鲁 26 年 1-4 月矿业投资景气向上



来源：海关总署，日本经济产业省，国金证券研究所

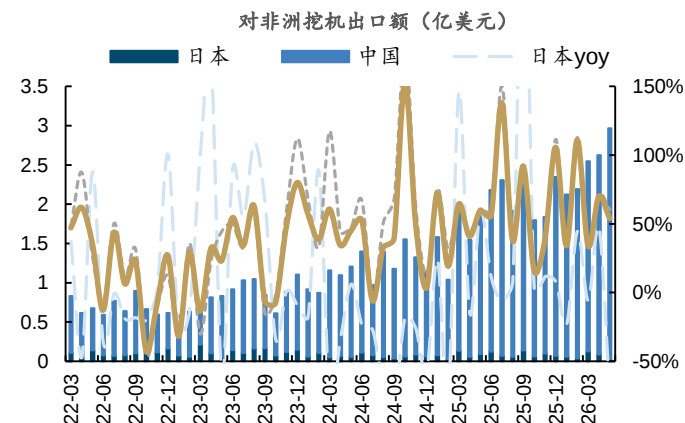
指标	最新值/增速
矿业投资总额 (2026.01-2026.04)	2,051 百万美元
矿业投资同比	43.5%
基础设施投资同比	86.1%
矿山设备投资同比	18.8%
开发与准备投资同比	71.4%
选厂投资同比	24.1%
项目储备数量	66
项目储备投资额	64,075 百万美元

来源：MINEM，国金证券研究所

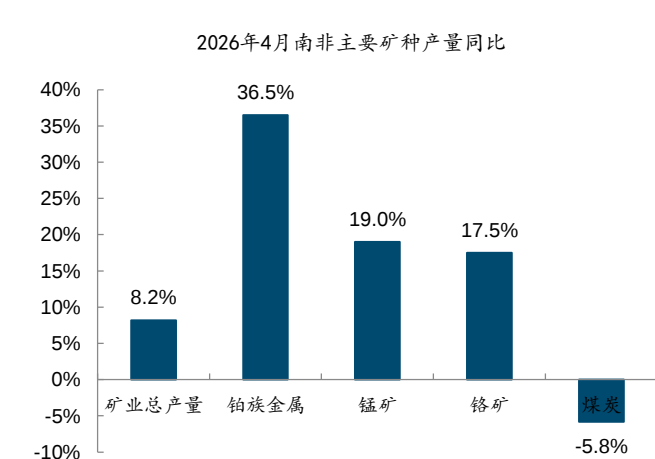
非洲：资源开发与基础设施建设协同推进，设备需求向成套化延伸。2026 年 1-6 月中日挖机对非洲出口金额同比增长 54.2%，非洲基础设施建设仍有较大提升空间，同时矿产资源开发持续吸引资本投入，南非、加纳、刚果（金）等资源型市场需求较为活跃。道路、电力、矿山和城市基础设施项目同步推进，随着项目规模扩大，设备需求有望由单一挖掘机、装载机向矿山成套装备、起重机械及混凝土机械扩展。

图表58：26 年 1-6 月中日对非洲出口同比+54.2%

图表59：26 年 4 月铂族金属、锰矿和铬矿保持较快增长



来源：海关总署，日本经济产业省，国金证券研究所



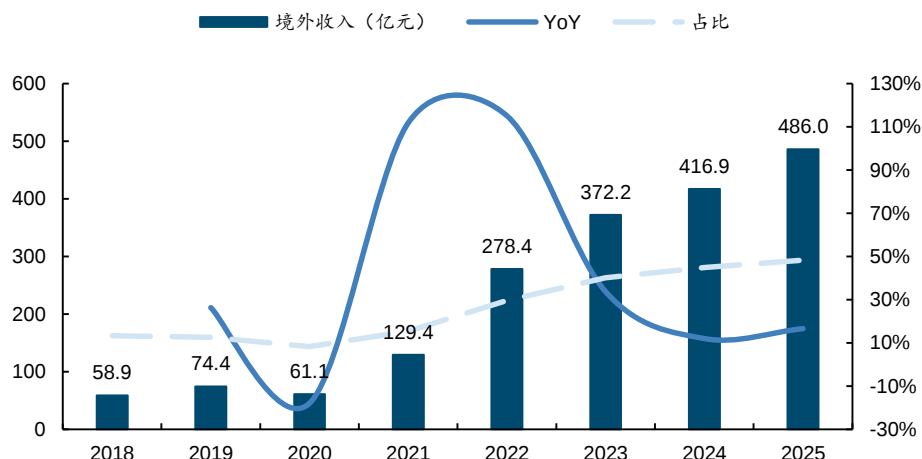
来源：Statistics South Africa，国金证券研究所

3.3 渠道产能完善，境外份额提升

公司境外收入占比不断提高，占比已接近一半。2022-2025 年公司境外收入由 278.4 亿元增至 486.0 亿元，收入占比由 29.7%提升至 48.2%；其中 2025 年境外收入同比增长 16.6%，明显快于境内收入 1.7%的增速。境外收入连续三年保持两位数增长，并逐步接近公司收入的一半，成为公司收入增长和周期平滑的主要支撑。



