2026 年 11 月 05 日

证券研究报告•2026 年三季报点评

徐工机械（000425）机械设备

买入（首次）

当前价：7.14 元

目标价：10.95 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

全球工程机械龙头，矿山机械与全球化再启新程

投资要点

- **事件：**公司发布 2026 年三季报，前三季度实现营收 868.88 亿元，同比增长 11.17%；实现归母净利润 56.08 亿元，同比下降 6.18%；扣非归母净利润 53.20 亿元，同比下降 11.37%。2026Q3 单季度来看，实现营收 256.41 亿元，同比增长 9.82%，创历史同期新高；实现归母净利润 16.46 亿元，同比增长 1.66%，单季增速率先转正；Q3 毛利率 23.06%，同比提升 0.04 个百分点、环比提升 0.88 个百分点，毛利率与利润的双重拐点初步确立。

- **全球工程机械龙头，海外收入占比升至 52.3%。**公司 2026 前三季度境外收入 454.14 亿元、同比增长 20.8%，占营业收入比重升至 52.3%、同比提升 4.2 个百分点；其中 Q3 单季境外收入 144.97 亿元、同比增长 20.3%、占比进一步升至 56.5%，内销 111.44 亿元、同比下降 1.4%。外销毛利率同比提升 1.14 个百分点、高于内销约 5.6 个百分点。分区域看，非洲同比增长 135%、拉美增长 17%、中亚增长 12%、东南亚增长 11%、欧美澳增长 10.5%，仅西亚北非受地缘冲突影响下降约 20%，单一市场波动可由其他区域对冲；不含德国施维英的出口收入 367 亿元、同比增长 23.8%。

- **土方与起重共振、矿山机械拓增量。**2026 前三季度挖掘机械收入 150.17 亿元、同比增长 15.25%，铲运机械 139.77 亿元、同比增长 27.1%，土方机械合计 289.94 亿元、同比增长约 20.7%，仍为第一大收入来源；起重机械 183.84 亿元、同比增长 19.7%（外销 90 亿元、内销 94 亿元），轮履市占率稳居行业第一；矿山机械大口径收入 83 亿元、同比基本持平，其中外销 56 亿元保持增长、内销 27 亿元下降，Q3 末在手订单及大客户联合研发合同约 140 亿元、Q4 起集中交付。公司已与福特斯克、力拓、淡水河谷、必和必拓等全球矿业巨头深度合作，2028-2030 年将为福特斯克提供 150—200 台 240 吨纯电动矿卡。

- **毛利率逆势企稳，汇兑扰动表观利润。**前三季度综合毛利率 22.40%、同比提升 0.07 个百分点，Q3 单季回升至 23.06%、环比提升 0.88 个百分点。前三季度财务费用 21.47 亿元、同比增加 18.99 亿元，其中上半年汇兑损失 11.36 亿元（上年同期为汇兑收益 7.60 亿元）；剔除汇兑与股份支付影响，上半年同口径经营性净利润 54.1 亿元、同比增长 41.3%。公司外汇敞口已由年初 379 亿元压降至 6 月末的 186 亿元。

- **提价与降本进入兑现期，2027 年盈利弹性充足。**公司自 2026 年 4 月起陆续提价，挖掘机约 5%、起重机 2%—5%、港机全线提价，叠加采购降本超 5%在成本端逐步体现，预计下半年毛利率增幅明显好于上半年。经营质量扎实，前三季度经营性现金流 43.58 亿元、保持净流入，2025 年全年 141.42 亿元、创历史新高；2026 年中期分红 5.24 亿元并叠加 3—6 亿元回购注销，股东回报机制持续完善。

- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 71.40、85.76、112.32 亿元，未来三年归母净利润复合增速为 19.56%。考虑公司土方机械与起重机械受益于国内更新周期启动与海外份额提升，矿山机械作为第二增长曲线进入放量期、外销毛利率显著高于内销，海外收入占比首超 50%且外汇敞口持

西南证券研究院

分析师：邰桂龙

执业证号：S1250521050002

电话：021-58351893

邮箱：tgl@swsc.com.cn

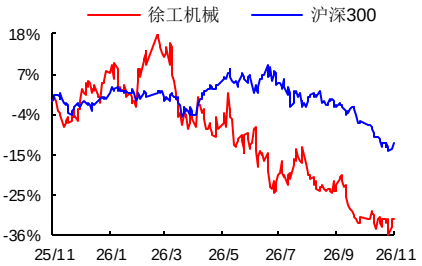
分析师：张雪

执业证号：S1250526020001

电话：021-58351893

邮箱：zhxue@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	117.11
流通 A 股(亿股)	89.98
52 周内股价区间(元)	6.67-12.66
总市值(亿元)	836.18
总资产(亿元)	1,736.62
每股净资产(元)	5.41

