华龙证券 CHINA DRAGON SECURITIES

证券研究报告

机械设备

报告日期：2026 年 11 月 12 日

收入端景气确立，利润端压制有望解除

——工程机械行业 2026 年三季报业绩综述

华龙证券研究所

投资评级：推荐（维持）

最近一年走势



分析师：邢甜

执业证书编号：S0230521040001

邮箱：xingt@hlzq.com

相关阅读

《北京印发具身机器人行动方案，10 月挖机内外销双位数增长—机械设备行业周报》2026.11.16

《收入端加速修复，利润弹性有待兑现—机械设备行业 2026 年三季报业绩综述》2026.11.12

《受基数影响挖机销量增速回落，出口+电动化仍为主要增长引擎—工程机械行业数据点评》2026.11.10

请认真阅读文后免责条款

摘要：

- **市场表现：**2026 年初至 11 月 6 日，工程机械（801077.SI）指数下跌 20.46%，相对沪深 300 收益 -6.4pct，跑输沪深 300。指数区间最高涨幅 11.44%，高于沪深 300 区间最高涨幅 4.51%；区间最大跌幅-34.24%，沪深 300 为-21.84%，板块波动幅度大于大盘。

- **成长能力：收入加速扩张，利润受汇兑拖累转负** 2026 年前三季度 35 只成分股合计实现营业收入 3,453.29 亿元，同比+13.88%，增速较 2025 年全年的+11.00%提升 2.88pct，为 2022 年以来最高水平。利润端与收入端背离。2026 年前三季度行业实现归母净利润 286.59 亿元，同比-2.65%，为 2023 年以来首次负增长；非经常性损益对本年利润形成了明显支撑，主业盈利的收缩幅度大于表观归母口径。

- **盈利能力：毛利率基本走平，净利率受费用端拖累。**2026 年前三季度行业销售毛利率 25.48%，同比持平，仍处在 2023 年以来的较高区间。净利率回落，2026 年前三季度行业销售净利率 8.47%，同比-1.41pct，较 2025 年全年 8.64%回落 0.17pct；毛利率走平而净利率回落，且净利率降幅大于毛利率，费用端及其他损益项目对利润形成拖累。

- **营运能力：回款略有改善，现金流小幅回落。**2026 年前三季度行业经营活动现金流量净额 280.43 亿元，同比-3.63%。产业链内部回款分化明显。2026 年前三季度，三一重工前三季度经营现金流净额 124.15 亿元，为板块最高；净现比保持稳定；周转效率基本稳定，回款略有加快。

- **偿债能力：负债率延续下行，合同负债小幅回补。**2026 年三季度末行业合同负债 181.20 亿元，较上年同期 177.13 亿元增加 4.06 亿元、增幅约 2.29%；同期存货 1,444.58 亿元，同比增加 190.54 亿元、增幅 15.19%，高于收入增速 13.88%约 1.31pct。资产负债率延续下行。2026 年三季度末行业资产负债率 53.66%，同比下降 0.61pct，为 2021 年以来最低水平。

- **后市展望：行业收入端的景气已经确立，利润端的压制属于阶段性因素。**工程机械指数 1—9 月已回调 23.34%、估值处于低位，而收入双位数增长，出口 22%的高增仍在延续，基本面无实质性恶化，属于业绩底部已现、估值仍在消化的组合。随着人民币升值节奏放缓与海外本地化比例提升，汇兑对利润的压制有望在

2027 年逐步消退。基于此，我们维持行业“推荐”评级。

- **投资建议：**建议沿两条主线布局：一是全球化布局完善、海外收入占比高的整机龙头，其在出口高景气中弹性最大，且规模效应可对冲汇兑冲击，建议关注徐工机械（000425.SZ）、三一重工（600031.SH）、柳工（000528.SZ）、中联重科（000157.SZ）、山推股份（000680.SZ）；二是受益于出口与电动化的零部件及细分品类龙头，建议关注恒立液压（601100.SH）、浙江鼎力（603338.SH）、杭叉集团（603298.SH）、安徽合力（600761.SH）。
- **风险提示：**经济波动风险、市场竞争风险、原材料价格风险、国际贸易政策趋紧风险、汇率波动风险。

表：重点关注公司及盈利预测

股票代码	股票简称	2026/11/12	EPS（元）				PE				投资评级
		股价（元）	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
000157.SZ	中联重科	5.9	0.56	0.54	0.68	0.81	14.3	11.1	8.9	7.4	未评级
000425.SZ	徐工机械	6.54	0.57	0.65	0.86	1.05	18.2	10.6	7.9	6.5	未评级
000528.SZ	柳工	7.93	0.79	0.85	0.94	1.07	18.2	9.3	8.4	7.4	增持
000680.SZ	山推股份	8.6	0.81	0.97	1.17	1.39	14.2	9.8	7.8	6.6	未评级
600031.SH	三一重工	18.27	0.98	1.10	1.46	1.76	22.9	16.8	12.7	10.6	未评级
600761.SH	安徽合力	14.83	1.37	1.44	1.66	1.89	15.5	10.6	9.2	8.1	未评级
601100.SH	恒立液压	89.29	2.04	2.40	2.96	3.40	58.7	37.2	30.2	26.3	增持
603298.SH	杭叉集团	23.75	1.67	1.81	2.07	2.34	18.0	13.8	12.1	10.7	未评级
603338.SH	浙江鼎力	57.66	3.75	4.08	5.00	5.78	14.0	14.3	11.7	10.1	未评级

数据来源：Wind，华龙证券研究所

内容目录

1 回顾 2026Q1-3： **1**
1.1 市场表现：指数表现弱于沪深 300 1
1.2 2026 年三季报总结 3
1.2.1 成长能力：收入加速扩张，利润受汇兑拖累转负 3
1.2.2 盈利能力：毛利率基本走平，净利率受费用端拖累 5
1.2.3 营运能力：回款略有改善，现金流小幅回落 8
1.2.4 偿债能力：负债率延续下行，合同负债小幅回补 10
2 展望:内外需共振，景气延续 **11**
2.1 我国挖机销量数据跟踪 11
2.2 国内：周期位置偏底部，政策托底更新需求 13
2.3 出口：结构升级，亚非拉贡献主要增量 14
3 投资建议 **15**
4 风险提示 **16**

图目录

图 1： 工程机械指数（801077.SI）与沪深 300 走势 1
图 2： 2026 年初至 11 月 6 日工程机械 35 只个股涨跌幅（%） 2
图 3： 营业收入（亿元）及同比增速（%） 3
图 4： 整机与器件营收同比增速（%） 3
图 5： 归母净利润（亿元）及增速（%） 4
图 6： 整机 VS 器件归母净利润同比增速（%） 4
图 7： 工程机械毛利率与净利率（%） 6
图 8： 整机与器件毛利率（%） 6
图 9： 整机与器件净利率（%） 6
图 10： 期间费用率对比（%） 7
图 11： 四项费用率同比变化（%） 7
图 12： 经营现金流净额（亿元）及同比（%） 9
图 13： 主要公司经营现金流净额（亿元） 9
图 14： 2026Q1-3 净现比（倍）前 10 公司 9
图 15： 工程机械 2025Q1-3/2026Q1-3 周转率（%） 10
图 16： 整机&器件 2025Q1-3/2026Q1-3 周转率（%） 10
图 17： 整机&器件合同负债与存货（亿元） 10
图 18： 2025Q1-3/2026Q1-3 应收账款（亿元） 10
图 19： 2025Q1-3/2026Q1-3 资产负债率（%） 11
图 20： 2025-2026 年挖机月度销量（万台） 12
图 21： 2020-2026 年 M1-10 挖机累计销量（万台） 12
图 22： 2026 年挖机月度销量结构（万台） 13
图 23： 挖机出口与国内销量同比 13
图 24： 2019-2026M1-10 年挖机年销量（台）及出口占比（%） 13
图 25： 工程机械出口金额（亿美元）及同比（%） 15

图 26： 2025 年我国工程机械出口 top10（万美元） 15
图 27： 2026 年 1—9 月挖掘机出口分区域及增速（%） 15

表目录

表 1： 2026 年单季节奏 4
表 2： 2026Q1-3 工程机械归母净利润前 15 只个股营收及利润增速 5
表 3： 工程机械 35 只个股 2026Q1-3 期间费用率 7
表 4： 我国挖机销量（台）及同比变化（%） 12
表 5： 2026 年非道路移动机械淘汰更新主要政策 14
表 6： 重点关注个股估值表 16

1 回顾 2026Q1-3：

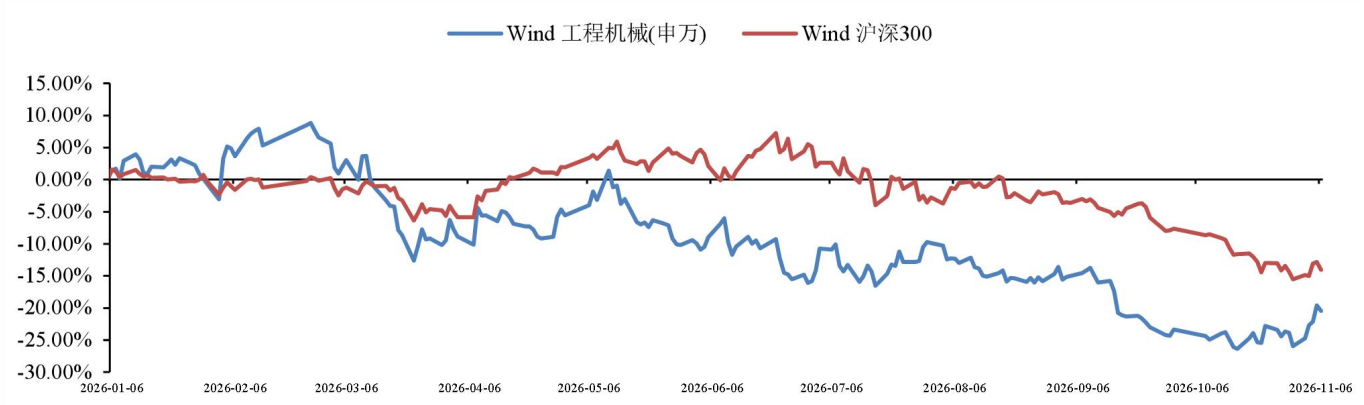
我们以 SW 机械设备—工程机械板块为研究对象。板块下设整机与零部件两个子板块，当前成分股 35 支，其中整机 23 支、器件 12 支。通过对行业 2026 年三季报与历史业绩的对比分析，判断行业基本面变化，并给出投资结论。

1.1 市场表现：指数表现弱于沪深 300

2026 年初至 11 月 6 日，沪深 300 指数下跌 14.06%，工程机械（801077.SI）指数下跌 20.46%，相对收益-6.4pct，跑输沪深 300。指数区间最高涨幅 11.44%，高于沪深 300 区间最高涨幅 4.51%；区间最大跌幅-34.24%，沪深 300 为-21.84%，板块波动幅度大于大盘。

从节奏上看，一季度两条指数基本同步、板块略占优；二季度板块冲高回落，5 月起持续跑输；三季度横盘震荡，10 月下旬以来再度走弱，11 月初相对损失幅度有所收窄。我们认为，回调的主要原因一是汇率：人民币兑美元持续升值，主机厂海外收入占比普遍过半，账面美元敞口在结算前即形成汇兑损失，直接侵蚀利润并压制估值；二是顺周期预期：市场对总量强刺激期待不高，国内基建与地产投资边际走弱，使“内需复苏”叙事缺乏催化。

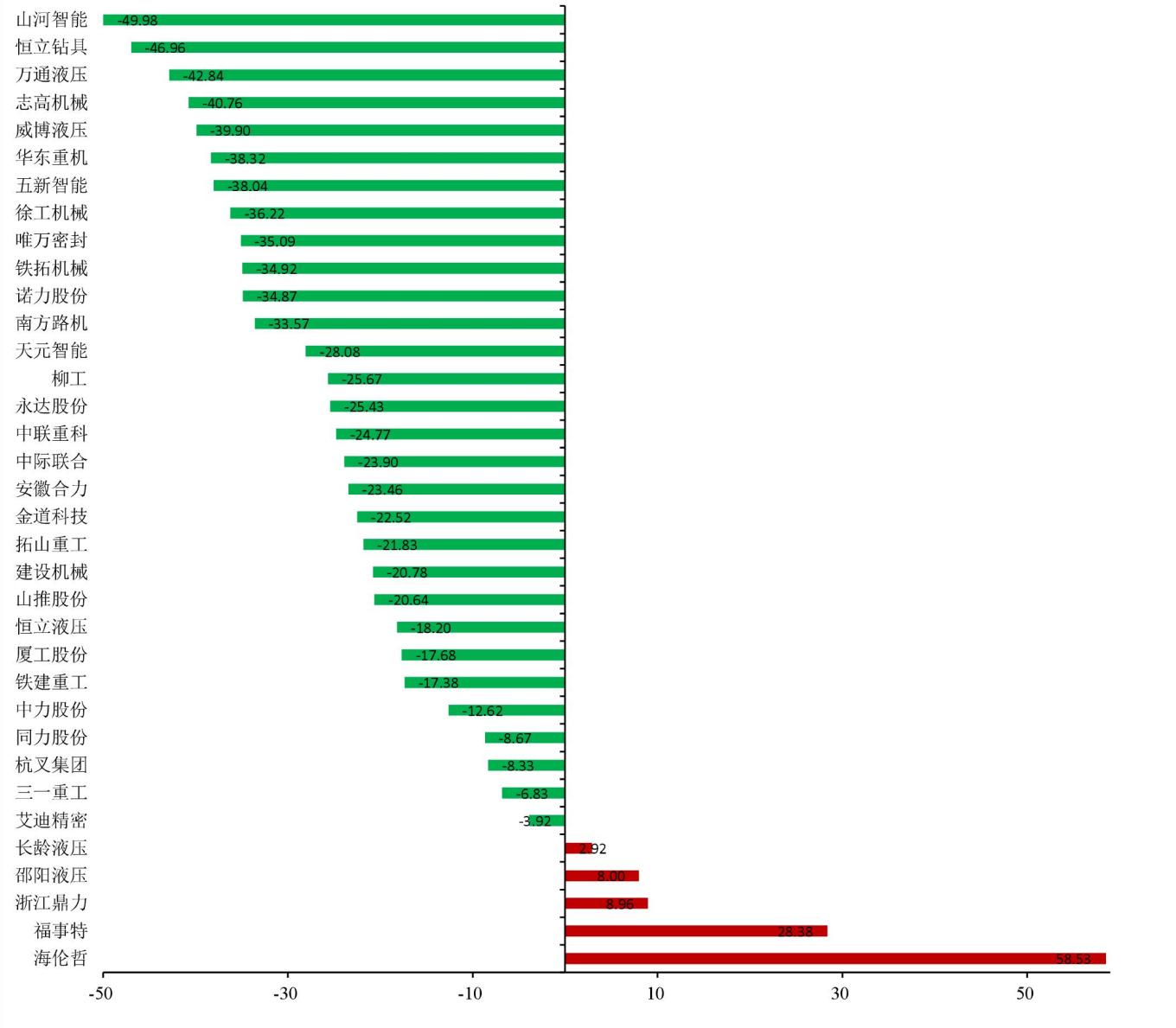
图 1：工程机械指数（801077.SI）与沪深 300 走势



数据来源：Wind，华龙证券研究所

个股层面，35 只成分股中仅 5 只录得正收益，涨幅居前的为海伦哲（+58.53%）、福事特（+28.38%）、浙江鼎力（+8.96%）、邵阳液压（+8.00%）；跌幅居前的为山河智能（-49.98%）、恒立钻具（-46.96%）、万通液压（-42.84%）、志高机械（-40.76%），跌幅超过 30%的有 12 只，且以中小市值与北交所标的为主。分季度看，一季度领涨的为海伦哲（+55.64%）、邵阳液压（+41.60%）；二季度领涨的为海伦哲（+98.53%）、长龄液压（+74.71%）；三季度领涨的为厦工股份（+48.64%）、浙江鼎力（+25.55%）；四季度以来（截至 11 月 6 日）领涨的为邵阳液压（+22.25%）、柳工（+13.09%）。

图 2：2026 年初至 11 月 6 日工程机械 35 只个股涨跌幅（%）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

板块表现高度依赖龙头。按归母净利润口径，三一重工、徐工机械、中联重科、恒立液压、杭叉集团五家合计 205.17 亿元，占 35 家公司合计的 71.59%。徐工机械、柳工、中联重科年内跌幅分别为 36.22%、25.67%、24.77%，对等权组合形成主要拖累；利润规模最大的三一重工跌幅 6.83%，明显小于板块整体。