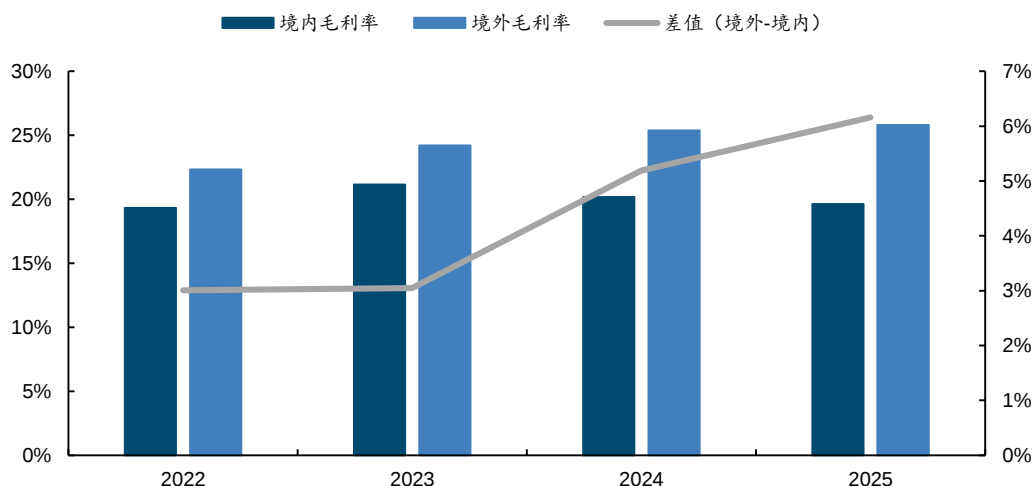
图表60：公司境外收入不断提升



来源：ifind，国金证券研究所

境外业务盈利能力显著高于境内。2025 年公司境外业务毛利率为 25.8%，同比提升 0.4 个百分点，高于境内业务毛利率 6.2 个百分点；同期境内毛利率为 19.6%，同比下降 0.6 个百分点。境外市场的产品结构、价格体系及高端产品占比相对更优，境外收入占比提升能够部分对冲境内市场竞争及盈利压力。

图表61：公司境外毛利率高于境内毛利率



来源：ifind，国金证券研究所

全球渠道和服务网络逐步完善，为境外份额提升提供基础设施支撑。截至 2026 年，公司产品已覆盖 190 多个国家和地区，建立 60 余家海外子公司和 2,000 余个海外服务备件网点；同时形成 14 个海外大区、6 个研发中心及 10 个 KD 工厂，本地化能力由产品出口逐步延伸至研发、制造、销售、备件和服务。



图表62：徐工全球布局



来源：公司官网，国金证券研究所

海外制造落地，属地化运营能力持续深化。2026 年 7 月徐工印尼新能源制造基地在纬达贝工业园区正式投产，首批新能源设备同步下线并交付。该基地集整机制造、工况适配研发和属地化服务于一体，面向印尼矿山开采、基础设施建设及园区物流等场景，有助于缩短设备交付周期、提升本地服务响应效率。

图表63：徐工首座海外新能源工厂在印尼投产



来源：公司官网，国金证券研究所

与此同时，公司在欧洲通过意大利公司及本地经销商完善渠道和全生命周期服务，在中亚设立吉尔吉斯斯坦子公司强化备件供应和技术支持，在泰国将整车销售进一步延伸至服务、配件及金融支持。公司海外运营已由单一贸易出口逐步升级为研发、制造、销售、备件和服务协同的属地化经营体系，全球市场持续经营能力进一步增强。



图表64：徐工设立吉尔吉斯斯坦子公司



图表65：徐工与泰国头部代理商公司签署采购协议



来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

全品类与新能源产品协同打开单一区域和单个客户的收入空间。2026 年徐工在意大利展出 23 款土方、起重及道路设备，欧洲新能源叉车累计签约订单超过 1,000 台；在泰国，公司签署 300 台新能源商用车订单并完成首批 100 台交付，合作范围同步覆盖技术服务、备件和金融支持；年初公司百台混凝土设备亦发往欧洲、亚太、20 等多个国家和地区。产品由传统土方、起重向新能源、物流及混凝土设备扩展，并叠加备件和服务，有望推动境外增长由销量驱动转向“产品扩张+后市场服务”共同驱动。

图表66：公司 2026 年境外重要订单及交付进展

披露日期	客户/地区	产品/项目	金额	项目阶段
2026-01	欧洲市场	300 余台电动叉车	-	首批 60 台鲲鹏系列新能源叉车已发运
2026-05	第八届国际客户节	起重、土方、矿山、道路、高空作业等全品类	签约订单超 10 亿美元	活动期间完成签约
2026-05	南美客户	数十台 XT804-5D 拖拉机	-	客户节现场订购
2026-06	泰国头部代理商 OCR	300 台新能源商用车	-	首批 100 台已交付
2026-06	安哥拉头部建筑企业	百余台成套化道路设备	-	已完成交付
2026-06	土耳其头部吊装租赁企业	数十台轮式及履带起重机	签约金额上亿元人民币	已批量交付
2026-06	非洲某露天矿山客户	7 台 XE4000 型 400 吨级矿用挖掘机，并批量采购 300—400 吨级矿挖及配套矿车	-	已交付
2026-07	印尼头部矿业客户	追加采购 100 台 600kWh、8×4 纯电动自卸车	-	追加采购，交付进度未披露
2026-07	东南亚多个基建项目	近 300 台履带起重机，包括 XGC110A、XLC450 等	-	正陆续发往项目所在地

