

三一重工 (600031.SH)

行业龙头行稳致远，扬帆出海乘风破浪

2026 年 08 月 20 日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

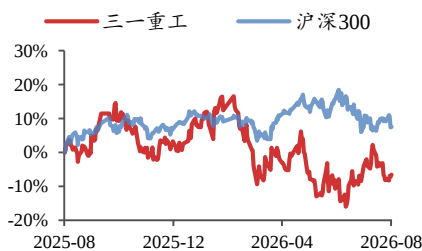
张豪杰（分析师）

zhanghaojie@kysec.cn

证书编号：S0790526020001

日期	2026/8/20
当前股价(元)	19.05
一年最高最低(元)	24.29/16.68
总市值(亿元)	1,751.65
流通市值(亿元)	1,614.37
总股本(亿股)	91.95
流通股本(亿股)	84.74
近 3 个月换手率(%)	73.86

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

● 守得云开见月明，工程机械龙头再扬帆

公司是我国工程机械行业龙头企业，挖掘机械国内销量连续 15 年蝉联冠军，混凝土机械市占率位居全球首位，大吨位起重机、旋挖钻机为核心产品稳居国内第一品牌，2026 年位列全球工程机械制造商 50 强第 6 位。公司全球化、低碳化、数智化战略持续推进，龙头竞争优势持续凸显，经营业绩持续稳健增长，盈利能力不断增强，经营质量夯实稳健。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 105.33、130.23、159.87 亿元，对应 EPS 分别为 1.15、1.42、1.74 元，当前股价对应 PE 分别为 16.6、13.5、11.0 倍，维持公司“买入”评级。

● 国内与海外同频共振，行业迎来新一轮上行周期

工程机械行业景气度持续修复，政策、周期、结构形成多重合力。超长期特别国债与地方专项债筑牢基建资金底盘，“十五五”重大工程加速落地转化，下游开工需求稳步释放；上一轮销售高峰设备集中进入 8-10 年更新窗口期，2026-2028 年有望迎来替换高峰；电动化、小型设备产品渗透率不断提升，打开行业成长新边界。海外拓展持续加快，欧美市场逐步复苏，出口品类从单一挖机拓展至多品类协同，海外收入占比不断提升，国内外共振推动行业步入新一轮上行周期。

● 全球化布局持续完善，低碳化、数智化构筑竞争壁垒

公司深耕全球化、低碳化、数智化三大战略，构建多层次竞争壁垒。全球化层面，搭建全价值链出海体系，海外营收占比达 62.73%，且盈利水平显著优于国内，均衡区域布局有效分散单一市场波动风险。低碳化层面，覆盖纯电、混动、氢燃料三大技术路线，全品类新能源矩阵完善，2025 年新能源收入实现翻倍增长，核心品类市占率稳居行业第一。数智化层面，全球布局 37 座灯塔工厂，智能制造与工业互联网全链路赋能，持续释放降本增效红利。

● **风险提示：**基建与地产投资不及预期，行业非理性竞争，海外贸易环境恶化，汇率大幅波动，原材料与航运价格上涨，数智化转型不及预期风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	77,773	89,231	103,626	118,668	134,800
YOY(%)	6.2	14.7	16.1	14.5	13.6
归母净利润(百万元)	5,956	8,408	10,533	13,023	15,987
YOY(%)	31.5	41.2	25.3	23.6	22.8
毛利率(%)	26.4	27.5	28.1	28.2	28.7
净利率(%)	7.7	9.4	10.2	11.0	11.9
ROE(%)	8.3	9.5	10.9	12.1	13.2
EPS(摊薄/元)	0.65	0.91	1.15	1.42	1.74
P/E(倍)	29.4	20.8	16.6	13.5	11.0
P/B(倍)	2.4	2.0	1.8	1.6	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 守得云开见月明，工程机械龙头再扬帆.....	4
1.1、 发展历程：三十余年风雨兼程，铸就工程机械王者之师.....	4
1.2、 主营产品：挖掘机、混凝土机械、起重机械占据主导.....	5
1.3、 股权结构：连续 7 年推出员工持股计划，激励机制持续完善.....	7
1.4、 财务情况：盈利能力稳步提升，经营质量夯实稳健.....	8
2、 国内与海外同频共振，行业迎来新一轮上行周期.....	10
2.1、 挖机内外销数据持续超预期，涨价潮来袭共筑行业健康生态.....	10
2.2、 大型基建项目持续推进，地产领域影响不断减弱.....	11
2.3、 工程机械行业有望步入新一轮更新高峰期.....	13
2.4、 产品结构持续优化，电动产品渗透率快速提升.....	15
2.5、 海外景气度不断恢复，工程机械出口占比持续提升.....	17
3、 全球化布局持续完善，低碳化、数智化构筑竞争壁垒.....	20
3.1、 全球化战略持续推进，海外市场成为业绩增长主要动力源.....	20
3.2、 全品类新能源矩阵不断完善，电动化产品领跑行业.....	22
3.3、 持续推进数智化转型升级，灯塔工厂建设全球领先.....	23
4、 盈利预测与投资建议.....	25
4.1、 盈利预测.....	25
4.2、 估值与投资建议.....	26
5、 风险提示.....	27
附：财务预测摘要.....	28

图表目录

图 1： 公司历经三十余年发展，已成为我国工程机械行业龙头企业.....	4
图 2： 公司主营业务产品.....	5
图 3： 2025 年挖掘机、混凝土机械和起重机械占据主导.....	6
图 4： 2025 年公司五大核心产品线实现全面增长（亿元）.....	6
图 5： 2024 年以来挖掘机械和起重机械盈利能力逐步提升.....	6
图 6： 公司股权结构图.....	8
图 7： 2023 年以来公司营业总收入持续增长.....	9
图 8： 2024-2025 年来公司归母净利润实现较快增长.....	9
图 9： 2022 年以来公司毛利率与净利率水平稳步提升.....	9
图 10： 2023 年以来公司费用管控效果良好.....	9
图 11： 2024 年以来公司经营活动现金净流量大幅改善.....	10
图 12： 2023 年以来公司营运能力稳步提升.....	10
图 13： 工程机械行业具有明显的周期性.....	10
图 14： 2024 年以来挖机国内销售恢复较快增长.....	10
图 15： 龙头企业对挖机、起重机、混凝土机械纷纷发布涨价通知.....	11
图 16： 地方政府专项债券发行额维持较高水平.....	13
图 17： 2026-2028 年挖掘机更新需求有望持续发力.....	14
图 18： 2026-2028 年汽车起重机更新需求有望持续提升.....	14
图 19： 2025 年国内小挖占比达到 77%.....	16

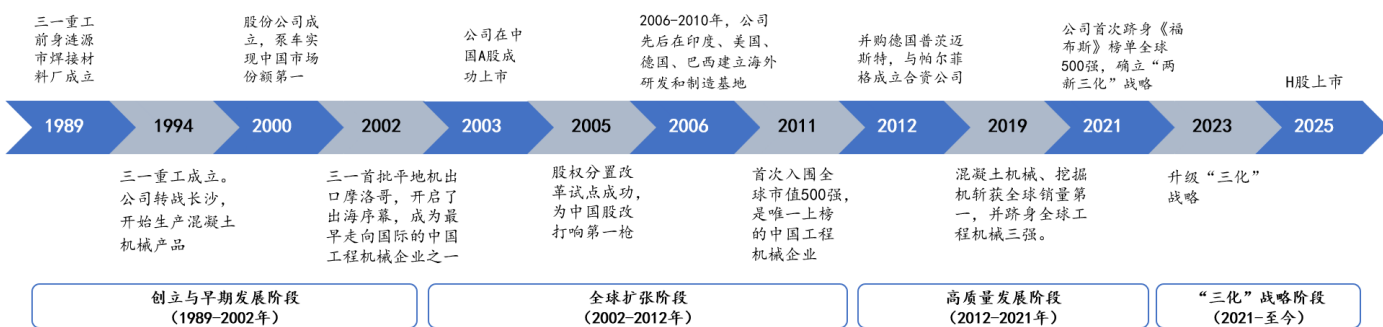
图 20: 2025 年国内小挖增速领跑中大挖产品.....	16
图 21: 2026 年上半年电动装载机销量创新高.....	16
图 22: 2022 年至今电动装载机快速增长	16
图 23: 2026 年 6 月新能源搅拌车销量创新高.....	17
图 24: 2026 年上半年三一新能源搅拌车市占率较高.....	17
图 25: 卡特彼勒工程机械业务北美收入增速逐季加快.....	19
图 26: 沃尔沃工程机械业务欧洲市场增速逐季加快.....	19
图 27: 挖掘机作为出口主力品类增长动能持续增强.....	19
图 28: 2021 年至今汽车起重机出口持续增长.....	19
图 29: 2021 年以来龙头主机厂海外收入持续增长.....	20
图 30: 2025 年龙头主机厂海外收入占比维持高位.....	20
图 31: 公司海外业务收入与占比逐年提升.....	20
图 32: 2025 年海外各区域收入持续增长 (亿元)	20
图 33: 2022 年以来公司海外毛利率高于国内水平.....	21
图 34: 公司全球服务网络持续完善	21
图 35: 2025 年新能源收入实现翻倍增长 (2022 年为电动化收入)	22
图 36: 公司 412 充电版搅拌车	22
图 37: 公司智混 39 米泵车	22
图 38: 长沙灯塔工厂厂房内部全自动化柔性产线.....	23
图 39: 昆山挖机灯塔工厂实现全车间 5G 覆盖.....	23
图 40: 卡特彼勒历史 PE 水平.....	27
表 1: 2026 年一季度末公司股权结构	7
表 2: 近年来基建投资和地产领域政策汇总.....	12
表 3: 环保标准升级和淘汰更新补贴政策汇总.....	14
表 4: 我国工程机械产品出口金额在非洲、南美、欧美等区域较快增长	18
表 5: 公司主要产品收入有望持续稳健增长.....	25
表 6: 可比公司估值	26

1、守得云开见月明，工程机械龙头再扬帆

1.1、发展历程：三十余年风雨兼程，铸就工程机械王者之师

公司前身湖南省涟源市焊接材料厂成立于 1989 年，2000 年成立股份公司，并于 2003 年和 2025 年分别登陆上交所和港交所，成功构建 A+H 双平台上市格局。经过三十余年的快速发展，公司已成为我国工程机械行业龙头企业。公司主营业务产品包括混凝土机械、挖掘机械、起重机械、桩工机械、路面机械等。其中，混凝土设备市场份额为全球第一，挖掘机、大吨位起重机、旋挖钻机、路面成套设备等主导产品已成为国内第一品牌。在英国 KHL 集团发布的 2026 全球工程机械制造商 50 强排行榜中，公司排名全球第 6 位。

图1：公司历经三十余年发展，已成为我国工程机械行业龙头企业



资料来源：公司官网、开源证券研究所

全球化布局持续推进“全球化、数智化、低碳化”三大战略；

全球化是公司当前最重要的战略。自 2002 年开启国际化征程以来，公司坚定不移地推进向跨国企业的全面转型，持续深耕全球战略版图，现已构建起涵盖经营、研发、制造、营销与服务的全价值链全球一体化运营体系。公司已建立“1+5+N”全球协同研发体系，“1”是以中国全球研发中心为枢纽，“5”是联合德国、美国、日本、印度、印尼五大研发基地，聚焦区域市场的前沿需求与合规标准，“N”是依托全球销售网络广泛收集场景与客户反馈，精准响应本地市场需求。截至 2025 年末，公司产品已覆盖全球 150 余个国家和地区，在欧美等成熟高端市场实现快速增长，并与国际主流品牌形成并立潮头的竞争格局。

灯塔工厂建设行业领先。公司已在全球布局 37 座灯塔工厂，广泛采用视觉识别、工艺仿真、重载机器人等前沿的工业技术和数字技术，显著提高了人机协同效率与生产效率，降低了制造成本，同时改善了生产工艺。另外公司积极推广机器人、物联网、视觉识别、AI 等技术，提升了制造工艺水平和生产效率，显著改善制造成本；通过高级计划管理系统 APS、工业大脑 MOM、仓储管理系统 WMS 等应用，实现了制造管理过程的数智化；采用智能检测和大数据分析等技术，实现了质量检测过程的数智化、在线化。

营销服务体系逐步健全。公司秉承以客户需求为中心的理念，通过 800 绿色通道、4008 呼叫中心，以及 ECC 企业控制中心的持续创新，建立了卓越的服务模式和先进的管理体系，为行业注入新的发展动力。公司领先推出“6S”中心服务模式和

“一键式”服务，通过 24 小时 7 天全年全球客户门户系统，实现了零部件订购及售后服务的快速高效交付；借助物联网平台“云端+终端”和企业控制中心 ECC，在全球范围内实现工程设备 2 小时到达现场、24 小时内完工的服务承诺；推出客户云 2.0，实现设备互联、设备数据共享、设备导航、设备保养提醒等全方位智能化客户服务。此外公司已建成行业领先的数智化后市场服务体系，前端依托统一呼叫平台快速响应全球需求，中端通过数据中枢调度服务与配件资源，后端以 AI 助手搭配远程专家团队提供全天候技术支持，保障全球设备高出勤率，构筑起深厚的品牌服务壁垒。