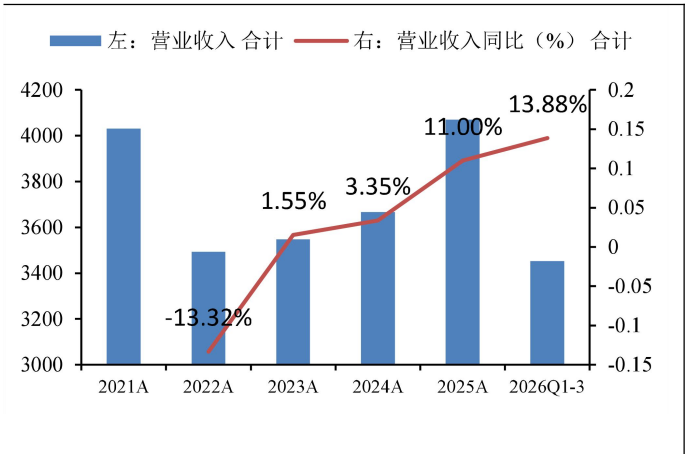
1.2 2026 年三季报总结

1.2.1 成长能力：收入加速扩张，利润受汇兑拖累转负

收入端延续加速态势。2026 年前三季度 35 只成分股合计实现营业收入 3,453.29 亿元，同比+13.88%，增速较 2025 年全年的+11.00%提升 2.88pct，为 2022 年以来最高水平。其中整机 3,256.89 亿元，同比+13.18%；器件 196.40 亿元，同比+26.81%，器件增速连续两年高于整机，占板块收入的比重升至 5.69%，较 2025 年全年的 5.26%提高 0.42pct。

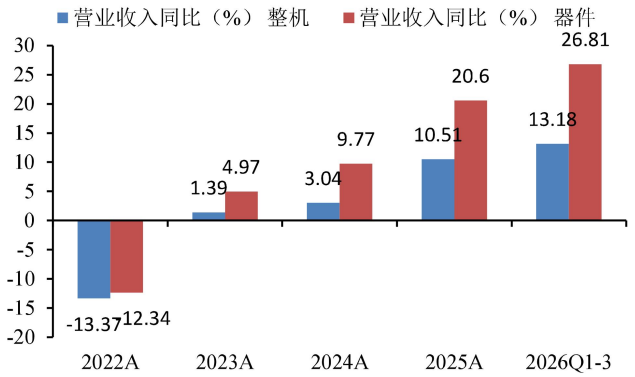
行业收入历时四年完成筑底回升。2022 年受宏观需求走弱影响，营业收入同比-13.32%；2023 年、2024 年分别为+1.55%、+3.35%，处于筑底阶段；2025 年修复至+11.00%，2026 年前三季度进一步升至+13.88%。收入提速由国内需求修复与出口放量共同驱动，出口是主要增量来源。

图 3：营业收入（亿元）及同比增速（%）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

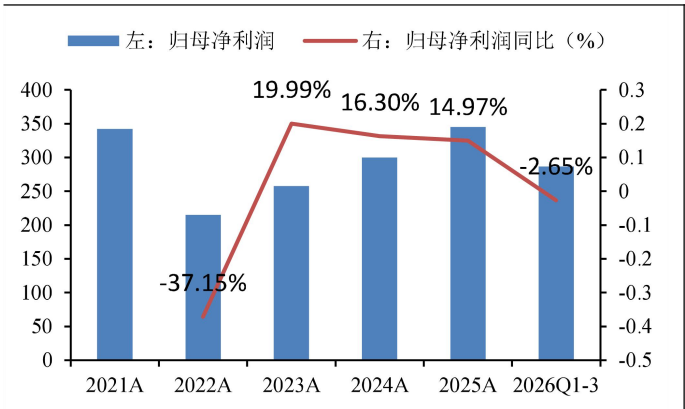
图 4：整机与器件营收同比增速（%）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

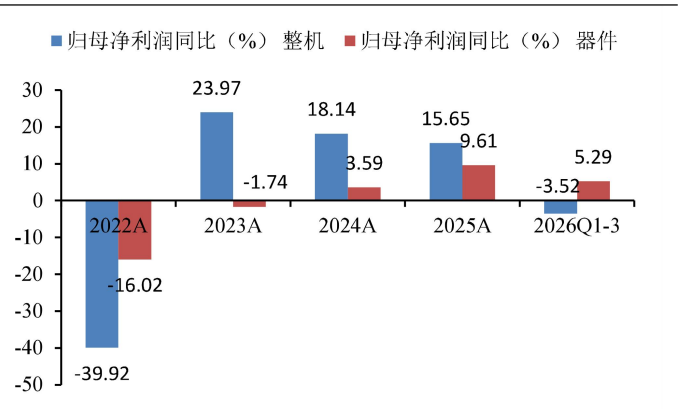
利润端与收入端背离。2026 年前三季度行业实现归母净利润 286.59 亿元，同比-2.65%，为 2023 年以来首次负增长；其中整机 255.80 亿元，同比-3.52%；器件 30.79 亿元，同比+5.29%。扣非归母净利润 250.28 亿元，同比-7.82%，降幅大于归母净利润。扣非降幅大于归母降幅 5.17 个百分点，且扣非归母净利润占归母净利润比重由 92.23%降至 87.33%、下降 4.90 个百分点，说明非经常性损益对本年利润形成了明显支撑，主业盈利的收缩幅度大于表观归母口径。

图 5：归母净利润（亿元）及增速（%）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 6：整机 VS 器件归母净利润同比增速（%）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

利润承压的主因是汇兑损失集中计入财务费用。三一重工、徐工机械、中联重科前三季度财务费用分别为 22.64 亿元、21.47 亿元、11.84 亿元，上年同期分别为-6.22 亿元、2.48 亿元、-1.23 亿元，三家公司合计同比增加 60.91 亿元；35 家公司财务费用合计由-6.01 亿元升至 82.52 亿元，同比增加 88.53 亿元。同期毛利由 772.66 亿元增至 879.88 亿元、增加 107.22 亿元，基本覆盖了财务费用端的冲击，营业利润仅减少 8.07 亿元、同比-2.37%，归母净利润减少 7.79 亿元。这说明汇兑是利润节奏的扰动项，而非盈利能力的实质恶化。

单季节奏显示压力在二季见底、三季度边际企稳。可比样本口径下，2026 年一季度、二季度、三季度单季营业收入分别为 1125.60、1275.44、1120.52 亿元，单季营收同比分别为+11.40%、+13.93%、+9.81%；单季归母净利润分别为 85.67、101.96、78.75 亿元，单季归母同比分别为-5.10%、-5.43%、+0.46%。三季度是全年唯一实现单季利润同比转正的季度，但幅度较小，为+0.46%；同时考虑营收增速回落至+9.81%，我们认为属低基数下的弱企稳，尚不构成趋势反转。

表 1：2026 年单季节奏

项目	2026Q1	2026Q2	2026Q3
单季营业收入（亿元）	1125.6	1275.44	1120.52
单季营收同比（%）	11.4	13.93	9.81
单季归母净利润（亿元）	85.67	101.96	78.75
单季归母同比（%）	-5.1	-5.43	0.46

数据来源：Wind，华龙证券研究所

个股业绩分化显著。2026 年前三季归母净利润规模前五的三一重工、徐工机械、中联重科、恒立液压、杭叉集团分别实现归母净利润 80.04 亿元、56.08 亿元、29.61 亿元、21.54 亿元、17.90 亿元，同比+12.22%、-6.18%、-24.46%、+3.20%、+2.11%，五家中仅三一重工、恒立液压、杭叉集团实现正增长。收入增速领先的为五新智能（+133.29%）、华东重机（+55.86%）、福事特（+42.19%）、艾迪精密（+40.05%）、海伦哲（+38.32%），其中五新

智能归母净利润增长 182.49%，弹性突出；整机龙头中，三一重工、山推股份实现营收与利润双增，徐工机械、中联重科、柳工利润负增长。

表 2：2026Q1-3 工程机械归母净利润前 15 只个股营收及利润增速

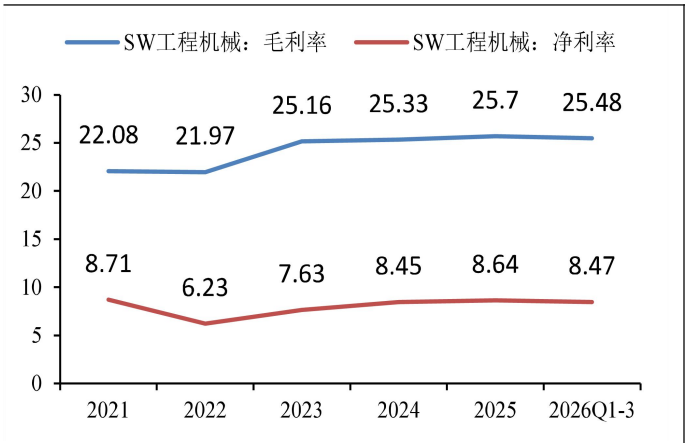
证券简称	营业收入（亿元）	同比（%）	归母净利润（亿元）	同比（%）
三一重工	781.10	18.81	80.04	12.22
徐工机械	868.88	11.17	56.08	-6.18
中联重科	400.19	7.71	29.61	-24.46
恒立液压	102.33	31.36	21.54	3.20
杭叉集团	151.24	8.25	17.90	2.11
浙江鼎力	88.04	31.90	15.88	-0.42
柳工	289.39	12.34	13.25	-9.13
山推股份	123.62	17.87	10.11	19.24
安徽合力	163.94	9.78	9.32	-16.91
铁建重工	63.89	-3.69	7.43	-25.95
同力股份	55.22	15.14	6.45	20.44
中力股份	61.47	17.24	6.37	-7.01
艾迪精密	33.25	40.05	4.35	37.71
中际联合	14.55	7.64	3.62	-17.51
五新智能	21.20	133.29	3.51	182.49

数据来源：Wind，华龙证券研究所

1.2.2 盈利能力：毛利率基本走平，净利率受费用端拖累

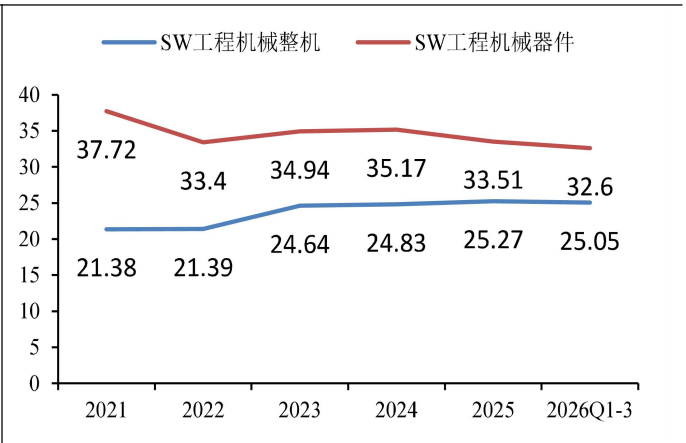
毛利率走平。2026 年前三季度行业销售毛利率 25.48%，同比持平（0.00pct），较 2025 年全年的 25.70%回落 0.22pct，仍处在 2023 年以来的较高区间。其中整机 25.05%，同比+0.02pct；器件 32.60%，同比-1.16pct。器件毛利率连续两年回落，由 2024 年的 35.17%降至 2025 年的 33.51%、再降至 2026 年前三季度的 32.60%，较 2024 年累计下降 2.57pct，主要受原材料价格上行与产品结构变化影响。

图 7：工程机械毛利率与净利率（%）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

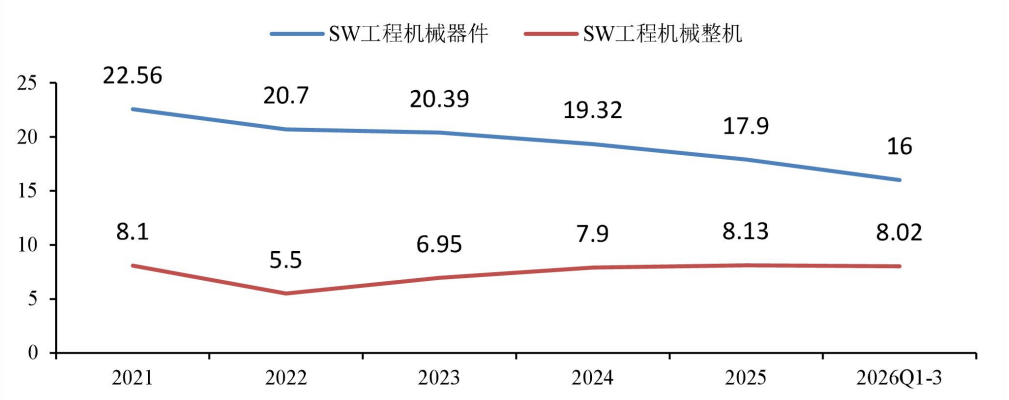
图 8：整机与器件毛利率（%）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

净利率回落，是本期盈利质量的核心变化。2026 年前三季度行业销售净利率 8.47%，同比-1.41pct，较 2025 年全年 8.64%回落 0.17pct；整机 8.02%、同比-1.34pct；器件 16.00%、同比-3.51pct。毛利率走平而净利率回落，且净利率降幅大于毛利率，费用端及其他损益项目对利润形成拖累。

图 9：整机与器件净利率（%）

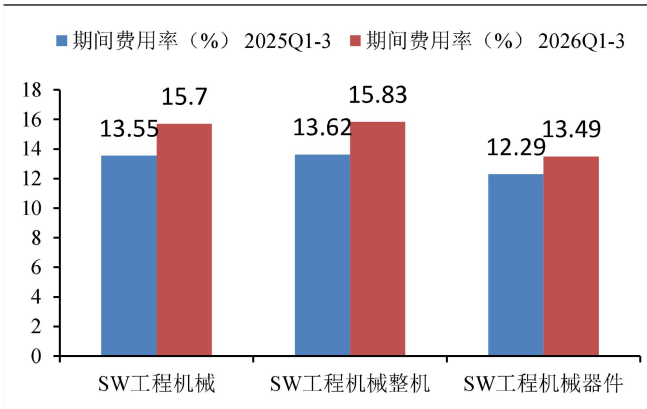


数据来源：Wind，华龙证券研究所

期间费用率显著抬升。2026 年前三季度行业期间费用率 15.70%，同比+2.15pct，其中销售费用率 5.78%（同比+0.07pct）、管理费用率 3.12%（同比-0.27pct）、研发费用率 4.41%（同比-0.24pct）、财务费用率 2.39%（同比+2.59pct）。销售、管理、研发三项费用率合计下降 0.44pct，财务费用率一项上升 2.59pct，是期间费用率上行主要原因。

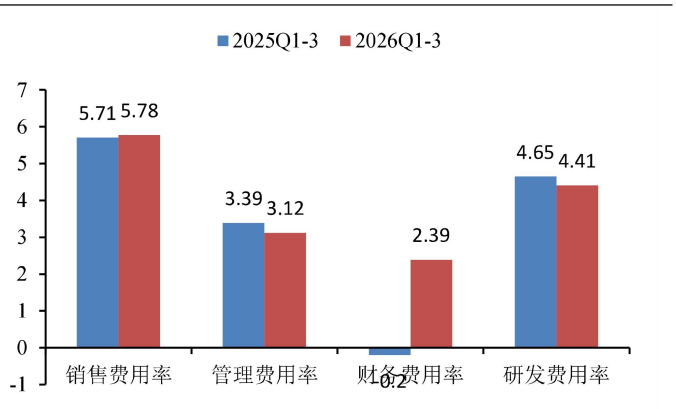
整机期间费用率 15.83%、同比+2.21pct，其中财务费用率由-0.16%升至 2.45%、同比+2.61pct；器件期间费用率 13.49%、同比+1.20pct，其中财务费用率由-0.93%升至 1.38%、同比+2.31pct。

图 10：期间费用率对比（%）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 11：四项费用率同比变化（%）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

财务费用率的抬升具有普遍性。2025 年同期人民币兑美元贬值形成汇兑收益，行业财务费用率为-0.20%；2026 年人民币升值，出口企业持有的美元资产与应收款产生汇兑损失。财务费用率高于 5%的公司有建设机械（14.75%）、山河智能（8.02%）两家；财务费用率同比提升前五个股分别为：山河智能 8.02%、浙江鼎力 2.07%，中际联合 3.04%，恒立液压 1.78%，诺力股份 2.68%，分别同比上升 6.24、5.85、4.36、4.35、3.84 个百分点。

表 3：工程机械 35 只个股 2026Q1-3 期间费用率

证券代码	证券简称	销售费用率（%）	管理费用率（%）	财务费用率（%）	研发费用率（%）	期间费用率（%）
600984.SH	建设机械	1.41	13.88	14.75	2.51	32.55
002097.SZ	山河智能	8.60	8.55	8.02	3.93	29.10
920706.BJ	铁拓机械	8.50	10.29	-0.12	5.02	23.69
301161.SZ	唯万密封	8.60	8.74	0.52	5.73	23.60
603280.SH	南方路机	7.38	5.77	-0.35	9.57	22.38
600815.SH	厦工股份	5.92	8.93	1.84	5.45	22.13
000157.SZ	中联重科	9.42	3.64	2.96	5.06	21.08
301446.SZ	福事特	5.34	10.38	0.19	4.47	20.38
301079.SZ	邵阳液压	3.91	9.71	1.92	4.52	20.06
300201.SZ	海伦哲	9.87	4.73	0.60	3.63	18.84
605305.SH	中际联合	5.39	5.45	3.04	3.70	17.58
920174.BJ	五新智能	6.17	6.04	0.30	4.98	17.48
600031.SH	三一重工	6.96	2.60	2.89	4.73	17.18
603611.SH	诺力股份	4.44	5.24	2.68	3.96	16.32
688425.SH	铁建重工	3.12	3.05	1.29	8.32	15.77
603194.SH	中力股份	5.94	4.18	1.57	3.98	15.67
920942.BJ	恒立钻具	4.84	5.18	0.48	4.72	15.22
002685.SZ	华东重机	3.50	4.71	2.30	4.51	15.02
600761.SH	安徽合力	4.93	2.95	0.97	6.01	14.85

证券代码	证券简称	销售费用率（%）	管理费用率（%）	财务费用率（%）	研发费用率（%）	期间费用率（%）
601100.SH	恒立液压	2.26	5.43	1.78	5.33	14.80
000528.SZ	柳工	6.60	2.28	1.99	3.89	14.76
920101.BJ	志高机械	6.31	4.02	0.22	3.80	14.36
603298.SH	杭叉集团	4.86	2.83	1.20	5.15	14.04
603273.SH	天元智能	3.88	7.18	-0.01	2.78	13.82
000425.SZ	徐工机械	4.78	2.57	2.47	3.74	13.56
000680.SZ	山推股份	4.26	2.76	1.60	3.47	12.08
603638.SH	艾迪精密	2.40	3.39	1.12	4.38	11.30
001226.SZ	拓山重工	1.31	4.84	1.36	3.33	10.83
605389.SH	长龄液压	1.72	4.54	0.00	3.72	9.97
920245.BJ	威博液压	2.13	4.11	0.68	2.93	9.85
301279.SZ	金道科技	0.36	5.02	0.24	4.21	9.83
920839.BJ	万通液压	1.45	2.80	0.71	4.31	9.27
603338.SH	浙江鼎力	2.50	1.77	2.07	2.33	8.67
001239.SZ	永达股份	0.29	3.46	1.61	2.85	8.21
920599.BJ	同力股份	1.95	1.61	0.25	3.07	6.88

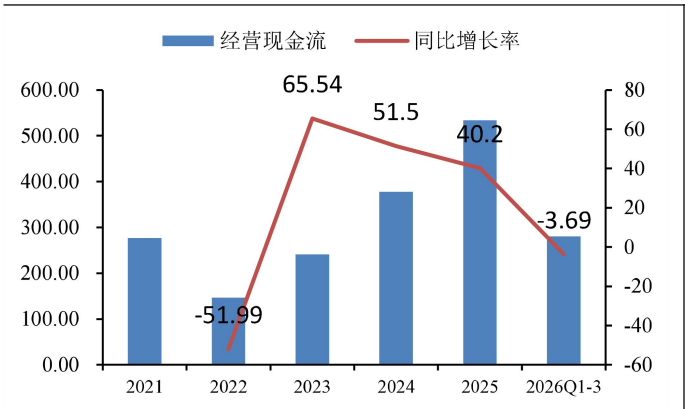
数据来源：Wind，华龙证券研究所

1.2.3 营运能力：回款略有改善，现金流小幅回落

经营现金流小幅回落，但仍处历史次高水平。2026 年前三季度行业经营活动现金流量净额 280.43 亿元，同比-3.69%；其中整机 255.86 亿元，同比-5.42%；器件 24.57 亿元，同比+18.83%。2021—2025 年同期经营现金流分别为 205.25、78.81、122.80、234.44、290.99 亿元；其中整机 2026 年同期经营现金流 255.86 亿元，低于 2025 年的 270.32 亿元。

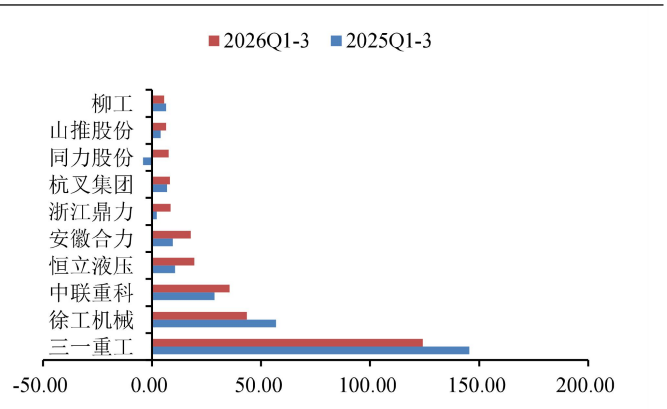
产业链内部回款分化明显。2026 年前三季度，三一重工前三季度经营现金流净额 124.15 亿元，为板块最高；徐工机械、中联重科分别为 43.58 亿元、35.52 亿元，同比分别为-23.42%、+23.94%。恒立液压经营现金流 19.38 亿元，同比+83.00%，在收入增长 31.36%的同时实现现金流同步扩张。安徽合力、杭叉集团经营现金流分别为 17.82 亿元、8.26 亿元，同比+85.06%、+19.90%。

图 12：经营现金流净额（亿元）及同比（%）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

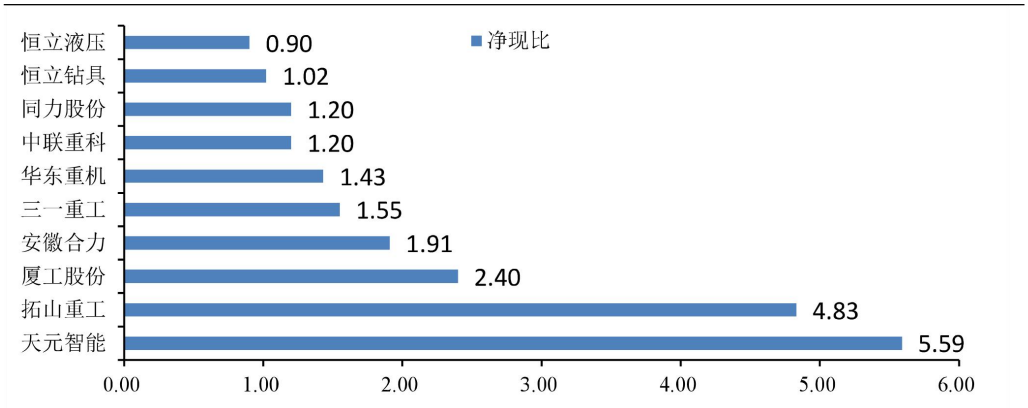
图 13：主要公司经营现金流净额（亿元）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

净现比保持稳定。2026 年前三季度行业净现比 0.98，与 2024 年、2025 年同期基本持平，高于 2021-2023 年同期水平，说明本轮收入扩张并未以放宽信用政策为代价。个股中三一重工 1.55、徐工机械 0.78、中联重科 1.20，零部件企业恒立液压 0.90、浙江鼎力 0.54。

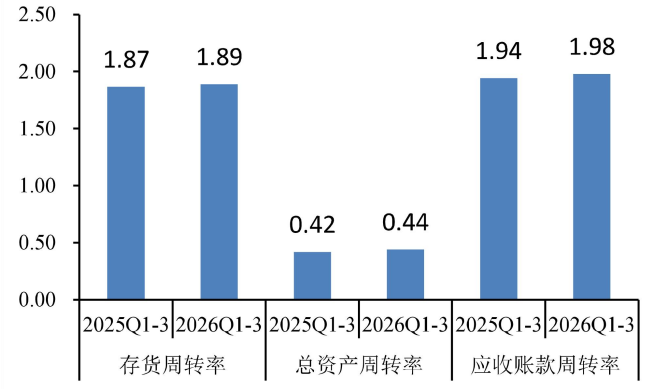
图 14：2026Q1-3 净现比（倍）前 10 公司



数据来源：Wind，华龙证券研究所

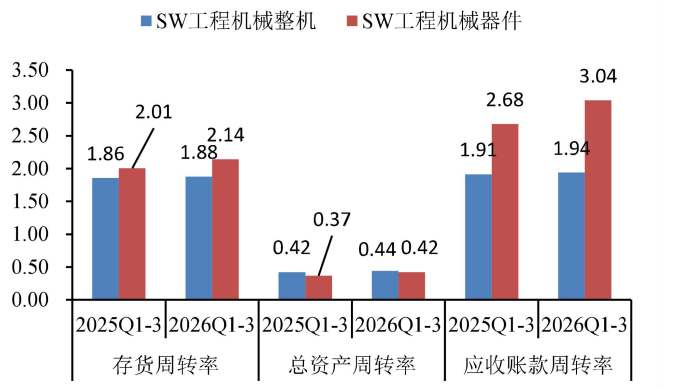
周转效率基本稳定，回款略有加快。2026 年前三季度行业存货周转率 1.89 次、上年同期 1.87 次，应收账款周转率 1.98 次、上年同期 1.94 次，总资产周转率 0.44 次、上年同期 0.42 次。存货周转小幅加快、应收账款周转加快，总资产周转效率亦略有提升。分板块看，整机存货周转率 1.88 次、器件 2.14 次，器件周转效率高于整机；整机应收账款周转率 1.94 次、器件 3.04 次，器件回款效率同样高于整机。