相关研究

续压降，2026年受汇兑损失拖累形成低基数、2027年起盈利弹性充分释放，给予公司2027年15倍PE，对应目标价10.95元，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**国内基建与地产投资不及预期、海外市场拓展及贸易壁垒与汇率波动、原材料价格波动与行业竞争加剧等风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	100822.90	112483.46	124349.22	135301.00
增长率	10.00%	11.57%	10.55%	8.81%
归属母公司净利润（百万元）	6572.22	7140.10	8575.96	11231.73
增长率	9.97%	8.64%	20.11%	30.97%
每股收益EPS（元）	0.56	0.61	0.73	0.96
净资产收益率ROE	10.80%	10.58%	11.52%	13.38%
PE	13	12	10	7
PB	1.38	1.26	1.14	1.01

数据来源：Wind，西南证券

目 录

1 徐工机械：全球工程机械龙头，矿山机械与全球化再启新程 1

1.1 全球工程机械龙头，六大板块协同、海外收入首超半壁 1

1.2 土方与起重共振、矿机拓增量，汇兑扰动短期利润 3

1.3 徐州国资控股、治理稳健，分红与回购并重 4

2 盈利预测与估值 5

2.1 盈利预测 5

2.2 相对估值 7

3 风险提示 7

图 目 录

图 1：公司深耕工程机械八十余载，产品与全球布局不断拓展 2
图 2：公司业务覆盖“5+1”产业体系，工程机械与矿山机械双轮驱动 2
图 3：2026 年前三季度，公司实现营收 869 亿 3
图 4：2026 年前三季度，公司实现归母净利润 56 亿 3
图 5：2026 年前三季度，公司毛利率和净利率基本稳定 4
图 6：公司期间费用率受汇兑扰动阶段性上行 4
图 7：实际控制人为徐州市国资委 4

表 目 录

表 1：公司分业务收入及毛利率预测 6
表 2：可比公司估值（截至 2026 年 11 月 4 日） 7
附表：财务预测与估值 8

1 徐工机械：全球工程机械龙头，矿山机械与全球化再启新程

1.1 全球工程机械龙头，六大板块协同、海外收入首超半壁

徐工机械是全球产品谱系最齐全的工程机械制造商之一，前身可追溯至 1943 年创建的华兴铁工厂，1989 年组建徐工集团，1996 年在深交所上市（000425），2022 年吸收合并徐工有限完成整体上市，核心主机与零部件资产实现整体注入。公司汽车起重机、随车起重机、压路机等 16 类主机位居国内行业第一，起重机械、移动式起重机、水平定向钻、新能源装载机持续保持全球第一，桩工机械、混凝土机械稳居全球第一阵营，道路机械、随车起重机、高空作业平台保持全球第三，矿山露天挖运设备进位至全球第四，挖掘机位居全球第六、国内第二，装载机稳居国内第一。公司聚焦“5+1”产业体系，业务可划分为六大板块：

1）土方机械与起重机械：公司两大核心主业与最大利润来源。土方机械涵盖挖掘机、装载机、推土机、滑移装载机等，2026 前三季度挖掘机械收入 150.17 亿元、同比增长 15.25%（外销 88.7 亿元、增长接近 30%，内销 61.5 亿元、基本持平），铲运机械收入 139.77 亿元、同比增长 27.1%（外销 73.37 亿元、增长 24.53%，内销 66.4 亿元、增长 30%），土方机械合计 289.94 亿元、同比增长约 20.7%、占比约 33.4%，仍为第一大收入来源。起重机械涵盖汽车起重机、履带起重机、随车起重机、塔机等，2026 前三季度收入 183.84 亿元、同比增长 19.7%，其中外销 90 亿元、内销 94 亿元，外销、内销分别增长 19.2%、20%，轮履市占率稳居行业第一，欧美澳高端区域业绩翻倍增长，徐工塔机出口收入增长超 100%。

2）矿山机械：公司战略新产业与第二增长曲线，产品覆盖大吨位液压挖掘机、矿用自卸车、矿用宽体车、矿用推土机、矿用大吨位装载机及破碎筛分设备，形成“露天+地下”全场景解决方案。2026 前三季度大口径矿山机械收入 83 亿元、同比基本持平，其中外销 56 亿元保持增长、内销 27 亿元下降，呈“外热内冷”格局；国际化整机收入占比超 67.5%、外销毛利率提升至 27%，海外后市场收入同比增长超 65%。公司已与福特斯克、力拓、淡水河谷、必和必拓等全球矿业巨头建立深度合作，2028-2030 年将为福特斯克提供 150—200 台 240 吨纯电动矿卡。