来源：公司官网，国金证券研究所

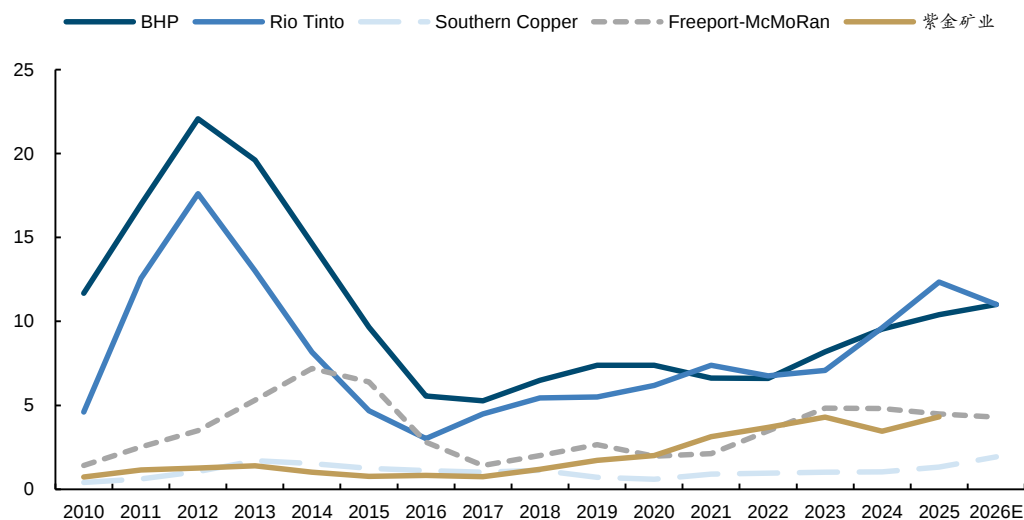
四、矿机放量：订单兑现，成长提速

4.1 矿企开支高位，设备空间广阔

全球头部矿企资本开支已明显高于上一轮周期低点，为矿山设备需求提供中期支撑。BHP 和 Rio Tinto 均给出维持 FY2026 约 110 亿美元资本开支指引。矿山扩产、存量产能维持及低碳化改造共同带动矿挖、矿卡和辅助设备需求，矿机景气与国内房地产及一般基建周期的相关性相对较低。



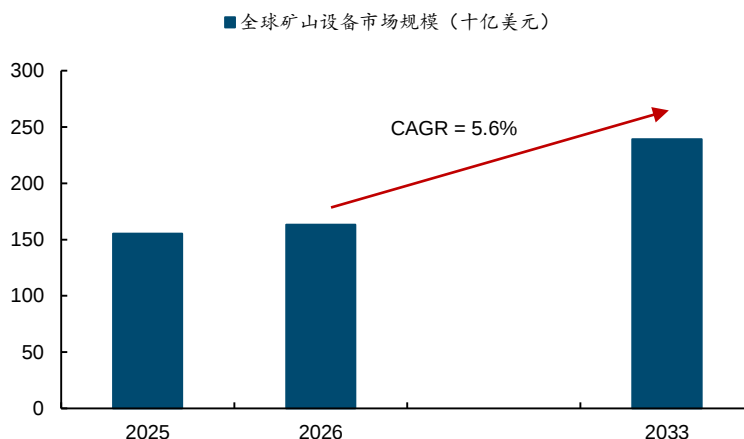
图表67：全球主要矿企资本开支维持高位



来源：BHP、Rio Tinto、Southern Copper、Freeport-McMoRan、紫金矿业等公司公告，国金证券研究所

全球矿山设备市场规模广阔，露天设备构成其中最大的应用领域。2025 年全球矿山设备市场规模约 1,554 亿美元，露天采矿设备占据 39% 的最大份额，预计 2033 年达到 2,394 亿美元，2026-2033 年 CAGR 约 5.6%。

图表68：全球矿山设备市场 26-33 年 CAGR 为 5.6%



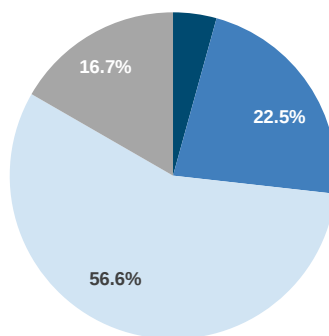
来源：Grand View Research，国金证券研究所

露天矿山移动设备投资高度集中于装载和运输环节。以 La Arena II 露天矿项目为例，矿卡占初始移动设备投资的 56.6%，电铲和装载设备占 22.5%，两者合计达到 79.1%；辅助及服务设备和钻孔设备分别占 16.7% 和 4.3%。大型矿挖、电铲和矿卡覆盖矿山移动设备价值量最高的环节，也是主机厂提高单个项目设备覆盖率的核心产品。



图表69：露天矿山移动设备投资高度集中于装载和运输环节

■ 钻孔设备 ■ 装载设备 ■ 运输设备 ■ 辅助及服务设备



来源：La Arena，国金证券研究所

海外龙头的发展验证了矿机能够成长为兼具规模和盈利能力的核心业务。收购 Joy Global 前，小松矿机收入约 4,500 亿日元，主要覆盖露天设备；2017 年公司以约 28.2 亿美元完成收购，补齐电铲、超大型装载设备和地下设备。2025 小松矿机收入达到 1.904 万亿日元，约占建筑、矿山及公共设备对外收入的 50%，也成为其最重要的设备业务之一。

图表70：小松矿山业务收入已成为核心设备业务

■ 矿山业务对外收入（十亿日元）

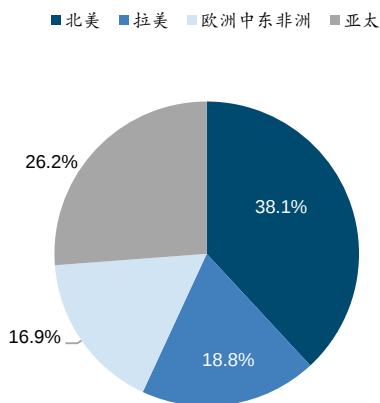


来源：小松公司公告，国金证券研究所

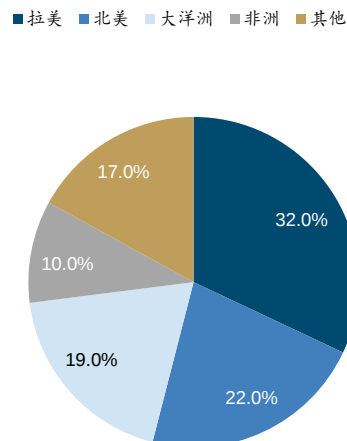
全球矿机需求主要集中在美洲、大洋洲和资源型新兴市场。2025 年卡特资源工业对外收入为 121.85 亿美元，其中北美、拉美、欧洲中东非洲和亚太占比分别为 38.1%、18.8%、16.9%和 26.2%。小松 2025 矿机收入为 1.904 万亿日元，其中拉美、北美、大洋洲和非洲分别占 32%、22%、19%和 10%，合计达到 83%。



图表71：卡特 2025 矿机分区域收入占比



图表72：小松 2025 矿机分区域收入占比

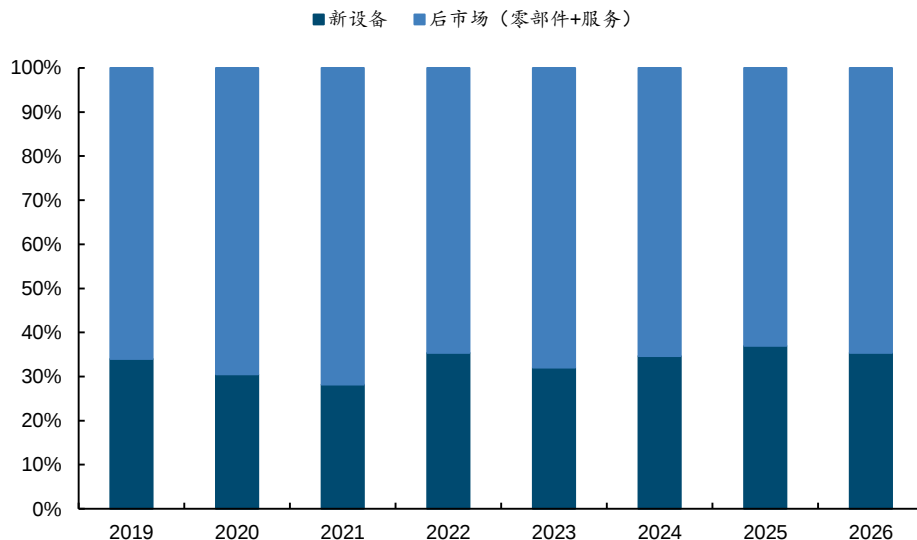


来源：卡特彼勒公司公告，国金证券研究所

来源：小松公司公告，国金证券研究所

矿机商业模式有望由主机放量逐步延伸至全生命周期服务，进一步提高业务盈利能力和稳定性。矿山设备通常需要长时间连续运行，客户对设备停机损失的敏感度高于对初始采购价格的敏感度，因此更加重视设备可靠性、备件供应和服务响应。设备交付后还会持续产生零部件、维修、再制造、软件、自动驾驶升级和驻场服务收入。小松矿机收入中，零部件及服务约占收入的三分之二。

图表73：小松矿机后市场收入占比约 2/3



来源：小松公司公告，国金证券研究所

4.2 产品订单共振，收入增长提速

公司矿机产品已基本贯通露天矿山“钻、挖、装、运、辅”主要作业环节。公司拥有 90-700 吨液压矿挖、35-55 立方米电铲和 100-440 吨刚性矿车，并布局矿用钻机、装载机、宽体自卸车、铰接式自卸车、推土机和平地机，同时向地下钻探、掘进、铲运和运输设备延伸。公司矿挖、电铲和矿车覆盖矿山移动设备价值量最高的装载与运输环节，成套化有望提升单个项目的产品覆盖率和订单规模。



图表74：公司矿机产品已基本贯通露天矿山“钻、挖、装、运、辅”主要作业环节



来源：公司官网，国金证券研究所

从产品布局看，公司已经具备矿山成套化解决方案基础，但各环节的规模化商业能力仍存在差异。卡特彼勒和小松的产品已贯通露天矿山“钻、挖、装、运”主要环节，并同步覆盖地下设备、自动化系统和后市场服务；徐工当前的批量订单和运行验证主要集中于矿挖、装载和运输等高价值环节，钻机、地下设备、自动化系统及后市场服务仍处于拓展阶段。随着产品补齐和服务能力提升，公司有望进一步扩大单个项目价值量并增强客户黏性。

图表75：国际主要厂商产品对比

企业	露天设备				地下设备	自动化系统	后市场服务
	钻	挖	装	运			
卡特彼勒	●	●	●	●	●	●	●
小松	●	●	●	●	●	●	●
日立建机	△	●	●	●	△	△	●
利勃海尔	△	●	●	●		△	●
Epiroc	●	△	△	△	●	●	●
徐工机械	△	●	●	●	△	△	△

来源：卡特彼勒、小松、日立建机、利勃海尔、Epiroc、徐工机械等公司官网，国金证券研究所 注：圆形代表成熟产品，三角代表已有产品布局或处于拓展阶段

公司矿机业务已由样机验证和单机销售转向大型订单批量交付。2025 年公司集中发运 90 吨、135 吨和 400 吨矿挖及 130 吨级矿车，发运金额达到 3.18 亿元；同年与 Fortescue 签署 240 吨纯电矿卡供应协议，计划于 2028-2030 年交付 150-200 台。2026 年以来，公司进一步交付纯电装载机和轮式推土机样机，并向非洲矿山批量交付 7 台 XE4000 矿挖及配套矿车，产品验证、供应协议和批量交付同步推进。

图表76：公司矿机业务相关订单

披露日期	客户/地区	产品/项目	数量	作业环节	项目阶段
2025-02	全球客户	90/135/400 吨矿挖、130 吨矿车	3.18 亿元	挖掘、运输	集中发运
2025-09	Fortescue/澳大利亚	240 吨纯电矿卡	预计 150-200 台	运输	供应协议
2026-01	海外地下矿山	XUL514 地下铲运机、	10 余台	装载、运输	批量交付



披露日期	客户/地区	产品/项目	数量	作业环节	项目阶段
		XUT545 地下铰卡			
2026-01	贵州煤矿客户	E 系列掘进机	27 台	掘进	批量交付
2026-01	加纳露天矿山	XE3000 300 吨级矿挖	7 台	挖掘、装载	批量交付
2026-02	Fortescue/澳大利亚	26 吨纯电装载机、纯电轮 式推土机样机	2 款样机	装载、辅助	存量合同兑现
2026-03	全球客户	130 吨级纯电矿卡、300 吨 级矿挖	批量	挖掘、运输	批量发运
2026-03	Codelco/智利	新能源、智能矿山装备合作	-	综合	战略合作
2026-06	非洲露天矿山	XE4000 400 吨级矿挖及配 套矿车	7 台矿挖	挖掘、运输	批量交付
2026-06	华东露天矿山	XE700EV 纯电大型矿挖	首台	挖掘、装载	首台交付测试

来源：公司公告，公司公众号，国金证券研究所

大型矿挖和矿车已完成数千至数万小时的矿山运行验证，产品可靠性逐步获得验证。XE4000 单台累计运行时间超过 4 万小时，综合可动率保持在 95%；XE2000 在 10 个月内运行超过 6,600 小时，可动率超过 95%；南美铜矿 9 台 XDE260 矿车年累计运行约 5 万小时，平均可动率达到 97%、实动率达到 92.4%。长期运行和较高可动率表明，公司核心矿机产品已具备适应大型矿山连续、高负荷作业的可靠性基础，有助于推动客户由试用采购转向批量采购和后续复购。

图表 77：公司产品可靠性逐步获得验证

产品	应用场景	长期运行数据	可靠性指标	效率及成本表现
XE4000 矿挖	国内及非洲露天矿 山	累计运行超过 4 万小时	可动率 95%	机动效率提升约 30%；保养件成本降低 20%以上；年度燃油费用节省约 10%
XE2000 矿挖	露天矿山	10 个月运行超过 6600 小时	出勤率 91%，可动率超过 95%	-
XDE260 矿车	南美铜矿	9 台年累计运行约 5 万 小时	平均可动率 97%，实动率 92.4%	-
XGE110 电动 矿车	西芒杜	单次循环运行 44 小时	综合出勤率 90%	续航 731.5 公里
XE700EV 纯电 矿挖	华东露天矿山	首台交付测试	—	综合能耗成本下降 60%；单台年减碳约 400 吨

来源：公司官网，国金证券研究所

新能源矿机已在高强度、固定工况中体现全生命周期成本优势。XE1350E 纯电矿挖吨物料电耗约 0.49 千瓦时，每小时运行成本约 170 元，仅为同吨级燃油设备的三分之一，维保成本下降 60%以上，单台年均运营成本节省超过 200 万元；XE700EV 综合能耗成本较传统设备下降 60%以上，单台每年可减少碳排放约 400 吨。能源成本、维保成本和减排优势有望推动纯电矿机由产品验证逐步进入规模化替代阶段。



图表78: XE1350E 纯电矿挖



图表79: XE700EV 纯电矿挖



来源: 公司公众号, 国金证券研究所

来源: 公司公众号, 国金证券研究所

公司开发矿山智慧施工管理系统, 可进一步增强客户黏性和后市场服务能力。公司的矿山智慧施工管理系统可对设备工时、开工率、运行状态、故障信息、保养进度及关键部件消耗进行集中监测, 并形成设备健康评价和运营分析, 帮助矿山客户提升设备调度效率、降低非计划停机及维护成本。

图表80: 公司矿山智慧施工管理系统

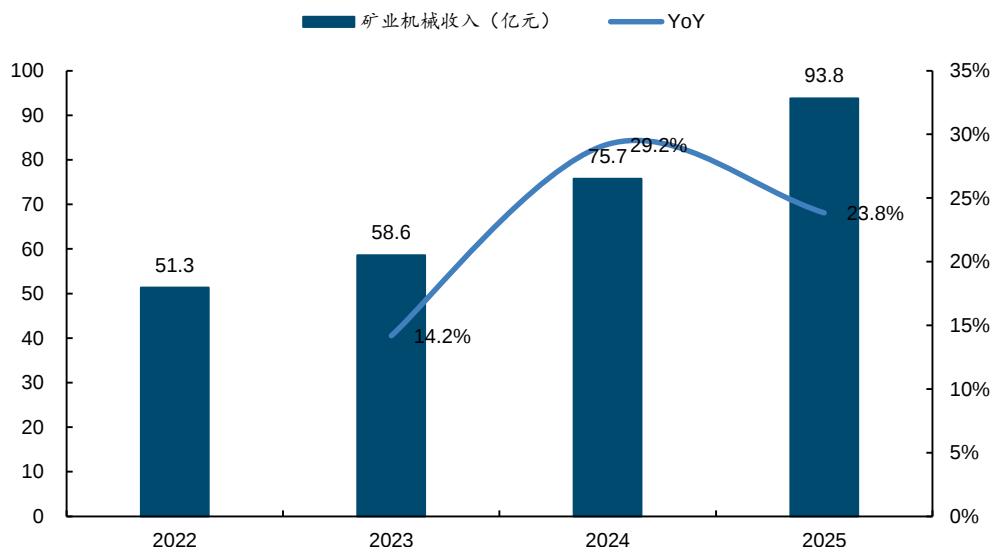


来源: 公司官网, 国金证券研究所

矿机已由产品培育进入规模增长阶段, 有望成为公司中长期核心增量。2025 年矿业机械收入同比+23.8%, 占比 9.3%。公司规划 2030 年矿机收入超过 400 亿元, 对应 2025-2030 年的 CAGR 为 33.7%, 矿机有望成长为公司重要的收入和利润增量。相较主要依赖国内工程建设需求的传统产品, 矿机需求更多由全球矿企资本开支、设备更新和矿山低碳化改造驱动, 具有更大的海外市场空间和相对独立的需求周期。我们认为, 随着大型订单进入交付期、产品矩阵持续完善及海外客户加速突破, 矿机有望成为公司收入结构升级的核心方向。



图表81：25年公司矿业机械收入同比+23.8%



来源：ifind，国金证券研究所

五、公司投资建议与盈利预测

5.1 盈利预测

营收预测核心假设：

1) 土方机械：

公司土方机械以挖掘机及装载机等产品为主。考虑国内设备更新周期持续推进、挖掘机内销逐步恢复，以及海外土方机械需求保持较快增长，我们预计 2026-2028 年土方机械收入分别为 350.9/407.3/465.2 亿元，同比增长 16.5%/16.1%/14.2%。随着产品结构优化及规模效应释放，毛利率分别为 26.4%/26.7%/26.9%。

2) 起重机械：

公司起重机械国内市场处于低位修复阶段，海外市场受益于渠道完善及履带起重机等产品放量。我们预计 2026-2028 年起重机械收入分别为 235.5/266.4/301.4 亿元，同比增长 12.2%/13.1%/13.2%，预计毛利率分别为 22.6%/22.8%/23.0%。

3) 矿业机械：

随着大型矿挖、矿卡等产品持续放量，海外大客户订单进入交付期，公司矿业机械有望保持较快增长。我们预计 2026-2028 年矿业机械收入分别为 124.5/160.2/202.9 亿元，同比增长 32.8%/28.7%/26.7%，预计毛利率分别为 28%/29%/29%。

4) 其他工程机械及后市场业务：

道路机械受益于国内需求修复及出口增长，预计 2026-2028 年收入分别为 48.4/54.9/62.3 亿元，同比增长 15.0%/13.4%/13.5%；混凝土机械需求仍处于低位修复阶段，随着国内非土方需求筑底及重大工程项目逐步落地，预计 2026-2028 年收入分别为 98.4/105.6/113.9 亿元，同比增长 6.9%/7.3%/7.8%；桩工机械受益于水利水电、铁路等重大工程项目推进，需求有望稳健恢复，预计 2026-2028 年收入分别为 50.5/54.3/58.5 亿元，同比增长 7.4%/7.5%/7.6%。高空作业机械短期仍处于调整阶段，预计 2026 年收入小幅下降至 71.3 亿元，2027-2028 年恢复至 74.8/80.3 亿元。随着设备保有量提升及海外服务体系完善，工程机械备件及其他业务预计实现收入 167.1/185.2/205.3 亿元，同比增长 11.2%/10.8%/10.9%。

5) 费用率

销售费用率：公司 2023-2025 年销售费用率分别为 7.22%/5.79%/5.73%。考虑境外收入持续增长仍需要渠道、服务及品牌建设投入，但随着收入规模扩大、全球营销体系逐步成熟，费用投入效率有望改善，我们假设 2026-2028 年销售费用率分别为 5.65%/5.50%/5.45%。

管理费用率：公司 2023-2025 年管理费用率分别为 2.91%/3.07%/3.06%。2026-2027 年处



于股权激励费用集中摊销期，预计分别确认股份支付费用 6.92 亿元和 6.87 亿元，对管理费用率形成阶段性压力；此后随着激励费用下降及规模效应释放，管理费用率有望回落。我们假设 2026–2028 年管理费用率分别为 3.10%/3.00%/2.95%。

研发费用率：公司 2023–2025 年研发费用率分别为 4.31%、4.08%和 4.21%。考虑公司仍需持续推进高端工程机械、新能源装备、矿山机械及智能化解决方案研发，预计研发投入规模将随收入增长继续提升；同时，随着前期研发成果逐步转化、研发平台协同及收入规模效应释放，研发费用率有望温和下降。我们假设 2026–2028 年研发费用率分别为 4.10%、3.95%和 3.90%。

财务费用：随着境外收入占比提升，汇兑损益仍可能对财务费用产生较大扰动。我们预测 2026–2028 年财务费用分别为 15.6 亿元、16.1 亿元和 17.5 亿元，占营业收入比重分别为 1.4%/1.2%/1.2%；其中分别假设汇兑损失 7 亿元、8 亿元和 10 亿元。尽管汇兑损失绝对额有所增加，但收入扩张及利息收支改善推动财务费用率逐步下降。

6) 综上，预计公司 2026–2028 年实现归母净利润 75.5、100.0、122.4 亿元。

图表82：公司分业务预测

业务	百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入		20984.4	23553.0	26639.1	30143.6
起重机械	YoY	11.0%	12.2%	13.1%	13.2%
毛利率		22.5%	22.6%	22.8%	23.0%
营业收入		30131.1	35089.6	40729.1	46518.1
土方机械	YoY	25.5%	16.5%	16.1%	14.2%
毛利率		26.2%	26.4%	26.7%	26.9%
营业收入		4210.4	4841.9	5492.0	6231.9
道路机械	YoY	3.6%	15.0%	13.4%	13.5%
毛利率		26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
营业收入		9210.2	9843.9	10564.4	11386.7
混凝土机械	YoY	-2.1%	6.9%	7.3%	7.8%
毛利率		15.0%	15.1%	15.3%	15.5%
营业收入		9376.9	12448.5	16018.6	20287.9
矿业机械	YoY	23.8%	32.8%	28.7%	26.7%
毛利率		27.0%	28.0%	29.0%	29.0%
营业收入		15021.2	16709.8	18518.3	20528.3
工程机械备件及其他	YoY	-1.3%	11.2%	10.8%	10.9%
毛利率		16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
营业收入		4706.1	5054.1	5433.0	5846.0
桩工机械	YoY	-6.3%	7.4%	7.5%	7.6%
毛利率		21.8%	22.0%	22.3%	22.5%
营业收入		7182.6	7126.4	7478.4	8029.3
高空作业机械	YoY	-17.2%	-0.8%	4.9%	7.4%
毛利率		27.0%	28.0%	28.5%	29.0%
营业收入		100822.9	114667.2	130872.9	148971.7
合计	YoY	10.0%	13.7%	14.1%	13.8%
毛利率		22.8%	23.2%	23.6%	23.9%

来源：公司公告，国金证券研究所 注：2025 年公司未单独披露混凝土机械收入，表中相关收入由国金证券研究所测算拆分；

2025 年公司仅披露起重机械、土方机械毛利率，其他未披露毛利率均为国金证券研究所测算。

5.2 投资建议及估值

预计公司 2026–2028 年净利润为 75.5、100.0、122.4 亿元，对应 EPS 为 0.64、0.85、1.04，对应 PE 为 12.89、9.71、7.93。公司作为全球工程机械综合龙头，有望受益于国内更新周期启动、海外市场持续拓展及矿机业务规模放量，产品结构和区域结构优化亦将推



动盈利能力持续提升，维持“买入”评级。

图表83：可比公司估值比较

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600031.SH	三一重工	18.91	1.17	1.46	1.76	16.16	12.95	10.74
000528.SZ	柳工	8.24	0.96	1.2	1.44	8.58	6.87	5.72
000157.SZ	中联重科	7.09	0.69	0.83	1.01	10.28	8.54	7.02
300818.SZ	耐普矿机	21.39	0.74	1.08	1.38	28.91	19.81	15.50
601608.SH	中信重工	4.95	0.10	0.13	0.16	49.50	38.08	30.94
平均值						22.69	17.25	13.98
000425.SZ	徐工机械	8.25	0.64	0.85	1.04	12.89	9.71	7.93

来源：ifind，国金证券研究所 注：可比公司估值采用 ifind 一致预期，截至 2026 年 8 月 12 日

六、风险提示

国内需求恢复可能弱于销量表现。挖掘机销量与开工率、工作小时仍存在分化，若更新需求释放放缓、渠道库存上升或施工强度持续偏弱，主机销量、价格和回款质量可能承压。

境外增长面临区域、贸易和汇率波动。公司境外收入占比接近一半，地缘冲突、关税、结算限制、主权信用和人民币汇率变化均可能影响收入确认、回款和利润；成熟市场本地化投入和合规成本亦可能高于预期。

矿机项目存在验证和交付周期。大型矿企合作通常经历联合开发、样机测试、认证、正式采购和批量交付，战略合作及框架协议不等同于确定收入；产品可靠性、驻场服务和备件保障若未达到客户要求，订单转化和复购可能放缓。

库存、应收和减值可能影响利润释放。2025 年公司库存量和存货增长较快，2026Q1 应收账款和长期应收款较年初增加；行业价格竞争、二手机处置和客户信用变化可能带来新增信用或资产减值。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	92,848	91,660	100,823	114,667	130,873	148,972
增长率		-1.3%	8.4%	13.7%	14.1%	13.8%
主营业务成本	-72,064	-70,991	-78,029	-88,069	-99,929	-113,328
%销售收入	77.6%	77.5%	77.4%	76.8%	76.4%	76.1%
毛利	20,784	20,669	22,794	26,598	30,944	35,643
%销售收入	22.4%	22.5%	22.6%	23.2%	23.6%	23.9%
营业税金及附加	-442	-415	-499	-550	-628	-715
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-6,702			-6,479	-7,198	-8,119
%销售收入	7.2%	5.8%	5.7%	5.7%	5.5%	5.5%
管理费用	-2,706	-2,817	-3,086	-3,555	-3,926	-4,395
%销售收入	2.9%	3.1%	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%
研发费用	-4,000	-3,738	-4,242	-4,701	-5,169	-5,810
%销售收入	4.3%	4.1%	4.2%	4.1%	4.0%	3.9%
息税前利润 (EBIT)	6,934	8,389	9,187	11,313	14,022	16,605
%销售收入	7.5%	9.2%	9.1%	9.9%	10.7%	11.1%
财务费用	-726	-1,935	-716	-1,556	-1,607	-1,750
%销售收入	0.8%	2.1%	0.7%	1.4%	1.2%	1.2%
资产减值损失	-1,471	-785	-1,506	-1,573	-1,579	-1,586
公允价值变动收益	179	-2	58	-190	-100	-100
投资收益	-491	-509	-849	-300	-250	-250
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	5,640	6,529	7,319	8,222	10,946	13,379
营业利润率	6.1%	7.1%	7.3%	7.2%	8.4%	9.0%
营业外收支	37	53	-61	50	-50	-50
税前利润	5,678	6,582	7,258	8,272	10,896	13,329
利润率	6.1%	7.2%	7.2%	7.2%	8.3%	8.9%
所得税	-442	-599	-572	-662	-872	-1,066
所得税率	7.8%	9.1%	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	5,236	5,983	6,686	7,610	10,025	12,263
少数股东损益	-90	7	114	63	25	25
归属于母公司的净利润	5,326	5,976	6,572	7,548	10,000	12,238
净利率	5.7%	6.5%	6.5%	6.6%	7.6%	8.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	5,236	5,983	6,686	7,610	10,025	12,263
少数股东损益	-90	7	114	63	25	25
非现金支出	5,439	4,891	5,962	5,869	6,188	6,684
非经营收益	176	403	522	4,718	1,637	1,475
营运资金变动	-7,281	-5,558	972	-11,561	-4,001	-5,270
经营活动现金净流	3,571	5,720	14,142	6,637	13,849	15,152
资本开支	-5,903	-2,644	-3,791	-2,636	-5,575	-5,475
投资	5,272	169	-142	-336	-100	-100
其他	2,042	558	371	-600	-250	-250
投资活动现金净流	1,411	-1,918	-3,561	-3,572	-5,925	-5,825
股权募资	441	85	9	3,293	0	0
债权募资	-3,629	814	-510	5,749	285	1,119
其他	-4,590	-7,557	-8,131	-4,206	-5,237	-5,970
筹资活动现金净流	-7,778	-6,659	-8,632	4,836	-4,952	-4,851
现金净流量	-2,974	-2,958	1,819	7,901	2,971	4,476

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	23,371	20,205	22,139	29,923	32,810	37,223
应收款项	47,137	47,950	47,909	58,007	63,913	71,476
存货	32,378	32,543	39,150	39,973	44,406	48,734
其他流动资产	9,503	8,378	10,500	9,278	9,978	11,331
流动资产	112,389	109,076	119,698	137,182	151,106	168,764
%总资产	69.4%	67.8%	69.6%	73.9%	75.4%	77.5%
长期投资	12,596	11,813	11,051	11,431	11,431	11,431
固定资产	25,433	26,449	25,840	25,565	26,271	26,371
%总资产	15.7%	16.4%	15.0%	13.8%	13.1%	12.1%
无形资产	8,039	9,653	10,834	11,059	11,093	10,841
非流动资产	49,605	51,894	52,381	48,507	49,223	49,050
%总资产	30.6%	32.2%	30.4%	26.1%	24.6%	22.5%
资产总计	161,995	160,970	172,079	185,689	200,329	217,815
短期借款	29,127	25,203	34,042	37,285	37,570	38,689
应付款项	48,880	46,935	55,986	57,988	65,018	73,103
其他流动负债	8,359	7,658	9,125	7,811	9,115	10,000
流动负债	86,366	79,795	99,154	103,084	111,703	121,792
长期贷款	12,515	12,635	5,128	5,128	5,128	5,128
其他长期负债	5,626	8,078	5,865	7,719	7,715	7,744
负债	104,508	100,508	110,147	115,931	124,546	134,664
普通股股东权益	56,145	59,309	60,461	68,225	74,225	81,568
其中：股本	11,816	11,816	11,753	11,753	11,753	11,753
未分配利润	25,797	29,375	33,752	38,280	44,280	51,623
少数股东权益	1,342	1,153	1,471	1,533	1,558	1,583
负债股东权益合计	161,995	160,970	172,079	185,689	200,329	217,815

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.451	0.506	0.559	0.644	0.854	1.045
每股净资产	4.752	5.019	5.144	5.826	6.338	6.965
每股经营现金净流	0.302	0.484	1.203	0.565	1.178	1.289
每股股利	0.060	0.100	0.230	0.257	0.340	0.417
回报率						
净资产收益率	9.49%	10.08%	10.87%	11.06%	13.47%	15.00%
总资产收益率	3.29%	3.71%	3.82%	4.06%	4.99%	5.62%
投入资本收益率	6.29%	7.32%	8.07%	8.82%	10.37%	11.50%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.03%	-19.67%	10.00%	13.73%	14.13%	13.83%
EBIT 增长率	27.86%	20.98%	9.52%	23.14%	23.94%	18.42%
净利润增长率	23.67%	-47.53%	8.96%	14.84%	32.49%	22.38%
总资产增长率	-7.48%	-0.63%	6.90%	7.91%	7.88%	8.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	158.1	158.8	145.9	158.0	156.0	155.0
存货周转天数	170.9	166.9	167.7	166.0	164.0	160.0
应付账款周转天数	118.2	111.0	108.4	108.0	106.0	104.0
固定资产周转天数	88.5	97.3	87.5	71.3	59.4	48.3
偿债能力						
净负债/股东权益	35.19%	37.67%	32.51%	26.15%	20.63%	14.84%
EBIT 利息保障倍数	9.6	4.3	12.8	7.3	8.7	9.5
资产负债率	64.51%	62.44%	64.01%	62.43%	62.17%	61.83%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	4	14	40
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究