图 15：工程机械 2025Q1-3/2026Q1-3 周转率（%）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 16：整机&器件 2025Q1-3/2026Q1-3 周转率（%）

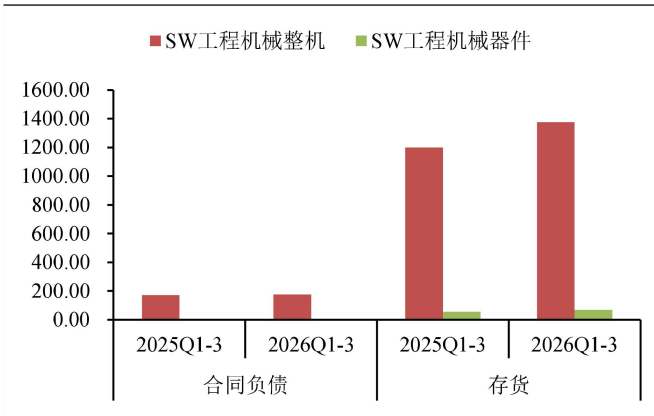


数据来源：Wind，华龙证券研究所

1.2.4 偿债能力：负债率延续下行，合同负债小幅回补

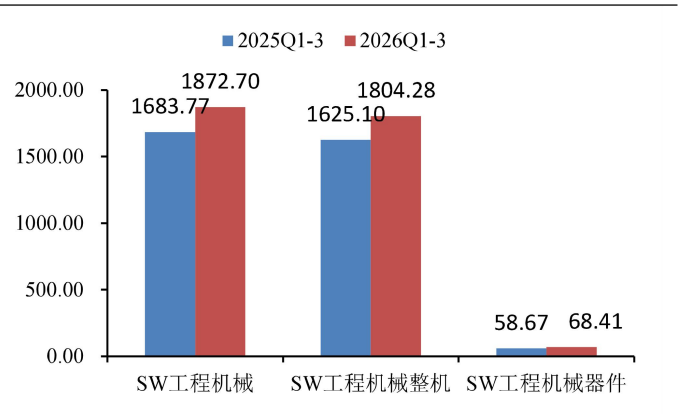
合同负债同比增长，存货扩张快于收入。2026 年三季度末行业合同负债 181.20 亿元，较上年同期 177.13 亿元增加 4.06 亿元、增幅约 2.29%；同期存货 1,444.58 亿元，同比增加 190.54 亿元、增幅 15.19%，高于收入增速 13.88%约 1.31pct。其中整机合同负债 176.49 亿元、同比+2.34%，器件 4.71 亿元、同比+0.54%，合同负债增量主要来自整机厂；整机存货 1,376.12 亿元、同比+14.79%，器件 68.46 亿元、同比约+23.97%，器件备货强度更高。

图 17：整机&器件合同负债与存货（亿元）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 18：2025Q1-3/2026Q1-3 应收账款（亿元）

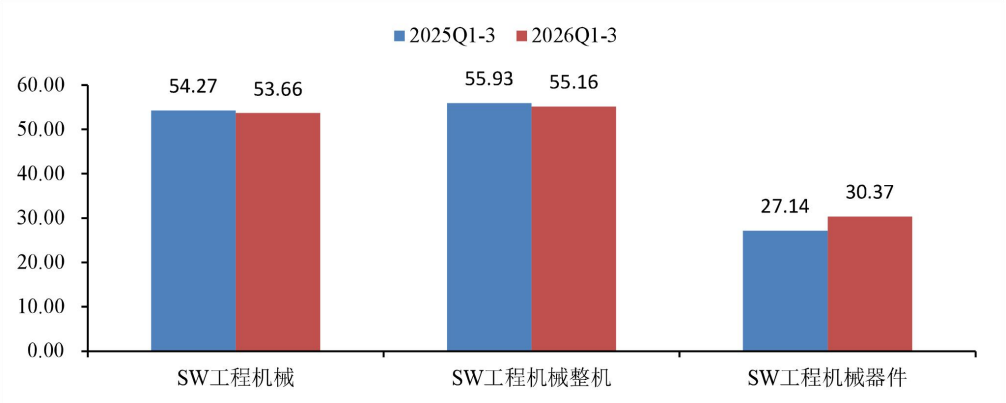


数据来源：Wind，华龙证券研究所

资产负债率延续下行。2026 年三季度末行业资产负债率 53.66%，同比下降 0.61pct，为 2021 年以来最低水平。分板块看，整机 55.16%、同比下降 0.77pct，器件 30.37%、同比上升 3.23pct，器件负债率抬升主要来自产能扩张带来的有息负债增加。主机厂中柳工 63.82%、徐工机械 62.61%、

中联重科 58.94%、三一重工 48.71%；零部件企业恒立液压 24.97%、浙江鼎力 34.15%，负债率显著低于行业。

图 19：2025Q1-3/2026Q1-3 资产负债率（%）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

我们认为：从负债结构上看，整机厂有息负债与货币资金基本匹配，短期偿债压力可控；器件企业负债率虽低但同比抬升 3.23pct，需跟踪扩产节奏。合同负债回补与存货同步扩张并存，说明收入增长仍由订单与出口交付驱动，但存货增速已略高于收入，海外在途库存的消化节奏需在四季度持续跟踪。

2 展望:内外需共振，景气延续

工程机械处于设备更新周期与出口扩张周期的叠加阶段。国内存量设备进入集中更新窗口，地方国二及以下非道路移动机械淘汰补贴陆续落地，挖机内销已连续三年同比正增长；海外市场在亚非拉需求带动下保持 20%以上增速，出口占销量比重升至 51%以上。行业收入端的景气具备延续性，利润端的修复取决于汇兑扰动消退与费用率回归。

2.1 我国挖机销量数据跟踪

10 月挖机销量增速回落，但仍保持两位数增长。2026 年 10 月我国挖机销量 20,225 台，同比+11.77%，增速较 9 月的+14.40%回落 2.63pct，主要受上年同期基数抬升影响（2025 年 10 月销量 18,096 台）。1-10 月累计销量 234,499 台，同比+22.05%，已接近 2025 年全年水平（235,257 台）。

内销：10 月我国挖机内销 9,501 台，同比+12.20%；1-10 月内销 114,031 台，同比+15.95%，增速较 1-9 月的+16.30%小幅回落，仍处 2022 年以来最好水平。内销同比增速自 2025 年二季度转正以来已连续多个季度为正。

出口：10 月挖机出口 10,724 台，同比+11.38%；1-10 月出口 120,468

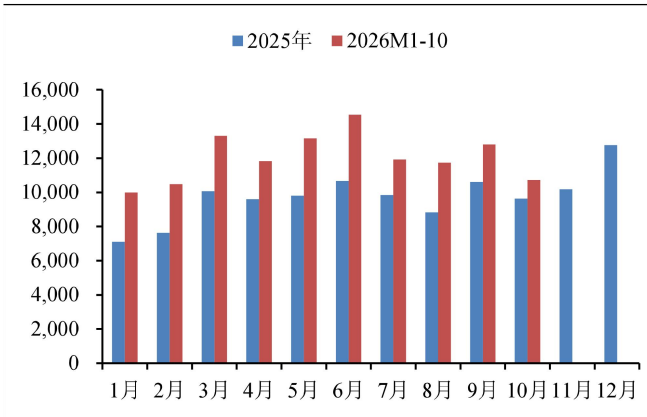
台，同比+28.44%，出口占销量比重 51.37%，较 2025 年全年的 49.62%提升 1.75pct。出口增速（+28.44%）继续快于内销（+15.95%），是销量增长的主要来源。

表 4：我国挖机销量（台）及同比变化（%）

年份	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	累计	同比
2019 年	11756	18745	44278	28410	18897	15121	12346	13843	15799	17027	19316	20155	235693	
2020 年	9942	9280	49408	45426	31744	19866	15186	20939	12477	27331	32236	31530	305365	29.56%
2021 年	19601	28305	79035	46572	27220	23100	17335	18075	20085	18964	20444	24038	342774	12.25%
2022 年	15603	24483	37085	24534	20624	20761	17939	18076	21187	20501	23680	16869	261342	-23.76%
2023 年	10443	21450	25578	18772	16809	15766	12606	13105	14283	14584	14924	16698	195018	-25.38%
2024 年	12376	12608	24980	18822	17824	16603	13690	14647	15831	16791	17590	19369	201131	3.13%
2025 年	12512	19270	29590	22142	18202	18804	17138	16523	19858	18096	20027	23095	235257	16.97%
2026M1-10	18708	17226	37402	28745	24794	25445	19521	19716	22717	20225			234499	22.05%

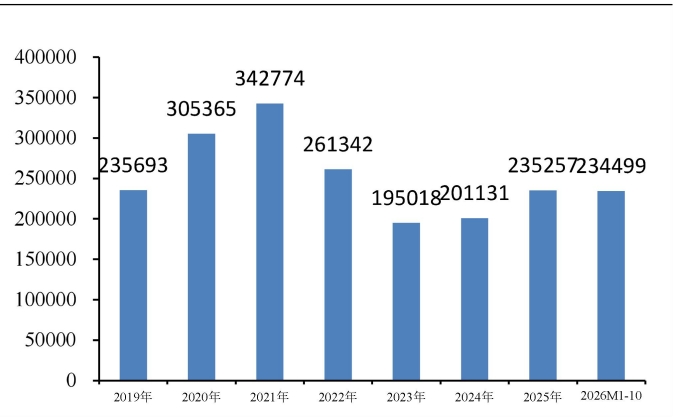
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 20：2025-2026 年挖机月度销量（万台）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

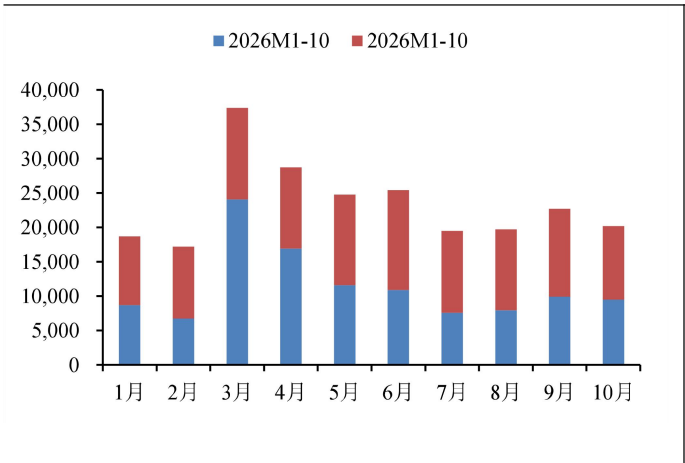
图 21：2020-2026 年 M1-10 挖机累计销量（万台）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

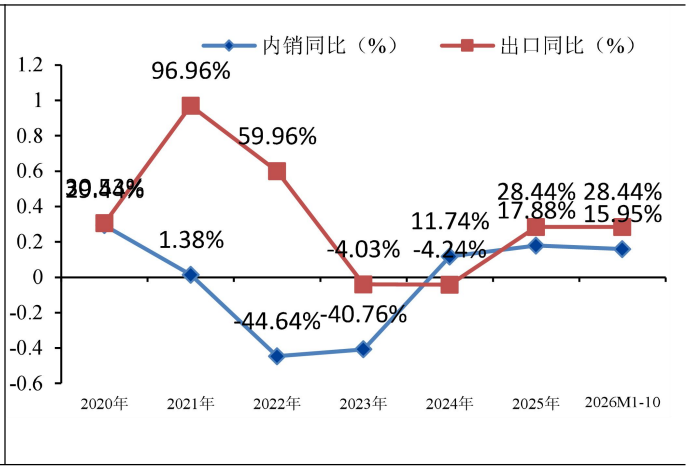
产品结构上，出口占比持续抬升是本期最显著的结构变化。1-10 月出口占销量比重 51.37%，较 2025 年全年的 49.62%提升 1.75pct，较 2024 年全年的 50.01%提升 1.36pct；10 月单月出口占比 53.02%，仍维持在 50%以上。出口已成为销量中枢的决定性变量，海外需求波动对总量的影响大于国内周期。

图 22：2026 年挖机月度销量结构（万台）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 23：挖机出口与国内销量同比

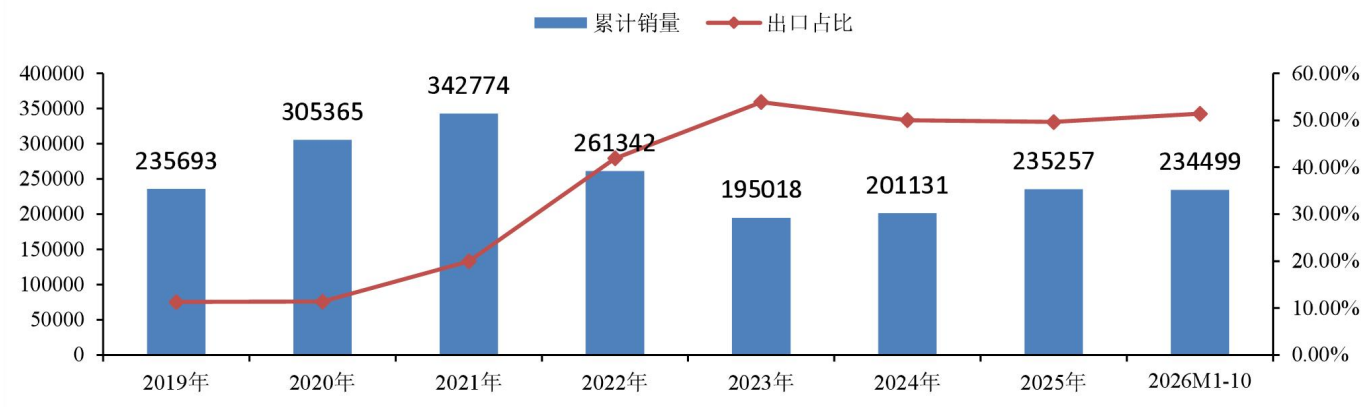


数据来源：Wind，华龙证券研究所

2.2 国内：周期位置偏底部，政策托底更新需求

从周期位置看，行业仍处在上轮周期底部区域的上行初期。挖机年销量在 2021 年达到 34.28 万台的历史峰值，2023 年回落至 19.50 万台，累计降幅 43.11%；2024 年、2025 年分别回升至 20.11 万台、23.53 万台，2026 年 1-10 月已达 23.45 万台。以 2025 年 1-10 月占全年比率推算，2026 年全年销量约 28.71 万台，相当于 2021 年峰值的 83.77%，尚未回到上一轮高点，但已连续三年回升。

图 24：2019-2026M1-10 年挖机年销量（台）及出口占比（%）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

更新需求是当前内需的重要支撑力量。挖机上一轮上行周期为 2016—2021 年，销量峰值出现在 2021 年；按 8—10 年的更新周期推算，2016—2018 年上一轮周期早期销售的设备自 2024 年起陆续进入更新窗口，2026—2028 年集中度有望提升；2019—2021 年销售的设备将在 2027 年之后才大面积进入更新期，形成后续更新需求的“第二梯队”，更新替换量有望逐步抬升。叠加国四排放标准实施与地方对国二及以下非道路移动机械的限

制使用，存量替换需求具备刚性。2026 内销年化销量约 13.74 万台，为 2021 年内销峰值 27.43 万台的 50.09%，更新需求释放仍有空间。

政策端以地方“国二及以下非道路移动机械淘汰更新补贴”为主，2026 年落地节奏明显加快。补贴普遍采用“淘汰+更新”叠加方式，对淘汰并新购新能源机械给予更高额度，直接拉动电动装载机、电动挖机的替换需求。

表 5：2026 年非道路移动机械淘汰更新主要政策

发布时间	发布单位	主要内容
2026 年 7 月 17 日	襄阳市（生态环境局等五部门）	印发非营运老旧柴油货车和非道路移动机械提前淘汰更新补贴实施方案，对国一及以下非道路移动机械给予淘汰补贴
2026 年 9 月 1 日	长春市生态环境局	国二及以下非道路移动机械淘汰补贴：中型挖掘机（75<P≤130）11 万元/台，大型挖掘机（P>130）23 万元/台
2026 年 9 月 15 日	厦门市环境科学学会	“美丽蓝天”建设项目：国二及以下非道路机械淘汰并更新挖掘机、装载机、叉车，补助合计最高分别达 28.7 万元、13 万元、7.7 万元
2026 年 10 月 14 日	泸州市（生态环境局等五部门）	国二及以下非道路移动机械淘汰补贴 0.27-5.13 万元/台，淘汰并新购新能源另补 0.9-20.7 万元/台，合计最高 25.83 万元/台

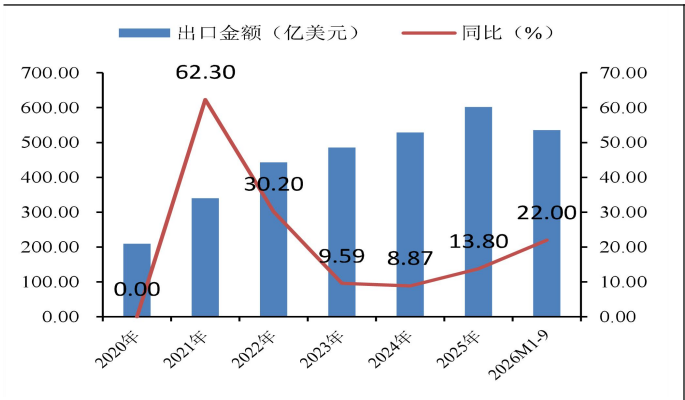
数据来源：各地方政府网站，华龙证券研究所

2.3 出口：结构升级，亚非拉贡献主要增量

2026 年 9 月我国工程机械进出口贸易额为 71.77 亿美元，同比增长 30.4%，其中：进口额 2.25 亿美元，同比下降 4%；出口额 69.52 亿美元，同比增长 31.9%。 2026 年 1 至 9 月我国工程机械进出口贸易额为 553.89 亿美元，同比增长 20.7%。其中进口金额 18.75 亿美元，同比下降 7.06%；出口金额 535.14 亿美元，同比增长 22%。

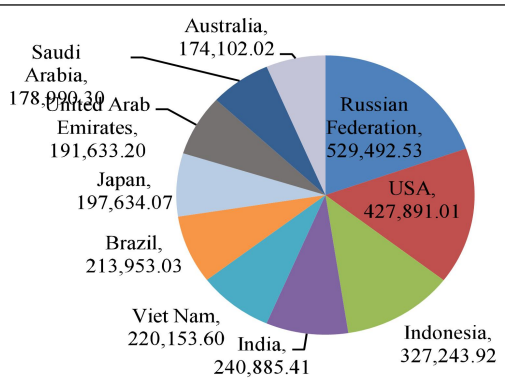
从 2025 年数据看，俄罗斯市场在西方品牌撤出后的替代红利仍在持续释放，稳居第一大单一出口国，占比 8.2%；北美市场具备庞大的存量更新与租赁市场需求，美国在高关税壁垒下依然保持第二大市场，占比 6.62%；东南亚受当地镍矿等矿业开发及基建拉动，中大挖需求强劲，印尼占比 5.06%。南亚与东南亚的制造与基建景气，印度越南分别占比 3.73%、3.41%。

图 25：工程机械出口金额（亿美元）及同比（%）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

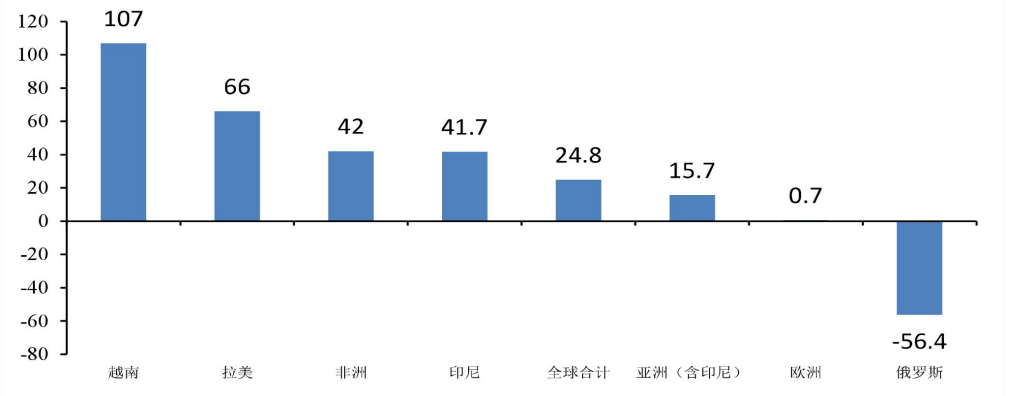
图 26：2025 年我国工程机械出口 top10（万美元）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2026 年前三季度，非洲、拉美、东南亚是主要增量来源，俄欧方向形成拖累。1-9 月挖掘机对非出口同比+42.0%，对拉美出口同比+66.0%，对亚洲出口同比+15.7%，其中印尼同比+41.7%；对俄罗斯出口同比-56.4%，对欧洲同比+0.7%，基本持平。越南挖掘机同比+107.0%，为年内最活跃市场。区域分布呈现“资源国强、发达经济体弱”的特征，与非洲、中东、东南亚的矿山与能源项目开工节奏一致。

图 27：2026 年 1—9 月挖掘机出口分区域及增速（%）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

我们认为增量市场的可持续性来自两方面。一是“一带一路”沿线基建与矿业投资延续，非洲、中东、东南亚的矿山与能源项目进入施工期；二是龙头企业本地化产能落地，柳工印尼工厂预计 2027 年投产、印度二期已投产，三一重工、徐工机械海外收入占比均已超过 50%，从“产品出海”转向“产业出海”，有助于对冲贸易壁垒与汇率波动。

3 投资建议

行业收入端的景气已经确立，利润端的压制属于阶段性因素。2026 年前三季度板块营收同比+13.88%，连续三年加速；归母净利润同比-2.65%，

主要受汇兑损失影响，但同期毛利率持平、经营现金流仅回落 3.63%、资产负债率降至 2021 年以来最低，经营质量并未恶化。工程机械指数 1—9 月已回调 23.34%、估值处于低位，而收入双位数增长，出口 22%的高增仍在延续，基本面无实质性恶化，属于业绩底部已现、估值仍在消化的组合。按季度节奏，三季度单季归母同比已转正+0.46%，若四季度汇兑影响进一步减弱、旺季补库启动，全年利润降幅有望收窄。随着人民币升值节奏放缓与海外本地化比例提升，汇兑对利润的压制有望在 2027 年逐步消退。基于此，我们维持行业“推荐”评级。

建议沿两条主线布局：一是全球化布局完善、海外收入占比高的整机龙头，其在出口高景气中弹性最大，且规模效应可对冲汇兑冲击，建议关注徐工机械（000425.SZ）、三一重工（600031.SH）、柳工（000528.SZ）、中联重科（000157.SZ）、山推股份（000680.SZ）；二是受益于出口与电动化的零部件及细分品类龙头，建议关注恒立液压（601100.SH）、浙江鼎力（603338.SH）、杭叉集团（603298.SH）、安徽合力（600761.SH）。

表 6：重点关注个股估值表

股票代码	股票简称	2026/11/12	EPS（元）				PE				投资评级
		股价（元）	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
000157.SZ	中联重科	5.9	0.56	0.54	0.68	0.81	14.3	11.1	8.9	7.4	未评级
000425.SZ	徐工机械	6.54	0.57	0.65	0.86	1.05	18.2	10.6	7.9	6.5	未评级
000528.SZ	柳工	7.93	0.79	0.85	0.94	1.07	18.2	9.3	8.4	7.4	增持
000680.SZ	山推股份	8.6	0.81	0.97	1.17	1.39	14.2	9.8	7.8	6.6	未评级
600031.SH	三一重工	18.27	0.98	1.10	1.46	1.76	22.9	16.8	12.7	10.6	未评级
600761.SH	安徽合力	14.83	1.37	1.44	1.66	1.89	15.5	10.6	9.2	8.1	未评级
601100.SH	恒立液压	89.29	2.04	2.40	2.96	3.40	58.7	37.2	30.2	26.3	增持
603298.SH	杭叉集团	23.75	1.67	1.81	2.07	2.34	18.0	13.8	12.1	10.7	未评级
603338.SH	浙江鼎力	57.66	3.75	4.08	5.00	5.78	14.0	14.3	11.7	10.1	未评级

数据来源：Wind，华龙证券研究所（未评级个股盈利预测为 Wind 一致预期）

4 风险提示

4.1 经济波动风险

工程机械行业与宏观经济周期、基建与地产投资高度相关，若国内投资增速进一步下行，行业需求修复可能不及预期。

4.2 市场竞争风险

行业竞争较为激烈，若价格战延续，将对毛利率与现金流形成压力，相关公司若不能在优势产品上持续保持竞争力，可能在未来竞争中处于不利地位。

4.3 原材料价格风险

钢材、铜材等主要原材料价格若大幅上涨，而产品售价调整滞后，将压缩毛利率空间。

4.4 国际贸易政策趋紧风险

国际贸易政策趋紧，尤其是北美、欧洲、澳洲等地政策多变，关税与本地化要求提升，海外市场拓展面临不确定性。

4.5 汇率波动风险

海外收入占比已超过 50%，人民币汇率波动通过汇兑损益与外币报表折算直接影响利润表，2026 年前三季度汇兑损失已对行业利润形成明显拖累。

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街 189 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼	地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层
邮编：100033	邮编：730030	邮编：200000	邮编：518046
	电话：0931-4635761		