3）桩工机械、混凝土机械、道路机械与高空作业机械：传统优势与结构调整板块。桩工机械 2026 上半年收入 23.76 亿元、同比下降 9.16%，其中国内受地产拖累下滑近 30%、海外增长近 33%，出口占比提升是盈利改善主因；混凝土机械上半年收入同比增长约 6%，德国施维英经营质量显著改善，Q4 泵车、搅拌车收入有望同比增长超 30%；道路机械上半年收入同比增长 12%，新能源收入增长超 10 倍，但受油价与工程施工节奏影响 Q4 仍将承压；高空作业机械受行业调整影响，前三季度收入同比下降 20%以上，公司主动收紧商务政策控制风险。

4）其他工程机械、备件及后市场服务：包括叉车、环卫机械、农业机械、应急救援装备及核心零部件、后市场业务。2026 上半年其他工程机械、备件及其他收入 163.24 亿元、同比增长 6.04%；叉车出口收入增长 28.54%、新能源产品收入占比 62.25%，徐工环境收入增长 41.91%、新能源收入增长 122.69%，中大马力拖拉机收入增长 73.44%。前三季度后市场与备件收入随海外保有量扩张持续提升，7 个海外大区签署全维保协议，印尼、西芒杜大修中心按计划推进；二手机业务收入占比 3%—4%，在盘活资产、打通现金流循环的同时对短期毛利率形成一定拖累，是平滑周期的重要补充。

整体看，公司形成“土方与起重稳基本盘、矿山机械拓增量、全球化与电动化打开天花板”的业务矩阵。2026 年前三季度公司实现营业收入 868.88 亿元、同比增长 11.17%；归母净利润 56.08 亿元、同比下降 6.18%；扣非归母净利润 53.20 亿元、同比下降 11.37%；综合毛利率 22.40%、同比提升 0.07 个百分点。其中 Q3 单季营收 256.41 亿元、同比增长 9.82%，归母净利润 16.46 亿元、同比增长 1.66%、环比下降 13.6%，扣非归母净利润 14.91 亿元、同比下降 2.87%；Q3 毛利率 23.06%、同比提升 0.04 个百分点、环比提升 0.88 个百分点，单季利润增速率先转正，盈利拐点初步确立。

图 1：公司深耕工程机械八十余载，产品与全球布局不断拓展



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

聚焦工程机械与矿山机械主业，公司业绩由土方机械、起重机械与矿山机械三轮驱动，海外业务多点突破。公司主营挖掘机、装载机、汽车起重机、履带起重机、桩工机械、混凝土机械、道路机械、高空作业平台、矿用装备及备件等的研发、制造、销售与服务，形成“5+1”产业体系，并沿“高端化、智能化、绿色化、全球化、服务化”方向拓展升级。

图 2：公司业务覆盖“5+1”产业体系，工程机械与矿山机械双轮驱动



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

1.2 土方与起重共振、矿机拓增量，汇兑扰动短期利润

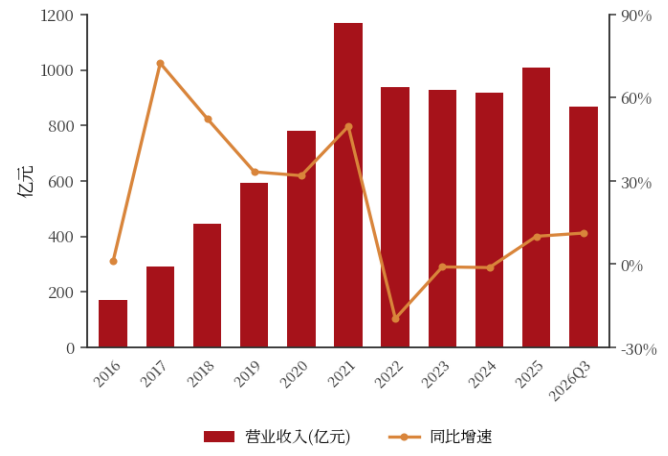
公司坚定推进“高质量、强安全、世界级、稳增长”经营方针与“3435”经营举措，2026 年前三季度收入端延续双位数增长、利润端阶段性承压，主要系：

一是海外收入占比首超 50%，全球化由“走出去”进入“走上去”。前三季度境外收入 454.14 亿元、同比增长 20.8%，占比 52.3%（同比增长 4.2pp）；Q3 单季 144.97 亿元、占比 56.5%、环比增长 6.0pp，单季首破 55%；同期境内 Q3 同比下降 1.4%，海外是唯一增量来源。外销毛利率同比增长 1.14pp、高于内销 5.6pp。五大海外基地成型，本地化产能已贡献国际化收入约 25%（巴西 9%、印度 6%、德国施维英 9%），且本地化生产毛利率比直接出口高约 5pp。

二是土方与起重共振复苏，矿山机械打开盈利空间。2026 年前三季度土方机械收入 289.94 亿元（其中挖掘机械 150.17 亿元、同比增长 15.25%，铲运机械 139.77 亿元、同比增长 27.1%），起重机械 183.84 亿元、同比增长 19.7%，两大主业合计 473.78 亿元、占营收 54.5%，仍是收入增量的主要来源。矿山机械是边际变化最大的板块。前三季度收入 83 亿元、同比基本持平，但结构“内冷外热”：外销 56 亿元、国际化占比由 26H1 的 63.4%升至 67.5%，内销 27 亿元同比下降。

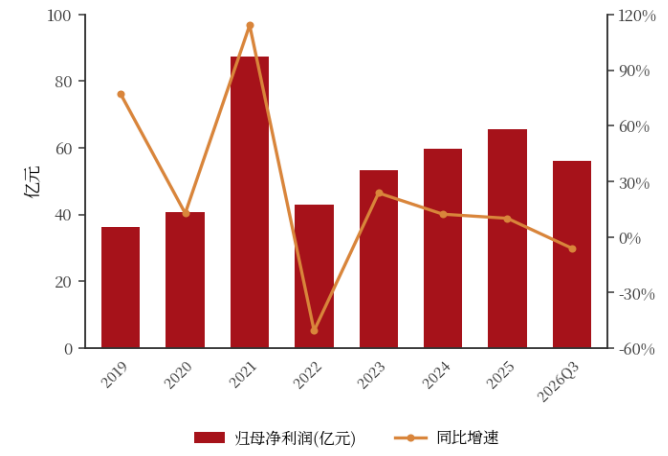
三是毛利率单季回升，汇兑仍是主要拖累但影响边际减弱。前三季度综合毛利率 22.40%、同比提升 0.07 个百分点，Q3 单季 23.06%、环比提升 0.88 个百分点，提价与降本开始兑现。前三季度财务费用 21.47 亿元、同比增加 18.99 亿元，财务费用率 2.47%、同比提升 2.15 个百分点。随着公司外汇敞口由年初 379 亿元压降至 6 月末的 186 亿元、2026 年末目标降至 100 亿元以内，Q4 起汇兑扰动有望明显减弱。

图 3：2026 年前三季度，公司实现营收 869 亿元



数据来源：Wind，西南证券整理

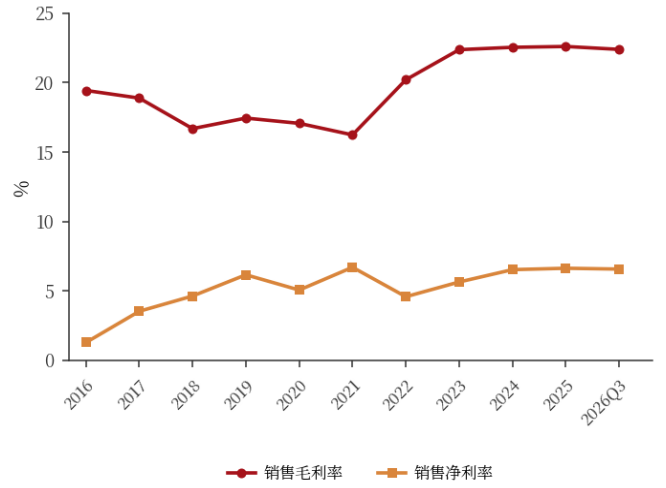
图 4：2026 年前三季度，公司实现归母净利润 56 亿元



数据来源：Wind，西南证券整理

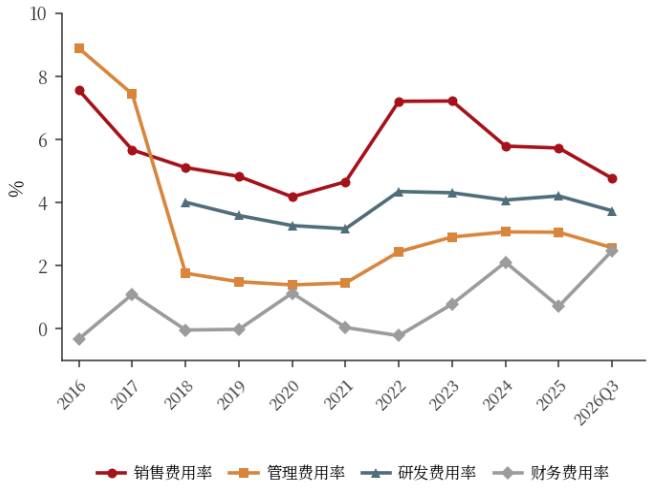
毛利率稳中有升、汇兑推升财务费用率，费用管控整体良好。2026 前三季度公司综合毛利率 22.40%、同比提升 0.07 个百分点，Q3 单季 23.06%、同比提升 0.04 个百分点、环比提升 0.88 个百分点。销售净利率前三季度 6.57%、同比下降 1.21 个百分点；Q3 单季净利率 6.65%、同比下降 0.49 个百分点。期间费用率前三季度合计 13.55%、同比提升 1.70 个百分点，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.77%/2.57%/3.74%/2.47%，同比-0.01/-0.37/-0.07/+2.15 个百分点；销售、管理费用率随营收规模摊薄下降，研发费用率保持 3.7%以上高位，财务费用率上升主要受汇兑损失影响，费用管控整体良好。

图 5：2026 年前三季度，公司毛利率和净利率基本稳定



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司期间费用率受汇兑扰动阶段性上行

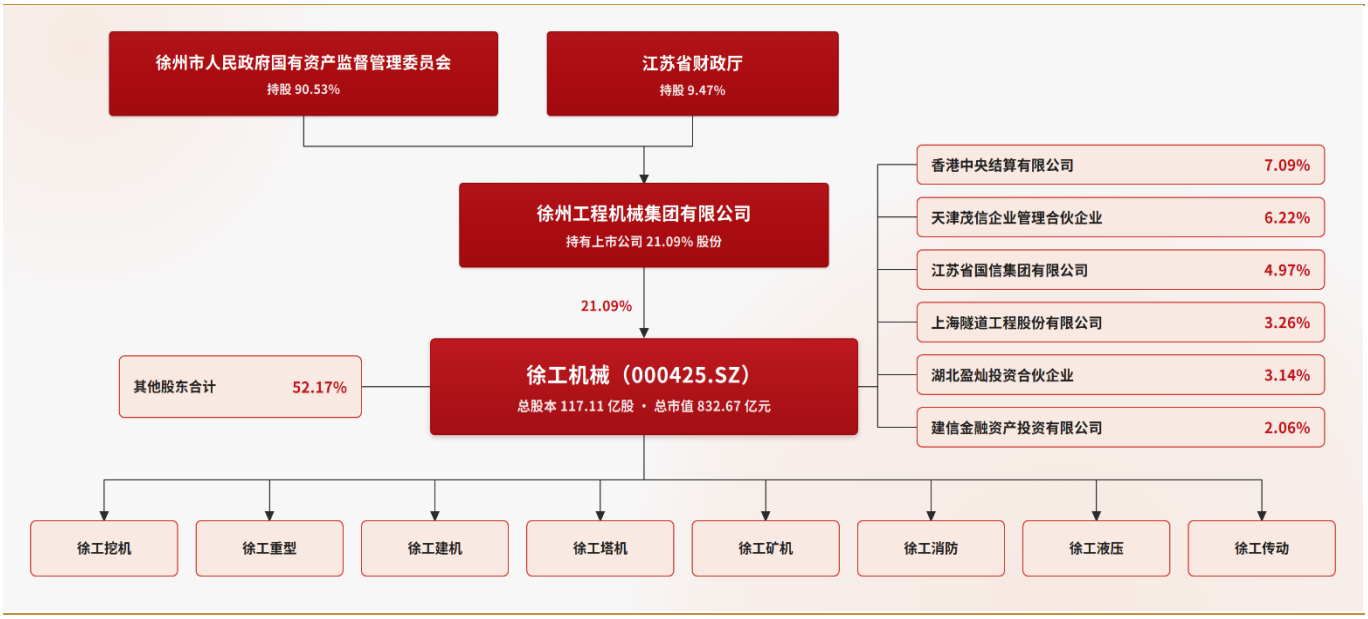


数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 徐州国资控股、治理稳健，分红与回购并重

徐州国资控股、治理结构稳健，混改释放经营活力。公司控股股东为徐州工程机械集团有限公司（持股 21.09%），实际控制人为徐州市人民政府国有资产监督管理委员会（持有徐工集团 90.53%股权），江苏省财政厅持有徐工集团 9.47%股权；香港中央结算、天津茂信、江苏省国信、上海隧道、湖州盈灿、建信金融等机构与战略股东持股相对分散，股权结构多元。2022 年公司吸收合并徐工有限完成整体上市，核心主机与零部件资产整体注入，治理结构与管理层级显著优化；董事长杨东升先生主持公司战略与经营，总裁陆川先生负责日常经营，2026 年公司锚定“十五五”末“2+2+3”战略目标，全面推进全球化与产业升级。

图 7：实际控制人为徐州市国资委



数据来源：Wind，西南证券整理

分红与回购并重，股东回报力度持续提升。公司发布《全球投资者未来三年（2025-2027）回报计划》，明确 2025-2027 年度每年现金分红总额不低于当年可供分配利润的 40%。2025 年度公司每 10 股派发现金红利 2.00 元（含税）、现金分红 23.29 亿元；2026 年中期每 10 股派 0.45 元、分红 5.24 亿元，并叠加 3—6 亿元股份回购用于注销，2026 年上半年现金分红与回购合计 8.64 亿元、占归母净利润的 21.8%。控股股东承诺每年实施增持计划，管理层通过股权激励与员工持股绑定长期利益，股东回报机制较为完善。

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司土方机械业务主要包括挖掘机、装载机、推土机及滑移装载机等，主要服务于国内基建、矿山、市政与农田水利需求以及海外新兴市场拓展，2025 年实现收入 301.31 亿元、同比+25.49%，毛利率 26.23%。考虑到国内挖掘机已进入 2016-2021 年销量高峰对应的更新替换窗口，2026 年 1—9 月行业挖掘机销量同比增长 23.1%、出口增长 30.4%，公司挖机内销份额稳居行业第二、装载机稳居国内第一，且新能源装载机市占率 30%、2026 年电动装载机出口保底 1500 台，预计 2026-2028 年土方机械营收增速为 20.9%、13.0%、10.0%；随着大吨位挖机与电动产品占比提升、海外规模效应释放，该业务综合毛利率有望由 2026 年的 25.8%逐步回升至 26.8%。

假设 2：公司起重机械业务主要包括汽车起重机、履带起重机、随车起重机及塔机等，产品下游主要服务于风电吊装、基建施工与设备更新需求，2025 年实现收入 209.83 亿元、同比+11.03%，毛利率 22.54%、同比提升 0.19 个百分点。国内风电装机维持高位带动大吨位履带吊需求，海外欧美澳高端区域业绩翻倍、塔机出口增长超 100%，预计该业务 2026-2028 年营收增速为 4.8%、8.0%、7.0%；随着高毛利大吨位产品与出口占比提升，该业务综合毛利率有望由 23.2%提升至 24.2%。

假设 3：公司矿山机械业务主要包括大吨位矿用挖掘机、矿用自卸车、矿用宽体车及破碎筛分设备，产品下游直接对接全球矿山资本开支，2025 年实现收入 93.77 亿元、同比+23.83%，毛利率约 23%。全球矿山资本开支中枢抬升、中资矿企出海与新能源矿卡渗透共同驱动需求，公司在福特斯克、力拓、淡水河谷、必和必拓等客户实现突破，预计该业务 2026-2028 年营收增速为 9.8%、18.0%、15.0%；随着外销占比与后市场收入提升，该业务综合毛利率有望由 24.2%提升至 25.5%。

假设 4：公司桩工机械业务主要包括旋挖钻机、连续墙抓斗、打桩架等基础施工设备，主要服务于轨道交通、地下空间、桥梁及高层建筑的桩基施工，2025 年实现收入 47.06 亿元、同比下降 6.31%，毛利率 26.28%。考虑到地产桩基需求仍处低位、基建开工向桩工设备的传导时滞长于挖机，假设该业务 2026 年仅随低基数修复至 6.0%、2027 年 6.5%、2028 年回落至 6.0%，对应收入 49.89 亿元、53.13 亿元、56.32 亿元；毛利率 2026 年维持 24.72%，2027-2028 年随规模效应恢复至 25.00%、25.30%。

假设 5：公司高空作业机械业务主要包括剪叉式、臂式及车载式高空作业平台，主要服务于厂房建设、场馆与市政维护、租赁市场及海外出口，2025 年实现收入 71.83 亿元、同比下降 17.23%，毛利率 26.28%。考虑到该业务 2025 年降幅达 17.23%、在七个分部中基数最低，假设国内租赁商设备更新与海外出口共同驱动修复，2026 年增速回升至 14.0%、

2027 年 11.0%、2028 年 8.0%，对应收入 81.88 亿元、90.89 亿元、98.16 亿元；毛利率 2026 年维持 24.72%，2027-2028 年随臂式与海外收入占比提升修复至 25.30%、25.80%。

假设 6：公司道路机械业务主要包括压路机、摊铺机、平地机及铣刨机等路面施工与养护设备，主要服务于公路新建、改扩建及日常养护，2025 年实现收入 42.10 亿元、同比+3.62%，毛利率 26.28%。考虑到养护需求相对刚性、新建与改扩建投资弹性有限，假设该业务维持低速稳增，2026-2028 年增速为 5.0%、4.5%、4.0%，对应收入 44.21 亿元、46.20 亿元、48.05 亿元；毛利率 2026 年维持 24.72%，2027-2028 年为 25.10%、25.40%。

假设 7：公司其他工程机械、备件及其他业务主要包括其他工程机械产品以及备件与后市场服务收入，2025 年实现收入 242.33 亿元、同比下降 2.25%，毛利率 15.57%。考虑到备件与后市场收入随整机保有量扩大、周期性弱于整机销售，假设该业务 2026-2028 年增速为 8.0%、8.0%、7.5%，对应收入 261.72 亿元、282.66 亿元、303.86 亿元；毛利率为 16.20%、16.80%、17.40%，随高毛利备件及服务占比提升逐年上行。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	收入	100822.90	112483.46	124349.21	135300.99
	增速	8.37%	11.57%	10.55%	8.81%
	毛利率	22.61%	22.74%	23.33%	23.88%
起重机械	收入	20,982.87	21,990.05	23,749.25	25,411.70
	增速	11.03%	4.80%	8.00%	7.00%
	毛利率	22.54%	23.20%	23.70%	24.20%
土方机械	收入	30,130.81	36,428.15	41,163.81	45,280.19
	增速	25.49%	20.90%	13.00%	10.00%
	毛利率	26.23%	25.80%	26.30%	26.80%
桩工机械	收入	4,706.15	4,988.52	5,312.77	5,631.54
	增速	-6.31%	6.00%	6.50%	6.00%
	毛利率	26.28%	24.72%	25.00%	25.30%
高空作业机械	收入	7,182.51	8,188.06	9,088.75	9,815.85
	增速	-17.23%	14.00%	11.00%	8.00%
	毛利率	26.28%	24.72%	25.30%	25.80%
矿业机械	收入	9,376.94	10,295.88	12,149.14	13,971.51
	增速	23.83%	9.80%	18.00%	15.00%
	毛利率	23.00%	24.20%	24.85%	25.50%
道路机械	收入	4,210.37	4,420.89	4,619.83	4,804.62
	增速	3.62%	5.00%	4.50%	4.00%
	毛利率	26.28%	24.72%	25.10%	25.40%
其他工程机械、备件及其他	收入	24,233.25	26,171.91	28,265.66	30,385.59
	增速	-2.25%	8.00%	8.00%	7.50%
	毛利率	15.57%	16.20%	16.80%	17.40%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

综合考虑公司业务范围，选取与公司传统工程机械业务领域一致的三一重工、中联重科、柳工 3 家公司作为可比公司，3 家可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 12.8、10.0、8.4 倍。

预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 71.40、85.76、112.32 亿元，未来三年归母净利润复合增速为 19.56%。考虑公司土方机械与起重机械受益于国内更新周期启动与海外份额提升，矿山机械作为第二增长曲线进入放量期、外销毛利率显著高于内销，海外收入占比首超 50%且外汇敞口持续压降，2026 年受汇兑损失拖累形成低基数、2027 年起盈利弹性充分释放，给予公司 2027 年 15 倍 PE，对应目标价 10.95 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2026 年 11 月 4 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			26E	27E	28E	26E	27E	28E
600031.SH	三一重工	18.69	1.10	1.46	1.76	16.96	12.81	10.64
000157.SZ	中联重科	6.21	0.54	0.67	0.80	11.58	9.25	7.72
000528.SZ	柳 工	8.35	0.84	1.05	1.24	9.98	7.99	6.72
可比公司平均值						**12.84**	**10.02**	**8.36**

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

1）国内基建与地产投资不及预期的风险。公司土方机械、桩工机械、混凝土机械及高空作业机械与固定资产投资、地产开工高度相关。若专项债发行与项目落地节奏放缓、地产新开工持续走弱，将直接影响公司国内销量与收入确认节奏，对经营业绩产生不利影响。

2）海外市场拓展、贸易壁垒及汇率大幅波动的风险。公司海外收入占比已超过 50%，且以美元、印度卢比、印尼盾、巴西雷亚尔等外币结算。若地缘政治冲突、关税与本地化要求升级，或人民币大幅升值产生汇兑损失，将对公司盈利能力造成较大影响。

3）原材料价格波动与行业竞争加剧的风险。公司产品所需主要原材料包括钢材、电池、液压件等，电池成本在新能源产品中占比较高；同时国内挖掘机、装载机、起重机价格竞争仍较激烈。若原材料价格大幅上涨或行业价格战延续，而公司提价传导不及预期，毛利率修复将低于预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	100822.90	112483.46	124349.22	135301.00
营业成本	78028.89	86901.76	95339.64	102988.81
营业税金及附加	499.03	1687.25	1865.24	2029.51
销售费用	5779.20	8436.26	8082.70	8118.06
管理费用	3086.29	5061.76	6217.46	6765.05
财务费用	716.43	2249.67	1865.24	1353.01
资产减值损失	-827.54	-500.00	-500.00	-500.00
投资收益	-237.37	10.00	10.00	10.00
公允价值变动损益	57.60	400.00	400.00	400.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	7319.36	9056.76	11888.93	14956.56
其他非经营损益	-61.12	-799.95	-1999.95	-1999.95
利润总额	7258.25	8256.81	9888.98	12956.61
所得税	572.36	1073.39	1236.12	1619.58
净利润	6685.89	7183.43	8652.86	11337.03
少数股东损益	113.67	43.33	76.90	105.30
归属母公司股东净利润	6572.22	7140.10	8575.96	11231.73

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	6685.89	7183.43	8652.86	11337.03
折旧与摊销	4299.85	3638.92	4018.92	4398.92
财务费用	716.43	2249.67	1865.24	1353.01
资产减值损失	-827.54	-500.00	-500.00	-500.00
经营营运资本变动	828.29	-12913.15	-4667.84	-4393.70
其他	2439.43	4710.78	4204.91	5081.60
经营活动现金流净额	14142.35	4369.66	13574.09	17276.87
资本支出	-1100.57	-2000.00	-2000.00	-2000.00
其他	-2460.48	1928.09	410.00	410.00
投资活动现金流净额	-3561.06	-71.91	-1590.00	-1590.00
短期借款	8588.27	62.71	-7504.26	-11523.49
长期借款	-7506.67	0.00	0.00	0.00
股权融资	-1119.70	0.00	0.00	0.00
支付股利	-2056.59	-1314.44	-1428.02	-1715.19
其他	-6536.83	-13936.40	-1865.24	-1353.01
筹资活动现金流净额	-8631.52	-15188.13	-10797.52	-14591.69
现金流量净额	1818.66	-10890.39	1186.58	1095.18

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	22138.73	11248.35	12434.92	13530.10
应收和预付款项	48302.47	55670.61	61330.85	66412.32
存货	39149.82	43653.56	48558.78	52153.73
其他流动资产	9047.06	5676.83	6267.32	6812.32
长期股权投资	4092.73	4092.73	4092.73	4092.73
投资性房地产	2.02	2.02	2.02	2.02
固定资产和在建工程	25840.39	21906.26	17972.12	14037.99
无形资产和开发支出	10723.77	9029.99	6956.21	4502.42
其他非流动资产	12781.71	12770.71	12759.71	12748.70
资产总计	172078.71	164051.05	170374.65	174292.33
短期借款	22273.84	22336.55	14832.29	3308.80
应付和预收款项	51360.05	54636.08	60442.61	65539.90
长期借款	5127.86	5127.86	5127.86	5127.86
其他负债	31385.71	14068.39	14864.88	15586.91
负债合计	110147.47	96168.89	95267.64	89563.48
股本	11711.21	11711.21	11711.21	11711.21
资本公积	15310.68	15310.68	15310.68	15310.68
留存收益	36772.01	42597.66	49745.60	59262.14
归属母公司股东权益	60460.69	66368.27	73516.21	83032.75
少数股东权益	1470.56	1513.89	1590.80	1696.10
股东权益合计	61931.25	67882.16	75107.01	84728.85
负债和股东权益合计	172078.71	164051.05	170374.65	174292.33

财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
销售收入增长率	10.00%	11.57%	10.55%	8.81%
营业利润增长率	12.10%	23.74%	31.27%	25.80%
净利润增长率	11.74%	7.44%	20.46%	31.02%
EBITDA 增长率	-1.87%	21.16%	18.92%	16.52%
获利能力				
毛利率	22.61%	22.74%	23.33%	23.88%
三费率	9.50%	14.00%	13.00%	12.00%
净利率	6.63%	6.39%	6.96%	8.38%
ROE	10.80%	10.58%	11.52%	13.38%
ROA	3.89%	4.38%	5.08%	6.50%
ROIC	10.02%	12.64%	14.75%	17.73%
EBITDA/销售收入	12.23%	13.29%	14.29%	15.31%
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.67	0.74	0.79
固定资产周转率	4.15	4.96	6.29	8.04
应收账款周转率	2.19	2.23	2.19	2.19
存货周转率	2.14	2.07	2.05	2.04
销售收现/营业收入	112.82%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	64.01%	58.62%	55.92%	51.39%
带息债务/总负债	27.78%	31.88%	24.31%	12.99%
流动比率	1.20	1.36	1.53	1.77
速动比率	0.80	0.85	0.95	1.10
股利支付率	31.29%	18.41%	16.65%	15.27%
每股指标				
每股收益	0.56	0.61	0.73	0.96
每股净资产	5.16	5.67	6.28	7.09
每股经营现金	1.21	0.37	1.16	1.48
每股股利	0.18	0.11	0.12	0.15

业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	12335.64	14945.36	17773.10	20708.49
PE	12.72	11.71	9.75	7.44
PB	1.38	1.26	1.14	1.01
PS	0.83	0.74	0.67	0.62
EV/EBITDA	7.41	6.06	4.61	3.34
股息率	2.46%	1.57%	1.71%	2.05%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	李逸凡	销售岗	13906354066	liyf@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzr@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn