国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 11 月 05 日

同力股份（920599.BJ）

买入（首次评级）

公司深度研究

证券研究报告

宽体自卸车龙头出海，智能化加速

机械组

分析师：满在朋（执业 S1130522030002）

manzaipeng@gjzq.com.cn

分析师：李嘉伦（执业 S1130522060003）

lijialun@gjzq.com.cn

市价（人民币）：18.65 元

目标价（人民币）：29.76 元

投资逻辑：

公司是国内非公路宽体自卸车开创者与龙头，2004 年研制出全球首台宽体自卸车。据临工重机招股书和观研天下，2025 年公司国内宽体自卸车市占率为 40%左右，行业领先。公司营收从 2015 年的 2.1 亿元增长到 2025 年的 63.9 亿元，营收规模快速跃升。

下游矿山资本开支上行，矿山运输设备市场持续扩容。根据彭博，预计 2026 年全球主要矿山企业资本开支将增长 18.67%到 680 亿美元，带动下游矿山设备需求提升。据 Statista 和弗若斯特沙利文数据，全球矿山运输设备市场规模 2025 年达 2127 亿元，2026E-2030E 复合增速为 7.8%，市场持续扩容。

电动化、智能化为产品迭代的核心趋势，公司布局领先。电动化方面，据灼识咨询，国内新能源宽体自卸车市场规模预计由 2024 年的 27 亿元增至 2029 年达 169 亿元，2024-2029E 复合增速 44.4%；无人化方面，弗若斯特沙利文预计国内无人驾驶解决方案市场规模将从 2025 年的 38 亿元提升至 2030 年的 223 亿元，复合增速高达 42.5%，无人驾驶矿卡销量渗透率也将快速提升。当前公司 DTH145 新能源无人驾驶宽体车已批量应用于西藏玉龙铜矿，新能源与无人化布局全面领先。

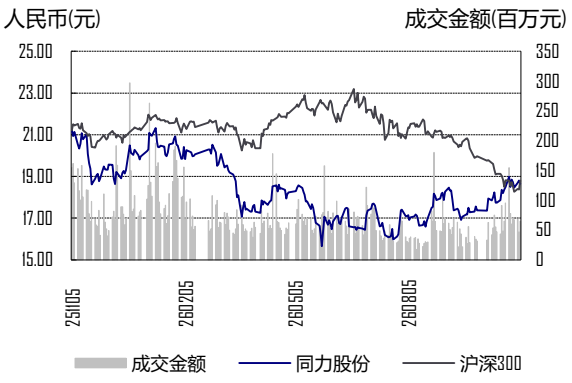
海外市场成为第二增长曲线，公司后市场服务表现亮眼。非洲、拉美等新兴市场基建与矿业需求爆发，公司主推市场与行业出口结构增量精准匹配。公司海外盈利弹性持续释放，26H1 国外营收达 7.1 亿元，同比增长 45.1%；且 2025 年国外业务毛利率 34.1%，高出国内 13.3 个百分点。海外客户对后市场服务需求强烈，公司积极响应加速布局，2021 年-2025 年公司配件业务营收从 1.0 亿元提升至 3.6 亿元，复合增速高达 37.7%；26H1 公司配件业务营收更是同比大增 97.4%，据公司投资者交流披露，未来公司后市场服务收入占比有望提升至 20%以上。

盈利预测、估值和评级

预计公司 26-28 年归母净利润为 10.05、11.47、13.07 亿元，对应 PE 分别为 8.6/7.5/6.6 倍。考虑到下游需求持续向好叠加公司国外高毛利业务高增，给予公司 27 年 12xPE，目标价 29.76 元，给予公司“买入”评级。

风险提示

工程机械行业波动风险；新能源与无人驾驶竞争加剧风险；海外市场拓展不及预期风险；应收账款及现金流风险；原材料价格波动风险；无实际控制人风险。



公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6,145	6,389	7,251	8,149	9,197
营业收入增长率	4.85%	3.98%	13.49%	12.38%	12.86%
归母净利润(百万元)	793	839	1,005	1,147	1,307
归母净利润增长率	29.03%	5.83%	19.74%	14.13%	13.94%
摊薄每股收益(元)	1.733	1.815	2.173	2.480	2.825
每股经营性现金流净额	3.21	0.85	1.73	2.16	2.40
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.54%	23.28%	22.30%	20.63%	19.29%
P/E	7.36	11.42	8.58	7.52	6.60
P/B	1.88	2.66	1.91	1.55	1.27

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1 公司是国内宽体自卸车龙头，“产品+服务+出海”共筑长期成长动能 5
1.1 国内宽体自卸车行业龙头，新能源与无人化趋势下品类持续丰富 5
1.2 经营业绩持续向好，研发加码、出海提速下长期成长动能充足 6
1.3 三大子公司协同布局，股权激励彰显业绩信心 8
2 下游需求持续向好，绿色化、无人化与全球化驱动行业发展 9
2.1 下游需求：露天煤矿为主，有色需求加速，矿山运输设备市场持续扩容 9
2.2 绿色化与智能化双轮驱动，宽体自卸车迎来技术与需求双重变革 14
2.3 新兴市场矿山与基建共振，出海打开广阔成长空间 19
3、公司实现新能源和无人化核心突破，海外业务打开成长空间 22
3.1 公司依托技术革新与产品研发，新能源及无人化持续引领行业 22
3.2 公司海外高性价比产品加速替代，多渠道与后市场服务共筑增长极 24
4、盈利预测与投资建议 26
4.1 盈利预测 26
4.2 投资建议 27
风险提示 28

图表目录

图表 1： 2025 年公司国内宽体自卸车市占率行业领先 5
图表 2： 2026H1 公司宽体自卸车业务营收占比 90.6% 5
图表 3： 公司 2004 年首创非公路宽体自卸车品类，廿载持续深耕巩固龙头地位 5
图表 4： 公司产品矩阵可分为五大板块，其中非公路宽体自卸车为核心产品 6
图表 5： 2026 前三季度公司营收增长提速 6
图表 6： 2026 前三季度公司归母净利同比增长 20.4% 6
图表 7： 2025 年公司净利率达 13.1% 7
图表 8： 公司宽体自卸车业务毛利率同业领先 7
图表 9： 2025 年公司研发费用为 2.2 亿元 7
图表 10： 公司研发费用率后来居上，2025 年达 3.4% 7
图表 11： 2026H1 公司海外业务占比提升至 20.1% 8
图表 12： 公司国外业务毛利率显著高于国内业务毛利率 8
图表 13： 公司通过三大子公司构建“新能源+全球化+后市场”业务矩阵 8
图表 14： 公司 2023-2024 两个行权期业绩考核目标均超额达成 9
图表 15： 矿用自卸车结构示意图 9

图表 16： 非公路宽体车具备经济性、安全性和稳定性优势 10
图表 17： 非公路自卸车下游需求以露天煤矿为主，26H1 有色金属占比快速提升 10
图表 18： 2025 年 9 月以来煤炭价格持续提升，至 2026 年 10 月已增至 1051 元/吨 11
图表 19： 全球煤炭市场规模预期将温和抬升，2030 年有望达到 8508.2 亿美元 11
图表 20： 2026 年煤炭规模以上企业营收增速大幅提升 12
图表 21： 2026 年煤炭规模以上企业利润增速大幅提升 12
图表 22： 多数金属目前存在较大远期供应缺口 12
图表 23： 关键金属远期需求潜力展望 12
图表 24： 沪铜价升至 109860 元/吨 12
图表 25： 铜的供给端远期仍存在较大缺口 12
图表 26： 2015-2025 年智利综合铜矿品位不断下降 13
图表 27： 2016-2025 年中国铜矿出矿品位阶梯式下降 13
图表 28： 2026 年全球矿业资本开支持续上行（十亿美元） 13
图表 29： 全球矿山设备中运输设备 26E-30E CAGR 最高 14
图表 30： 中国矿山设备中运输设备 26E-30E CAGR 最高 14
图表 31： 全球矿山运输设备市场竞争格局 14
图表 32： 新能源宽体自卸车具备零排放、低噪音、能耗与维保成本更低的优势 15
图表 33： 新能源宽体自卸车分为纯电动、混合动力与氢燃料电池三大路线 15
图表 34： 2023 年以来政策密集加码，助力新能源宽体自卸车发展 16
图表 35： 国产新能源工程机械市场中宽体自卸车扩张最快，2024-2029E CAGR 达 44.4%. 17
图表 36： 国内新能源宽体自卸车行业集中度高，公司 2024 年出货量位列行业第二. 17
图表 37： 无人驾驶政策密集推进，无人矿卡规模化应用加速 18
图表 38： 中国矿区无人驾驶市场规模 2030 年有望达到 223 亿元 19
图表 39： 中国无人驾驶矿卡渗透率快速提升 19
图表 40： 中国无人驾驶矿卡中百吨及以下车型占比最高 19
图表 41： 2026E-2030E 全球矿山设备市场规模持续提升，中国、拉丁美洲、中东及拉丁美洲市场有望高速增长 20
图表 42： 2025 年中国工程机械出口结构向新兴市场倾斜，非洲占比跃升 20
图表 43： 非洲采矿项目密集，持续推动矿山运输设备需求提升 21
图表 44： 1950-2023 年非洲人口快速增长至 14.6 亿人，复合增速达 2.6%. 21
图表 45： 中企对外矿业与基建投资密集推进，项目集中分布于亚洲、非洲与中东 22
图表 46： 在研项目进入收获期，新能源产品持续升级 23
图表 47： 公司与临工重机宽体自卸车参数对比 23
图表 48： 公司自主创新和联合研发并行，持续扩充矿区无人驾驶产品矩阵 23
图表 49： 公司新能源及无人驾驶车占比迅速扩张 24

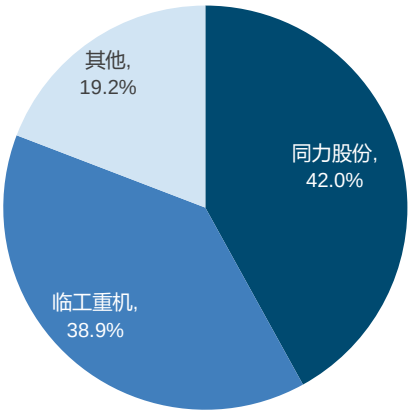
图表 50： 2026H1 公司新能源产品营收占比达到 65% 24
图表 51： 公司宽体自卸车经济性显著优于海外巨头刚性矿卡产品 24
图表 52： 2026H1 力拓集团资本开支持续扩张 25
图表 53： 2026H1 紫金矿业资本开支高增 25
图表 54： 公司海外业务渠道及相应布局 25
图表 55： 26H1 公司海外营收同比大增 45.1% 26
图表 56： 26H1 公司后市场配件业务营收同比提升 97.4% 26
图表 57： 盈利预测 27
图表 58： 可比公司估值比较 27

1 公司是国内宽体自卸车龙头，“产品+服务+出海”共筑长期成长动能

1.1 国内宽体自卸车行业龙头，新能源与无人化趋势下品类持续丰富

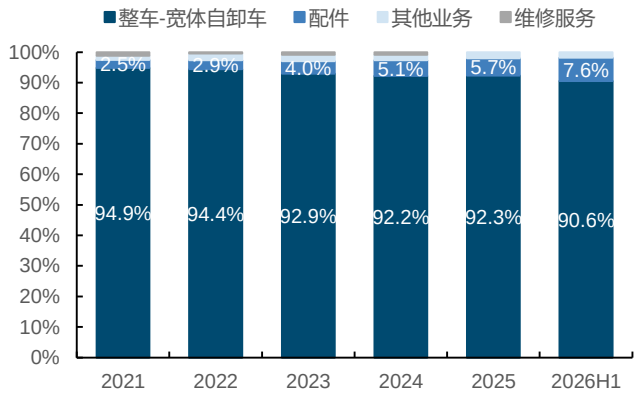
同力股份是国内宽体自卸车行业龙头，2025 年国内市占率达 42%。据临工重机港股招股说明书及观研天下数据，2025 年国内宽体自卸车市场呈双寡头格局，公司市占率为 40%左右，行业领先；CR2 约 80%，行业集中度持续处于高位。业务结构方面，宽体自卸车整车长期为公司核心收入来源，2021-2025 年营收占比始终保持在 92%以上，收入结构在保持整车基本盘的同时向多元化、高毛利环节延伸，龙头地位稳固且盈利韧性不断增强。

图表1：2025 年公司国内宽体自卸车市占率行业领先



来源：iFinD，临工重机港股招股说明书，观研天下，国金证券研究所

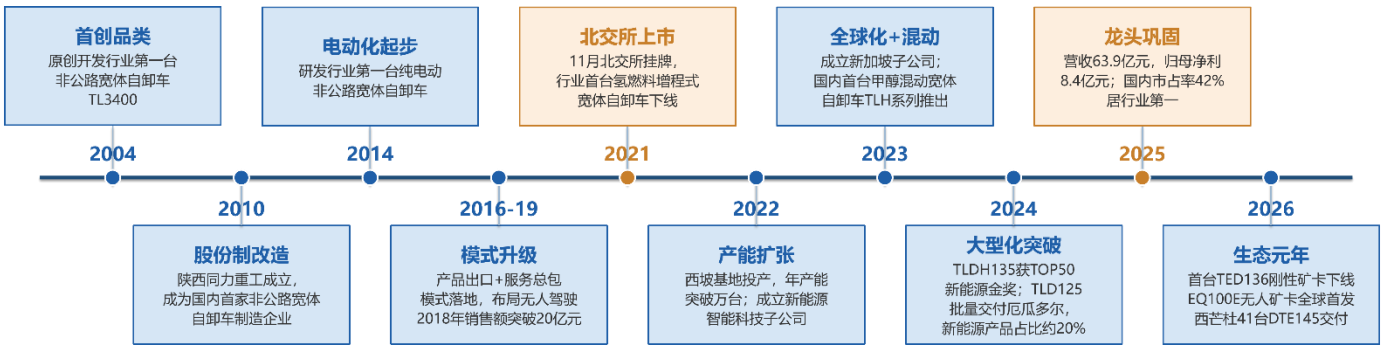
图表2：2026H1 公司宽体自卸车业务营收占比 90.6%



来源：iFinD，国金证券研究所

公司作为非公路宽体自卸车品类开创者，二十年来持续深耕铸就国内市场龙头地位。同力股份自 2004 年研制出全球首台宽体自卸车，2004-2008 年实现神华武家塔矿批量替代；2009-2011 年咸阳基地投产、完成股份制改造，迎来第一个发展高峰；2012-2015 年调整期坚守主业，接连推出第三代、第四代自动挡产品并研制行业首台纯电动矿车，为后续新能源竞争打下基础；2016-2019 年开启“产品出口+服务总包”模式并布局无人驾驶，2018 年销售额突破 20 亿元；2020 年以来进入高质量发展期，伴随西坡基地万台产能投产，公司于 2021 年 11 月 15 日在北交所上市，新能源与氢能产品也相继下线，2025 年公司国内宽体自卸车行业市占率达 40%左右，行业领先。

图表3：公司 2004 年首创非公路宽体自卸车品类，廿载持续深耕巩固龙头地位



来源：公司官网，国金证券研究所

公司产品可分为五大板块，其中非公路宽体自卸车为其核心产品，2026H1 公司宽体自卸车业务营收占比 90.6%。分产品类型来看，非公路宽体自卸车板块最为完善，形成 TL87/TL84/TL89 燃油系列、自动挡系列、TLH 混动系列和 TLE 纯电系列的完整谱系，覆盖燃油和新能源双重需求；矿用自卸车板块以新能源矿用自卸车为主，承接露天矿山设备大型化趋势下对大吨位刚性矿卡的替代需求；矿用挖掘机板块分别布局燃油与新能源两款产品，帮助公司向矿山“挖装运”一体化设备供应商迈进；地下运输设备板块包括 UQ 系列地下自卸车和 TLK 系列井下运矿车，通过向井工矿场景延伸，与露天产品形成互补；而非

公路特种用途设备则涵盖 TLS755、TLV755、TLT105、桥梁运输车等改装与专用车型，服务洒水、桥梁架设等特种工况。产品矩阵的广谱化使公司得以从单一整车供应商升级为工程运输整体解决方案提供商，并且通过在燃油、纯电、混动三大路线上的全系列布局，在行业绿色化渗透率快速提升的背景下构成差异化竞争壁垒。

图表4：公司产品矩阵可分为五大板块，其中非公路宽体自卸车为核心产品

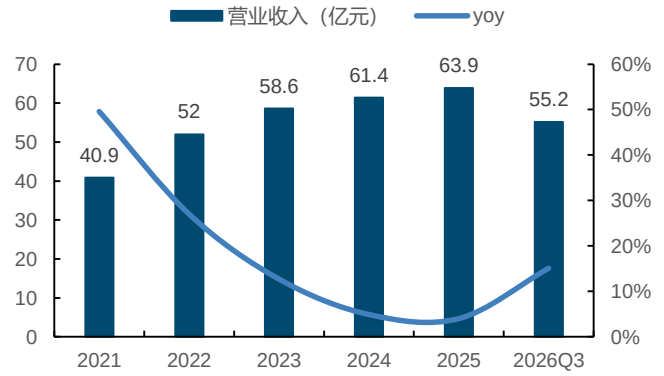


来源：公司官网，国金证券研究所

1.2 经营业绩持续向好，研发加码、出海提速下长期成长动能充足

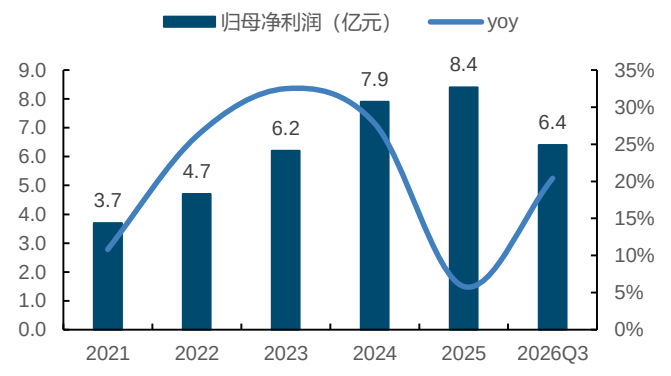
公司营收持续向好，归母净利不断增加。收入端，2021-2025 年公司营收规模持续扩容，营业收入由 40.9 亿元增长至 63.9 亿元，主要源于宽体自卸车业务的持续增长。2026 年前三季度公司经营态势明显向好，实现营业总收入 55.2 亿元，同比增长 15.1%。利润端，2021-2025 年公司归母净利润同步持续走高，由 3.7 亿元逐步提升至 8.4 亿元，盈利成长性突出。2026 年前三季度公司盈利能力进一步增强，实现归母净利润 6.4 亿元，较上年同期增长 20.4%。整体经营基本面持续向好、盈利质量持续增强。

图表5：2026 前三季度公司营收增长提速



来源：iFinD，国金证券研究所

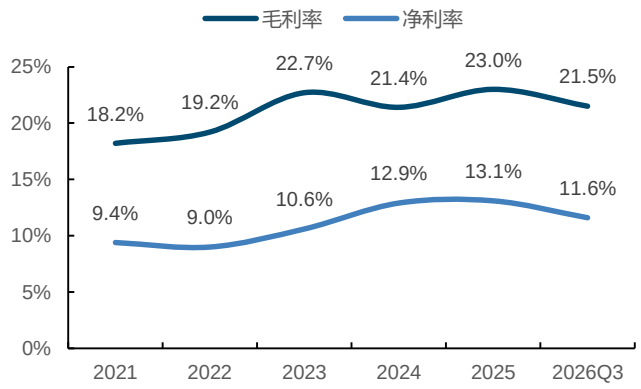
图表6：2026 前三季度公司归母净利同比增长 20.4%



来源：iFinD，国金证券研究所

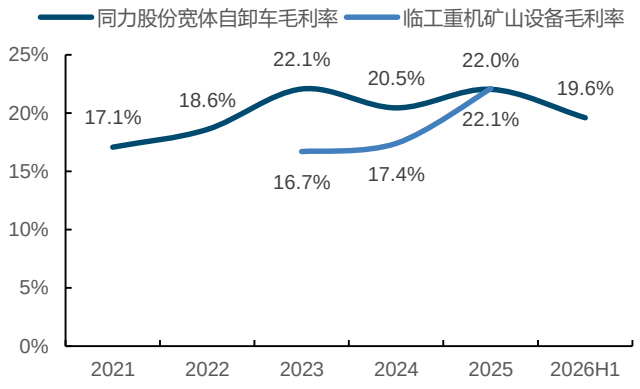
盈利能力波动提升，毛利率长期领先同业。2021-2025 年公司毛利率由 18.2%提升至 23.0%，2026 年前三季度毛利率为 21.5%，主要受行业价格竞争及产品结构阶段性波动影响；同期净利率由 2021 年的 9.4%提升至 2025 年的 13.1%，2026 年前三季度净利率为 11.6%。与同业对比，公司宽体自卸车业务毛利率 2021-2025 年由 17.1%提升至 22.0%，整体领先其同业竞争对手临工重机。短期毛利率虽有所回落，但盈利中枢较 2021 年已明显上移，公司盈利质量与竞争优势依然突出。

图表7：2025 年公司净利率达 13.1%



来源：iFinD，国金证券研究所

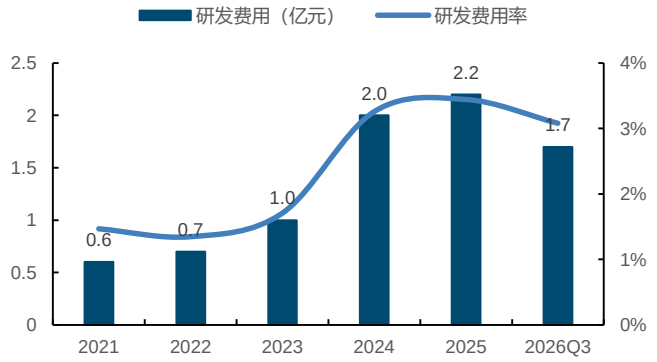
图表8：公司宽体自卸车业务毛利率同业领先



来源：iFinD，国金证券研究所

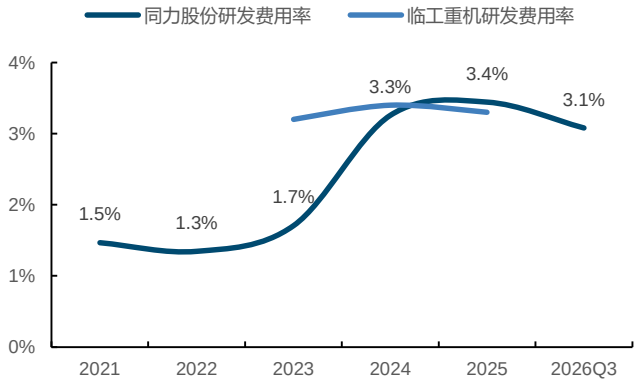
研发投入大幅加码，研发费用率后来居上赶超同业。2021-2025 年公司研发费用由 0.6 亿元增至 2.2 亿元，四年增长约 2.7 倍，2026 年前三季度研发费用 1.7 亿元，研发投入强度延续高位。研发费用率由 2021 年的 1.5%提升至 2025 年的 3.4%，后来居上超过 2025 年临工重机 3.3%的研发费用率，达到同业领先水平，2026 年前三季度研发费用率保持在 3.1%的高位。研发投入的快速加码，支撑公司在混合动力、纯电动宽体自卸车及矿区无人驾驶等领域保持产品迭代领先，巩固长期竞争优势。

图表9：2025 年公司研发费用为 2.2 亿元



来源：iFinD，国金证券研究所

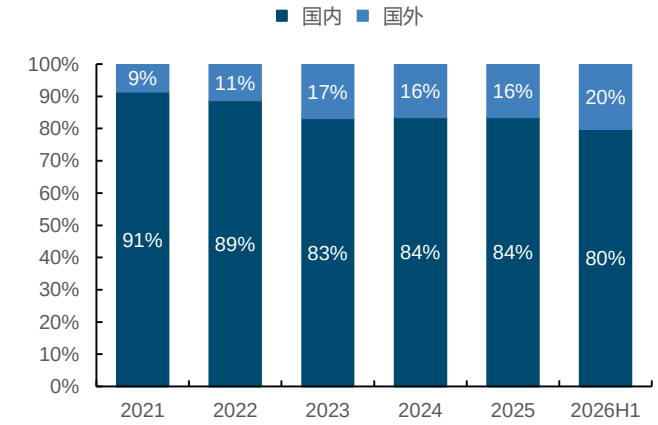
图表10：公司研发费用率后来居上，2025 年达 3.4%



来源：iFinD，国金证券研究所

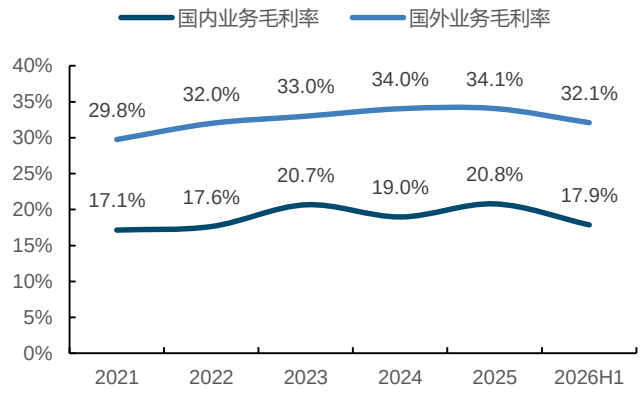
海外收入占比持续提升，全球化战略成效初显。2021-2025 年，公司海外业务收入占比由 8.6%提升至 16.5%，2026 年上半年海外收入占比进一步跃升至 20.1%，海外已成为公司第二增长曲线。盈利水平上，国内业务毛利率 2021-2025 年由 17.1%提升至 20.8%，国外业务毛利率由 2021 年的 29.8%提升至 2025 年的 34.1%，整体高于国内 10-15 个百分点。随着公司海外收入占比持续提升及产品高端化、本地化服务网络完善，海外业务对公司收入和利润的贡献弹性有望进一步释放。

图表11：2026H1 公司海外业务占比提升至 20.1%



来源：iFinD，国金证券研究所

图表12：公司国外业务毛利率显著高于国内业务毛利率

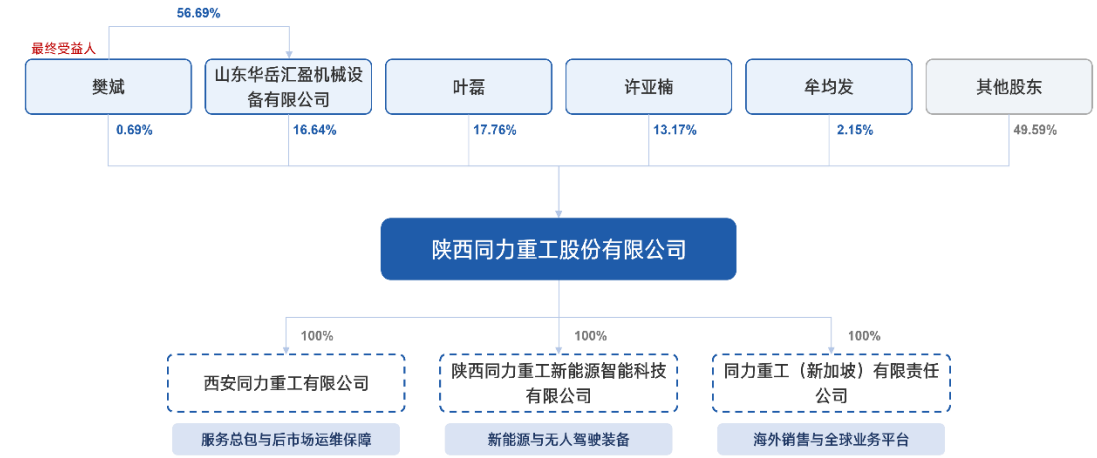


来源：iFinD，国金证券研究所

1.3 三大子公司协同布局，股权激励彰显业绩信心

通过三大子公司构建“新能源+全球化+后市场”业务矩阵。股权结构方面，最终受益人樊斌直接持股 0.59%，并通过山东华岳汇盈机械设备有限公司间接持股 9.43%，无实际控制人，股权结构较为分散。子公司布局方面，公司全资控股西安同力重工有限公司，承担服务总包与后市场运维保障职能，夯实全生命周期服务收入基础；全资控股陕西同力重工新能源智能科技有限公司，聚焦新能源与无人驾驶装备研发制造，承接行业电动化、智能化转型机遇；全资控股同力重工（新加坡）有限责任公司，作为海外销售与全球业务平台，支撑公司海外市场拓展与全球化布局。三大子公司分别聚焦新能源产品、出海全球化与后市场服务，分工明确、协同互补，与公司“产品+服务+出海”的发展战略深度契合。

图表13：公司通过三大子公司构建“新能源+全球化+后市场”业务矩阵



来源：iFinD，国金证券研究所

多轮次激励体系彰显公司业绩信心。公司 2023 年股票期权激励计划覆盖董事长、总经理及核心员工等 24 名骨干，2023、2024 年度业绩考核指标均达成，第一个行权期 500 万份期权激励对象已全部行权；2025 年第二个行权期条件再次成就，激励对象按 3.35 元/份行权价行权，较 21 元左右市价浮盈丰厚。公司 2024 年回购股份并明确用于 2025 年新一轮股权激励计划，与 2022 年员工持股计划和 2023 年股票期权激励共同构成多轮次激励体系，为团队稳定与公司战略发展提供制度化保障。

图表14：公司2023-2024两个行权期业绩考核目标均超额达成

项目	2023年第一个行权期	2024年第二个行权期
激励规模	400万份	400万份
激励占比	50%	50%
行权价格	4.04元/份	3.35元/份
覆盖人数	12人	12人
激励对象	公司核心员工	公司董事及核心员工
考核目标	· 以2021年营业收入为基数，2023年营收增长率不低于34%； · 以2021年净利润为基数，2023年净利润增长率不低于33%。	· 以2021年营业收入为基数，2024年营收增长率不低于41%； · 以2021年净利润为基数，2024年净利润增长率不低于38%
考核结果	· 2023年营业收入58.60亿元，增长率约43.1%； · 2023年净利润5.90亿元，增长率约72.7%。	· 2024年营业收入61.45亿元，增长率50.08%； · 2024年净利润7.76亿元，增长率121.05%。

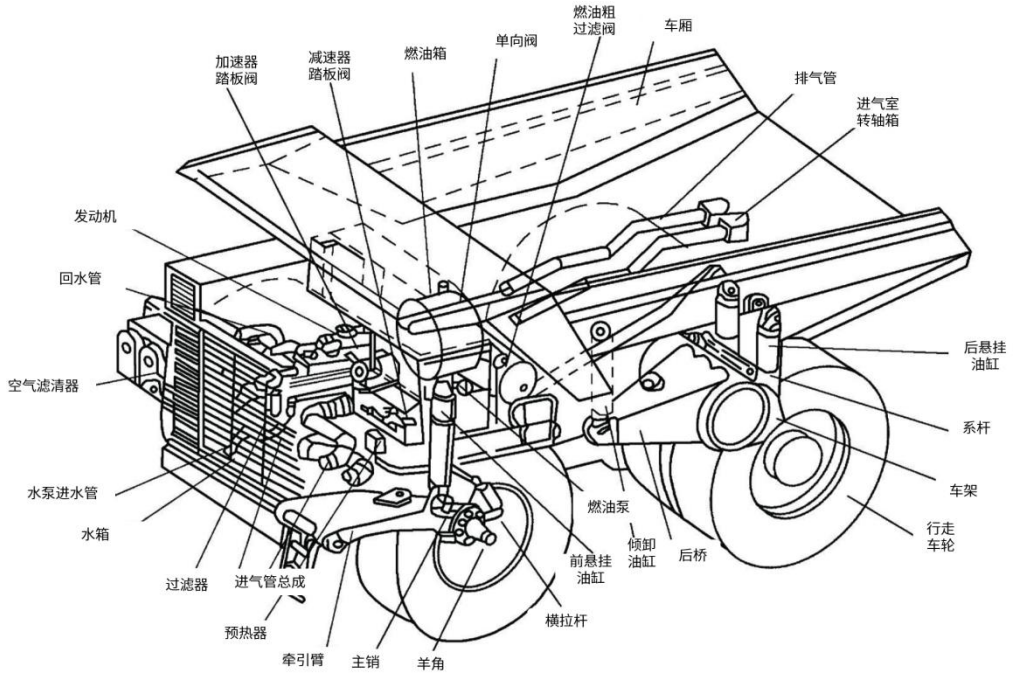
来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所

2 下游需求持续向好，绿色化、无人化与全球化驱动行业发展

2.1 下游需求：露天煤矿为主，有色需求加速，矿山运输设备市场持续扩容

非公路自卸车是在重卡和工程机械基础上针对矿山等非公路工况定向开发的自卸运输装备。非公路自卸车的底盘在重卡和工程机械技术平台上，针对矿山、水利水电工程等特定工况全新定义设计，发动机、变速箱、车桥等总成件多采用重卡及工程机械成熟批量零部件，制造成本略高于公路自卸车、远低于矿用自卸车。因其运营于封闭矿山工地，不受汽车及公路法规对载重、宽度的限制，动力性、承载能力与安全性大幅优于公路自卸车，有效解决了重型卡车矿用适应性差、刚性矿卡又价格昂贵的行业痛点，广泛应用于露天矿山、大型基建及港口物流场景。

图表15：矿用自卸车结构示意图



来源：《矿山工程机械》，国金证券研究所

非公路宽体车兼具经济性、安全性与稳定性，综合性价比最优。与公路用重型卡车和刚性矿车相比，宽体矿车额定荷载 40-90 吨，介于重卡 10-30 吨与刚性矿车 120-400 吨之间，填补了大吨位运输的市场空白；新购置价格 50-100 万元，每载重吨估算单价仅 1.0-1.2 万元/吨，显著低于刚性矿车的 2.5-5.0 万元/吨，与重卡基本持平，但重卡非公路路况下寿命仅 1-2 年，而宽体矿车使用寿命 3-5 年，具备明显全生命周期成本优势。安全性方面，宽体矿车采用柔性铆接车架或刚性焊接车架，专用于非公路场景，安全性优于公路用重型卡车。此外，宽体矿车运营维护成本低、售后服务便捷性高，相较刚性矿车更贴合矿山实际运营需求。

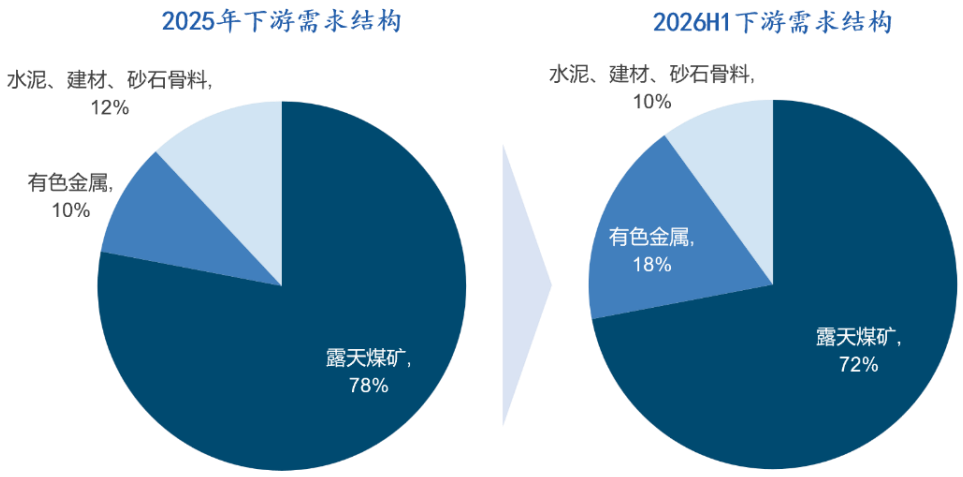
图表16：非公路宽体车具备经济性、安全性和稳定性优势

项目	宽体矿车	公路用重型卡车	刚性矿车
车架结构	柔性铆接车架或刚性焊接车架	柔性铆接车架	刚性焊接车架
行驶道路	非公路	公路/非公路	非公路
路面适应性	中	低	高
额定荷载	40-90 吨	10-30 吨	120-400 吨
使用寿命	中，一般 3-5 年	短，非公路路况下 1-2 年	长，一般 5 年以上
安全性	高	低	高
新购置价格	50-100 万元	20-60 万元	400-1500 万元
每载重吨估算单价	1.0-1.2 万元/吨	1.0-1.5 万元	2.5-5.0 万元/吨
运营维护成本	低	中	高
售后服务便捷性	高	高	低

来源：《关于临工重机股份有限公司首次公开发行股票并在主板上市申请文件的审核问询函的回复报告》，国金证券研究所

非公路自卸车下游需求以露天煤矿为主，2026H1 有色金属占比快速提升。从下游需求结构看，露天煤矿仍是非公路自卸车最核心的应用场景，2025 年露天煤矿需求占比达 78%，2026H1 略降至 72%，仍居绝对主导；而有色金属矿山占比由 2025 年的 10%快速提升至 2026H1 的 18%，成为增长最快的下游领域；而 2026H1 水泥建材及砂石骨料占比为 10%。下游需求结构变化反映出，随着铜、金等有色金属矿山资本开支回暖、露天矿山大型化与智能化改造加速，非公路自卸车的需求结构从煤矿单一驱动向煤与有色共同驱动演进，有色金属需求的快速增长为矿山运输设备厂商打开了第二增长曲线。

图表17：非公路自卸车下游需求以露天煤矿为主，26H1 有色金属占比快速提升



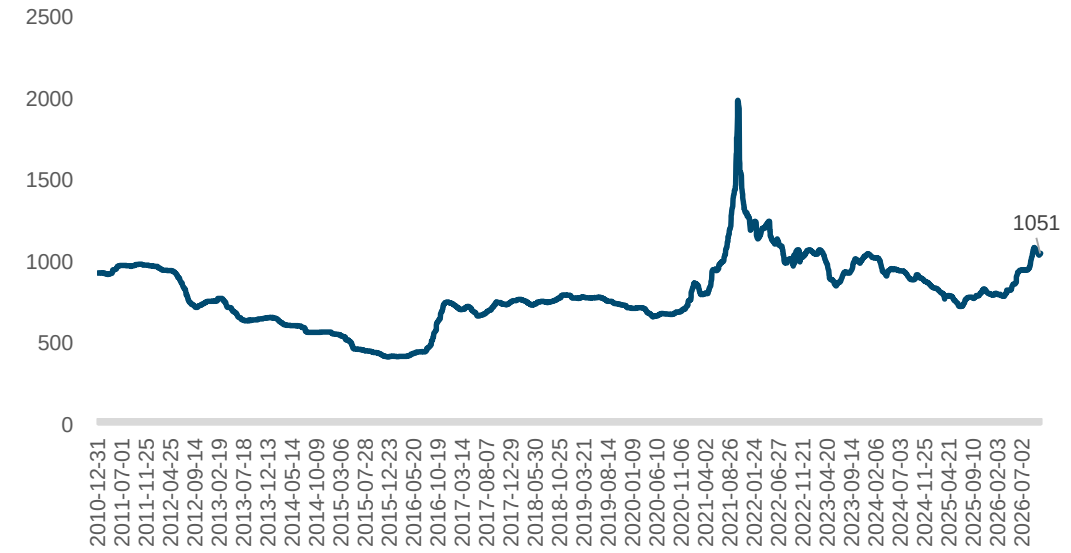
来源：iFinD，国金证券研究所

2.1.1 露天煤矿：煤价回升市场规模平稳增长，煤企盈利向好资本开支有望提升

煤炭价格自 2025 年 9 月触底以来持续回升，2026 年 10 月已升至 1051 元/吨。煤价 2021 年一度冲高至约 1940 元/吨，此后进入长达四年的下行通道，2025 年年中跌至约 745 元/

吨、逼近历史低位；2025 年 9 月起价格企稳反弹，至 2026 年 10 月累计回升约 41%，达到 1051 元/吨。煤价回升一方面源于供给端受“反内卷”查超产、煤矿安监趋严压制国内产量，印尼限制出口叠加国际能源价格大涨使进口煤到岸价远高于内贸煤，进口量明显收缩；另一方面源于需求端火电、煤化工用煤随用电负荷高增与油价高位持续回暖。

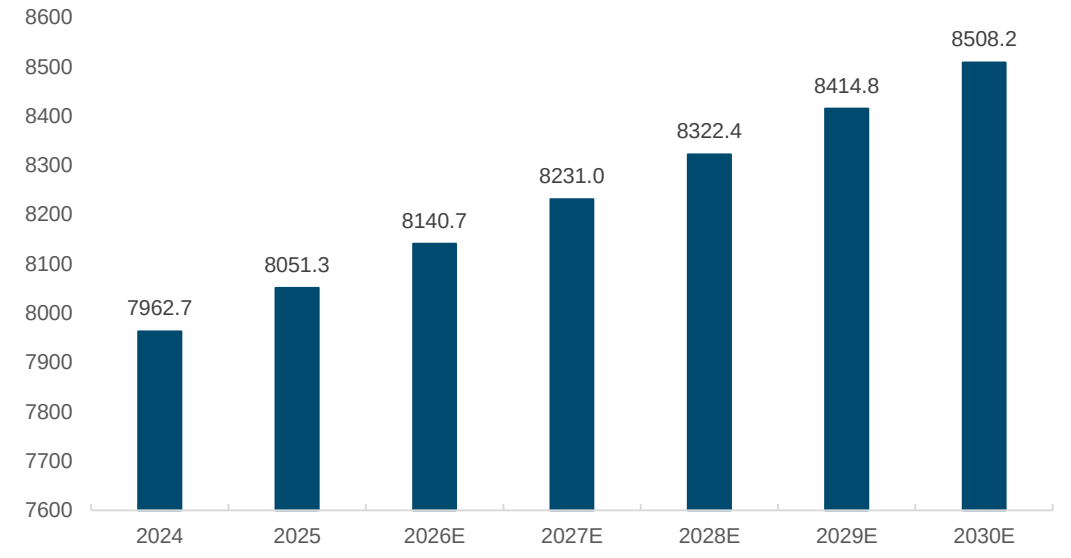
图表 18：2025 年 9 月以来煤炭价格持续提升，至 2026 年 10 月已增至 1051 元/吨



来源：iFinD，国金证券研究所

全球煤炭市场规模预计温和抬升，2030 年有望达到 8508.2 亿美元。据 Market Research Future 数据，全球煤炭市场规模将从 2025 年的 8051.3 亿美元攀升至 2030 年的 8508.2 亿美元，2025-2030 年复合增速约 1.1%，整体温和增长。

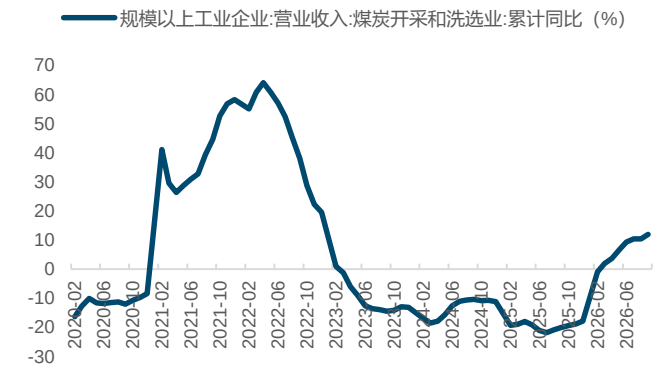
图表 19：全球煤炭市场规模预期将温和抬升，2030 年有望达到 8508.2 亿美元



来源：Market Research Future，国金证券研究所

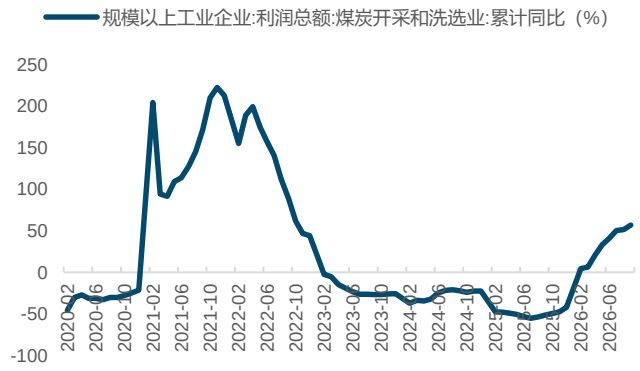
煤炭开采行业营收利润增速大幅改善，煤企资本开支有望进入上行通道。规模以上煤炭开采和洗选业企业营业收入累计增速自 2025 年的负增长回升至 2026 年三季度的+10.4%；利润总额增速弹性更大，自 2025 年年中约-55.2%的低点持续收窄，2026 年初转正后加速上行至约+51.6%，盈利质量大幅提升。煤企盈利改善将直接增强其设备采购与更新能力，2023-2025 年被递延的矿山采剥设备更新需求有望集中释放，拉动矿山运输装备需求回暖。

图表20：2026 年煤炭规模以上企业营收增速大幅提升



来源：iFinD，国金证券研究所

图表21：2026 年煤炭规模以上企业利润增速大幅提升

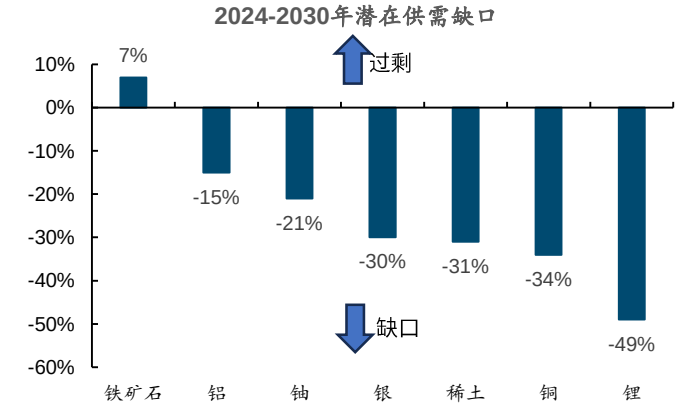


来源：iFinD，国金证券研究所

2.1.2 有色金属：供给缺口叠加矿石品位下滑，打开矿山运输设备需求

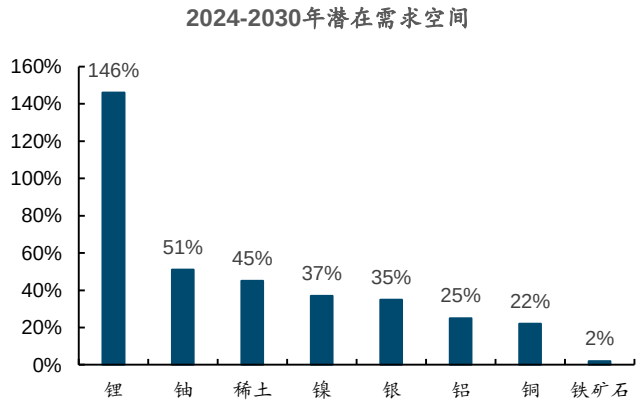
整体看，随着 AI、电气化、清洁能源和储能等“新工业革命”相关技术的扩张，关键金属的需求将快速增长，远期都有较大的供给缺口。

图表22：多数金属目前存在较大远期供应缺口



来源：Baker Steel，国金证券研究所

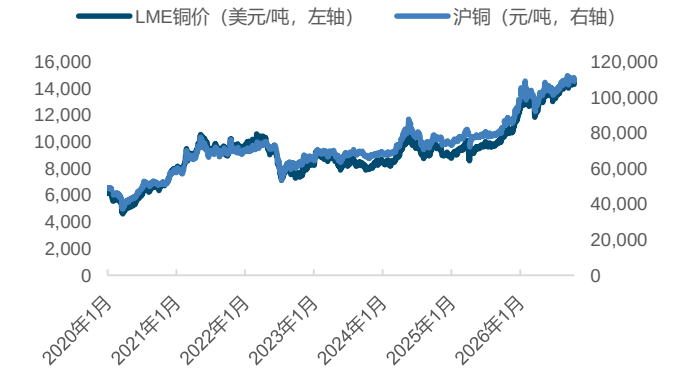
图表23：关键金属远期需求潜力展望



来源：Baker Steel，国金证券研究所

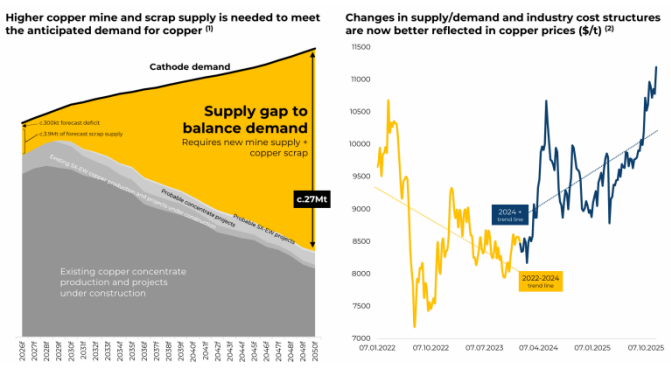
铜价中枢持续上移，矿端紧张程度进一步加深。嘉能可预计全球铜需求持续增长而现有矿山产量逐年衰减，远期供需缺口扩大，需新建矿山填补。沪铜已上涨至 10.99 万元/吨，展望 2026-2028 年，考虑矿端新增供给受限，以及新能源、电网等领域需求支撑，我们预计铜价中枢有望温和抬升。

图表24：沪铜价升至 109860 元/吨



来源：iFinD，国金证券研究所

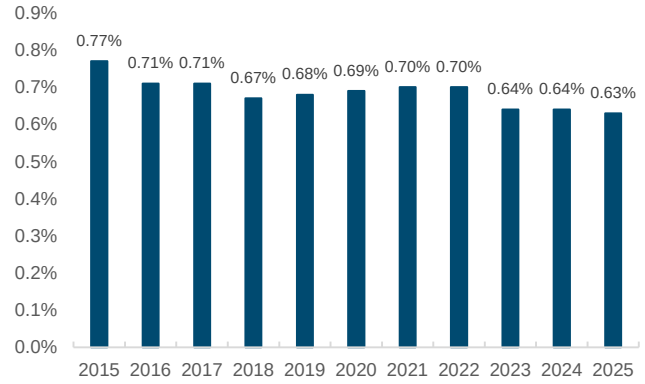
图表25：铜的供给端远期仍存在较大缺口



来源：嘉能可 2025 Capital Markets Day，国金证券研究所

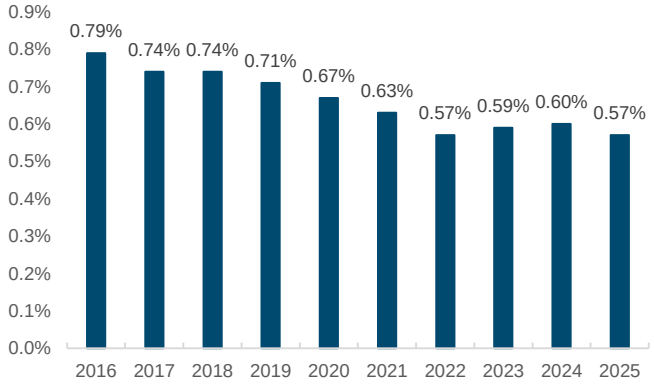
全球矿山品位持续下降，拉动矿山运输装备需求升级。全球矿山品位正趋势性下滑，智利铜矿综合品位由 2015 年的 0.77%降至 2025 年的 0.63%，累计下滑 0.14%；中国铜矿出矿品位长期不足 1%，由 2016 年的 0.79%降至 2025 年的 0.57%，累计下滑 0.22%。同等金属产量目标下，品位下滑意味着处理矿石量反向放大，矿山运输装备需求相应提升。

图表26：2015-2025 年智利综合铜矿品位不断下降



来源：iFinD，国金证券研究所

图表27：2016-2025 年中国铜矿出矿品位阶梯式下降

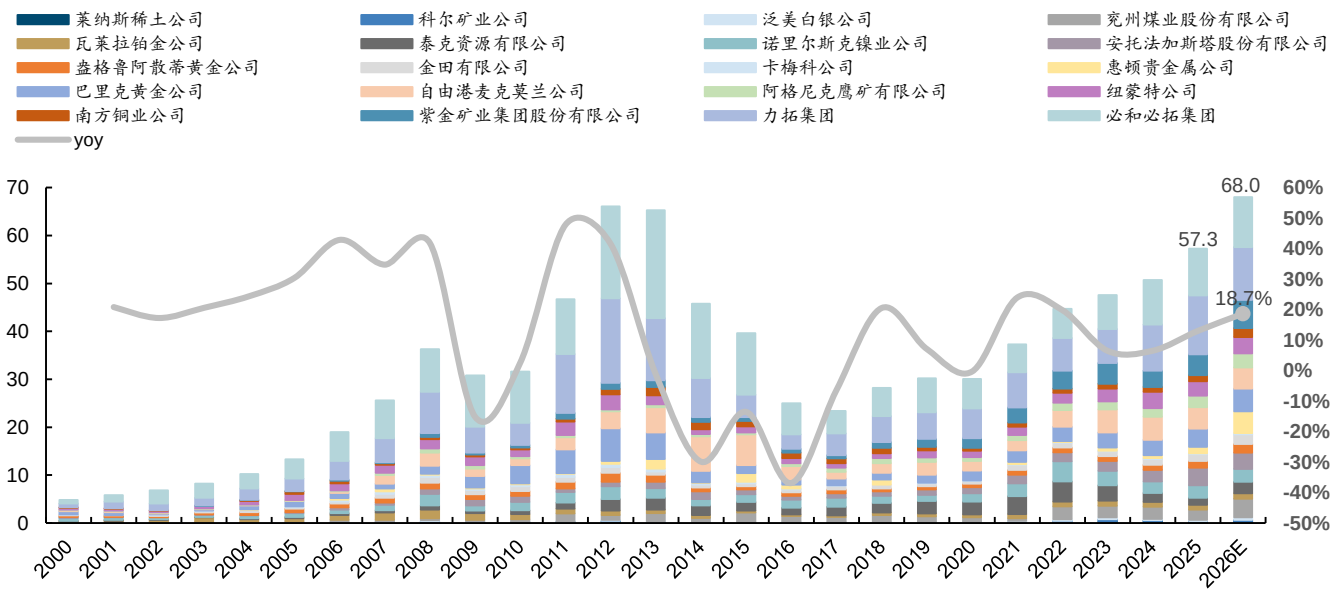


来源：《2025 年中国铜工业供需形势分析》，中国有色金属工业协会，国金证券研究所

2.1.3 全球矿业资本开支持续上行，运输设备主导下一轮行业扩容

预计全球矿业资本开支 2026 年将持续上行。根据彭博数据，全球矿业资本开支自 2017 年进入上行周期，2025 年规模已达 573 亿美元，同比增长 13.7%，2026 年预计仍将持续上行，同比增长 18.7%至 680 亿美元。在能源金属需求提升、矿石品位下降及金属价格高位运行等多重因素支撑下，矿业资本开支有望持续扩张，直接带动矿山设备需求稳步增长。根据卡特彼勒在 2025 年 11 月投资者日上的预测，2030 年全球矿业资本支出较 2024 年有望增长 50%。同时，矿企出于成本管控，持续将设备使用寿命延长至历史高位，大量存量设备已逐步进入集中更新周期，未来设备替换需求空间广阔，为行业提供强劲增量支撑。

图表28：2026 年全球矿业资本开支持续上行（十亿美元）

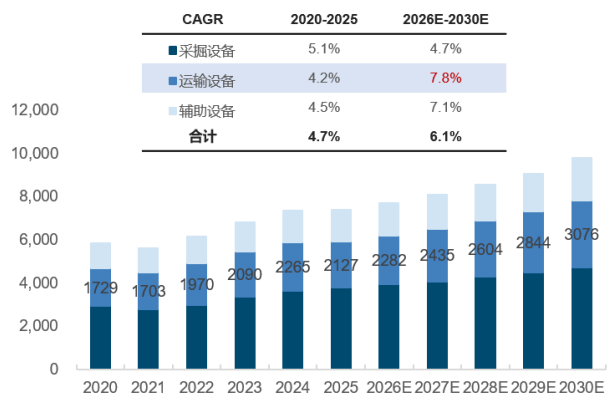


来源：彭博，国金证券研究所

从矿山设备分类增长来看，运输设备正成为下一轮行业扩容的主导力量。无论在全球还是国内矿山设备市场中，运输设备都是 2026E-2030E 预期增长最快的细分品类。据 Statista 和弗若斯特沙利文数据，全球矿山设备市场规模 2020-2025 年由 5863 亿元增至 7385 亿元，预计 2030 年将达 9776 亿元，2026E-2030E 复合增速 6.1%。分品类看，运输设备市场规模由 2020 年的 1729 亿元增至 2025 年的 2127 亿元，复合增速 4.2%，预期 2026E-2030E

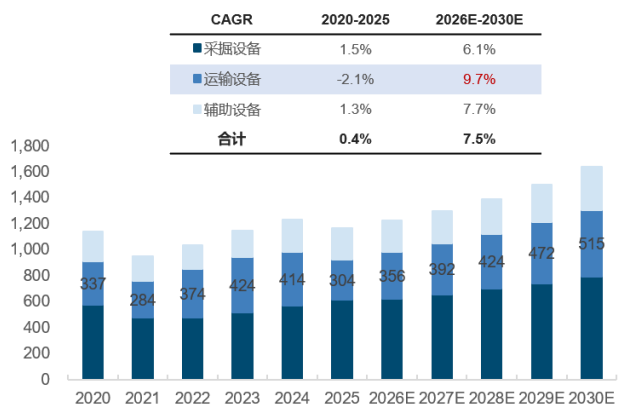
复合增速将进一步提升至 7.8%，远高于辅助与采掘设备 CAGR，有望成为市场扩容核心拉动项。中国市场 2020-2025 年近乎零增长，而 2026E-2030E 运输设备复合增速将大幅回升至 9.7%，中国矿山运输设备市场规模预期从 2026E 的 356 亿元快速增长至 2030E 的 515 亿元。随着露天矿山开采强度与运输周转量持续提升、矿山运输大型化及新能源化换代加速，矿山运输设备预期在未来五年高速增长，而非公路自卸车作为矿山运输的核心装备有望直接受益。

图表29：全球矿山设备中运输设备 26E-30E CAGR 最高



来源：临工重机港股招股说明书，Statista，弗若斯特沙利文，国金证券研究所

图表30：中国矿山设备中运输设备 26E-30E CAGR 最高



来源：临工重机港股招股说明书，Statista，弗若斯特沙利文，国金证券研究所

全球矿山运输设备市场由海外龙头主导，公司为唯一跻身前五的宽体自卸车专业厂商，全球化替代空间广阔。据弗若斯特沙利文数据，2025 年全球矿山运输设备市场呈现“一超多强”格局。卡特彼勒以 564 亿元收入、26.5%的市占率稳居第一，小松集团以 247 亿元、11.6%的份额位居第二，日立建机以 70 亿元、3.3%的份额排名第三，前三强均为刚性自卸卡车厂商，合计占据全球市场超四成的份额。中国厂商中，同力股份以 59 亿元收入、2.8%的市占率位列全球第四，为前五强中唯一以非公路宽体自卸车为主打产品的专业厂商，核心下游覆盖露天煤矿、铁矿及有色金属矿；临工重机以 52 亿元、2.4%的份额位列第五。海外三巨头主打高单价刚性矿卡、深耕北美等成熟市场，公司则以高性价比宽体车差异化竞争，在国内市场确立龙头地位后加速出海，收入规模已与第三名的日立建机差距收窄，全球市占率提升潜力巨大。

图表31：全球矿山运输设备市场竞争格局

排名	公司	2025 年矿山运输设备收入（亿元）	2025 年矿山运输设备市场份额	主要产品	主要区域	核心下游领域
1	卡特彼勒	564	26.50%	刚性自卸卡车	北美	矿山与重载施工、采石骨料等
2	小松集团	247	11.60%	刚性自卸卡车	北美 拉美	地下采矿
3	日立建机	70	3.30%	刚性自卸卡车	北美	矿山、建筑土木、基础设施、采石场
4	同力股份	59	2.80%	非公路宽体自卸车	中国	露天煤矿、铁矿、有色金属矿等
5	临工重机	52	2.40%	非公路宽体自卸车	北美	露天矿山

来源：临工重机港股招股说明书，弗若斯特沙利文，各公司官网及 2025 年年报，国金证券研究所

2.2 绿色化与智能化双轮驱动，宽体自卸车迎来技术与需求双重变革

2.2.1 绿色化：政策支持叠加经济优势，新能源宽体自卸车高速放量

新能源宽体自卸车具备零排放、低噪音、能耗与维保成本更低的优势。新能源宽体自卸车采用纯电动、混合动力或氢燃料电池等新能源动力系统，货箱内宽通常超过 3 米，外廓尺寸、轴荷与质量等参数不符合公路运营标准，专为矿山、大型工地、水利工程等非铺装路

面的土石方及矿产品运输设计，具备承载能力强、重载适应性好的特点。与传统燃油宽体自卸车相比，新能源车型以零排放、低噪音、能耗与维保成本更低的优势，贴合绿色矿山及双碳政策要求，全生命周期运营经济性更优，当前仅存在初期购置成本偏高、对充换电及加氢等补能设施有一定依赖的短板；传统车型虽购置成本低、补能便捷、全工况适应性强且技术成熟可靠，但燃油成本高企、尾气与噪音污染突出，并面临日益严格的环保管控限制。相同工况下，新能源工程机械能耗成本较传统燃油工程机械低 50%-85%，具备显著的经济优势，目前超过 99%的新能源工程机械为电动工程机械，具备终端污染物排放量低的特征。随着补能基础设施完善与电池成本下降，新能源宽体自卸车对燃油车型的替代进程有望持续加速。

图表32：新能源宽体自卸车具备零排放、低噪音、能耗与维保成本更低的优势

对比维度	新能源宽体自卸车	传统宽体自卸车
动力核心	驱动电机为主，无传统内燃机	柴油发动机+机械变速箱
能源类型	电能（充电/换电）、氢燃料、混合动力	柴油
使用成本	能耗成本低，电费远低于柴油，综合运营成本优势大	燃油成本高，受油价波动影响大
环保排放	纯电/氢燃料零尾气排放，混动排放极低	尾气排放量大，即使国六仍有污染物
作业噪音	电机运行安静，噪音小，改善作业环境	发动机噪音大，矿区/工地噪音污染明显
续航&补能	纯电需充电/换电，换电可快速补能；氢燃料加氢快；混动续航长	加油速度快，续航不受限制，补能网点多
维护保养	结构简单，无机油、三滤、火花塞等，保养频次低、费用低	发动机、变速箱保养复杂，易损件多，维护成本高
购置成本	初期购车成本更高	整车售价更低，采购成本低
工况适应性	重载下坡可能量回收，适合矿山固定线路；极寒/长上坡需看配置	全地形、全工况适应性强，无电量顾虑
政策导向	符合绿色矿山、双碳政策，多地鼓励推广、有路权/补贴支持	受环保管控严格，部分矿区/城市限制使用

来源：智研咨询，国金证券研究所

新能源宽体自卸车经济效益显著，可分为纯电动、混合动力与氢燃料电池三大类。纯电路线以磷酸铁锂电池驱动电机，零排放、能耗成本最低，适合短运距高频次矿区工况，依赖充换电配套；混合动力路线由柴油或甲醇发动机与电池功率耦合，无里程焦虑、重载节油显著，商业化成熟度最高；氢燃料电池路线以储氢罐供氢发电，加注快、续航长，但受制于氢源与加氢设施，尚处示范期。

图表33：新能源宽体自卸车分为纯电动、混合动力与氢燃料电池三大路线



来源：公司官网，第一工程机械网，智研咨询，国金证券研究所

政策密集加码，新能源宽体自卸车迎来全链条支持。2023 年以来，工信部等七部门《机械行业稳增长工作方案》引导企业加强新能源工程机械电池、电机、电控等核心零部件攻关，并开展应用试点、探索老旧设备退出机制；2024 年《推动工业领域设备更新实施方案》与《以标准提升牵引设备更新行动方案》要求加快淘汰落后老旧设备，制定自卸车等工程机械电动化标准；2025 年《机械行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》持续推进高能耗老旧设备更新；国务院办公厅《关于建设美丽中国先行区的实施意见》提出加快应用新能源工程机械；2026 年 5 月交通运输部《推动新能源重卡规模化应用实施方案》明确推动矿山运输车辆新能源替代、完善充换电设施。政策从供给端攻关与需求端替代双向发力，新能源宽体自卸车购置与使用障碍加速清除，行业放量确定性增强

图表34：2023 年以来政策密集加码，助力新能源宽体自卸车发展

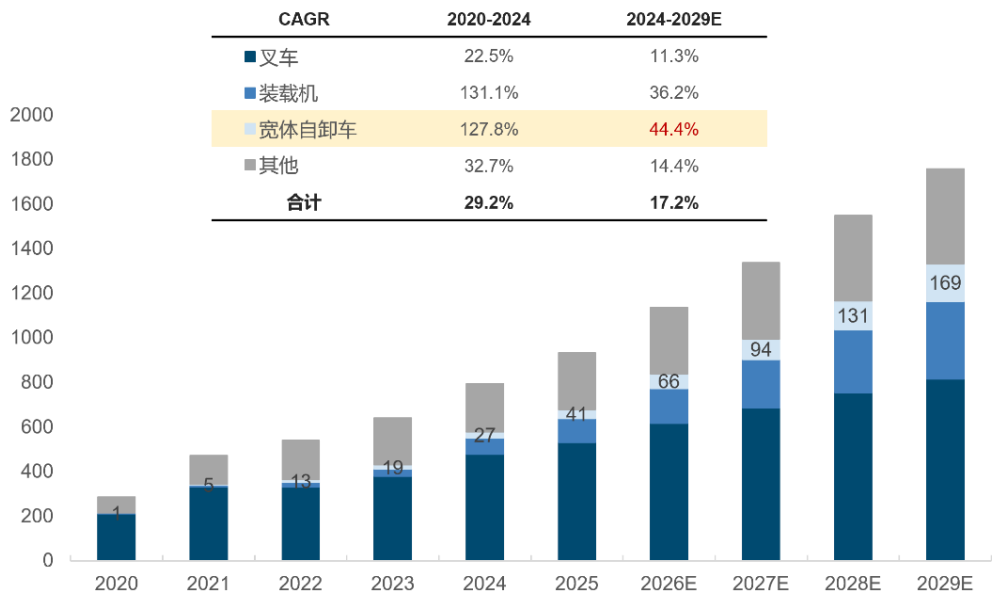
发布时间	发布部门	政策名称	相关内容
2023 年 7 月	工业和信息化部等七部门	《机械行业稳增长工作方案（2023-2024 年）》	引导企业加强新能源工程机械用电池、电机、电控等关键核心零部件攻关和规模应用。研究开展新能源工程机械应用试点和推广支持政策，探索老旧工程机械退出机制。
2023 年 9 月	工信部等	《机械行业稳增长工作方案（2023-2024 年）》	研究开展新能源工程机械应用试点和推广支持政策，探索老旧工程机械退出机制，支持有条件的地区率先推行工程机械备案管理和退出机制。
2023 年 12 月	国务院办公厅	《关于加快构建废弃物循环利用体系的意见》	推进汽车零部件、工程机械、机床、文化办公设备等传统领域再制造产业发展，探索在盾构机、航空发动机、工业机器人等新领域有序开展高端装备再制造。
2024 年 3 月	工业和信息化部等七部门	《推动工业领域设备更新实施方案》	加快落后低效设备替代。针对工业母机、农机、工程机械、电动自行车等生产设备整体处于中低水平的行业，加快淘汰落后低效设备、超期服役老旧设备。
2024 年 3 月	市场监管总局等七部门	《以标准提升牵引设备更新和消费品以旧换新行动方案》	制定挖掘机、装载机、自卸车等工程机械电动化标准，提升设备的高端化、智能化、绿色化水平。
2024 年 9 月	国务院办公厅	《关于建设美丽中国先行区的实施意见》	优化调整运输结构，加快应用标准化多式联运装备和新能源运载工具、工程机械。
2025 年 9 月	工业和信息化部等六部门	《机械行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》	落实工业重点行业领域设备更新和技术改造指南，加快推进能耗高、污染重、安全性低的老旧设备更新和技术改造。
2026 年 5 月	交通运输部	《推动新能源重卡规模化应用实施方案》	提出推动新能源重卡规模化应用，持续推动矿山运输车辆、建筑垃圾运输车辆新能源替代，逐步实现新能源化，完善充换电补能设施。

来源：智研咨询，国金证券研究所

新能源宽体自卸车有望成为国产新能源工程机械市场中扩张最快的品类。据灼识咨询数据，中国制造商新能源工程机械市场规模由 2020 年的 286 亿元增至 2024 年的 797 亿元，预计 2029 年达 1760 亿元，2024-2029E 复合增速 17.2%。分品类看，宽体自卸车表现最为突出，其市场规模由 2020 年的 1 亿元增至 2024 年的 27 亿元，复合增速高达 127.8%，预

计 2029 年达 169 亿元，2024-2029E 复合增速 44.4%，居各品类之首，占新能源工程机械市场的比重将由 2024 年的约 3.4%提升至 2029 年的约 9.6%。矿山作业高强度、高能耗的场景特性与电动化降本优势高度契合，新能源宽体自卸车有望成为电动化渗透率提升最快的工程机械细分赛道。

图表35：国产新能源工程机械市场中宽体自卸车扩张最快，2024-2029E CAGR 达 44.4%



来源：博雷顿港股招股说明书，灼识咨询，国金证券研究所

国内新能源宽体自卸车行业集中度高，公司 2024 年出货量位列行业第二，产品性能最优。2024 年国内新能源宽体自卸车出货量约 1680 台，市场 CR3 约 67.2%、CR5 约 83.3%，格局集中。分厂商看，宇通矿卡以 YTK105E 纯电动车型出货约 420 台、市占率 25.0%居首，下游以露天煤矿为主；同力股份以约 400 台的出货量和 23.9%的市占率紧随其后，车型载重达 80 吨、驱动功率 800kW，为前五强中载重与功率之最，核心下游以金属矿山为主，与以煤炭场景为主的竞品形成错位竞争；博雷顿 BRT120E 出货约 307 台、市占率 18.3%，偏向砂石骨料与建材场景；三一重工 SKT105E 出货约 170 台、市占率 10.1%；临工重机以 RTH100 混动宽体矿卡出货约 100 台、市占率 6.0%，为前五中唯一以混合动力路线为主打的厂商。公司在新能源宽体车领域与第一名出货量差距极小，且产品大型化指标领先，随着金属矿山电动化渗透率提升，公司有望巩固并扩大在新能源宽体自卸车市场的头部地位。

图表36：国内新能源宽体自卸车行业集中度高，公司 2024 年出货量位列行业第二

排名	公司	主要产品	产品核心参数对比	2024 年出货量（台）	2024 年市场份额	核心下游
1	宇通矿卡	YTK105E 宇通非公路纯电动矿用自卸车	斗容（m³）：42、载重：70 吨、驱动功率（额定/最大）：510/820kw	~420	25.00%	露天煤矿为主
2	同力股份	TLE120 非公路宽体自卸车	斗容（m³）：40、载重：80 吨、驱动功率：800kw	~400	23.90%	金属矿山为主
3	博雷顿	BRT120E 纯电动宽体自卸车	斗容（m³）：约 40-45（按 1.6-1.8t/m³物料密度估算）、载重：73 吨、驱动功率（额定/最大）：500/800kw	~307	18.30%	砂石骨料与煤炭并重，偏向建材骨料
4	三一重工	SKT105E 纯电宽体自卸车	斗容（m³）：38/44、载重：70 吨、驱动功率（额定/最大）：820kw	~170	10.10%	露天煤矿为主

5	临工重机	RTH100 混动宽体矿用自卸车	斗容（m³）：50/60、载重：93吨、驱动功率：562kw	~100	6.00%	金属矿山为主

来源：博雷顿港股招股说明书，灼识咨询，各公司官网，国金证券研究所

2.2.2 智能化：运输无人化加速渗透，无人宽体自卸车放量在即

安全、人力与环保三重压力倒逼矿山运输无人化，全栈技术门槛下整合型厂商优势凸显。2024 年中国煤矿百万吨死亡人数达 0.059 人，矿山事故风险高企；传统矿山运输每车需 2-4 名驾驶员，年均人工成本 10-15 万元，部分露天矿场驾驶员流失率超 50%，用工缺口持续扩大。而无人驾驶矿卡可将驾驶员撤离危险环境，实现全天候作业并提升运营效率，同时藉智能调度与电气化达成低碳目标。但矿区未铺设路面、地形多变，叠加扬尘、积雪及低光照等恶劣条件，对传感器、抗干扰感知与可靠定位要求极高，仅具备软硬件与作业整合能力的全栈方案商可提供可靠解决方案，行业高门槛为整合型从业者创造明显优势。

无人驾驶政策密集推进，中央地方协同发力，无人矿卡规模化应用确定性增强。2024 年以来政策层层加码，国家层面，七部门《关于深入推进矿山智能化建设促进矿山安全发展的指导意见》推进矿用卡车等无人化装备联合作业，国家能源局要求露天煤矿重点推进矿卡无人驾驶与装运卸机器人协同，矿山安全生产治本攻坚行动将智能化改造列为强制要求，2025 年 12 月《金属非金属矿山智能化建设指南（2025 年版）》进一步将无人化延伸至金属非金属矿山，明确智能矿卡全天候无人化运输。地方层面，湖南提出 2026 年智慧矿山产业规模达 500 亿元，河南部署智能驾驶等场景应用，推动煤矿采、掘、运、安监无人化。矿山运输无人化已由“鼓励探索”进入“考核约束+产业培育”共同驱动阶段。

图表37：无人驾驶政策密集推进，无人矿卡规模化应用加速

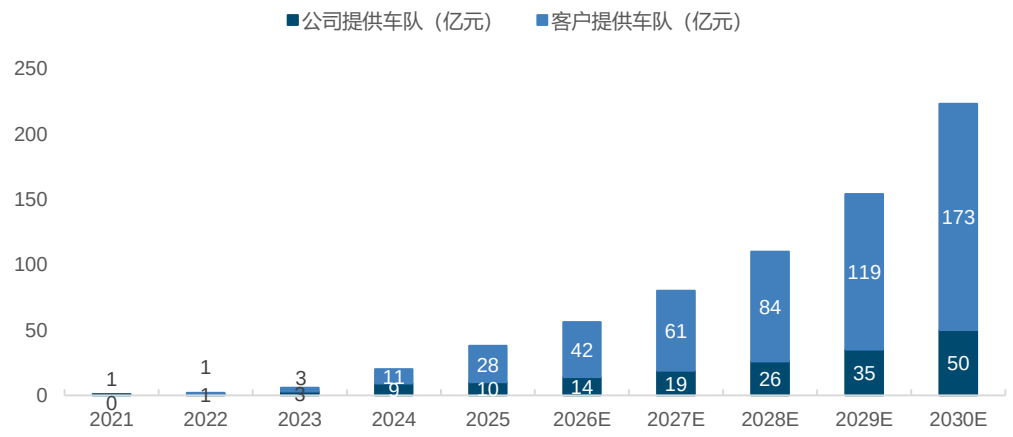
发布时间	政策名称	发布部门	相关内容
2024 年 3 月	《湖南省智慧矿山产业链高质量发展专项行动方案（2024-2026 年）》	湖南省工业和信息化厅、湖南省应急管理厅等	推动煤矿从采煤、掘进、运输、安监四方面实现无人化、少人化作业。计划到 2026 年，基本形成全省智慧矿山建设全产业链，建设国内领先、具有国际影响力的智慧矿山产业集群，全省智慧矿山产业规模达 500 亿元。
2024 年 3 月	《矿山安全生产治本攻坚三年行动方案(2024—2026 年)》	国家矿山安监局	提升矿山自动化、智能化水平。加快灾害严重、高海拔等矿山智能化建设，打造一批自动化、智能化标杆矿山。灾害严重矿井、发生较大及以上事故的矿山，必须进行智能化改造。推动非煤矿山智能化提速扩面，推动更多煤矿加快实施“一优三减”，提高“一井一面”或“一井两面”煤矿占比。
2024 年 4 月	《河南省加快推进煤矿数字化智能化高质量发展三年行动方案（2024—2026 年）》	河南省政府	积极开展智能采煤、智能掘进、智能诊断、智能驾驶、智能巡检等场景应用，推动实现煤矿少人化作业、智能化生产。
2024 年 4 月	《关于深入推进矿山智能化建设促进矿山安全发展的指导意见》	国家矿山安监局、应急管理部等部门	推进非煤矿山凿岩台车、铲运机、矿用卡车等无人化装备联合作业。
2024 年 5 月	《关于进一步加快煤矿智能化建设促进煤炭高质量发展的通知》	国家能源局	露天煤矿重点推进自主采装、矿用卡车无人驾驶、装运卸机器人化协同作业，提升多工序智能协同水平。选煤厂重点推进高精度煤质在线检测、智能分选控制，实现全流程智能监测、决策与控制。
2025 年	《金属非金属矿山	国家矿山安监局	应用智能矿用卡车、带式输送机、有轨电机

12 月	智能化建设指南（2025 年版）》		车等装备，实现矿 石运输、排土排渣全天候条件下无人化作业。

来源：智研咨询，国金证券研究所

中国矿区无人驾驶市场快速扩容，预计 2030 年市场规模达 223 亿元。据弗若斯特沙利文统计，中国矿区无人驾驶市场规模从 2021 年的约 1 亿元增至 2025 年的约 38 亿元，预计 2030 年达到 223 亿元，2026-2030 年复合增速为 42%。无人驾驶在封闭、固定线路的露天矿山场景率先落地，整车厂作为最大载体供应商有望分享行业扩容红利。

图表38：中国矿区无人驾驶市场规模 2030 年有望达到 223 亿元



来源：易控智驾招股说明书，弗若斯特沙利文，国金证券研究所

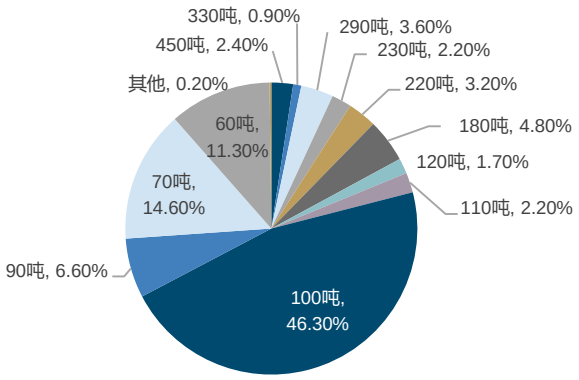
国内无人驾驶矿卡渗透率加速提升，百吨及以下车型为主力场景，宽体自卸车高度适配。据弗若斯特沙利文数据，中国无人驾驶矿卡销量渗透率由 2021 年的 1.1%提升至 2025 年的 12.1%，预计 2030 年达 52.1%，保有量渗透率预计 2030 年达 41.3%，行业正处快速放量期。载重结构上，百吨及以下车型占国内无人驾驶矿卡近八成，其中 100 吨、70 吨、60 吨车型分别占 46.3%、14.6%、11.3%，为无人化主力区间。宽体自卸车主流产品载重集中于 60-100 吨，公司也已推出无人驾驶宽体自卸车，产品定位与无人化渗透最快的细分市场精准匹配，有望优先承接矿区无人化采购需求。

图表39：中国无人驾驶矿卡渗透率快速提升



来源：易控智驾招股说明书，弗若斯特沙利文，国金证券研究所

图表40：中国无人驾驶矿卡中百吨及以下车型占比最高



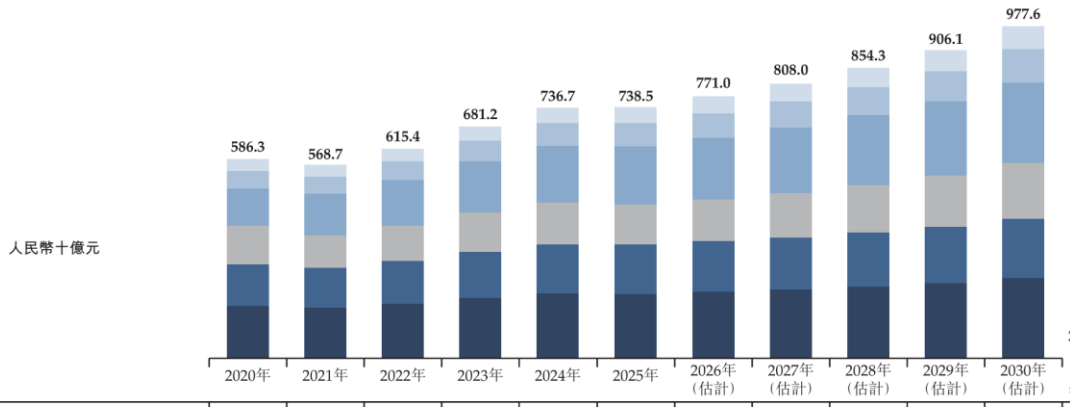
来源：智研咨询，国金证券研究所

2.3 新兴市场矿山与基建共振，出海打开广阔成长空间

全球矿山设备市场规模稳步提升，拉丁美洲、中东及非洲市场增长势头最猛。据弗若斯特沙利文数据，全球矿山设备市场规模由 2020 年的人民币 5863 亿元增至 2025 年的 7385 亿元，预计 2030 年将达 9776 亿元，2026E-2030E 复合增速 6.1%，较 2020-2025 年的 4.7%明显提速。分地区看，中东及非洲增速最快，2026E-2030E 复合增速有望达 8.1%，市场规模预期将由 2025 年的 465 亿元增至 2030 年的 684 亿元；拉丁美洲 2026E-2030E 复合增速 7.5%，预期将由 2025 年的 687 亿元增至 2030 年的 978 亿元，显著高于北美和欧洲的

增速。新兴市场矿山开发提速叠加设备大型化、绿色化更新需求，海外矿山运输设备市场有望持续扩容。

图表41：2026E-2030E 全球矿山设备市场规模持续提升，中国、拉丁美洲、中东及拉丁美洲市场有望高速增长

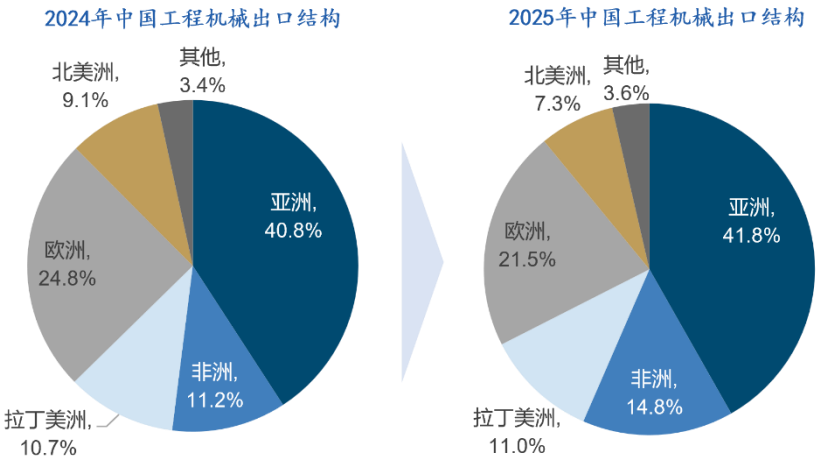


	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年（估計）	2027年（估計）	2028年（估計）	2029年（估計）	2030年（估計）	2020年至2025年複合年增長率	2026年至2030年複合年增長率
北美	152.4	147.9	160.0	177.1	189.4	189.1	195.2	201.0	210.2	220.5	234.6	4.4%	4.7%
歐洲	123.1	118.1	125.4	136.2	145.7	145.5	148.6	153.5	159.6	166.2	176.0	3.4%	4.3%
中國	114.3	94.9	103.9	114.7	123.0	116.8	122.7	130.0	139.1	150.2	163.8	0.4%	7.5%
亞洲（中國除外）	108.5	122.6	133.8	151.0	166.4	171.9	181.1	194.0	205.9	218.3	237.1	9.6%	7.0%
拉丁美洲	52.8	51.2	55.4	61.3	67.2	68.7	73.2	76.9	82.6	89.0	97.8	5.4%	7.5%
中東及非洲	35.2	34.1	36.9	40.9	45.1	46.5	50.1	52.7	57.0	61.8	68.4	5.7%	8.1%
合計	586.3	568.7	615.4	681.2	736.7	738.5	771.0	808.0	854.3	906.1	977.6	4.7%	6.1%

来源：临工重机港股招股说明书，Statista，弗若斯特沙利文，世界银行集团，国金证券研究所

中国工程机械出口结构向新兴市场倾斜，2025 年对非出口同比增长 50.5%。2025 年中国工程机械出口区域结构持续重塑，亚洲保持第一大出口市场，占比由 40.8%微升至 41.8%；非洲占比由 11.2%大幅跃升至 14.8%，出口额同比增长 50.5%，成为增长最快的出口区域；拉丁美洲占比由 10.7%升至 11.0%。同期欧洲占比由 24.8%降至 21.5%，北美洲占比由 9.1%降至 7.3%，传统高端市场受贸易壁垒与高基数影响持续收缩，非洲、拉美、中东等“一带一路”新兴市场已成为中国工程机械出海的核心增量。

图表42：2025 年中国工程机械出口结构向新兴市场倾斜，非洲占比跃升



来源：中国机电产品进出口商会，国金证券研究所

非洲采矿项目密集上马，铜、钴、锂资源开发进入资本开支上行周期，设备订单显著放量。非洲工程机械需求爆发的核心驱动力来自矿业，2025 年以来，几内亚铁矿和铝土矿、马里锂矿、尼日利亚铁矿石等资源开发项目密集启动，直接拉动露天开采、矿石装卸、短途运输全链条设备需求，非洲约 75%的挖掘机需求来自铜、金、锂等有色及贵金属开采，成为 2026 年 1-4 月我国对非工程机械出口同比大涨 59.1%的直接原因。从资本开支周期看，非洲铜、钴、锂项目产生的设备订单范围已超越上一轮商品投资周期，艾芬豪矿业指引 2026 年刚果（金）Kamoa-Kakula 铜矿铜产量达 29-33 万吨，彰显当前开发规模；2026 年山特维克获 Kamoa-Kakula 矿区 19 台 Toro 卡车及装载机订单，安百拓亦收获非洲自动驾驶与

电动钻探设备订单，表明新建项目正采用更先进的车队配置；美国与刚果（金）矿产伙伴关系及洛比托走廊投资，为区域内更多项目落地提供了支撑。

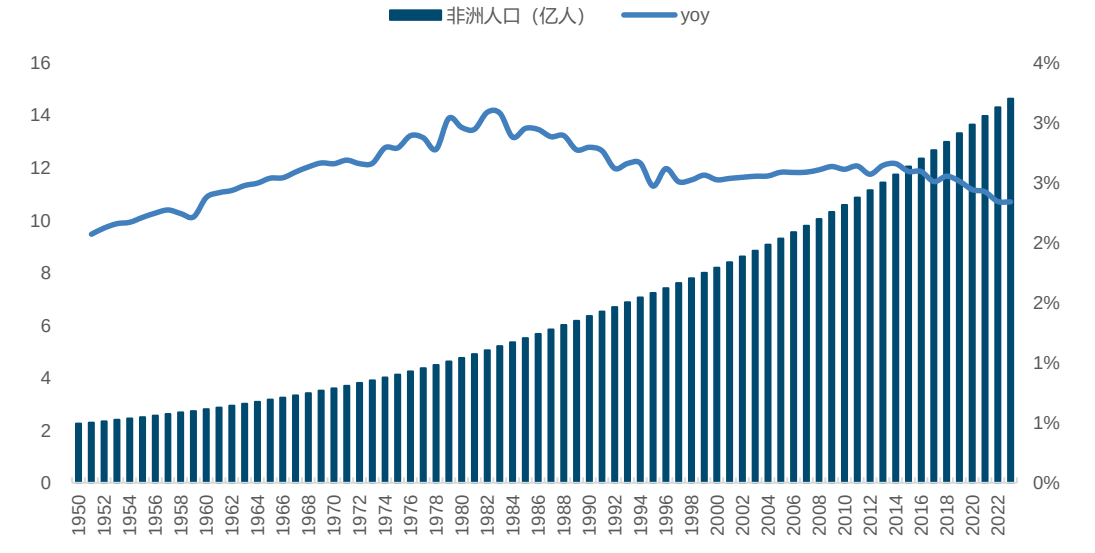
图表43：非洲采矿项目密集，持续推动矿山运输设备需求提升

项目名称	项目内容	矿山运输设备投资额（万美元）	年产能（万吨）	单位产量的运输设备投资额（美元/吨）
Khoemacau 铜矿（博茨瓦纳）	地下铜矿扩建；2025-2026 年连续采购山特维克、安百拓设备。	1318.8	~800	~1.65
Ngezi 铂族金属矿（津巴布韦）	Zimplats 扩建地下采矿能力；2025 年签订设备订单。	1265.89	770	1.64
Chirano 金矿（加纳）	Asante Gold 升级露天与地下联合矿山；2025 年采购新设备。	800	333	2.40
Kamoa-Kakula 铜矿（刚果金）	地下铜矿增加采矿车队；2026 新增订单	2223.69	1700	1.31
Kansanshi S3 铜金矿（赞比亚）	FQM 扩建项目配套扩充矿卡车队；2023 年披露采购计划。	9095.2	2500	3.64

来源：力拓集团官网，徐工集团官网，同力重工官网，MMG 集团官网，山特维克官网，安百拓官网，Zimplats 2025 年年报，Asante Gold 官网，Ivanhoe Mines 官网，First Quantum Minerals 2024 年年报，《Kansanshi 矿山技术报告》，日立建机官网，Volza，国金证券研究所

快速增长的人口与城镇化趋势也催生了非洲基建需求，构成矿业之外的第二大增长引擎。非洲正在经历全球最快的城镇化进程，预计到 2030 年非洲城镇化率将提升至 52%，城市化带来巨大的住房、公共交通和市政设施建设需求。以尼日利亚为例，作为非洲最大经济体，其城市人口预计将突破 9000 万，年增长率高达 4.1%；埃塞俄比亚首都亚的斯亚贝巴周边城市群扩张速度更是达到 5.6%。快速城镇化与人口集聚将持续拉动非洲基建投资，土石方开挖、物料运输等工程场景对自卸车、挖掘机等设备的需求有望长期保持旺盛，为具备高性价比与本地化服务能力的中国工程机械厂商提供广阔的市场空间。

图表44：1950-2023 年非洲人口快速增长至 14.6 亿人，复合增速达 2.6%



来源：联合国官网，国金证券研究所

中企对外矿业与基建投资密集推进，项目集中分布于亚洲、非洲与中东，为国产宽体自卸车出海打开需求通道。据中国一带一路网，中资企业近年海外工程项目密集落地，矿业与基建项目区域上以亚洲、非洲和中东为主，作业场景与宽体自卸车核心工况高度匹配。矿业端，中国交建承接印度尼西亚加里曼丹煤炭开采项目，涉及 270 万吨高卡低硫煤开采及土方剥离，直接对应矿用宽体自卸车核心工况；中铝国际承接几内亚西芒杜铁矿采矿运维项目，涵盖超 600 公里新建跨几内亚多用途铁路及驳船转运港口设施，对应矿卡规模化运营场景；中国电建、中钢国际、中国路桥分别推进印尼中加里曼丹绿色煤炭运输、阿塞拜疆 Dashkasan 铁矿近 2 亿吨磁铁矿资源开发及老挝石灰石矿钻爆装运项目，中国电建阿曼

苏哈尔选矿厂投产后年处理铁矿石达 1,800 万吨。基建端，中国能建承接科威特萨阿德阿卜杜拉新城基础设施项目，涉及约 25 平方公里场平土石方、街区道路及管网建设；中国路桥、中交一公局分别在塞内加尔、加蓬承建高速公路项目，其中加蓬项目挖方约 60 万方、填方约 50 万方，长距离填料转运与大规模土方装运持续产生自卸车需求。中企对外项目形成“工程建设+设备采购”协同出海格局，为国产宽体自卸车打开出海需求通道。

图表45：中企对外矿业与基建投资密集推进，项目集中分布于亚洲、非洲与中东

项目名称	相关企业	项目地区	项目内容	宽体自卸车潜在需求
印度尼西亚加里曼丹煤炭开采项目	中国交建	亚洲	270 万吨高卡低硫煤开采及土方剥离	直接对应矿用宽体自卸车核心工况
几内亚西芒杜铁矿采矿运维项目	中铝国际	非洲	涵盖超 600 公里新建跨几内亚多用途铁路，同时配套建设驳船及转运船港口设施，矿山剥离，采矿	直接对应矿卡规模化运营场景
印尼中加里曼丹绿色煤炭运输项目	中国电建	亚洲	使用纯电动重卡进行煤炭外运，同时修建光伏发电和储能站为电动重卡提供能源电力	对应煤矿端采矿运输、物料装运场景
阿塞拜疆 Dashkasan 铁矿项目	中钢国际	亚洲	该铁矿拥有近 2 亿吨磁铁矿资源，预计对该铁矿进行可研分析，开采剥离运输	可研阶段，开采剥离尚未启动，未来开采有采矿运输、物料装运需求
老挝石灰石矿开采项目	中国路桥	亚洲	石灰石矿的钻爆及装运作业	对应矿卡运输场景：钻爆后的装运作业，矿卡运输为采场至破碎站标准环节
阿曼苏哈尔选矿厂桩基工程项目	中国电建	亚洲	投产后年处理铁矿石 1800 万吨（程序包含矿卡运输）	选矿厂上游铁矿石开采转运的有远期矿卡需求，但当前仅为桩基工程
科威特萨阿德阿卜杜拉新城基础设施二标、四标	中国能建	中东	建设场平土石方、街区道路、管网系统、通讯系统、变电站约 25 平方公里	宽体车在超 25 平方公里的大规模、高强度平整土方转运场景中具备应用需求
塞内加尔姆布尔-考拉克高速公路项目	中国路桥	非洲	主线 99.2 公里，需从远处运来大量红土砾料进行换填加固	大量填料的长距离转运产生自卸车需求

来源：中国一带一路网，国金证券研究所

3、公司实现新能源和无人化核心突破，海外业务打开成长空间

3.1 公司依托技术革新与产品研发，新能源及无人化持续引领行业

公司新能源产品技术领先，已进入紫金矿业、力拓集团等国际一流矿山供应链。根据公司 2025 年年报，公司 91 吨 DTH145 新能源宽体自卸车已完成研发并批量销售；充换电一体式 DTE145 车型已完成研发，交付紫金秘鲁矿山、几内亚西芒杜铁矿项目，并启动力拓蒙古国奥尤陶勒盖铜矿区试点；TED136 大吨位电传动刚性矿卡 2025 年下线进入测试试用阶段，公司由此开始切入国际高端矿卡市场。整体而言，公司新能源产品进展顺利，并成功切入紫金矿业、力拓集团等国际一流矿山供应链。

图表46：在研项目进入收获期，新能源产品持续升级

研发项目	项目目的	项目进展
DTH145 新能源非公路宽体自卸车	与启源芯动力合作研发 91 吨新能源宽体自卸车，满足大型化、绿色化需求	已完成，批量销售
DTE145 新能源非公路宽体自卸车	与上海启源芯动力联合研发充换电一体式车型，满足矿区双班运能需求；为力拓集团提供工程运输解决方案，落地国内大型露天煤矿及蒙古国铜矿等海外矿区	已完成，交付紫金秘鲁矿山，西芒杜铁矿项目；启动在力拓蒙古国奥尤陶勒盖铜矿区的试点
TED136 电传动刚性矿卡	研发大吨位电传动刚性矿卡，突破技术壁垒，进军国际高端矿卡市场	2025 年下线，进入测试试用阶段

来源：公司 2025 年年报，机经网，国金证券研究所

公司新能源宽体自卸车具备更高的驱动功率与多场景适配性。将公司纯电系列与混合动力系列宽体自卸车同竞争对手临工重机的同类车型对比，公司的设备具备更高的驱动功率与多场景适配性。从功率参数看，公司两系列车型的驱动功率上限均达到 800kW，显著高于对标竞品的 500kW，意味着在重载、长坡等复杂矿区工况下公司产品具备更强的动力保障，相应的车速上限也更高。其次，公司混合动力系列覆盖 70-90t 载重，跨度更宽，能够更灵活地匹配差异化矿山作业需求，满足不同客户需要，同时公司混合动力系列也适配更多元燃料类型。综合而言，公司设备在动力性能与场景适配性上更具优势。

图表47：公司与临工重机宽体自卸车参数对比

核心参数	同力股份 TLE 纯电系列	临工重机 MTE 纯电系列
容积	33-50m^3	34-60m^3
额定载重量	60-90t	60-90t
驱动功率	500-800kW	500kW
最大电池容量	801kWh	801kWh
最高车速	≥40km/h	40km/h
核心参数	**同力股份 TLH 混合动力系列**	**临工重机 MTH 混合动力系列**
容积	33-50m^3	42-78m^3
额定载重量	70-90t	80-90t
驱动功率	450-800kW	500kW
最大电池容量	176kWh	176kWh
最高车速	≥45km/h	40km/h
适配燃料	柴油、甲醇、天然气和氢燃料	燃油、甲醇、液化天然气

来源：各公司官网，国金证券研究所

公司持续扩充矿区无人驾驶产品矩阵，自主创新和联合研发并行。根据公司 2025 年年报，其非公路矿用车智能线控系统已完成研发，构建统一矿卡无人驾驶控制平台；与易控智驾联合研发并全球首发的分布式动力纯电无人矿卡 EQ100E 于 2025 年正式发布；与华为、氢醇动力联合研发的新能源无人驾驶甲醇增程式宽体矿卡在研中。公司卡位矿区无人驾驶高景气赛道，先发优势明确。

图表48：公司自主创新和联合研发并行，持续扩充矿区无人驾驶产品矩阵

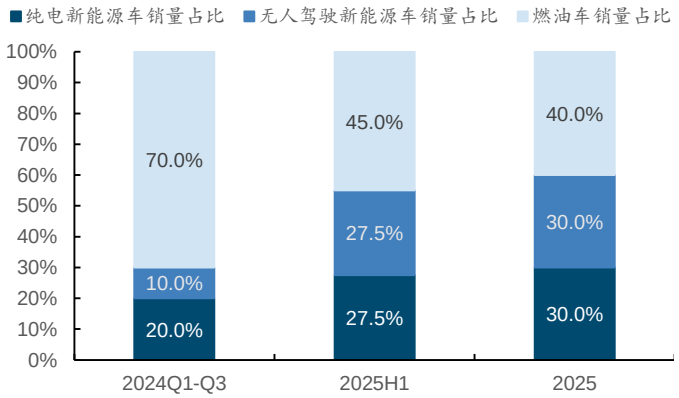
研发项目	项目目的	项目进展

非公路矿用车智能线控系统	打造集“线控动力、线控转向、线控举升、线控制动和线控附件”于一体的矿卡无人驾驶控制平台。	已完成
分布式动力纯电无人驾驶矿卡 EQ100E	与易控智驾联合研发并全球首发 EQ100E 无人矿卡	2025 年正式发布
新能源无人驾驶甲醇增程式宽体矿卡	与华为、氢醇动力联合研发，共同打造新能源无人驾驶商用汽车行业新标杆	-

来源：公司 2025 年年报，机经网，国金证券研究所

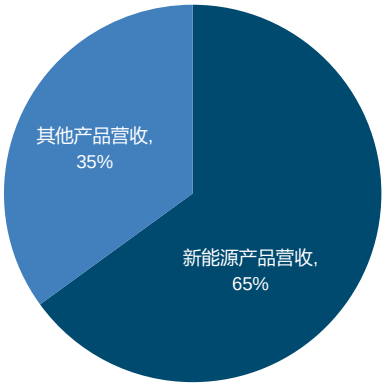
公司产品结构持续升级，加速向新能源与无人驾驶切换。根据公司投资者关系活动记录表公布的数据，公司 2024 年前三季度纯电新能源车占比 20.0%，到 2025 上半年已升至 27.5%，2025 全年进一步达到 30.0%，同期无人驾驶新能源车占比也由 10.0%升至 27.5%、30.0%。收入端， 2026 上半年公司新能源产品营收占比达到 65%，绿色化产品已成为收入主体，整体来看公司产品结构升级趋势明确。

图表49：公司新能源及无人驾驶车占比迅速扩张



来源：公司投资者关系活动记录表，国金证券研究所

图表50：2026H1 公司新能源产品营收占比达到 65%



来源：公司投资者关系活动记录表，国金证券研究所

3.2 公司海外高性价比产品加速替代，多渠道与后市场服务共筑增长极

相近载重与应用场景下，公司宽体自卸车经济性显著优于海外巨头刚性矿卡产品。从产品参数看，同力 TL87 系列、小松 HD605-10E1 与卡特彼勒 Cat 775（07）的额定载重均处于 60-65 吨左右的区间，且均适配大中型矿山场景，而刚性矿卡在动力储备、传动自动化和长寿命设计上的投入明显更高。价格上，根据出口贸易记录数据，8 台同力 TL87 系列整车均价约 11.5 万美元，根据小松官方产品说明书，一台 HD605-10E1 工厂裸价 1.38 亿日元（按汇率 158 约合 87.3 万美元），公司产品价格显著低于海外竞对。此外，刚性矿卡维修运营费用也更高，即便考虑使用寿命，公司宽体自卸车相比海外刚性矿卡仍更具优越的经济性。同时，公司宽体车依托国内重卡供应链体系，供应链稳定、高效且成本低廉。综上，公司宽体自卸车产品在海外场景下具备显著的经济性优势。

图表51：公司宽体自卸车经济性显著优于海外巨头刚性矿卡产品

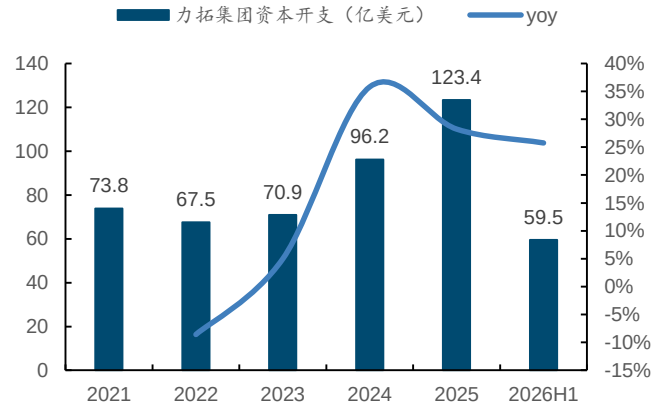
项目	同力 TL87 系列	小松 HD605-10E1	卡特彼勒 Cat 775（07）
车辆类型	燃油宽体自卸车	刚性矿用自卸车	刚性矿用自卸车
载重	60t	64.1t	64t
容积	标准斗容 30m³	平装 32.3m³；堆装 43m³	平装 32.6m³；堆装 42.2m³
发动机功率	460hp	~791hp（590kW）	总功率 825hp；净功率 767hp
最高车速	≥40km/h	70km/h	满载 66.9km/h
传动形式	7 档手动变速箱	7 速全自动变速箱	-

适配场景	大中型露天矿山场地运输	碎石和矿山	矿山、采石和建筑
理论使用寿命	5-8 年	10-12 年	10-12 年
整车新购单价	11.5 万美元	1.38 亿日元	-

来源：各公司官网，volza，国金证券研究所

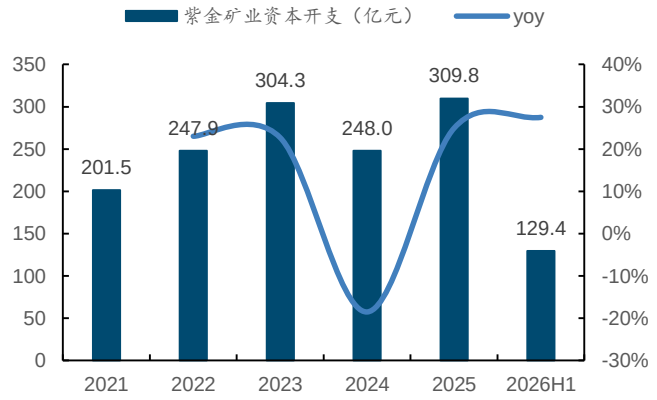
头部客户海外项目加速扩张，有望拉动公司设备出海需求。公司与力拓集团和紫金矿业形成了深度合作关系，2025 年为力拓集团定制纯电换电车型，新能源产品也已广泛应用于紫金矿业位于中国、中亚、南美、非洲、欧洲等的多个项目，成为其绿色矿山战略的核心运输保障。两大核心客户资本开支均处于上行阶段，力拓资本开支由 2021 年 73.8 亿美元增至 2025 年 123.4 亿美元，2026H1 为 59.5 亿美元，同比增长 25.7%；紫金矿业资本开支由 2021 年 201.5 亿元增至 2025 年 309.8 亿元，2026H1 达到 129.4 亿元，同比增长 27.5%，2025 年增速 24.9%。随核心客户海外项目投资高企，公司设备出海进程持续提速。

图表52：2026H1 力拓集团资本开支持续扩张



来源：iFinD，国金证券研究所

· 2026H1 紫金矿业资本开支高增



来源：iFinD，国金证券研究所

海外业务多渠道并行，后市场服务有望打开新增长空间。公司海外渠道有四大布局：一是跟着央国企的海外项目直销；二是打造高质量经销商网络，现已有二十多家本地经销商，保证每个国家有 1 家；三是与力拓、紫金等矿业巨头长期直接合作，提供定制化服务；四是与小松、沃尔沃等海外机械巨头达成代工合作，借助对方渠道覆盖此前未触达的市场。公司 2025 年 145 车型出口多个世界级矿区，有助于打造良好的海外品牌效应。此外，面对新能源与大型化带来的高维修门槛，公司积极布局后市场服务，2026 年已招聘一百多名海外服务经理强化本地化运维，并定下了后市场服务收入占比 20%以上的目标，有望将其打造成重要收入来源。

图表54：公司海外业务渠道及相应布局

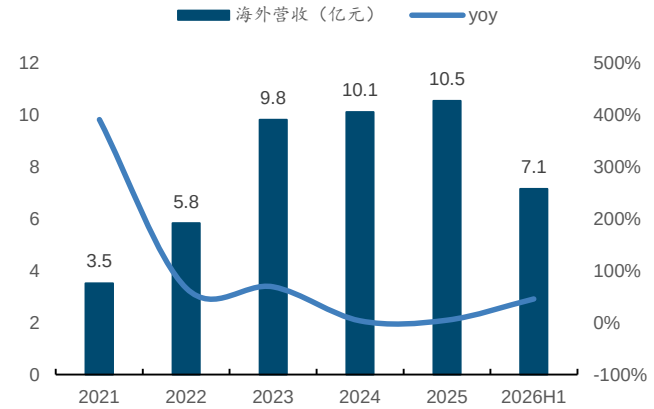
渠道类型	渠道布局/运作模式
随央国企项目直销	在央国企采购车辆的区域配置服务团队与直销经理，同时辐射周边区域
大客户直接业务合作	与力拓、紫金矿业建立多年合作关系，2025 年 DTE145 纯电新能源车型交付力拓蒙古等项目、紫金秘鲁矿山、西芒杜铁矿项目
海外经销商	目前已超二十多家，保证每个国家有 1 家
巨头代工合作	与小松、沃尔沃等海外机械巨头达成代工合作，借助对方渠道覆盖此前未触达的市场

来源：公司投资者关系活动记录表，公司 2025 年年报，国金证券研究所

2026H1 公司海外业务营收高增，后市场配件业务营收同比大增 97.4%。从营收数据看，公司海外收入规模从 2021 年的 3.5 亿元快速攀升至 2025 年的 10.5 亿元，2026 年上半年公司海外营收达 7.1 亿元，同比大增 45.1%。其中，2024 年的海外营收短暂停滞主要源于客户运营效率低，投资回收慢，服务渠道、融资渠道拓展缓慢；而 2025 年海外直接报关出口额约 10 亿元，若含央企中资施工外带则达 14-15 亿元，较 2024 年同比也有较大的提升。由于海外客户对后市场服务需求强烈，公司积极布局后市场服务，配件业务营收增速

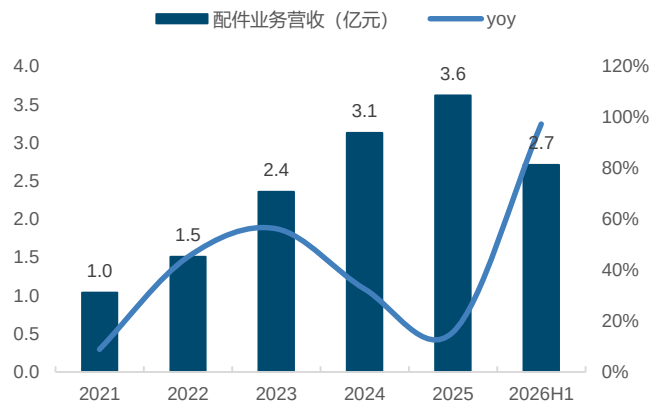
亮眼。2021 年-2025 年，公司配件业务营收从 1.0 亿元快速提升至 3.6 亿元，期间复合增速高达 37.7%，26H1 公司配件业务营收已达到 2.7 亿元，同比大幅增长 97.4%，增长势头强劲。我们认为，随着公司销售渠道进一步拓宽、服务能力建设逐渐完善，叠加公司宽体自卸车产品显著性价比优势和场景适应性，公司海外业务以及后市场配件业务有望成为其盈利的核心增长极。

图表55：26H1 公司海外营收同比大增 45.1%



来源：iFinD，国金证券研究所

图表56：26H1 公司后市场配件业务营收同比提升 97.4%



来源：iFinD，国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

宽体自卸车整车业务：公司 2024-2025 年营收增速不及预期，主要源于该期间国内矿山资本开支下行，且公司海外拓展进展较慢。而 2026H1 公司海外业务营收增速高达 45.1%，海外市场拓展初见成效。进一步考虑到全球矿山设备市场 2026-2030 年复合增速为 6.1%，且中东非洲、拉美等新兴市场增速领先，公司海外收入占比持续提升，无人驾驶订单逐步落地；同时，据灼识咨询预测，国内新能源宽体自卸车行业 2024-2029E 复合增速为 44.4%，行业高速放量。我们预计 2026-2028 年公司宽体自卸车整车收入增速分别为 9.54%、9.72%、10.78%。由于 2025 年公司国外业务毛利率为 34.1%，高于国内约 13 个百分点，随着海外营收占比提升及产品结构向新能源、大型化升级，我们预计 2026—2028 年整车业务毛利率分别为 22.58%、22.71%、22.79%。

配件业务：考虑到公司宽体自卸车国内保有量持续扩大、设备大型化与新能源化带动单台配件价值量提升，且公司依托西安同力子公司推进全生命周期后市场服务总包模式，配件收入有望随存量车队规模加速增长。2024-2025 年公司配件业务收入分别为 3.13 亿元和 3.62 亿元，2026H1 公司配件业务收入已达到 2.7 亿元，同比大增 97.4%；并且据公司投资者交流会披露，未来配件业务营收占比规划达到总营收的 20%。因此，我们预计 2026-2028 年公司配件业务收入增速分别为 90.0%、40.0%、30.0%，对应收入分别为 6.87、9.62、12.51 亿元，毛利率稳定为 30.0%。

维修及其他业务：考虑到维修业务已并入服务总包体系，2025 年起维修收入归零，我们预计 2026-2028 年维修业务收入维持为零；其他业务占比极小，2025 年收入为 1.30 亿元，后续随着业务重心向后市场服务转移，我们预计 2026-2028 年维修及其他业务收入分别为 1.04、0.99、0.94 亿元，毛利率维持 38.0%水平。

费用率方面：随着公司营收规模扩大及海外本地化服务网络完善，预计销售费用率 2026-2028 年分别为 2.5%、2.6%、2.7%；管理费用率 2026 年因股权激励较 2025 年略有提升，预计 2026-2028 年管理费用率分别为 1.75%、1.50%、1.50%；公司持续加码混合动力、纯电动及氢燃料宽体自卸车与无人驾驶研发投入，因此 2026-2028 年研发费用率预期将维持在 3.5%的高位。

综上，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 72.51、81.49、91.97 亿元，收入增速分别为 13.49%、12.38%、12.86%，对应综合毛利率分别为 23.51%、23.76%、23.92%。

图表57：盈利预测

单位：亿元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	61.45	63.89	72.51	81.49	91.97
收入增长率	4.85%	3.98%	13.49%	12.38%	12.86%
综合毛利率	21.45%	22.99%	23.51%	23.76%	23.92%
整车-宽体自卸车业务					
收入	56.66	58.97	64.59	70.88	78.52
收入增长率	4.01%	4.08%	9.54%	9.72%	10.78%
毛利率	20.45%	22.04%	22.58%	22.71%	22.79%
配件业务					
收入	3.13	3.62	6.87	9.62	12.51
收入增长率	32.41%	15.59%	90.00%	40.00%	30.00%
毛利率	36.48%	30.38%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务					
收入	1.66	1.30	1.04	0.99	0.94
收入增长率	-6.15%	-21.61%	-20.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	27.37%	45.45%	38.00%	38.00%	38.00%

来源：Wind，国金证券研究所

4.2 投资建议

预计公司 26-28 年归母净利润为 10.05、11.47、13.07 亿元，对应 PE 分别为 8.6/7.5/6.6 倍。考虑到下游需求持续向好叠加公司国外高毛利业务高增，给予公司 27 年 12xPE，目标价 29.76 元，给予公司“买入”评级。

图表58：可比公司估值比较

序号	股票代码	股票名称	股价	EPS					PE				
				2024	2025	2026E	2027E	2028E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
1	600031.SH	三一重工	18.69	0.71	0.98	1.12	1.46	1.75	26.47	19.01	16.75	12.82	10.67
2	000425.SZ	徐工机械	7.14	0.51	0.57	0.65	0.86	1.04	14.00	12.53	10.94	8.28	6.86
3	000157.SZ	中联重科	6.21	0.41	0.56	0.58	0.70	0.84	15.15	11.09	10.67	8.84	7.39
4	600817.SH	宇通重工	8.80	0.43	0.59	0.55	0.61	0.67	20.47	14.92	16.10	14.37	13.09
	平均数								19.02	14.38	13.61	11.08	9.50
	920599.BJ	同力股份	18.65	1.79	1.84	2.17	2.48	2.83	10.45	10.12	8.58	7.52	6.60

来源：Wind，国金证券研究所（注：除同力股份外，其余均取万得一致预测，估值日期 2026 年 11 月 4 日）

风险提示

工程机械行业波动风险。公司宽体自卸车业务营收占比超九成，产品需求与矿山开采、基建投资的景气度高度相关，行业具有明显周期性。若宏观经济下行、矿山资本开支收缩或基建投资放缓，下游设备采购需求下滑，公司营收与盈利可能不及预期。

新能源与无人驾驶竞争加剧风险。新能源宽体自卸车赛道高速扩容，宇通矿卡、博雷顿、三一、临工重机等厂商加速布局，行业价格竞争加剧，公司新能源产品毛利率与市占率存在承压风险；若公司在纯电、混动、氢燃料及无人驾驶领域的技术迭代或商业化落地慢于竞争对手，可能错过行业发展机会。

海外市场拓展不及预期风险。外收入占比已提升至 20%以上，成为重要增长极，但海外业务面临地缘政治、贸易政策、关税壁垒、本地化服务体系建设及汇率波动等多重不确定性，若重点市场（如非洲、东南亚、中亚）拓展进度或订单交付不及预期，将影响第二增长曲线的兑现节奏。

应收账款及现金流风险。公司下游客户以矿山业主及工程承包商为主，单台设备价值量高、回款周期长，应收账款余额较大，若下游客户经营恶化或回款不及预期，可能产生坏账损失并拖累经营性现金流。

原材料价格波动风险。钢材、电池等核心原材料占成本比重较高，若原材料价格大幅上涨而公司无法及时向下游传导，毛利率可能承压。

无实际控制人风险。公司股权结构分散、无实际控制人，重大经营决策需多方协商，若公司治理或战略执行出现分歧，可能影响长期战略稳定性。

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	**5,860**	**6,145**	**6,389**	**7,251**	**8,149**	**9,197**
增长率		4.9%	4.0%	13.5%	12.4%	12.9%
主营业务成本	-4,527	-4,827	-4,920	-5,547	-6,213	-6,997
%销售收入	77.3%	78.6%	77.0%	76.5%	76.2%	76.1%
毛利	1,333	1,318	1,469	1,704	1,936	2,200
%销售收入	22.7%	21.4%	23.0%	23.5%	23.8%	23.9%
营业税金及附加	-21	-28	-35	-40	-45	-51
%销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-335	-127	-158	-181	-212	-248
%销售收入	5.7%	2.1%	2.5%	2.5%	2.6%	2.7%
管理费用	-86	-90	-98	-127	-122	-138
%销售收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.8%	1.5%	1.5%
研发费用	-103	-196	-224	-254	-285	-322
%销售收入	1.8%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润（EBIT）	787	877	953	1,103	1,272	1,441
%销售收入	13.4%	14.3%	14.9%	15.2%	15.6%	15.7%
财务费用	8	0	-4	36	49	63
%销售收入	-0.1%	0.0%	0.1%	-0.5%	-0.6%	-0.7%
资产减值损失	-130	-12	-23	-10	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	-2	0	0
投资收益	17	-6	-5	-1	0	0
%税前利润	2.4%	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%
营业利润	711	915	963	1,160	1,321	1,505
营业利润率	12.1%	14.9%	15.1%	16.0%	16.2%	16.4%
营业外收支	3	0	-1	-3	0	0
税前利润	713	915	962	1,157	1,321	1,505
利润率	12.2%	14.9%	15.1%	16.0%	16.2%	16.4%
所得税	-92	-121	-123	-152	-174	-198
所得税率	13.0%	13.3%	12.8%	13.1%	13.1%	13.1%
净利润	621	793	839	1,005	1,147	1,307
少数股东损益	6	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**615**	**793**	**839**	**1,005**	**1,147**	**1,307**
净利率	10.5%	12.9%	13.1%	13.9%	14.1%	14.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	621	793	839	1,005	1,147	1,307
少数股东损益	6	0	0	0	0	0
非现金支出	232	106	113	89	90	91
非经营收益	-55	-11	9	8	0	0
营运资金变动	-520	581	-569	-300	-237	-285
经营活动现金净流	**277**	**1,470**	**393**	**801**	**999**	**1,112**
资本开支	-66	-45	-33	137	-10	-10
投资	8	-21	-52	-2	0	0
其他	-5	0	0	-1	0	0
投资活动现金净流	**-63**	**-66**	**-85**	**134**	**-10**	**-10**
股权募资	7	20	17	-12	0	0
债权募资	-178	-1	-145	-173	0	0
其他	42	57	426	-94	-93	-93
筹资活动现金净流	**-129**	**76**	**298**	**-279**	**-93**	**-93**
现金净流量	**85**	**1,481**	**609**	**657**	**897**	**1,010**

资产负债表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	931	2,297	2,151	2,807	3,704	4,714
应收款项	3,065	3,136	2,939	3,360	3,776	4,261
存货	666	959	1,251	1,444	1,617	1,821
其他流动资产	116	284	398	234	248	273
流动资产	4,777	6,676	6,739	7,845	9,344	11,069
%总资产	83.5%	88.0%	87.0%	89.4%	91.7%	93.5%
长期投资	26	19	150	140	130	120
固定资产	617	622	632	565	498	429
%总资产	10.8%	8.2%	8.2%	6.4%	4.9%	3.6%
无形资产	110	108	104	103	101	99
非流动资产	945	913	1,009	930	850	769
%总资产	16.5%	12.0%	13.0%	10.6%	8.3%	6.5%
资产总计	**5,722**	**7,589**	**7,748**	**8,774**	**10,194**	**11,838**
短期借款	87	296	151	22	22	22
应付款项	1,566	2,509	2,420	2,704	3,029	3,411
其他流动负债	1,435	1,617	1,498	1,517	1,556	1,602
流动负债	3,088	4,423	4,070	4,243	4,607	5,036
长期贷款	32	0	0	0	0	0
其他长期负债	101	62	72	25	26	27
负债	3,221	4,484	4,142	4,268	4,633	5,062
普通股股东权益	2,466	3,105	3,606	4,507	5,561	6,775
其中：股本	453	458	463	463	463	463
未分配利润	1,258	1,825	2,347	3,260	4,314	5,529
少数股东权益	35	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**5,722**	**7,589**	**7,748**	**8,774**	**10,194**	**11,838**

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	1.358	1.733	1.815	2.173	2.480	2.825
每股净资产	5.450	6.786	7.797	9.744	12.023	14.649
每股经营现金净流	0.613	3.213	0.850	1.732	2.160	2.405
每股股利	0.050	0.130	0.190	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	24.93%	25.54%	23.28%	22.30%	20.63%	19.29%
总资产收益率	10.74%	10.45%	10.83%	11.45%	11.25%	11.04%
投入资本收益率	25.95%	22.28%	22.13%	21.14%	19.78%	18.42%
增长率						
主营业务收入增长率	12.67%	4.85%	3.98%	13.49%	12.38%	12.86%
EBIT 增长率	31.22%	11.36%	8.73%	15.66%	15.33%	13.35%
净利润增长率	31.82%	29.03%	5.83%	19.74%	14.13%	13.94%
总资产增长率	-0.76%	32.62%	2.09%	13.25%	16.18%	16.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	107.6	119.5	111.3	105.0	105.0	105.0
存货周转天数	66.3	61.4	82.0	95.0	95.0	95.0
应付账款周转天数	83.5	79.2	97.5	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	38.4	36.9	36.1	28.5	22.3	17.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.45%	-64.43%	-55.44%	-61.80%	-66.21%	-69.24%
EBIT 利息保障倍数	-93.4	2,111.1	242.3	-30.7	-26.0	-22.8
资产负债率	56.29%	59.09%	53.46%	48.64%	45.45%	42.76%

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	5	5	5	11	12
增持	2	2	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.29**	**1.29**	**1.38**	**1.31**	**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