1.2、主营产品：挖掘机、混凝土机械、起重机械占据主导

公司主要从事工程机械的研发、制造、销售和服务。公司产品包括混凝土机械（泵车、拖泵、搅拌运输车等）、挖掘机械（大挖、中挖、小挖、微挖等）、起重机械（汽车起重机、履带起重机等）、桩工机械（旋挖钻机等）、路面机械（压路机、摊铺机、平地机、沥青搅拌设备等），主要用于基础设施建设、房地产、农田水利及矿山等行业。公司聚焦纯电、混动和氢燃料三大技术路线，全面推进主机产品的新能源化。2025 年公司新能源产品销售额达 86.4 亿元，同比增长 115%。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。

图2：公司主营业务产品



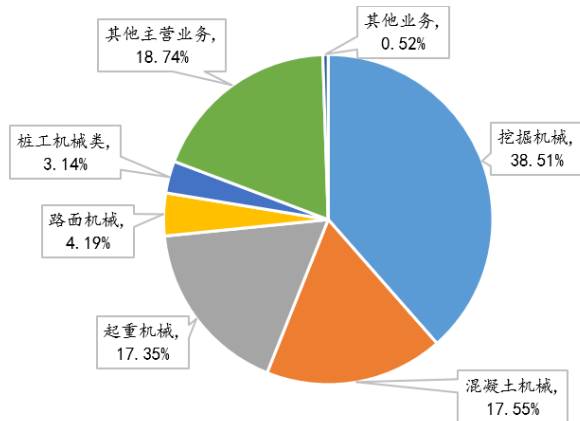
资料来源：公司官网、开源证券研究所

收入结构方面：2025 年，公司挖掘机械/混凝土机械/起重机械/路面机械/桩工机械分别实现营收 345.44/157.38/155.63/37.57/28.20 亿元，分别同比增长 13.73%/9.53%/18.67%/25.18%/35.81%，占业务总收入的比例分别为 38.51%/17.55%/17.35%/4.19%/3.14%。2025 年，国内市场温和复苏叠加海外需求持续高增，公司五大核心产品线实现全面增长，其中桩工机械、路面机械增速领跑，起重机械增长动能强劲，挖掘机械

械作为核心基本盘保持稳健扩容，产品矩阵协同增长态势凸显。

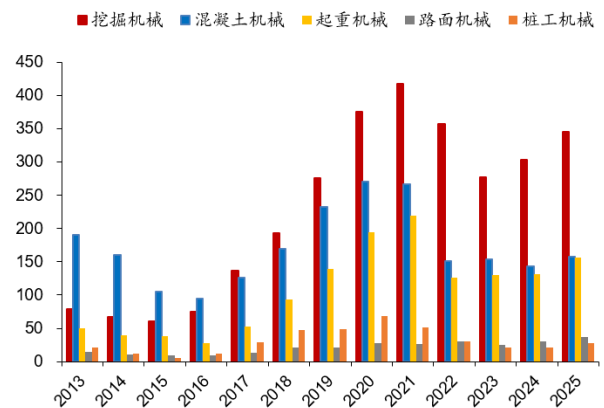
各项业务盈利能力方面：2025 年，公司挖掘机械/混凝土机械/起重机械/路面机械/桩工机械毛利率分别为 34.24%/20.15%/28.96%/28.67%/32.88%，分别同比 +2.42/-0.36/+1.73/+1.17/+0.13pct。受益于国际高毛利业务占比持续提升、高端及新能源产品结构优化、规模效应逐步释放、智能制造降本增效以及供应链精细化管理等因素影响，公司整体盈利水平稳步修复，核心产品线毛利率多数实现同比改善，其中挖掘机械、起重机械盈利提升幅度较为突出，经营质量持续向好。

图3：2025 年挖掘机、混凝土机械和起重机械占据主导



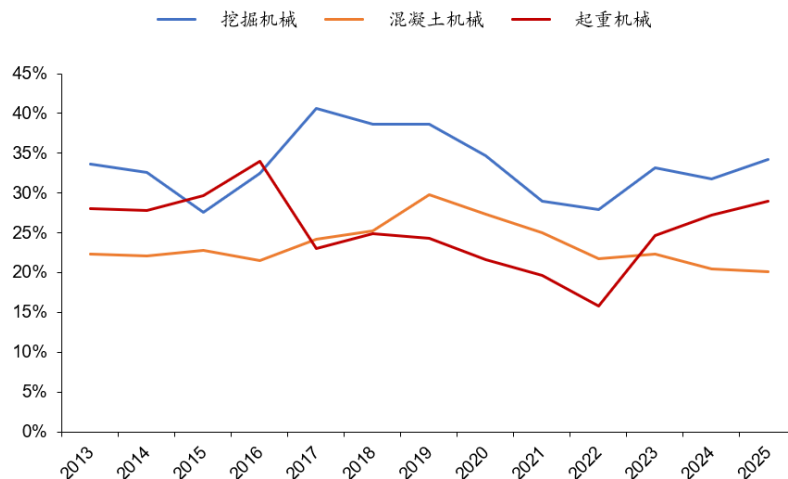
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2025 年公司五大核心产品线实现全面增长（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024 年以来挖掘机械和起重机械盈利能力逐步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

挖掘机械国内市场连续 15 年蝉联销量冠军。挖掘机械行业龙头集中化趋势持续强化，公司依托完善产品矩阵、全球化渠道与持续技术迭代，龙头壁垒持续加固，国内市占率持续提升。SY4000H 超大吨位矿用挖掘机完成商业化落地，顺利通过严苛矿山工况验证，补齐大型矿挖产品短板。海外市场需求持续景气，挖机出海规模稳步扩张，海外收入占比持续提升，全球市场竞争力进一步增强。

混凝土机械连续 15 年蝉联全球第一品牌。混凝土机械广泛服务轨道交通、水利

工程、新能源基建、房建等领域，下游应用场景持续拓宽。公司坚持高端化、电动化、全球化发展路线，在全球混凝土装备赛道保持显著先发优势。2025 年，公司混凝土机械市占率连续 15 年位居全球首位。行业电动化浪潮下，电动 412 搅拌车依靠自研电气架构、低能耗作业优势快速抢占市场，市占率持续走高，新能源产品成为板块增长核心驱动力；海外市场渠道持续下沉，海外营收实现稳步增长。

起重机械全球市占率稳步上升。SAC2500E7PHEV 混动全地面起重机为公司自主研发的全球最大吨位混动全地面机型，突破电控软件自主标定、整车可靠性等行业痛点，打造混动起重设备全球技术标杆，推动起重装备低碳化转型，公司起重机械营业收入 155.6 亿元；2025 年上半年履带起重机国内整体市占率超 40%，大中型履带起重机市场份额居全国第一；汽车起重机、全地面起重机、越野起重机海外市场占有率均显著提升。

路面机械海外增长势头突出，桩工机械国内龙头地位稳固。2025 年公司路面机械板块海外销售收入增速突破 30%。伴随海外基建项目持续落地，依托成套施工解决方案优势，路面摊铺、压实设备持续打入新兴市场，海内外协同发展格局逐步成型。受益于国内水利、城市更新、风电桩基项目开工回暖，2025 年公司桩工机械实现营收 28.20 亿元，旋挖钻机国内市场占有率持续保持行业第一；产品持续向大扭矩、智能化升级，海外桩基设备需求同步释放，板块收入实现高速增长。

1.3、股权结构：连续 7 年推出员工持股计划，激励机制持续完善

公司控股股东为三一集团有限公司，实际控制人为梁稳根先生。2026 年一季度末，三一集团持有公司 26.97%的股份，为公司的第一大股东；梁稳根先生直接持有公司 2.56%的股份，持有三一集团 56.74%的股份，为公司实际控制人。

表1：2026 年一季度末公司股权结构

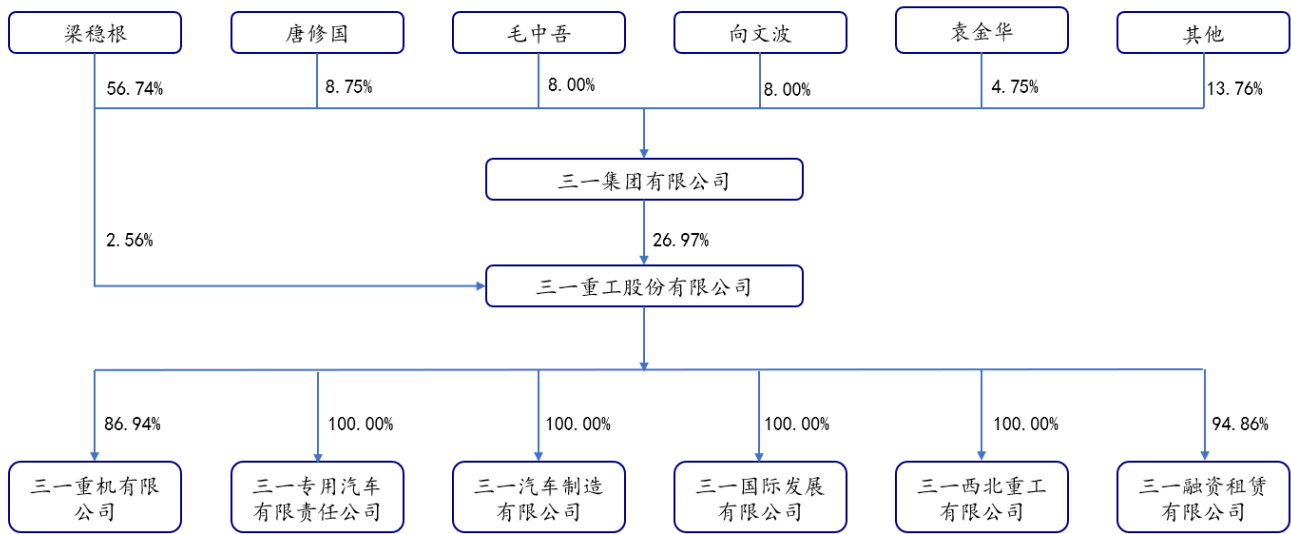
排名	股东名称	持股数（股）	持股比例（%）	股东性质
1	三一集团有限公司	2,480,088,257	26.97	境内非国有法人
2	香港中央結算有限公司	1,178,349,505	12.82	境外法人
3	梁稳根	235,840,517	2.56	境内自然人
4	中国证券金融股份有限公司	222,142,113	2.42	国有法人
5	全国社保基金 103 组合	110,000,000	1.20	其他
6	全国社保基金 114 组合	100,085,464	1.09	其他
7	中央汇金资产管理有限责任公司	64,238,946	0.70	国有法人
8	平安资产开阳 5 号资产管理产品	60,893,051	0.66	其他
9	阿布达比投资局	52,698,749	0.57	其他
10	瑞众人寿保险有限责任公司-自有资金	48,376,460	0.53	其他

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2026 年一季度）

持续推行员工持股，绑定核心人才。公司曾在 2012 年、2016 年对管理层实施股权激励；并在 2020-2025 年实施员工持股计划，同时已发布 2026 年员工持股计划草案，激励对象包括公司董事、监事、高级管理人员、中层管理人员、关键岗位人员

和核心业务（技术）人员。2024 年员工持股计划实际设立规模 5.54 亿元，参与员工合计 6241 人，持股数量 4112.04 万股，占当时总股本 0.49%；2025 年员工持股计划实际设立规模 5.23 亿元，参与员工合计 5382 人，持股数量 3249.78 万股，占当时总股本 0.38%，核心员工与公司利益绑定持续深化。根据 2026 年员工持股计划草案信息，公司初步确定参与对象共计不超过 5420 人，设立规模不超过 4.97 亿元。同时，公司 2022 年限制性股票激励计划有序推进，2025 年完成第二期解锁 1017.42 万股，激励约束体系更趋完善。员工持股计划与股权激励的不断推进，有望促进公司建立健全长效激励约束机制，充分调动各级管理人员及核心骨干的积极性和创造性，有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，有利于公司的长远发展。

图6：公司股权结构图

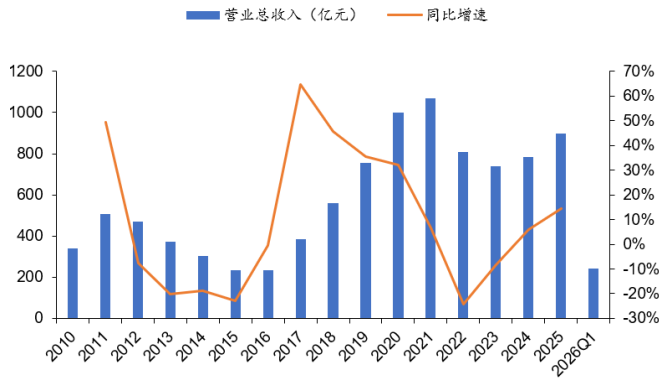


数据来源：Wind、开源证券研究所（股东数据截至 2026 一季度，子公司数据截至 2025 年）

1.4、财务情况：盈利能力稳步提升，经营质量夯实稳健

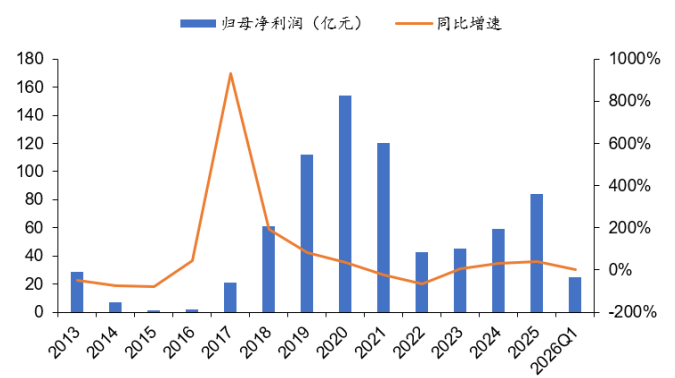
国内外需求持续共振，盈利弹性充分释放。2025 年，国内工程机械行业步入温和复苏与结构升级并行的新阶段。在“大规模设备更新”政策落地托底、基建与矿山领域开工需求稳步释放、存量设备更新周期延续，以及新能源化、智能化转型加速催生替换需求的多重拉动下，国内市场景气度持续回升。海外市场延续高景气运行态势，伴随“一带一路”合作纵深推进、中国工程机械品牌全球竞争力稳步提升，非洲、东南亚等新兴市场需求快速增长，出海成为行业核心增长动能。在此行业背景下，公司紧抓市场复苏与全球化发展机遇，经营业绩实现较快增长。2025 年，公司实现营业总收入 897.00 亿元，同比增长 14.44%；实现归母净利润 84.08 亿元，同比增长 41.18%；实现扣非后归母净利润 82.21 亿元，同比增长 54.13%。2026 年一季度，公司实现营业总收入 241.47 亿元，同比增长 14.03%；实现归母净利润 24.81 亿元，同比增长 0.46%。2025 年，公司降本增效措施效果显著，盈利能力持续优化；未来几年行业有望进入新一轮更新高峰期，公司业绩有望持续向好。

图7：2023 年以来公司营业总收入持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

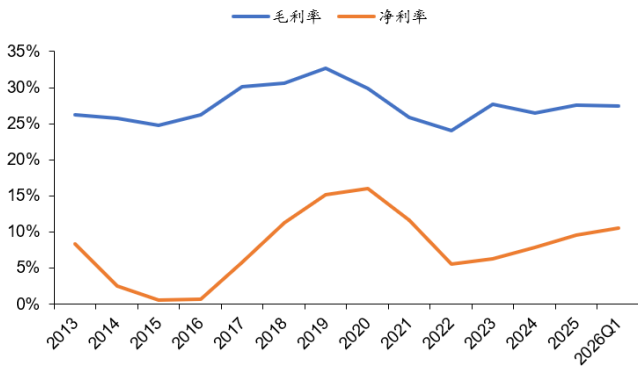
图8：2024-2025 年来公司归母净利润实现较快增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

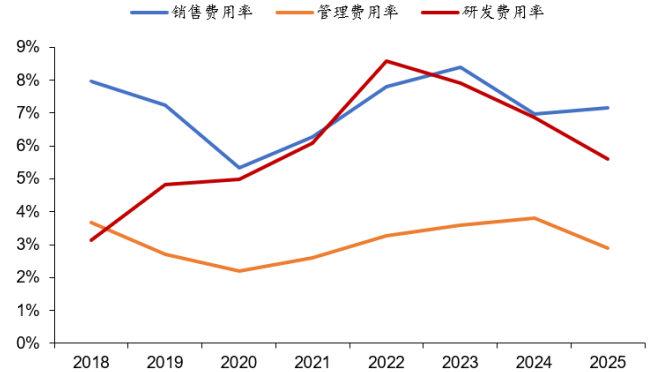
盈利能力稳步提升，费用管控成效显著。2025 年，公司毛利率为 27.54%，同比提升 1.11pct；净利率为 9.51%，同比提升 1.68pct。2026 年第一季度，公司毛利率为 27.48%，同比提升 0.64pct；净利率为 10.50%，同比降低 1.39pct。2025 年，公司销售/管理/研发费用率分别为 7.15%/2.89%/5.61%，分别同比+0.18pct/-0.93pct/-1.25pct，公司费用控制保持良好发展势头。受产品结构持续升级、海外高毛利业务占比提升以及降本增效举措落地等因素驱动，公司 2025 年盈利能力稳步增强，毛利率、净利率同比实现双升。2026 年第一季度，公司毛利率延续小幅改善态势，主要系高端大吨位设备与新能源产品销量占比进一步抬升；净利率同比略有回落，主要受研发投入持续加码、海外市场拓展费用增加及汇兑损失增加等因素影响。

图9：2022 年以来公司毛利率与净利率水平稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

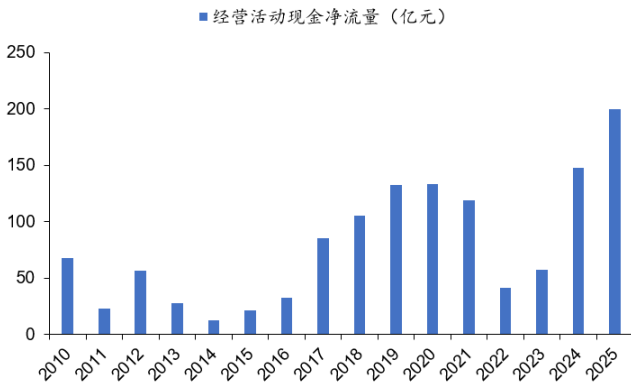
图10：2023 年以来公司费用管控效果良好



数据来源：Wind、开源证券研究所

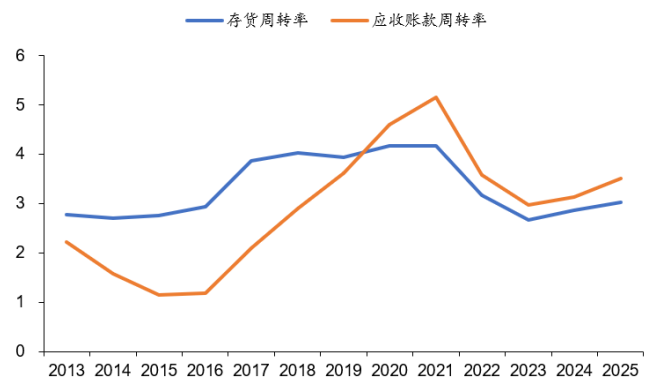
经营活动现金净流量大幅改善，经营质量夯实稳健。2025 年，公司应收账款周转率为 3.50 次，同比提升 0.37 次；存货周转率为 3.03 次，同比提升 0.16 次；经营活动现金净流量为 199.75 亿元，同比增长 34.84%，创历史新高。公司现金流情况大幅改善，持续优化存货及贷款管理水平，风险控制和经营质量持续保持高水平，经营效率持续提升，经营质量夯实稳健。

图11：2024 年以来公司经营活动现金净流量大幅改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2023 年以来公司营运能力稳步提升



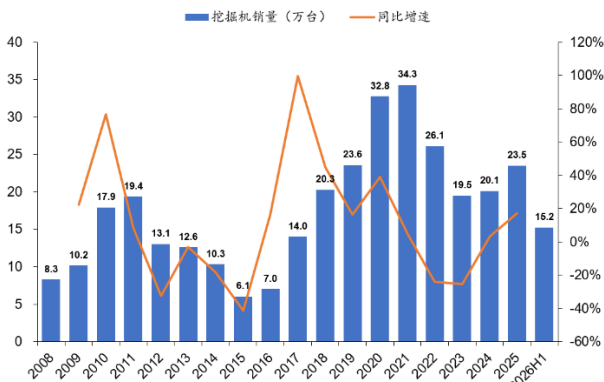
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、国内与海外同频共振，行业迎来新一轮上行周期

2.1、挖机内外销数据持续超预期，涨价潮来袭共筑行业健康生态

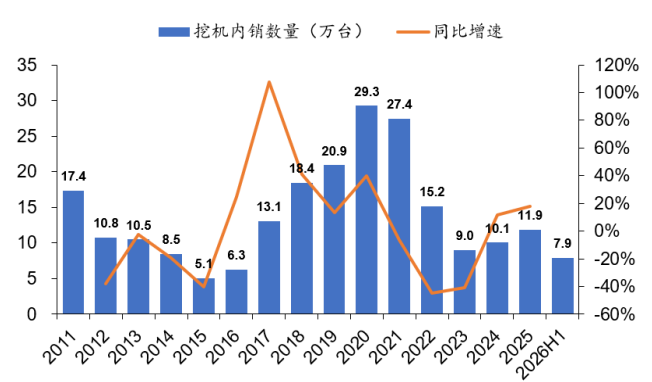
工程机械行业具有明显的周期性，挖掘机被称为工程机械行业的“晴雨表”。在 2008 年金融危机之后，我国政府出台了“四万亿”的投资刺激政策，工程机械产销量大幅提升，我国挖掘机年销量一度攀升至 2011 年的 19.4 万台。2012 年，行业需求急速下滑，并随之进入长达 5 年的深度调整期。2016-2020 年，国内基建投资持续发力，地产政策持续宽松，“一带一路”建设不断推进，小微挖产品对人工的替代效应明显，设备迎来更新换代高峰期等，多方促进行业销售持续向好；2021 年挖机销量攀升至 34.3 万台。2021 年二季度至 2024 年一季度，受地产领域下行，设备更新逐步减弱等因素影响，国内工程机械市场需求收缩，行业步入调整期。

图13：工程机械行业具有明显的周期性



数据来源：Wind、中国工程机械工业协会、开源证券研究所

图14：2024 年以来挖机国内销售恢复较快增长



数据来源：Wind、中国工程机械工业协会、开源证券研究所

2025 年以来挖机销售较快增长，行业逐步迎来新一轮上行周期。2025 年，我国挖掘机共计销售 23.5 万台，同比增长 17%；其中国内市场销售 11.9 万台，同比增长 17.9%；出口销售 11.7 万台，同比增长 16.1%。2026 年上半年，挖机共计销售 15.2 万台，同比增长 26.4%；国内销售 7.9 万台，同比增长 20.4%；出口销售 7.3 万台，

同比增长 33.5%。自 2024 年二季度起行业逐步改善，受益于农村水利、高标准田建设、小型市政工程的持续发力，小微挖产品销售率先向好；万亿国债加码基建投资，新一轮工程机械集中更换高峰期的逐渐启动，中大挖及非挖产品销售持续改善。工程机械行业拐点逐步显现，行业需求有望持续改善。

工程机械涨价潮来袭，由价格竞争向价值竞争转型。1 日，三一挖机率先发布涨价通知，徐工、柳工、山推纷纷跟进，不同机型产品价格上调 3-5%。年初小挖降价可能为市场带来价格战的担忧，本次龙头企业涨价也是对市场担忧的正面反馈，维护产业链健康生态，龙头企业的决心坚定。除挖机外，三一、中联混凝土机械分别在 1 月和 4 月发布涨价通知；三一、徐工宣布自 7 月 1 日起上调起重机售价，调价区间为 2%-5%。此外，卡特、小松、约翰迪尔、久保田产品价格也均有上调，全球工程机械行业进入量价齐升阶段。

图15：龙头企业对挖机、起重机、混凝土机械纷纷发布涨价通知



资料来源：中国工程机械商贸网、中国路面机械网

2.2、大型基建项目持续推进，地产领域影响不断减弱

政策持续加码基建投资，助力工程机械需求企稳。2026 年政府工作报告延续了以重大工程建设稳投资、补短板、扩内需的政策导向，报告提出拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元，持续支持“两重”建设、“两新”工作等；同时拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元，重点支持重大项目建设、置换隐性债务和清欠等事项，为基建投资提供较强的资金保障。此外，《“十五五”规划纲要（草案）》提出 6 方面 109 项重大工程，其中构建现代化基础设施体系涉及 23 项工程，重大基础设施建设仍是“十五五”开局阶段的重要抓手。财政工具与规划工程相互配合，基建投资逆周期调节作用持续凸显，工程机械国内市场需求持续恢复可期。

“十五五”开局之年，大型基建项目开工有望加快。从项目推进节奏看，2026 年“两重”建设项目清单已全部下达，共安排超 8000 亿元超长期特别国债，涉及重大交通基础设施、城市地下管网、重大水利工程、西部陆海新通道、核聚变实验装置升级改造、机场扩建、高标准农田等一批重大项目，政策资金正加快向实物工作量转化。当前基建投资已从单纯政策预期逐步转入项目落地阶段，交通、水利、能源、市政和农田建设等领域将共同形成对土方机械、起重机械、道路设备及配套施工装备的需求拉动。2026 年上半年，全国农村公路完成固定资产投资 1443 亿元，完

成新改建农村公路 3.4 万公里；2025 年 7 月，雅江水电站项目开工建设，计划工程总投资额约 1.2 万亿元；此外，浙赣粤运河、湘桂运河、河南 47 个内河水运项目、江淮大运河、荆汉大运河、平陆大运河六大人工大运河建设项目正在积极推进中，计划总投资额近万亿元；新藏铁路建设规模预计达 4000 亿元；沿江高铁总投资超 5000 亿元。2026 年是“十五五”开局之年，大型基建项目的有序开工将有力带动未来工程机械国内市场需求。

表2：近年来基建投资和地产领域政策汇总

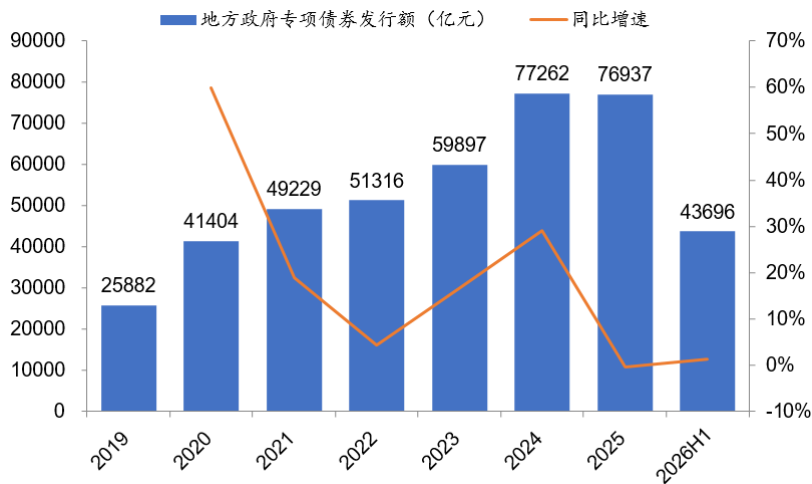
时间	政策/事件
2026 年 7 月	2026 年“两重”建设项目清单全部下达，全年共安排 8000 亿元支持 1417 个重大项目，其中第三批安排 1935 亿元，项目涉及长江沿线重大交通基础设施、城市地下管网、重大水利工程、西部陆海新通道等领域。
2026 年 4 月	财政部办公厅、住房城乡建设部办公厅启动 2026 年度中央财政支持城市更新行动，评选不超过 15 个地级及以上城市，东部、中部、西部地区每城补助总额分别不超过 8 亿元、10 亿元和 12 亿元，资金支持城市基础设施、完整社区、小区配套设施及老旧小区改造。 国家发展改革委下达第二批 915 亿元超长期特别国债设备更新资金，支持 16 个领域超过 6700 个项目，带动总投资超过 3800 亿元；截至 4 月底，全年累计下达设备更新资金 1851 亿元。
2026 年 3 月	2026 年政府工作报告中继续强调“着力稳定房地产市场”，提出控增量、去库存、优供给、盘活存量商品房、保障性住房、危旧房改造、“好房子”建设等安排；同时提出拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元、地方政府专项债券 4.4 万亿元，持续支持“两重”建设和重点项目。
2025 年 12 月	中央经济工作会议部署 2026 年房地产工作，房地产表述由此前“止跌回稳”进一步转向“着力稳定房地产市场”，提出因城施策控增量、去库存、优供给，鼓励收购存量商品房用于保障性住房，深化住房公积金制度改革，有序推动“好房子”建设。
2025 年 10 月	住建部等九部门颁布《关于推进新型城市基础设施建设打造韧性城市的意见》行动方案，对供水、排水、供电、燃气、热力等设施进行数字化改造，实现“四同步”，建设智能物流配送体系，完善应急物流和物资中转设施。
2025 年 8 月	中共中央、国务院颁布《关于推动城市高质量发展的意见》，系统推进“好房子”和完整社区建设；加快构建房地产发展新模式。
2025 年 7 月	雅江项目(雅鲁藏布江下游水电工程)于 2025 年 7 月 19 日上午 9 时许在西藏林芝市米林水电站坝址正式开工，雅江项目是目前全球规模最大、技术难度最高的水电项目之一，被称为“世纪工程”，建成后将成为中国清洁能源战略的重要支柱，大幅提升国家能源安全保障能力。有望带动工程机械行业收益增长。 工信部等八部门发布《机械工业数字化转型实施方案（2025—2030 年）》，计划在 2027 年前建成超过 200 家卓越级智能工厂，在 2030 年之前建成超过 500 家卓越智能工厂。
2025 年 5 月	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，要求持续推进城市更新，强调转变城市开发建设方式，促进城市结构优化、功能完善、品质提升，打造宜居、韧性、智慧城市。
2025 年 3 月	2025 年政府工作报告提出要推动房地产市场止跌回稳；同时围绕扩大有效需求，继续推进“两重”建设、加力支持“两新”工作。政府网后续披露，2025 年拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元，用于支持“两重”建设等。

资料来源：中国政府网、求是网、开源证券研究所

化债政策持续推进，项目资金压力持续缓解。2024 年 11 月，地方化债“三箭齐发”，推出“6+4+2”万亿元政策组合拳：安排 6 万亿元债务限额置换地方政府存量隐性债务；从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元；2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。三项政策协同发力后，地方化债压力将大大减轻。2025 年、2026 年上半年，我国地方政府专项债券发行额分别为 7.69、4.37 万亿元，专项债发行额度持续加大，有望进一步缓解地方政府资金压力，推动下游

项目开工进程不断加快。

图16：地方政府专项债券发行额维持较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

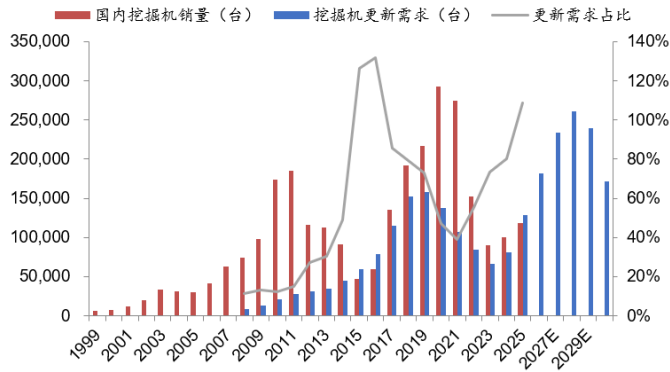
地产领域有望企稳，对工程机械的影响持续减弱。2026 年政府工作报告提出着力稳定房地产市场，因城施策控增量、去库存、优供给，探索多渠道盘活存量商品房，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房，深化住房公积金制度改革，优化保障性住房供给，加快危旧房改造，推进“好房子”建设等一揽子安排。此外，财政部办公厅、住房城乡建设部办公厅2026年度中央财政支持城市更新行动，支持城市基础设施、完整社区、小区配套设施及老旧片区改造。与集中式超级工程相比，这类项目更能提供持续、分散且区域覆盖面更广的施工需求，对工程机械行业形成有益补充。2025 年，我国房屋新开工面积为 5.88 亿平方米，同比下降 20.4%，相较于 2019 年 22.72 亿平方米的高点下降 74.13%；地产对工程机械行业的影响有望持续减弱。

2.3、工程机械行业有望步入新一轮更新高峰期

2026-2028 年国内工程机械有望进入新一轮集中替换期。挖掘机等工程机械产品使用寿命通常在 8-10 年左右。工程机械上一轮销售高峰期在 2016-2021 年，2024 年行业新一轮更新周期逐步启动，2026-2028 年更新量有望快速提升。一般而言，新机流通到二手机市场需要 3-4 年，2020-2021 年销售高峰的新机在 2023-2024 年流通到二手机市场，对这两年的新机销售造成影响；2025 年之后二手机对新机销售的影响将大幅降低，更新需求有望发挥更大的效力。

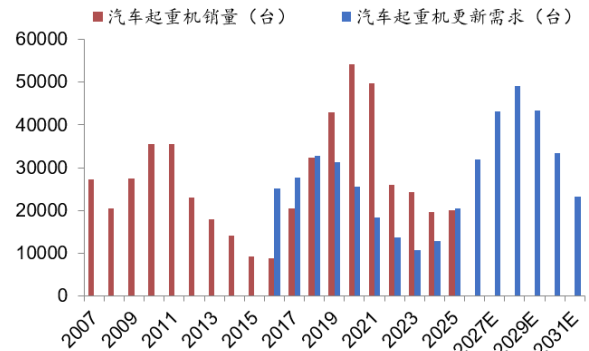
新增需求企稳后，更新需求才能发挥更好的作用。宏观经济数据复苏带来的是真实需求，更新需求更像是理论需求；只有当真实需求出现好转时，理论需求才能提供更好的弹性。若新增需求较弱时，主机产品开工小时数较低，下游客户更新的动力较弱，设备折旧的时间也将会延长。若新增需求较好时，继续使用老旧设备，一方面维保成本较高，另一方面使用效率也较低，下游客户更新的动力也会增强。2025 年以来，大型基建项目的持续落地，设备大规模更新政策不断推动，下游需求逐步企稳，更新需求持续发力，挖掘机、装载机、起重机、混凝土机械等工程机械产品销售均恢复较快增长。

图17：2026-2028 年挖掘机更新需求有望持续发力



数据来源：中国工程机械工业协会、开源证券研究所

图18：2026-2028 年汽车起重机更新需求有望持续提升



数据来源：中国工程机械工业协会、开源证券研究所

大规模设备更新政策及环保政策趋严推动行业更新加快。政策对老旧设备更新的推动也在明显增强，生态环境部明确自 2022 年 12 月 1 日起，全国范围实施非道路移动机械国四标准，禁止生产、进口和销售不符合国四标准要求的 560kW 以下非道路柴油移动机械及柴油机，并严厉打击以二手机械名义变相销售不达标产品的行为。与此同时，国家和地方层面也在加快出台老旧非道路移动机械淘汰和新能源更新补贴政策。以重庆为例，2025 年发布的实施细则明确，对提前淘汰国一及以下排放标准的叉车、挖掘机、装载机给予补贴；若同步购置纯电动或氢燃料设备，还可叠加更新补贴，其中大型挖掘机更新补贴最高可达 23 万元、大型装载机最高可达 11.3 万元。北京也已分阶段划定禁止使用高排放非道路移动机械的区域，持续压缩老旧设备使用空间。

表3：环保标准升级和淘汰更新补贴政策汇总

时间	政策/地区	政策要点	对工程机械的影响
2025 年 7 月	重庆老旧非道路移动机械淘汰更新补贴政策	重庆发布政策解读及实施细则，对国一及以下排放标准的叉车、挖掘机、装载机给予淘汰补贴；若同步购置新能源设备，还可叠加更新补贴。其中国一及以下大型挖掘机淘汰补贴为 5.7 万元/台、新能源购置补贴为 23 万元/台；大型装载机淘汰补贴为 1.7 万元/台、新能源购置补贴为 11.3 万元/台。	相比单纯环保约束，财政补贴降低更新成本，提高设备提前报废和新能源替代的经济性，从而放大老旧设备退出与新机替换的弹性。
2025 年 5 月	北京市高排放非道路移动机械禁用政策	北京市政府发布通告，分阶段扩大高排放非道路移动机械禁用范围：自 2025 年 12 月 1 日起，全市禁止使用国 I 及以下标准机械或不符合 III 类限值机械；自 2026 年 7 月 1 日起，东城、西城、朝阳、海淀、丰台、石景山、通州等区域禁止使用国 II 及以下标准机械；自 2026 年 12 月 1 日起，全市禁止使用国 II 及以下标准机械。并明确鼓励使用电动或氢燃料电池机械。	限行政策直接压缩老旧设备的可施工区域和实际使用场景，尤其在重点城市和核心城区，将加快国 I、国 II 阶段设备退出。
2024 年 9 月	《河北省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	1.落实国家 3000 亿特别国债政策,扩大支持范围(新增工程机械等领域); 2.配套省级专项资金,统筹中央+省级资金支持设备更新; 3.明确淘汰落后低效设备,鼓励新能源替代。	为河北工程机械更新提供资金配套保障,降低地方企业更新门槛,推动区域内老旧设备更新落地。
2024	《上海市鼓励国二	1.补贴对象: 2023 年 12 月 31 日前登记的国二非道路移动机械(含挖掘	针对国二非道路机械推

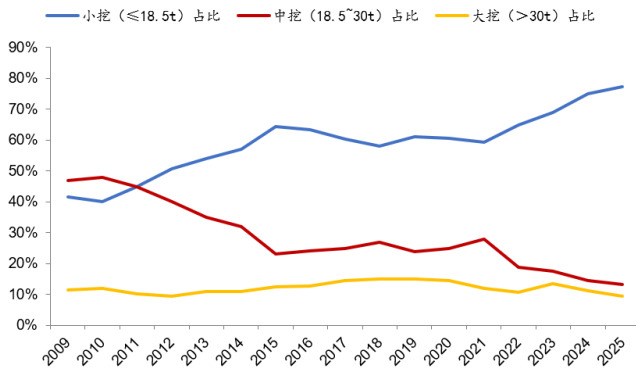
年7月	非道路移动机械更新补贴资金管理办 法》(沪环规〔2024〕 8号)	机); 2.补贴要求: 报废国二机械并购置纯电动/燃料电池同类机型, 完成上海登记; 3.补贴标准: 按机型分级补贴, 2025年7月后申请按80%发放; 4.申请周期: 2024.7.1-2026.6.30。	出专项电动化补贴, 降低国二挖掘机更新为电动微挖/小挖的成本, 加速设备退出和电动化替代。
2024 年7月	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金支持设备更新; 明确工程机械等领域设备更新支持方向, 降低中小企业申报门槛, 配套财政贴息、补贴标准提升等措施。	提供资金强力支撑, 降低企业更新成本, 扩大设备更新资金来源, 推动大规模、批量性工程机械老旧设备淘汰。
2024 年3月	《推动工业领域设备更新实施方案》	1.加快落后低效设备替代: 针对工程机械等行业, 加快淘汰落后低效、超期服役老旧设备; 2.推动绿色装备升级: 推广应用节能环保绿色装备, 推动重点用能设备能效升级; 3.推进数字化转型: 支持工程机械装备智能化改造、设备联网。	以政策形式明确工程机械强制更新+绿色化/智能化升级双导向, 扩大高端、低排放设备的市场需求, 加速老旧设备退出。
2023 年12 月	《空气质量持续改善行动计划》	国务院印发《空气质量持续改善行动计划》, 提出到2025年基本淘汰第一阶段及以下排放标准的非道路移动机械, 并把非道路移动源污染治理纳入空气质量持续改善的重要任务。	老旧机械淘汰不再只是企业自发行为, 而是进入更明确的政策推进阶段, 为后续地方限行和补贴政策提供依据。
2022 年12 月1日	全国实施非道路移动机械国四标准	生态环境部明确, 自2022年12月1日起, 全国范围实施非道路移动机械国四标准, 禁止生产、进口和销售不符合国四标准要求的560kW以下(含560kW)非道路柴油移动机械及柴油机, 并要求严厉打击以“二手机械”名义变相销售不达标产品。	国四标准提高了新机环保门槛, 压缩高排放旧设备的流通空间, 部分老旧设备服役周期缩短, 形成更新替换的制度性推动。

资料来源: 重庆市生态环境局、北京市人民政府、河北省发改委、上海市生态环境局、中国政府网等、开源证券研究所

2.4、产品结构持续优化，电动产品渗透率快速提升

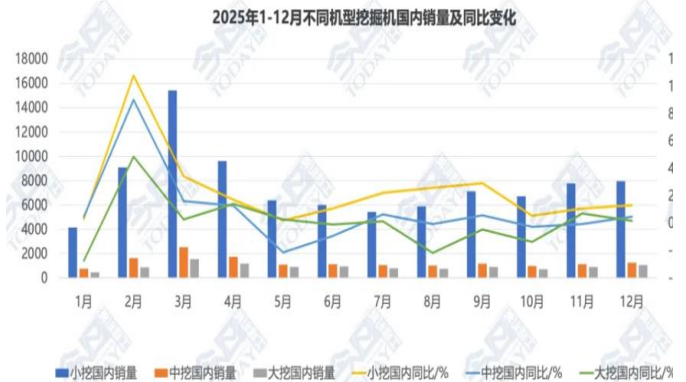
工程机械应用领域更加多元化, 农村领域持续拓展加快小型设备销售。近年来, 工程机械的需求来源已不再局限于传统的大型基建和房地产施工, 农村基础设施建设、现代农业配套、新能源项目建设以及生态治理等场景的重要性持续提升。尤其是在乡村全面振兴、设备更新和绿色转型政策共同推动下, 农村市场正由过去的边缘应用场景, 逐步转变为工程机械需求的重要增量来源之一。与传统集中式施工场景相比, 农村市场具有分散性强、持续性好、设备小型化需求更突出的特点, 这使其有望在一定程度上平滑行业周期波动, 并与设备更新需求、传统基建需求共同构成更为多元的内需支撑体系。

图19：2025 年国内小挖占比达到 77%



数据来源：中国工程机械工业协会、匠客工程机械公众号、开源证券研究所

图20：2025 年国内小挖增速领跑中大挖产品

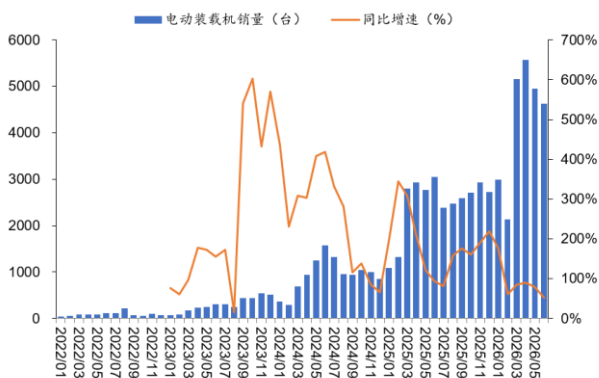


资料来源：中国工程机械工业协会、匠客工程机械网

农村领域劳动力短缺，工程机械机器人效应愈发明显。农村作业场景通常具有地块分散、作业空间有限、转场频繁和维护成本敏感等特点，这决定了设备需求更偏向小型化、轻量化和易操作产品。小型挖掘机、小型装载机以及微型压实设备更适合乡村道路、人居环境整治、沟渠整修和小规模土方施工等场景。2025年，挖掘机国内销售 118518 台，同比增长 17.90%。其中小挖国内销售 91643 台，同比增长 22.48%，占比达 77.32%；中挖国内销售 15631 台，同比增长 7.64%，占比为 13.19%；大挖国内销售 11244 台，同比增长 0.41%，占比为 9.49%。国内市场小挖销售增速领跑中大挖产品，小挖占比持续提升。农村领域人口老龄化问题日益严重，劳动适龄人口占比持续降低，工程机械（尤其是小吨位产品）对体力劳动者的替代趋势愈发明显。

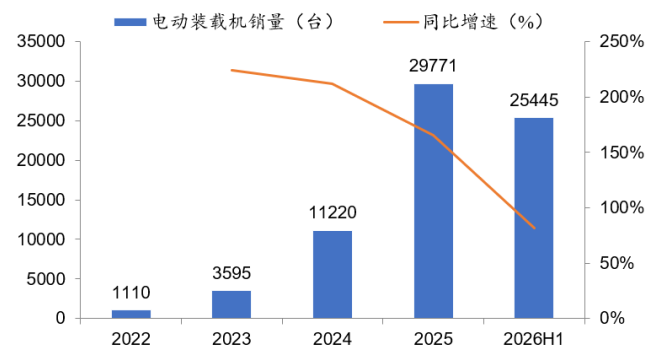
电动化、智能化有望引领工程机械行业新一轮结构性增长。《机械行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》行业纲领，为行业提供了明确的增长指引，鼓励通过淘汰老旧设备，进行绿色化、智能化改造，在政策与市场驱动下，智能化改造（如无人驾驶、智能开采）与绿色转型（如电动化设备）是核心升级方向。在国家“双碳”战略目标引领下和环保政策趋严的背景下，工程机械行业逐步淘汰高能耗低效率的设备，并大力发展纯电动和混合动力等多种新能源产品；全面推进产品电动化开发及核心技术研究，致力于打造高品质、低电耗、高体验的电动化产品。电动化、智能化是未来工程机械行业的发展趋势，是行业高质量发展的重要一环。

图21：2026 年上半年电动装载机销量创新高



数据来源：中国工程机械工业协会、开源证券研究所

图22：2022 年至今电动装载机快速增长

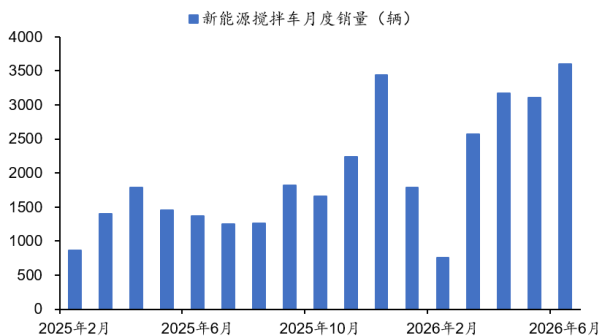


数据来源：中国工程机械工业协会、开源证券研究所

电动产品全生命周期经济性优势突出，高油价有望进一步加快国内外电动化率提升。虽然电动产品初始采购成本较高，然而从长期运营成本来看，电动产品因电力价格低于燃油价格、维护成本更低以及更高的能源利用效率而具有明显优势。且在当下油价大幅上涨的背景下，有望进一步加快电动产品渗透。国内电动产业链优势明显，国产品牌电动产品领跑全球市场，油价高企有望加速国产电动产品在海外的拓展，进一步促进龙头主机厂国际化进程。

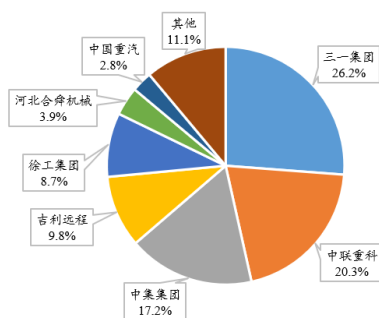
电动装载机国内渗透率超过 50%，为工程机械电动化提升最快的产品之一。2025 年，我国共销售各类装载机 128067 台，同比增长 18.4%。其中：国内销量 66330 台，同比增长 22.1%；出口量 61737 台，同比增长 14.6%；电动装载机销售 29771 台，同比增长 165.3%。2026 年上半年，我国共销售各类装载机 82052 台，同比增长 26.7%。其中：国内销量 41396 台（含电动装载机 23802 台），同比增长 16.2%，国内电动装载机渗透率达到 57.5%；出口 40656 台（含电动装载机 1643 台），同比增长 39.5%。电动装载机在港口、矿山、物流园区等固定场景下的全生命周期成本优势已得到市场验证，加之“双碳”目标下排放标准趋严，电池技术的成熟及初始采购成本的下降，终端用户对电动产品的接受度大幅提升。虽然国内电动装载机渗透率达到 50% 以上，但电动装载机出口依然较少，伴随着原油价格的持续提升，电动装载机海外市场拓展有望加速。

图23：2026 年 6 月新能源搅拌车销量创新高



数据来源：绿色重卡上险数据、开源证券研究所

图24：2026 年上半年三一新能源搅拌车市占率较高



数据来源：绿色重卡上险数据、开源证券研究所

搅拌车电动化率超过 50%，持续引领工程机械电动化。新能源混凝土搅拌车在市政工程建设等高耗能企业的短倒运输领域表现出色，为城市绿色交通持续贡献。据绿色重卡统计(上险数据)，2025 年新能源搅拌车销售 18937 辆，同比增 135.65%，电动化率已超 50%。2026 年上半年国内新能源搅拌车累计销量达 15002 辆，整体保持高速增长态势；其中 6 月单月销量攀升至 3598 辆，同比大幅增长 163.2%，市场升温势头明确，电动化率已超 50%。2026 年上半年，三一集团销售 3929 辆，同比增长 62.6%，市占率达 26.2%；中联重科销售 3051 辆，同比增长 108.4%，市占率为 20.3%；中集集团销售 2585 辆，同比增长 614.1%，市占率为 17.2%；吉利远程销售 1474 辆，同比增长 219.0%，市占率为 9.8%；电动搅拌车行业 CR4 达 73.5%，行业集中度处于高位。

2.5、海外景气度不断恢复，工程机械出口占比持续提升

全球工程机械市场有望企稳回升。全球区域市场呈现新兴市场高增领跑、成熟市场稳步修复的特征。分区域看，非洲、东南亚、中亚、南美等“一带一路”沿线

国家基建投资与矿产开发需求旺盛，持续贡献出口核心增量；欧洲市场历经数年下行后止跌回升，北美市场需求逐步企稳回暖，国产品牌凭借高性价比与电动化产品优势，在高端市场的渗透率持续突破。支撑出口高景气的原因主要有三点：一是产品结构持续升级，大吨位、高附加值机型出口占比不断提高，电动工程机械等差异化产品加速出海，叠加行业终端价格上调，出口盈利水平持续改善；二是主机厂全球化布局深化，海外生产基地、本地化渠道与服务网络不断完善，从产品输出转向产能、技术、品牌、服务全方位出海，有效规避贸易壁垒、缩短交付周期，全球品牌认知度持续提升；三是海外需求长期空间充足，新兴市场城镇化、工业化进程持续推进带来新增需求，叠加全球设备更新周期逐步启动，海外市场增长具备长期支撑。

“一带一路”市场保持较快增长，欧美市场逐步恢复。从区域表现来看，在非洲、南美、中亚等“一带一路”沿线国家，中国工程机械出口依然保持快速增长态势。2026 年二季度，我国对巴西、秘鲁等南美国家出口额增速超过 50%；非洲、南亚依然保持较快增长，印度尼西亚、泰国等东南亚市场保持稳健增长。在欧洲市场，受益于德国、法国、意大利等主要国家基建投资规模持续加大，中国对欧洲工程机械出口在 2025 年恢复增长，2026 年上半年持续加快，欧洲市场整体回暖态势进一步巩固。在北美市场，伴随着美联储降息周期推进及美国基建法案持续推动，美国市场逐步复苏，中国对美工程机械出口恢复较快增长。

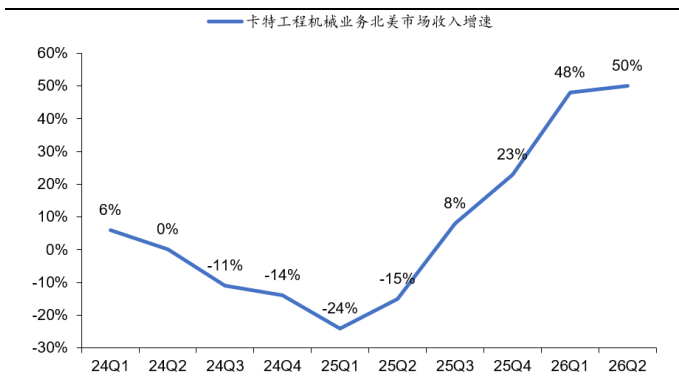
表4：我国工程机械产品出口金额在非洲、南美、欧美等区域较快增长

地区	国家	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
东南亚	印度尼西亚	168%	71%	111%	-19%	-10%	-25%	-55%	-36%	-32%	-17%	69%	110%	40%	47%	5%	-13%	38%	34%
	菲律宾	15%	-14%	55%	46%	23%	34%	-27%	-20%	-15%	-5%	0%	14%	7%	10%	36%	3%	-15%	-38%
	马来西亚	208%	65%	134%	42%	-28%	30%	-14%	-15%	36%	-2%	-14%	25%	32%	12%	65%	-10%	-29%	-23%
	越南	161%	249%	207%	25%	21%	-66%	-63%	-14%	-20%	11%	-25%	-21%	-15%	52%	36%	6%	56%	45%
非洲	泰国	22%	43%	-7%	-54%	-45%	-45%	-47%	3%	-19%	-33%	15%	-27%	32%	24%	5%	29%	37%	38%
	南非	138%	82%	102%	13%	-9%	1%	-29%	1%	-8%	-7%	11%	19%	5%	40%	33%	21%	92%	49%
	埃塞俄比亚	-58%	5%	-69%	-95%	-73%	177%	39%	1426%	1217%	-74%	77%	-36%	-24%	170%	282%	1039%	625%	124%
	刚果民主共和国	126%	-30%	49%	30%	-31%	13%	26%	-36%	-8%	46%	-2%	133%	70%	-8%	41%	4%	15%	103%
南美	巴西	411%	105%	222%	-1%	-26%	-2%	-48%	-1%	85%	156%	97%	34%	-7%	-13%	-17%	45%	34%	61%
	秘鲁	-16%	4%	-38%	41%	-26%	9%	85%	65%	276%	134%	-10%	7%	0%	18%	46%	75%	34%	64%
	智利	71%	38%	39%	-60%	-22%	11%	24%	-43%	-33%	-31%	-31%	270%	128%	24%	26%	39%	20%	30%
	印度	-17%	33%	92%	6%	-18%	13%	-16%	-10%	-23%	-10%	23%	-6%	-29%	2%	-13%	40%	122%	81%
中东	阿联酋	14%	63%	64%	57%	116%	77%	45%	70%	44%	6%	-2%	11%	31%	64%	68%	39%	-27%	-61%
	沙特阿拉伯	207%	166%	192%	336%	223%	92%	-13%	-43%	-17%	-20%	46%	-2%	-25%	5%	-30%	-19%	-40%	-19%
	乌兹别克斯坦	202%	50%	-27%	6%	-25%	-1%	209%	226%	-11%	-38%	-68%	-49%	53%	133%	87%	54%	53%	-7%
	哈萨克斯坦	19%	-11%	-28%	10%	4%	26%	56%	94%	31%	67%	96%	66%	46%	22%	-10%	29%	20%	-4%
中亚	吉尔吉斯斯坦	160%	-8%	79%	312%	78%	203%	132%	101%	248%	25%	35%	51%	32%	122%	197%	86%	36%	60%
	俄罗斯	46%	16%	164%	137%	151%	307%	-23%	-23%	-41%	-12%	-1%	18%	-16%	-50%	-1%	59%	-50%	-25%
	比利时	91%	87%	19%	72%	0%	38%	-29%	-61%	-34%	-42%	28%	57%	12%	6%	6%	-22%	-14%	-16%
	土耳其	75%	90%	80%	68%	148%	134%	102%	2%	-21%	-39%	-50%	-65%	24%	37%	21%	24%	-15%	-3%
欧洲	荷兰	79%	43%	224%	180%	360%	360%	88%	-17%	-74%	-7%	-34%	-17%	228%	23%	50%	189%	90%	30%
	英国	183%	70%	101%	128%	60%	60%	5%	-61%	-49%	-32%	-20%	104%	-6%	-46%	-44%	-44%	14%	129%
	德国	-6%	15%	33%	31%	30%	-6%	-73%	-79%	-67%	-53%	2%	51%	-2%	71%	214%	93%	103%	35%
	波兰	33%	44%	-21%	-40%	-23%	-13%	20%	98%	91%	72%	103%	12%	28%	53%	36%	98%	73%	76%
北美	法国	0%	-2%	33%	42%	51%	232%	15%	5%	-11%	-25%	177%	21%	-5%	14%	1%	145%	252%	89%
	意大利	159%	147%	89%	-2%	30%	-5%	-60%	-69%	-55%	-41%	88%	145%	38%	54%	91%	104%	97%	31%
	美国	36%	65%	73%	58%	110%	54%	28%	-42%	-23%	-24%	-24%	39%	-13%	-34%	-13%	-25%	6%	73%
	澳大利亚	92%	39%	94%	28%	-25%	8%	-33%	-28%	-38%	-21%	-39%	-20%	18%	13%	13%	29%	30%	32%

数据来源：海关总署、中国工程机械工业协会、开源证券研究所

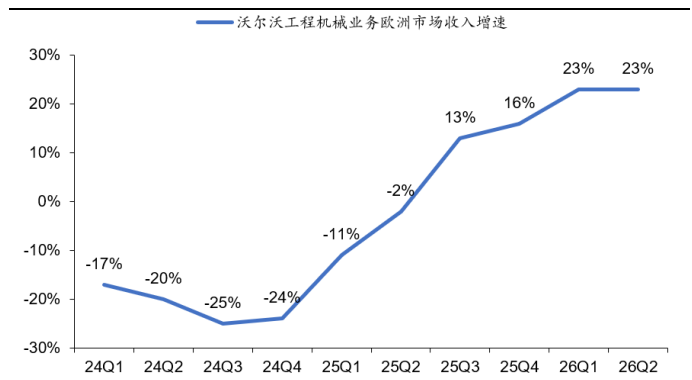
欧美工程机械市场景气度持续修复，整体呈现逐季回暖态势。卡特彼勒工程机械业务北美区域收入增速从 2025 年一季度的-24%触底后持续改善，三季度实现转正后增长动能不断增强，2026 年一、二季度增速进一步攀升至 48%、50%，美联储货币政策转向、基建法案项目落地、制造业回流及 AI 基建建设共同支撑市场复苏。欧洲市场同步走出下行周期，沃尔沃建筑设备欧洲区域收入增速 2025 年全年逐季上行趋势明确，2026 年上半年增速均达到 23%，小松、日立建机等全球主流品牌欧洲业务 2025 年年均逐步恢复正增长，区域基建投资加码、环保排放标准升级带动存量设备更新，持续推动市场需求向好。

图25：卡特彼勒工程机械业务北美收入增速逐季加快



数据来源：卡特彼勒官网、开源证券研究所

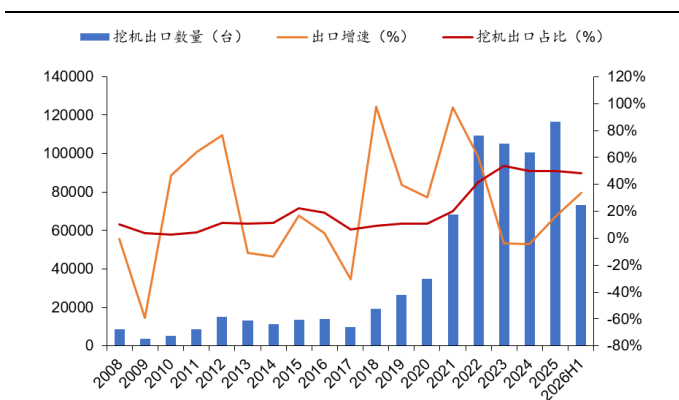
图26：沃尔沃工程机械业务欧洲市场增速逐季加快



数据来源：沃尔沃官网、开源证券研究所

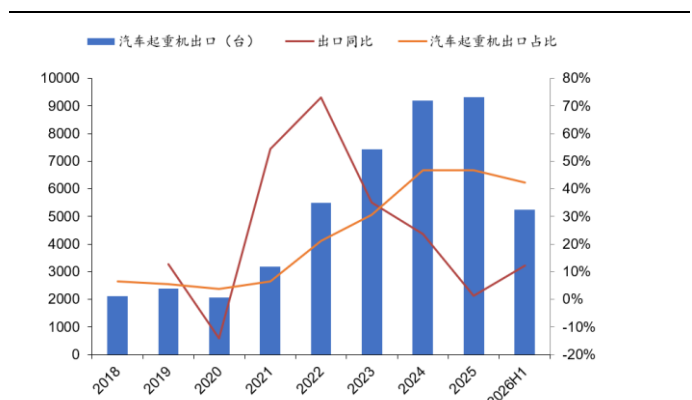
工程机械出口保持强劲增长态势。挖掘机作为出口主力品类增长动能持续增强，2025 年全年累计出口 11.67 万台，同比增长 16.1%，出口占比达 49.6%；2026 年上半年出口 7.33 万台，同比增长 33.5%，增速较 2025 年全年显著抬升，出口占比维持在 48.1% 的高位。起重机械出口整体向好，履带起重机延续高增态势，2025 年全年出口 2301 台，同比增长 24.2%，出口占比达 67.4%；2026 年上半年出口 1589 台，同比增速升至 48.2%，出口占比提升至 75%，是当前国际化程度最高的工程机械品类之一；汽车起重机出口保持稳健，2026 年上半年出口 5239 台，同比增长 12.2%，出口占比达 42.2%。装载机出口增速持续上行，2025 年全年出口 6.17 万台，同比增长 14.6%，出口占比达 48.2%；2026 年上半年出口 4.07 万台，同比增长 39.5%，成为出口端重要增量品类。整体来看，工程机械出口已从单一挖机驱动转向多品类协同发力，出口结构持续优化，抗周期波动能力显著增强。

图27：挖掘机作为出口主力品类增长动能持续增强



数据来源：中国工程机械工业协会、开源证券研究所

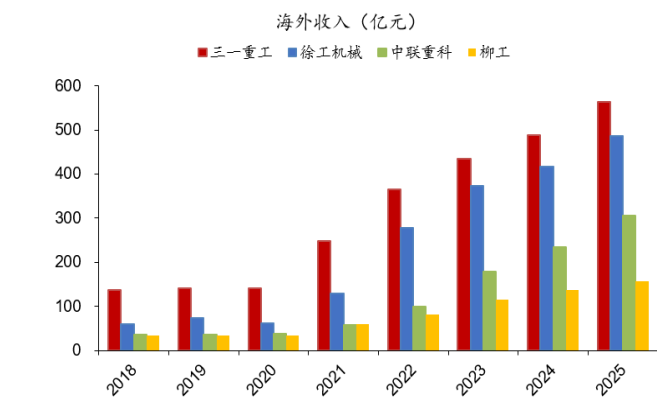
图28：2021 年至今汽车起重机出口持续增长



数据来源：中国工程机械工业协会、开源证券研究所

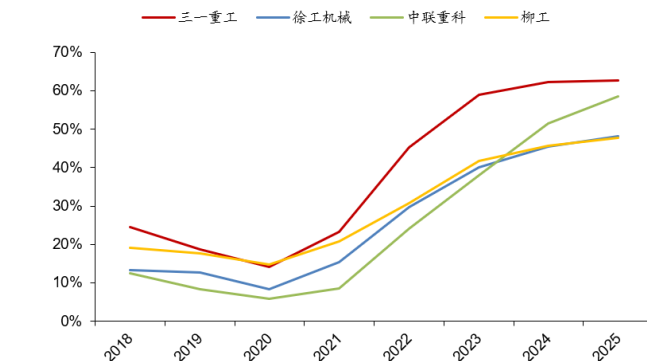
龙头主机厂海外业务快速增长，海外收入占比提升至 50% 左右。近年来，伴随着国产龙头主机厂海外拓展进程的不断加快，各大主机厂海外收入呈现快速增长态势。2025 年，三一重工国际主营业务收入达 562.69 亿元，同比增长 15.16%，海外收入占比达 62.73%；中联重科海外销售收入达 305.15 亿元，同比增长 30.52%，海外收入占比达 58.56%；徐工机械海外销售收入达 485.99 亿元，同比增长 16.58%，海外收入占比达 48.20%；柳工海外销售收入达 157.94 亿元，同比增长 14.78%，海外收入占比达 47.65%。国内龙头企业的收入结构正加速由之前的“内需为主”向“内外并重”转变，海外市场已逐步成为各大主机厂业绩增长的核心驱动力之一。

图29：2021 年以来龙头主机厂海外收入持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2025 年龙头主机厂海外收入占比维持高位



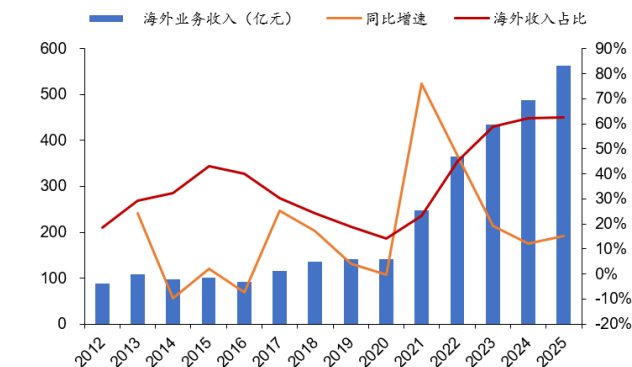
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、全球化布局持续完善，低碳化、数智化构筑竞争壁垒

3.1、全球化战略持续推进，海外市场成为业绩增长主要动力源

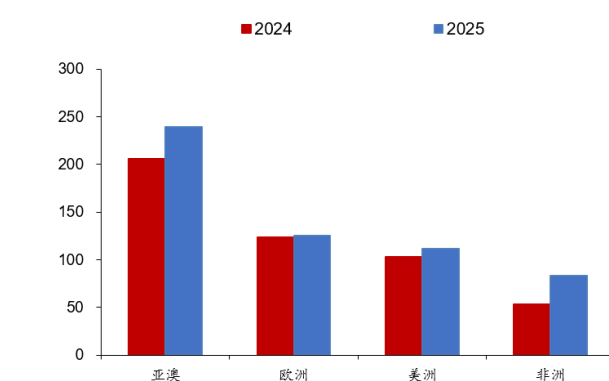
海外收入占比超过 60%，全球化战略收效显著。公司将全球化作为首要发展战略,持续深耕海外市场,2025 年实现国际主营业务收入 562.69 亿元,同比增长 15.16%,国际收入占主营业务比重达到 62.73%，海外市场已从补充增长极升级为拉动公司业绩增长的核心引擎。截至 2025 年末，公司产品已覆盖全球 150 余个国家和地区，形成“新兴市场高增、成熟市场稳盘”的均衡布局：亚澳市场作为基本盘贡献 238.9 亿元收入，同比增长 16.17%，持续巩固区域龙头地位；非洲市场受益于当地基建与矿业投资热潮延续高景气，实现收入 83.1 亿元，同比大幅增长 55.29%，成为增速最快的区域板块；欧洲、美洲市场在前期高基数背景下保持发展韧性，分别实现收入 125 亿元、111.6 亿元，同比增长 1.50%、8.52%。全球化的区域布局有效平滑了单一市场的周期波动，显著提升公司经营的稳定性与抗风险能力，为业绩持续稳健增长筑牢坚实底盘。

图31：公司海外业务收入与占比逐年提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：2025 年海外各区域收入持续增长（亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

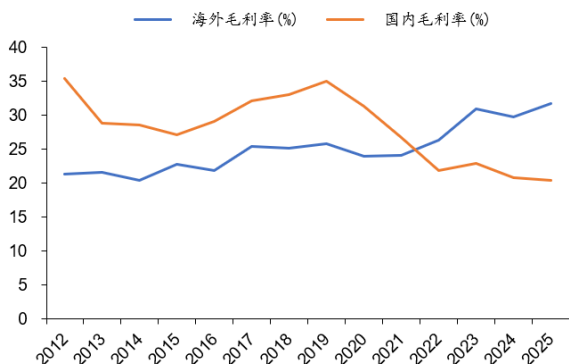
海外盈利水平显著优于国内，产品结构优化与本地化降本共同推动盈利水平提升。2025 年公司国际业务毛利率达 31.70%，较国内业务 20.43% 的毛利率高 11.27pct，

且海外毛利率同比提升 1.92pct，成为公司整体盈利水平提升的核心支撑。盈利韧性的背后源于两大核心驱动：一是产品结构持续高端化升级，大吨位起重机械、大型矿用挖掘机械等高附加值产品在海外市场占比持续提升，2025 年 400 吨级矿用挖掘机成功推向全球市场，正式切入高端矿业装备赛道，产品溢价能力逐步释放；二是本地化运营降本成效持续显现，随着海外制造基地产能爬坡、本地供应链体系完善与服务网络下沉，关税、跨境物流、售后响应等成本得到有效对冲，规模效应下单位制造成本持续优化，推动海外盈利水平稳步提升。

全球营销服务网络深度下沉，本地化运营与数智化赋能构建差异化竞争壁垒。

公司坚持“集团主导、本土经营、服务先行”的经营策略，持续完善全球渠道布局，已搭建起覆盖 400 余家海外子公司、合资公司及优质经销商的全球营销渠道体系，海外员工本地化率接近 70%。依托熟悉本地市场规则、政策法规与客户需求的本土团队，公司能够深度挖掘区域市场潜力，快速响应客户个性化需求，推动产品与服务的本土化适配。配套服务体系方面，公司建成“7 个国内总仓+5 个海外区域中心仓+近千个海外配件仓库”的全球仓储物流网络，大幅缩短配件交付半径与响应时效，保障海外设备高出勤率；同时在全球 129 个国家和地区上线统一客户互动界面 MySANY，实现服务需求一键响应、设备运行状态实时可视、维保提醒主动推送的全周期数字化服务。针对海外故障诊断难、专家资源有限的痛点，公司基于全球服务作战中心开发智能海外维修助手，支持多语言故障描述快速诊断与排故方案精准推送，2025 年累计使用超 4.3 万次，显著提升海外服务效率与问题解决率，以极致服务强化全球客户粘性，构建起难以复制的服务壁垒。

图33：2022 年以来公司海外毛利率高于国内水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：公司全球服务网络持续完善



资料来源：公司官网

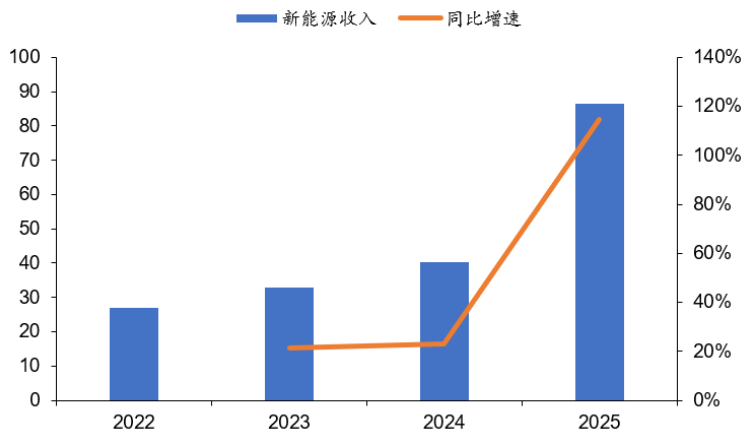
研发与制造全球化深度落地，推动公司从“产品出海”向“全价值链产业出海”全面升级。研发端，公司构建“1+5+N”全球协同研发体系，以中国总部研发中心为枢纽，联动德国、美国、日本、印度、印尼五大海外研发基地，依托全球销售网络广泛收集区域工况反馈，针对不同地区的工况标准、环保法规与使用习惯进行定向产品开发。2025 年公司面向全球市场推广 60 余款适配新品，新开发 20 款区域定制产品，包括符合欧 V 排放标准的挖掘机、获得欧盟整车型式认证的电动搅拌车，以及适配非洲、中东市场的耐高温防沙尘特种机型，精准匹配差异化市场需求。制造端，公司在印尼、印度、巴西、德国、美国等核心市场完成生产制造基地布局，其中印尼海外灯塔工厂顺利投产，将国内领先的智能制造技术、数字化管理体系与绿色生产标准复制至海外，实现订单响应速度提升 40%、年减排二氧化碳 1800 吨、核心部件本地化率提升至 78%；印度基地通过供应链本地化优化，将关键部件供应

周期压缩至 7 天，定制化产品故障率下降 60%。全球化的研产布局不仅有效规避了贸易壁垒与关税成本，更实现了从单一产品输出向技术、标准、产能、管理体系全价值链输出的战略升级。

3.2、全品类新能源矩阵不断完善，电动化产品领跑行业

低碳化战略纵深推进，全品类新能源产品布局已形成体系化优势。公司将低碳化作为三大核心战略之一，同步布局纯电动、混合动力、氢燃料三大技术路线，覆盖挖掘机械、混凝土机械、起重机械、路面机械等全产品线，持续突破三电核心技术。公司自主研发集成电驱桥、分布式整车控制单元、iSee3 电子电气架构等关键技术，推动新能源产品向高集成、高效率、低成本方向迭代；其中低压电气线束精细化设计方案推动保内故障率下降 80%，相关质量损失降低 84.5%，有效夯实产品可靠性与市场竞争力。

图35：2025 年新能源收入实现翻倍增长（2022 年为电动化收入）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

新能源收入实现翻倍式增长，核心品类市占率稳居行业第一。2025 年公司新能源产品销售额达 86.4 亿元，同比大幅增长 115%，主营电动产品全年销量达 13992 台。细分品类中，电动搅拌车、电动挖掘机、电动起重机、电动泵车等核心产品市占率均位居行业第一，在新能源工程装备领域形成了显著的先发优势与品牌效应，成为驱动公司营收增长的全新曲线。

图36：公司 412 充电版搅拌车



资料来源：公司官网

图37：公司智混 39 米泵车



资料来源：公司官网

爆款产品持续迭代，精准适配多元施工场景。公司针对不同应用场景定向开发差异化产品，打造多款市场标杆机型。新一代电动 412 搅拌车依托自主电控架构，直击城建施工痛点，凭借大装载、低能耗、高可靠的核心优势，市场认可度持续提升；全新 39 米智混泵车搭载行业首个璇鼎智能混动技术平台，通过六大技术突破实现作业能耗成本降低 54%，行驶里程提升 66%，泵送方量提升 53%，同时可上绿色牌照，在雾霾预警天气仍可正常出勤，具备独有的路权优势，高度适配城市核心区施工场景需求。

电动化与全球化战略协同共振，成为突破海外高端市场的核心抓手。公司电动化产品同步适配海外高端市场准入标准，多款电动产品获得欧盟整车型式认证、CE 认证等国际权威认证，既满足了海外市场的低碳合规要求，也提升了产品溢价能力。依托全球研发布局，公司针对不同区域的工况与法规定向开发新能源机型，持续完善海外新能源产品矩阵，推动公司在全球绿色装备市场抢占先机。

3.3、持续推进数智化转型升级，灯塔工厂建设全球领先

数智化战略全面落地，形成“产品端+制造端”双向赋能的竞争壁垒。公司以数智化为高质量发展的核心引擎，将智能化技术深度融入产品研发、生产制造、运营服务全链条，一方面通过智能产品升级客户价值、拓展应用边界，另一方面通过灯塔工厂提升制造效率、优化生产成本，双轮驱动公司核心竞争力持续提升。

产品智能化持续升级，引领行业无人化施工方向。公司推动工程机械智能化从单机突破向机群协同、成套智慧施工全面跨越，打造了具备远程操控、无人作业、智能诊断、安全防护功能的智能化装备矩阵。Machlink 智能挖掘系统实现精准作业、自动避障、远程管控等功能，大幅提升施工效率与作业安全性，在国际行业展会上获得全球客户高度关注；无人摊压施工方案已在国内 23 个省份实现规模化应用，在最大作业宽度、最大机群规模、最长连续作业时长等核心指标上保持行业纪录，并主导制定 3 项相关行业标准，持续引领行业无人化施工方向。

工业互联网平台深度赋能，全链路数据价值持续释放。公司自主打造的工业互联网 IoT 平台，采用“1+1+N”架构，已覆盖 23 个园区、46 家工厂，连接 1.8 万台生产设备与 3.3 万块能源仪表，基于平台开发能源管理、工艺优化、设备互联等 30 余项融合应用场景，实现设备全生命周期管理与生产过程实时监控。2025 年公司智能体平台年度服务量突破 450 万次，推动 29 项数智化创新项目落地，AI 技术深度赋能研发、营销、服务、生产等全业务环节，持续挖掘数据价值、提升运营效率。

图38：长沙灯塔工厂厂房内部全自动化柔性产线



资料来源：公司官网

图39：昆山挖机灯塔工厂实现全车间 5G 覆盖



资料来源：公司官网

灯塔工厂全球布局，智能制造能力行业领先。公司以灯塔工厂建设为核心抓手，将数字技术、人工智能深度融入生产全流程，打造全球领先的智能制造体系。截至2025年末，公司已在全球建成37座灯塔工厂，其中北京桩机工厂、长沙18号工厂双双获评世界经济论坛“灯塔工厂”，公司也成为全球重工行业唯一拥有两座认证灯塔工厂的企业。长沙18号工厂率先引入工业大模型，实现生产调度、质量检测、设备维修等核心环节的智能自主决策，推动制造精度、生产效率与质量一致性持续优化。昆山挖掘机工厂实现全生产流程5G网络覆盖，生产数据传输延时降至20毫秒；通过模块化产线设计，支持6大系列、42款型号产品柔性共线生产，产品切换时间从4小时大幅压缩至15分钟；视觉质检系统实现缺陷识别准确率99.5%，显著提升质检效率与质量稳定性。

重视研发投入和人才建设，数智化制造体系成效显著。公司秉承“品质改变世界”的使命，每年将销售收入的5%以上用于研发，致力打造世界一流的产品。凭借技术创新实力，公司先后四次荣获“国家科技进步奖”，两次荣获“国家技术发明奖”。公司保持高研发投入水平，产品质量和竞争力持续提升。公司自主研发的iMOM制造运营管理平台、iWMS仓储管理系统、iAPS生产计划系统覆盖率分别达到71%、93%、87%，打通从计划排产、生产执行到仓储物流的全流程数据链路，实现制造过程的透明化、精细化管理。2025年公司通过工业互联网与智能制造技术落地应用，累计实现制造环节降本7200万元，同时产品交付周期、质量稳定性均得到持续改善，为全球化市场拓展与电动化产品规模化量产提供了坚实的制造能力支撑。

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

公司工程机械行业龙头地位稳固，挖掘机械、混凝土机械、起重机械核心板块竞争力持续增强；公司全球化、低碳化、数智化“三化”战略成效显著，海外收入占比提升至 62.73%，海外业务成为公司平滑国内业务周期性波动的核心力量。国内市场方面，“十五五”规划重大工程陆续启动，超长期特别国债与地方政府专项债持续发力托底基建投资，叠加存量设备更新周期上行、环保政策推动老旧设备淘汰、电动化产品渗透率稳步提升，工程机械行业逐步迎来新一轮景气周期。公司作为行业龙头，盈利能力持续提升，经营质量夯实稳健，经营业绩持续稳健增长可期。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 1036.26、1186.68、1348.00 亿元，归母净利润分别为 105.33、130.23、159.87 亿元。

假设条件：

1、2026 年拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元，安排地方政府专项债券 4.4 万亿元，“十五五”规划纲要提出 6 方面 109 项重大工程，“两重”建设项目清单已全部下达，地方化债政策持续推进缓解资金压力。假设在稳增长政策背景下，基建投资维持稳健增长，房地产市场逐步企稳，对工程机械行业需求的边际影响持续减弱，行业整体需求保持复苏态势。

2、假设公司挖掘机械、混凝土机械、起重机械等主营产品市占率稳步提升，各项产品销量增速高于行业平均增速；受益于产品结构升级与更新需求释放，核心产品线盈利水平稳中有升，新能源产品收入保持快速增长。

3、2025 年公司国际主营业务收入达 562.69 亿元，同比增长 15.16%，国际收入占比提升至 62.73%；公司海外业务毛利率达 31.70%，显著高于国内业务毛利率。假设公司全球化战略持续推进，全球研产服布局持续深化，海外出口保持稳健增长，带动公司经营业绩及盈利能力持续提升。

4、公司已在全球建成 37 座灯塔工厂，智能制造与数智化转型成效显著，生产效率提升与制造成本下降效果突出。假设公司数智化降本增效持续推进，叠加供应链精细化管控，预计公司各项板块毛利率将稳中有升。

表5：公司主要产品收入有望持续稳健增长

主营业务	财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
挖掘机械	销售收入（百万元）	30373.60	34543.63	39833.16	44908.50	50167.69
	销售收入增速	9.91%	13.73%	15.31%	12.74%	11.71%
	毛利率	31.82%	34.24%	34.65%	35.18%	35.70%
混凝土机械	销售收入（百万元）	14368.03	15737.92	18614.15	21743.11	24932.47
	销售收入增速	-6.18%	9.53%	18.28%	16.81%	14.67%
	毛利率	20.51%	20.15%	20.52%	20.90%	21.29%
起重机械	销售收入（百万元）	13115.03	15562.97	18053.04	20761.00	23875.15
	销售收入增速	0.89%	18.67%	16.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	27.23%	28.96%	29.50%	30.00%	30.50%
路面机械	销售收入（百万元）	3001.23	3756.83	4508.19	5184.42	5962.09
	销售收入增速	20.75%	25.18%	20.00%	15.00%	15.00%

主营业务	财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
桩工机械	毛利率	27.50%	28.67%	29.00%	30.00%	30.50%
	销售收入（百万元）	2076.07	2819.53	3383.43	4060.12	4669.14
	销售收入增速	-0.44%	35.81%	20.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	32.75%	32.88%	33.00%	33.50%	34.00%
其他	销售收入（百万元）	12897.24	14849.12	17076.49	19637.96	22583.65
	销售收入增速	17.23%	15.13%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	19.39%	17.91%	19.00%	20.00%	21.00%
其他业务	销售收入（百万元）	1942.20	1961.04	2157.14	2372.86	2610.14
	销售收入增速	14.23%	0.97%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	18.84%	20.32%	21.00%	22.00%	22.50%
合计	销售收入（百万元）	77,773.39	89,231.02	103,625.61	118,667.97	134,800.33
	销售收入增速	6.22%	14.73%	16.13%	14.52%	13.59%
	毛利率	26.43%	27.54%	28.05%	28.20%	28.71%

数据来源：Wind、开源证券研究所

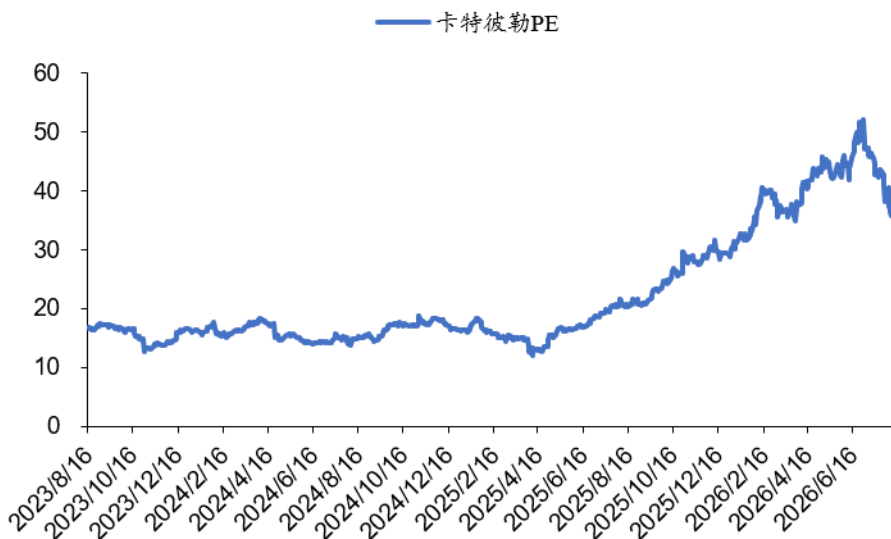
4.2、估值与投资建议

卡特彼勒、徐工机械、中联重科、柳工、山推股份均为工程机械主机厂，与公司主营业务相近，我们选取它们作为可比公司。公司是我国工程机械行业龙头，挖掘机械国内销量连续 15 年蝉联冠军，混凝土机械市占率连续 15 年位居全球首位，大吨位起重机、旋挖钻机等核心产品稳居国内第一品牌，2026 年位列全球工程机械制造商 50 强第 6 位。公司盈利能力与经营效率领跑行业，经营质量夯实稳健；海外收入占比超过 60%，海外收入规模和占比行业领先，全球化布局持续完善；公司电动化、智能化前瞻布局打开长期成长空间。多重因素共同构筑公司竞争优势，估值水平较国内同行高；对标全球工程机械龙头卡特彼勒，卡特彼勒 PE 水平近年来提升至 36 倍左右，公司估值水平仍有较大提升空间。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 105.33、130.23、159.87 亿元，当前股价对应 PE 分别为 16.6、13.5、11.0 倍，维持公司“买入”评级。

表6：可比公司估值

公司	代码	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
徐工机械	000425.SZ	8.11	0.56	0.71	0.90	1.09	20.7	11.4	9.0	7.4
中联重科	000157.SZ	7.02	0.56	0.68	0.83	0.99	15.4	10.3	8.5	7.1
柳工	000528.SZ	8.07	0.79	0.96	1.20	1.44	15.0	8.4	6.7	5.6
山推股份	000680.SZ	10.39	0.81	0.99	1.19	1.41	14.8	10.5	8.7	7.4
均值							16.5	10.2	8.2	6.9
三一重工	600031.SH	19.05	0.91	1.15	1.42	1.74	20.5	16.3	13.2	10.8

数据来源：Wind、开源证券研究所（股价日期为 2026 年 8 月 20 日，徐工机械、中联重科、柳工、山推股份数据来自 Wind 一致预期）

图40：卡特彼勒历史 PE 水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

5、风险提示

基建、房地产投资不及预期风险。基建、房地产投资是公司所在工程机械行业的重要下游领域，若重大基建项目开工进度不及预期、财政资金落地偏慢，或房地产市场修复力度弱于预期，将对公司产品需求产生重要影响。

市场非理性竞争风险。工程机械行业内竞争激烈，主要产品价格竞争时有发生；若部分竞争对手存在非理性竞争行为，可能会对公司销售和利润造成不利影响。

海外贸易环境恶化风险。公司海外业务收入占比较高，海外业务面临地缘政治、贸易摩擦等多方面因素的影响；若海外贸易环境恶化或区域需求大幅下滑，将对公司经营造成不利影响。

汇率大幅波动风险。公司海外业务收入占比较高，经营活动涉及美元、欧元及多国新兴市场本币等多币种结算，人民币汇率若出现大幅单边波动，将直接产生汇兑损益，影响当期利润表现。

原材料、航运价格大幅上涨风险。若钢材等原材料价格或航运价格大幅上涨，将会导致公司生产成本上升，将对公司盈利能力产生不利影响。

数智化转型落地不及预期风险。公司持续推进灯塔工厂建设与全链路数智化升级，若相关技术落地、产线适配与效能释放进度不及预期，可能影响公司降本增效的推进效果。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	101505	124298	141219	158143	185163
现金	20383	38451	54326	70827	91490
应收票据及应收账款	25914	26024	29552	26829	34430
其他应收款	2943	2805	3870	3774	4909
预付账款	971	1112	1307	1463	1683
存货	19948	22527	20076	22523	20189
其他流动资产	31347	33380	32088	32728	32461
非流动资产	50640	49001	50794	52407	53730
长期投资	2425	2489	2599	2713	2827
固定资产	22369	21115	22629	24282	25845
无形资产	4858	4544	4417	4123	3740
其他非流动资产	20988	20853	21149	21288	21318
资产总计	152145	173299	192013	210550	238892
流动负债	63669	71856	82428	90964	106739
短期借款	5953	9128	9128	9128	9128
应付票据及应付账款	28654	36064	43462	53345	64157
其他流动负债	29062	26664	29838	28491	33454
非流动负债	15474	12011	11065	9930	8507
长期借款	11556	7853	6907	5772	4349
其他非流动负债	3918	4158	4158	4158	4158
负债合计	79143	83868	93493	100894	115246
少数股东权益	1078	1100	1312	1539	1818
股本	8475	9195	9195	9195	9195
资本公积	5172	18467	18467	18467	18467
留存收益	60353	63148	70029	78373	88788
归属母公司股东权益	71924	88331	97209	108117	121828
负债和股东权益	152145	173299	192013	210550	238892

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	14814	19975	22436	25541	28227
净利润	6093	8488	10744	13250	16266
折旧摊销	3259	3207	2742	3172	3643
财务费用	202	-312	458	204	-90
投资损失	-643	-427	-410	-326	-451
营运资金变动	4910	7338	7644	8658	8587
其他经营现金流	994	1682	1257	582	272
投资活动现金流	-1158	-17909	-1905	-5735	-4068
资本支出	2938	2771	4425	4671	4852
长期投资	-2309	-20257	-110	-114	-114
其他投资现金流	4090	5119	2630	-950	898
筹资活动现金流	-10279	1576	-4656	-3305	-3496
短期借款	1838	3175	0	0	0
长期借款	-12000	-3703	-947	-1135	-1423
普通股增加	-11	720	0	0	0
资本公积增加	-78	13295	0	0	0
其他筹资现金流	-28	-11912	-3709	-2171	-2072
现金净增加额	3435	3328	15875	16500	20663

利润表	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	77773	89231	103626	118668	134800
营业成本	57217	64660	74555	85200	96104
营业税金及附加	431	518	563	670	756
营业费用	5464	6415	7565	8425	9436
管理费用	2996	2589	3109	3560	3909
研发费用	5381	5033	5907	6527	7414
财务费用	202	-312	458	204	-90
资产减值损失	-201	-138	-155	-178	-135
其他收益	866	682	857	793	800
公允价值变动收益	110	-358	-119	-87	-114
投资净收益	643	427	410	326	451
资产处置收益	46	-123	3	-20	-24
营业利润	6995	9936	11324	14441	18116
营业外收入	120	145	147	128	135
营业外支出	207	174	161	167	177
利润总额	6908	9907	11310	14402	18074
所得税	815	1420	565	1152	1807
净利润	6093	8488	10744	13250	16266
少数股东损益	137	80	211	227	279
归属母公司净利润	5956	8408	10533	13023	15987
EBITDA	10677	13295	14407	17660	21491
EPS(元)	0.65	0.91	1.15	1.42	1.74

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	6.2	14.7	16.1	14.5	13.6
营业利润(%)	30.9	42.0	14.0	27.5	25.4
归属于母公司净利润(%)	31.5	41.2	25.3	23.6	22.8
获利能力					
毛利率(%)	26.4	27.5	28.1	28.2	28.7
净利率(%)	7.7	9.4	10.2	11.0	11.9
ROE(%)	8.3	9.5	10.9	12.1	13.2
ROIC(%)	6.8	7.8	9.4	10.5	11.5
偿债能力					
资产负债率(%)	52.0	48.4	48.7	47.9	48.2
净负债比率(%)	4.8	-17.5	-34.6	-47.0	-59.5
流动比率	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7
速动比率	1.0	1.2	1.2	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3.1	3.5	3.8	4.3	4.5
应付账款周转率	2.9	2.7	2.5	2.3	2.1
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.91	1.15	1.42	1.74
每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	2.17	2.44	2.78	3.07
每股净资产(最新摊薄)	7.82	9.61	10.57	11.76	13.25
估值比率					
P/E	29.4	20.8	16.6	13.5	11.0
P/B	2.4	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	15.8	10.9	9.0	6.3	4.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

28 / 30

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn