中小盘行业深度报告

工程机械：配套件与整机的利润分层

增持（维持）

2026 年 11 月 24 日

证券分析师 汤军
执业证书：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn

相关研究

《光学光电子：产业链位置的毛利率分层》

2026-11-22

《消费电子：业务模式分层与权重集中》

2026-11-20

投资要点

1. 收入增长没有转成利润，是 2026 年前三季度财务数据的主要特征。35 只样本营业收入合计 3456.29 亿元、同比增长 13.72%，归母净利润合计 286.59 亿元、同比下降 2.86%，归母净利率由上年同期的 9.71% 降至 8.29%；30 只营业收入同比增长，归母净利润同比增长的 16 只、下降的 17 只。
2. 利润的下滑不出在销售毛利率上。全样本销售毛利率中位 27.38%、同比下降 0.12 个百分点，整体法由 25.66% 降至 25.48%，毛利额仍在扩张；归母净利率的 1.42 个百分点降幅落在期间费用与减值上，整机两组的差额分别为 1.26 与 2.92 个百分点。
3. 利润的增量集中在配套件一侧。液压与结构件 11 只营业收入同比 +23.20%、归母净利润同比 +13.02%，是三组整机全部下降的背景下唯一为正的一组，存货周转天数同时缩短 5.9 天，11 只中 8 只缩短。
4. 整机以库存换交付，配套件按排产滚动。土方与起重存货同比 +21.11%、周转天数拉长 5.1 天，搬运与高空 +17.65%、拉长 12.6 天，两组存货增速都高于各自的营业收入增速，第四季度是验证窗口。
5. 价格已经回到 115 个交易日区间的底部。等权指数区间位置 0%，35 只中 24 只的收盘价即区间新低，位置在 80% 以上的只有 2 只；分组触底只数为土方与起重 3 只、专用与路面 9 只，四组的区间位置中位数有三组为 0。
6. 抗跌只在小盘基准上成立，以沪深 300 为基准时结论相反。近 20 个交易日等权指数跑赢国证 2000 5.02 个百分点，却跑输沪深 300 7.99 个百分点、跑输科创 50 3.16 个百分点；量比中位 0.76，下跌没有伴随放量。
7. 估值分层不单调，低估值只有三个百分点的相对收益。PE(TTM) 20 倍以下的 16 只下跌 8.71%，20 至 40 倍的 5 只下跌 19.59%，40 至 60 倍的 4 只下跌 10.17%，60 倍以上的 6 只下跌 11.84%；PE(TTM) 中位 18.93 倍、整体法 17.06 倍，PB 中位 2.01 倍，股息率中位 1.33%。

风险提示： 2026 年前三季度为累计口径，第四季度减值集中确认会压低全年毛利率；样本仅 35 只、11 只市值低于 30 亿元，中位数受小公司影响；分组取 2026 年中报，前三季度不披露分产品收入，存在半年时滞；存货周转天数由营业收入乘毛利率倒算营业成本，与披露值有差异；建设机械亏损 8.18 亿元，对专用与路面组合计口径影响较大；区间位置对窗口长度敏感；行情数据截至 2026 年 11 月 20 日收盘，此后变化未纳入；分地区与海外收入未单列，出口与汇率影响无法分离。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 核心发现 4
2. 结构分层：按产品与客户拆成四组 5
3. 前三季度：收入扩张与利润分层 6
4. 机制：毛利率轨迹与存货周转 8
5. 第二维度对照：市值分档与毛利周转四格 9
6. 位置、成交与估值 11
7. 主要判断与跟踪指标 13
8. 风险提示 14

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

表 1: 四个分组的市值与营收分布.....5
表 2: 四个分组的区间涨跌与位置.....6
表 3: 四个分组的毛利率与增速.....7
表 4: 按营收增速分档的经营指标.....8
表 5: 四个分组的毛利率轨迹与存货周转.....8
表 6: 按市值分档的盈利能力与周转.....10
表 7: 毛利率同比与存货周转同比的四个组合.....10
表 8: 近 20 个交易日涨幅与跌幅两端的个股.....12
表 9: 按 PE(TTM) 分档的行情与盈利.....13

1. 核心发现

2026 年 11 月 20 日，A 股主要指数全线下跌。国证 2000 指数收于 7431.20 点，下跌 5.15%；深证成指收于 10256.39 点，下跌 3.09%；沪深 300 指数收于 3954.57 点，下跌 0.76%；科创 50 指数收于 1231.09 点，下跌 3.12%。申万二级工程机械 35 只样本的等权指数当日下跌 3.88%，跌幅小于国证 2000。

2026 年前三季度，35 只样本营业收入合计 3456.29 亿元，同比增长 13.72%；归母净利润合计 286.59 亿元，同比下降 2.86%，归母净利率由上年同期的 9.71% 降至 8.29%。个股中位数方向一致、幅度更小：营业收入同比中位增长 11.17%，归母净利润同比中位下降 0.42%。30 只营业收入同比增长、5 只下降，归母净利润同比增长的 16 只、下降的 17 只，另有 2 只上年同期亏损而不可比。收入扩张没有转成利润，是 2026 年前三季度财务数据的主要特征。

销售毛利率不是利润下滑的原因。全样本销售毛利率中位 27.38%，同比下降 0.12 个百分点，15 只上升、20 只下降；按营业收入加权的整体法销售毛利率由 25.66% 降至 25.48%，降幅 0.18 个百分点。营业收入增长 13.72% 而销售毛利率基本持平，毛利额是扩张的，归母净利率却回落 1.42 个百分点，差额落在毛利率以下的费用、减值与其他损益科目。

利润的增量集中在配套件一侧。按组内中位数，液压与结构件 11 只营业收入同比 +23.20%、归母净利润同比 +13.02%，销售毛利率 28.53%（同比 -0.07 个百分点）、归母净利率 10.86%（同比 -0.22 个百分点）；三组整机营业收入同比分别为 +12.34%、+9.78%、-0.91%，归母净利润同比分别为 -7.66%、-7.01%、-16.03%。专用与路面组的合计归母净利润同比为 +13.10%，与组内中位数方向相反，原因是建设机械亏损由上年同期 9.40 亿元收窄至 8.18 亿元、五新智能由 1.24 亿元增至 3.51 亿元，两者合计增加 3.49 亿元，其余 8 只合计减少 2.18 亿元。

整机以库存换交付，配套件按排产滚动。四组存货余额同比分别为 +21.11%、+17.65%、-0.51%、+10.70%，存货周转天数同比变化分别为 +5.1 天、+12.6 天、+5.35 天、-5.9 天；全样本存货同比 +8.86%、周转天数 132.1 天、同比缩短 1.8 天。存货同比与营业收入同比的相关系数 0.915，存货增长整体跟随收入，但两组整机的存货增速快于收入增速，周转天数同步拉长。

价格已经回到区间底部。等权指数 115 个交易日区间位置为 0%，11 月 20 日收盘即区间最低点；35 只个股中 24 只的区间位置恰为 0%，位置高于 80% 的只有 2 只。同期跌幅小于小盘基准：近 20 个交易日（10 月 23 日收盘至 11 月 20 日收盘）等权指数下跌 11.66%，国证 2000 下跌 16.68%，跑赢 5.02 个百分点；近 60 个交易日（8 月 20 日收盘至 11 月 20 日收盘）下跌 14.48%，国证 2000 下跌 24.81%，跑赢 10.33 个百分点。但相对沪深 300 与科创 50 是跑输的，近 20 个交易日分别落后 7.99 与

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.16 个百分点。

估值没有提供安全边际的证据。PE(TTM) 中位 18.93 倍，整体法 17.06 倍（2026 年前三季度归母净利润年化口径，与 PE(TTM) 不可比），PB 中位 2.01 倍，股息率中位 1.33%。PE(TTM)20 倍以下的 16 只近 20 个交易日下跌 8.71%，好于全样本中位 3.14 个百分点，但 20 至 40 倍的 5 只下跌 19.59% 为各档最深，估值分层不单调。

2. 结构分层：按产品与客户拆成四组

申万三级在这个行业只有工程机械整机 23 只与工程机械器件 12 只两类，作为分组口径的颗粒度不足。整机内部，挖掘机与装载机跟着地产基建开工走，叉车跟着制造业与物流资本开支走，盾构机与矿用设备跟着单点项目走，成本结构与订单节奏都不同；器件内部，液压件按整机排产供货，锻铸件按加工费计价，两者的毛利形成机制也不一样。

本报告按 2026 年中报披露的分产品收入将样本归为四组。土方与起重 7 只，产品为挖掘机、装载机、推土机、起重机与混凝土机械，需求由地产与基建开工驱动；搬运与高空 7 只，产品为叉车、仓储物流设备与高空作业平台，需求来自制造业与物流资本开支、租赁商采购，单价低、更新周期短；专用与路面 10 只，产品为盾构机、矿用设备、港口装卸设备、搅拌设备与塔机租赁，订单制交付、单台价值高；液压与结构件 11 只，产品为液压件、密封件、油缸、变速箱与锻铸件，按件计价、随整机排产。2026 年前三季度不披露分产品收入，分类只能取 2026 年中报，四组的成员在 2026 年内固定。

表1：四个分组的市值与营收分布

分组	只数	市值	市值占比	市值中位	营收	营收占比	净利
土方与起重	7	3334.9	51.15%	159.1	2523.2	73.00%	187.3
搬运与高空	7	1029.4	15.79%	123.6	551.3	15.95%	57.2
专用与路面	10	525.5	8.06%	30.6	186.7	5.40%	11.4
液压与结构件	11	1630.4	25.01%	27.5	195.1	5.64%	30.7

数据来源：上市公司定期报告，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；毛利率、净利率、营收与净利同比均为 2026 年前三季度口径。市值与营收单位为亿元，净利为 2026 年前三季度归母净利润合计。分组按主营构成确定，不直接沿用申万三级；组内公司与归类依据见正文分组说明。数据截至 2026 年 11 月 20 日收盘。

土方与起重是绝对主体。7 只合计市值 3334.92 亿元、占样本 51.15%，营业收入 2523.15 亿元、占 73.00%，归母净利润 187.27 亿元、占 65.34%。三一重工一家总市值 1718.52 亿元、占样本总市值 26.36%；徐工机械 749.52 亿元、中联重科 483.76 亿元、柳工 159.12 亿元，四家合计总市值 3110.92 亿元、占样本总市值 47.71%。搬运与

请务必阅读正文之后的免责声明部分

高空 7 只市值占比 15.79%、营收占比 15.95%，是市值与收入最匹配的一组。

液压与结构件的市值与收入不对称程度最高。11 只合计市值 1630.38 亿元、占 25.01%，营业收入只有 195.09 亿元、占 5.64%。不对称来自恒立液压，其 1190.91 亿元占该组市值的 73.04%，营业收入 102.33 亿元占该组营收的 52.45%。该组市值权重集中在液压件龙头，收入分散度更高。

市值集中度与收入集中度同源。市值前 2 只占 44.62%、前 5 只占 68.15%、前 10 只占 82.44%；营业收入前 5 只占 72.52%、前 10 只占 87.83%。市值前八为三一重工、恒立液压、徐工机械、中联重科、杭叉集团、浙江鼎力、铁建重工、柳工，其中四家属于土方与起重。

表2：四个分组的区间涨跌与位置

分组	只数	近 5 日	近 20 日	近 60 日	基期以来	区间位置	量比
土方与起重	7	-2.49%	-9.55%	-19.81%	-26.44%	1.8	0.79
搬运与高空	7	-6.28%	-8.27%	-12.69%	-15.43%	0.0	0.83
专用与路面	10	-9.12%	-20.39%	-13.26%	-35.34%	0.0	0.64
液压与结构件	11	-14.61%	-12.74%	-18.71%	-29.06%	0.0	0.71

数据来源：上市公司定期报告，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；涨跌幅为组内个股中位数，区间位置为 115 个交易日收盘价位次的中位数，单位 %；量比为近 5 日均成交额与近 60 日均成交额之比。基期取 2026 年 4 月 27 日。数据截至 2026 年 11 月 20 日收盘。

四组的区间表现分层明显。近 20 个交易日跌幅，土方与起重 -9.55%、搬运与高空 -8.27%、液压与结构件 -12.74%、专用与路面 -20.39%，最大与最小相差 12.12 个百分点；量比全部低于 1，专用与路面 0.64 最低。区间位置的中位数三组已经为 0，只有土方与起重为 1.77%，中位数落在厦工股份；组内三一重工 55.41%、柳工 32.00% 位于区间中段，另有 3 只触底。

3. 前三季度：收入扩张与利润分层

2026 年前三季度，样本的收入端保持扩张。35 只样本营业收入合计 3456.29 亿元、同比增长 13.72%；利润端的方向相反，归母净利润合计减少 8.4 亿元，降幅 2.86%。分季度看，按营业收入加权的整体法销售毛利率为第一季度 25.14%、上半年 25.37%、前三季度 25.48%；三档累计值逐档抬升，但累计值仍低于上年同期的 25.66%，两者相差 0.18 个百分点。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表3：四个分组的毛利率与增速

分组	只数	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	营收同比	净利同比
土方与起重	7	22.40	+0.07	6.45	-1.19	+12.34%	-7.66%
搬运与高空	7	29.96	+0.22	11.21	-2.70	+9.78%	-7.01%
专用与路面	10	27.62	-1.19	7.93	-1.06	-0.91%	-16.03%
液压与结构件	11	28.53	-0.07	10.86	-0.22	+23.20%	+13.02%

数据来源：上市公司定期报告，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；毛利率、净利率、营收与净利同比均为 2026 年前三季度口径。毛利率、净利率单位为 %，同比为百分点差；各列均为组内中位数。“净利同比”在 2 只不可比标的上不参与中位数计算，不可比的原因为上年同期归母净利为负。数据截至 2026 年 11 月 20 日收盘。

四组的销售毛利率与归母净利率方向并不一致。土方与起重销售毛利率 22.40%、同比 +0.07 个百分点，归母净利率 6.45%、同比 -1.19 个百分点；搬运与高空销售毛利率 29.96%、同比 +0.22 个百分点，归母净利率 11.21%、同比 -2.70 个百分点，是降幅最大的一组；专用与路面销售毛利率 27.62%、同比 -1.19 个百分点，归母净利率 7.93%、同比 -1.06 个百分点；液压与结构件销售毛利率 28.53%、同比 -0.07 个百分点，归母净利率 10.86%、同比 -0.22 个百分点，是唯一一组两项变化都在 0.25 个百分点以内的。

毛利率与净利率的差额，反映的是费用与减值在整机端的压力。两组整机的归母净利率降幅为 1.19 与 2.70 个百分点，远大于销售毛利率的变化 +0.07 与 +0.22 个百分点，差额落在期间费用与信用减值损失上；配套件的销售毛利率变化 -0.07 个百分点、归母净利率变化 -0.22 个百分点。

第三季度单季的盈利水平低于前三季度累计。第三季度单季归母净利率中位 8.41%，上年同期为 9.00%，35 只中 25 只同比下降，5 只为负；四组的中位分别为 6.42%、11.45%、7.36%、12.17%，除液压与结构件（上年同期 11.69%）外均低于上年同期。单季归母净利率由累计营业收入与累计归母净利润差分求得，与含少数股东的净利润口径不同，两者不可并列。

按营业收入增速分档，利润与现金流的分层比毛利率更清楚。增速 30% 以上的 9 只，销售毛利率 31.03%、归母净利率 11.21%，9 只全部盈利；增速 10% 至 30% 的 10 只，销售毛利率 22.34%、同比 +0.29 个百分点，归母净利率 9.18%；增速 0 至 10% 的 11 只，归母净利率 7.40%、同比 -3.15 个百分点，是正增长各档中降幅最大的一档；负增长的 5 只，归母净利率 6.63%、同比 -3.50 个百分点，存货周转天数同比拉长 31.9 天，经营活动现金流量净额占营业收入 1.51%，是四档中现金流最弱的一档。负增长一档的销售毛利率 27.86%，归母净利率偏低来自收入规模对期间费用的摊薄不足。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表4：按营收增速分档的经营指标

营收增速	只数	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	周转同比	现金流/营收
30% 以上	9	31.03	-0.69	11.21	-0.55	-1.8	4.91%
10—30%	10	22.34	+0.29	9.18	-0.20	-0.4	4.99%
0—10%	11	27.12	-0.97	7.40	-3.15	-8.2	8.72%
负增长	5	27.86	-1.39	6.63	-3.50	+31.9	1.51%

数据来源：上市公司定期报告，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；毛利率、净利率、营收与净利同比均为 2026 年前三季度口径。周转同比为存货周转天数同比变化，正值为拉长，单位为天；现金流/营收为经营活动现金流量净额与营业收入之比。数据截至 2026 年 11 月 20 日收盘。

现金流的质量弱于利润表。全样本经营活动现金流量净额占营业收入中位 5.20%，7 只为负；经营活动现金流量净额与归母净利润之比中位 0.5，19 只有效样本中 15 只低于 1。四档之间不呈单调关系：0 至 10% 一档最高（8.72%），负增长一档最低（1.51%），后者与存货占用和回款周期同时恶化相符。

4. 机制：毛利率轨迹与存货周转

累计销售毛利率的三档轨迹给出了价格与成本的错峰关系。四组呈现同一形态：第一季度最低、上半年最高、前三季度小幅回落。土方与起重 22.05%、22.42%、22.40%，搬运与高空 30.16%、30.87%、29.96%，专用与路面 27.59%、27.93%、27.62%，液压与结构件 27.51%、28.66%、28.53%。三档先上行再回落，意味着第二季度的价格或产品结构优于第一与第三季度，第三季度单季的毛利率低于上半年平均水平。回落幅度最大的是搬运与高空（0.91 个百分点），最小的是液压与结构件（0.13 个百分点）。

表5：四个分组的毛利率轨迹与存货周转

分组	只数	去年	一季度	上半年	前三季	周转天数	周转同比
土方起重	7	22.33	22.05	22.42	22.40	151.9	+5.1
搬运高空	7	29.74	30.16	30.87	29.96	124.5	+12.6
专用路面	10	28.69	27.59	27.93	27.62	187.2	+5.3
液压结构	11	28.57	27.51	28.66	28.53	112.4	-5.9

数据来源：上市公司定期报告，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；“去年”“一季度”“上半年”“前三季”均为累计毛利率，单位 %，分别对应 2025 年前三季度、2026 年第一季度、2026 年上半年与 2026 年前三季度口径；“去年”一列取 2025 年前三季度累计值，作为同比基期。周转天数为期间天数乘平均存货再除以累计营业成本，周转同比正值为拉长，单位天。数据截至 2026 年 11 月 20 日收盘。

整体法与中位数的方向不一致。按营业收入加权的整体法销售毛利率为第一季度 25.14%、上半年 25.37%、前三季度 25.48%，逐季抬升，与四组中位数在上半年见顶的

形状相反。分歧来自权重：三一重工销售毛利率 27.99%、同比 +0.37 个百分点，徐工机械 22.40%，两家合计占样本营业收入近五成，其毛利率改善足以拉动整体法。中位数反映典型公司，整体法反映行业总量，两者在判断销售毛利率是否改善时给出的答案不同。

存货周转的分层与利润分层一致。四组存货周转天数为土方与起重 151.9 天、搬运与高空 124.5 天、专用与路面 187.25 天、液压与结构件 112.4 天；同比变化为 +5.1 天、+12.6 天、+5.35 天、-5.9 天。三组整机的周转天数全部拉长，配套件缩短 5.9 天，11 只中 8 只缩短。存货余额同比同向变化：土方与起重 +21.11%、搬运与高空 +17.65%，均高于各自的营业收入增速 +12.34% 与 +9.78%；专用与路面 -0.51%，是唯一存货下降的一组；液压与结构件 +10.70%，低于 23.20% 的收入增速。

全样本存货同比 +8.86%，比营业收入同比 11.17% 低 2.31 个百分点，存货周转天数 132.1 天、同比缩短 1.8 天。存货同比与营业收入同比的相关系数 0.915，存货增长整体是跟随收入的结果，不是积压。区别在结构：整机收入增长的同时存货增速更快、周转拉长，配套件收入增速更快而存货增速更慢、周转缩短。

毛利率以下的差额只能定位到费用与减值，无法拆到具体科目。整体法销售毛利率同比 -0.18 个百分点，整体法归母净利率同比 -1.42 个百分点，相差 1.24 个百分点，这一差额涉及期间费用率、信用与资产减值损失、其他收益等科目；整机端的差额更大，搬运与高空为 +0.22 与 -2.70 个百分点。在销售毛利率同比基本持平的条件下，2027 年利润能否修复取决于这部分差额能否收窄。

5. 第二维度对照：市值分档与毛利周转四格

盈利能力最强的一档落在 50 至 100 亿元，不是市值最大的 100 亿元以上一档。30 亿元以下的 11 只，销售毛利率 27.86%、同比 -0.57 个百分点，归母净利率 6.59%、同比 -1.11 个百分点；30 至 50 亿元的 5 只，销售毛利率 21.26%、同比 -3.03 个百分点，归母净利率 3.96%、同比 -3.92 个百分点，是四档中最弱的一档；50 至 100 亿元的 7 只，销售毛利率 29.30%、同比 +1.23 个百分点，归母净利率 11.68%、同比 -0.12 个百分点，是唯一一组毛利率同比为正且净利率基本持平的；100 亿元以上的 12 只，销售毛利率 27.25%、同比 -0.51 个百分点，归母净利率 10.29%、同比 -1.50 个百分点，12 只全部盈利。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表6：按市值分档的盈利能力与周转

市值区间	只数	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	周转天数	周转同比
30 亿以下	11	27.86	-0.57	6.59	-1.11	170.5	-8.6
30—50 亿	5	21.26	-3.03	3.96	-3.92	112.4	-1.8
50—100 亿	7	29.30	+1.23	11.68	-0.12	136.1	+2.0
100 亿以上	12	27.25	-0.51	10.29	-1.50	127.7	+8.0

数据来源：上市公司定期报告，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；毛利率、净利率、营收与净利同比均为 2026 年前三季度口径。总市值按 2026 年 11 月 20 日收盘价计算；各列均为档内中位数。数据截至 2026 年 11 月 20 日收盘。

市值与行情的关系则是单调的。近 20 个交易日跌幅，30 亿元以下 -21.06%、30 至 50 亿元 -11.85%、50 至 100 亿元 -15.79%、100 亿元以上 -5.45%，最大与最小相差 15.61 个百分点；PE(TTM) 中位从 47.56 倍依次降至 44.52 倍、19.29 倍、14.38 倍。大市值组的抗跌与低估值同时成立，但两者不能互为因果：30 至 50 亿元一档的 PE(TTM) 中位 44.52 倍、跌幅 11.85%，比 50 至 100 亿元一档的 19.29 倍、-15.79% 更抗跌，估值低并没有带来更好的相对收益。

表7：毛利率同比与存货周转同比的四个组合

毛利与周转	只数	占比	毛利率同比	周转同比	存货同比	营收同比	净利率同比
毛利升·周转降	4	11.4%	+0.75	-8.7	+2.18%	+11.14%	-0.35
毛利升·周转升	11	31.4%	+1.23	+16.5	+28.68%	+17.24%	-0.59
毛利降·周转降	14	40.0%	-2.40	-20.1	-0.60%	+13.04%	-4.39
毛利降·周转升	6	17.1%	-0.98	+22.8	+14.34%	+0.50%	-2.12

数据来源：上市公司定期报告，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；毛利率、净利率、营收与净利同比均为 2026 年前三季度口径。毛利与周转两列按毛利率同比正负、存货周转天数同比增减交叉分组，“升”“降”分别指毛利率同比上升与下降，“周转升”指周转天数同比拉长。占比为占 35 只样本的比重，四格合计 35 只，无因存货或毛利率不可比而未纳入的标的。存货同比为 2026 年前三季度末存货余额同比。数据截至 2026 年 11 月 20 日收盘。

按销售毛利率同比与存货周转天数同比交叉，四格的归母净利率同比为 -0.35、-0.59、-4.39、-2.12 个百分点：销售毛利率同比上升的两格降幅都在 0.6 个百分点以内，下降的两格降幅都在 2 个百分点以上。毛利升、周转降的 4 只，占 11.4%，销售毛利率同比 +0.75 个百分点，归母净利率同比 -0.35 个百分点；毛利升、周转升的 11 只，占 31.4%，销售毛利率同比 +1.23 个百分点，存货同比 +28.68%、营业收入同比 +17.24%，归母净利率同比只降 0.59 个百分点，11 只全部盈利；毛利降、周转降的 14 只，占 40%，销售毛利率同比 -2.40 个百分点，存货同比 -0.60%，归母净利率同比 -4.39 个百分点，是四格中利润压力最大的一格；毛利降、周转升的 6 只，占 17.1%，营业收入同比只增

请务必阅读正文之后的免责声明部分

0.50%，存货周转天数同比拉长 22.8 天，归母净利率同比 -2.12 个百分点。

四格的经济含义不同。占四成的毛利降、周转降是降价去库存：存货同比几乎零增长、营业收入仍有 13.04% 的增长，代价是销售毛利率回落 2.40 个百分点、归母净利率回落 4.39 个百分点，是四格中利润压力最大的一格。占三成的毛利升、周转升是备货扩产：存货同比 +28.68%、营业收入同比 +17.24%，毛利率反而提升，11 只全部盈利，是当前经营状态最好的一格。

6. 位置、成交与估值

等权指数自 2026 年 4 月 27 日基期以来下跌 25.04%，市值加权指数下跌 13.43%，两者相差 11.61 个百分点，权重集中的大市值公司跌幅更小。同期国证 2000 下跌 32.09%、沪深 300 下跌 17.11%。等权指数跑赢国证 2000 7.05 个百分点，市值加权跑赢 18.66 个百分点；相对沪深 300，等权落后 7.93 个百分点。抗跌只在国证 2000 这个基准上成立，以沪深 300 为基准时结论相反。

区间位置的分化大于涨跌幅的分化。35 只中 24 只的区间位置恰为 0%，即 11 月 20 日收盘价就是 115 个交易日内的最低收盘价；位置在 80% 以上的只有 2 只。分组的触底只数为土方与起重 3 只、搬运与高空 5 只、液压与结构件 7 只、专用与路面 9 只，位置最高的是华东重机 91.61% 与浙江鼎力 87.16%。

近 20 个交易日两端的定价依据不同。涨幅前七里，华东重机上涨 48.30%、PE(TTM) 82.88 倍，营业收入同比 +55.86%、归母净利润同比 +58.11%，是样本中唯一收入与利润同时高增且股价同步上涨的个股；浙江鼎力上涨 13.88%，营业收入同比 +31.90% 而销售毛利率同比 -4.85 个百分点、归母净利润同比 -0.42%，属于收入放量而利润未同步；三一重工上涨 4.26%，销售毛利率同比 +0.37 个百分点、归母净利润同比 +12.18%。跌幅前七有五只属于专用与路面组，南方路机 -33.66%、五新智能 -29.22%、天元智能 -26.67%、恒立钻具 -23.15%、铁拓机械 -22.95%；五新智能营业收入同比 +133.29%、归母净利润同比 +182.49%，仍在 20 个交易日内下跌 29.22%，这一轮下跌与 2026 年前三季度的业绩方向并不一致。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表8：近 20 个交易日涨幅与跌幅两端的个股

简称	分组	市值	近 20 日	区间位置	PE(TTM)	毛利同比	周转同比
华东重机	专用与路面	74.6	+48.30%	91.6	82.9	-0.98	-325.3
浙江鼎力	搬运与高空	298.7	+13.88%	87.2	15.8	-4.85	-64.6
三一重工	土方与起重	1718.5	+4.26%	55.4	18.9	+0.37	+10.8
福事特	液压与结构件	37.8	+2.83%	45.2	54.0	-5.05	-1.8
杭叉集团	搬运与高空	301.0	+2.32%	25.0	13.5	+2.55	+18.3
中联重科	土方与起重	483.8	+0.17%	3.2	13.1	-0.97	+46.7
恒立液压	液压与结构件	1190.9	-0.76%	24.7	42.5	-2.38	-12.5
……	……	……	……	……	……	……	……
南方路机	专用与路面	23.0	-33.66%	0.0	39.0	-0.57	+49.1
山河智能	土方与起重	57.3	-29.78%	0.0	—	+1.46	-5.5
五新智能	专用与路面	52.5	-29.22%	0.0	12.3	+4.02	+38.5
天元智能	专用与路面	24.7	-26.67%	0.0	110.7	-2.41	-26.1
万通液压	液压与结构件	23.2	-26.66%	0.0	18.4	-0.07	-8.6
恒立钻具	专用与路面	8.3	-23.15%	0.0	77.8	-4.50	-19.2
铁拓机械	专用与路面	12.1	-22.95%	0.0	56.1	-1.39	+31.9

数据来源：上市公司定期报告，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；毛利率、净利率、营收与净利同比均为 2026 年前三季度口径。市值单位为亿元；PE(TTM) 为负值或不可比时以“—”表示；毛利同比为毛利率同比变化，单位为百分点；周转同比为存货周转天数同比变化，正值为拉长，单位为天；“……”表示省略中间 21 只；华东重机周转同比 -325.3 天，源于上年同期存货 8.50 亿元降至本期 4.72 亿元，非计算异常。数据截至 2026 年 11 月 20 日收盘。

成交额在收缩。量比中位 0.76，35 只中 21 只低于 0.8，只有 8 只在 1 以上；20 日日均成交额中位 1.11 亿元。跌幅最深的专用与路面组量比 0.64 最低，下跌过程中没有出现放量换手。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表9：按 PE(TTM) 分档的行情与盈利

PE(TTM)	只数	近 20 日	区间位置	毛利率	毛利率同比	净利率	净利同比
20 倍以下	16	-8.71%	0.0	27.25	+0.10	11.00	-6.59%
20—40 倍	5	-19.59%	0.0	29.61	-0.05	11.21	+34.75%
40—60 倍	4	-10.17%	27.4	31.49	-1.88	10.52	-3.19%
60 倍以上	6	-11.84%	0.0	22.60	-0.55	5.41	+10.27%

数据来源：上市公司定期报告，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；毛利率、净利率、营收与净利同比均为 2026 年前三季度口径。PE(TTM) 为 2026 年 11 月 20 日收盘价对应值，35 只中 4 只因归母净利为负无 PE(TTM)，未纳入分档。各列均为档内中位数。数据截至 2026 年 11 月 20 日收盘。

估值分档与行情不构成单调关系。PE(TTM) 20 倍以下的 16 只近 20 个交易日下跌 8.71%，20 至 40 倍的 5 只下跌 19.59%，40 至 60 倍的 4 只下跌 10.17%，60 倍以上的 6 只下跌 11.84%。低估值组相对全样本中位有 3.14 个百分点的相对收益，20 至 40 倍组落后 7.74 个百分点，而该组营业收入同比 +35.84%、归母净利润同比 +34.75%，是唯一一组利润高增而跌幅最深的情形。股息率中位 1.33%，高于 2% 的 12 只中有 9 只属于土方与起重、搬运与高空两组，在经营活动现金流量净额与归母净利润之比中位只有 0.5 的情况下，5% 以上的股息率不宜按静态值外推。

7. 主要判断与跟踪指标

第一，2026 年前三季度的收入增长没有转成利润，缺口不在销售毛利率。整体法销售毛利率同比只降 0.18 个百分点，整体法归母净利率降 1.42 个百分点，1.24 个百分点的差额落在期间费用、减值与其他损益上，整机两组中搬运与高空的差额达 2.92 个百分点。2027 年的利润弹性主要来自这一块能否收窄。

第二，利润的增量集中在配套件一侧。液压与结构件 11 只营业收入同比中位 +23.20%、归母净利润同比中位 +13.02%，是三组整机全部为负的背景下唯一为正的一组，存货周转天数同时缩短 5.9 天。配套件按件计价、随整机排产结算，先于整机确认收入，其利润增速是整机排产的领先指标，不是行业景气的同步指标。

第三，整机以库存换交付，周转天数是第四季度需要跟踪的核心指标。土方与起重存货同比 +21.11%、周转天数拉长 5.1 天，搬运与高空 +17.65%、拉长 12.6 天，两组的存货增速都高于各自的营业收入增速。若第四季度收入不能延续，这部分存货会转为减值或降价压力，判断依据是单季存货余额与单季营业收入之比。

第四，专用与路面组的合计净利润改善不具代表性。该组合计归母净利润同比 +13.10%，组内中位为 -16.03%，改善来自建设机械减亏 1.22 亿元与五新智能由上年同期 1.24 亿元增至 3.51 亿元（增加 2.27 亿元），其余 8 只合计减少 2.18 亿元。建设机械收入七成为塔机租赁、销售毛利率 -12.40%，减亏是自身经营调整的结果。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

第五，价格已经到区间底部，但抗跌只是小盘内部的相对抗跌。等权指数区间位置 0%、24 只个股收盘即区间新低，近 20 个交易日跑赢国证 2000 5.02 个百分点，却跑输沪深 300 7.99 个百分点。量比中位 0.76，下跌没有伴随放量，参与度下降；位置低本身不构成反转条件，成交量恢复是先决条件。

第六，后续值得跟踪的六个指标：挖掘机与装载机的月度销量及出口占比、整机与配套件的单季销售毛利率、四组的存货周转天数同比变化、单季归母净利率、经营活动现金流量净额与归母净利润之比、PE(TTM) 20 倍以下一档的相对收益。

8. 风险提示

1. 2026 年前三季度的财务数据为累计口径，第四季度单季若价格继续下行或减值集中确认，全年销售毛利率可能低于前三季度的 25.48%，全年归母净利率也可能低于 8.29%，整机两组的存货增速快于收入增速，第四季度存在集中计提减值的可能。

2. 样本只有 35 只，其中 11 只总市值在 30 亿元以下，分组中位数受小市值公司影响较大。液压与结构件组 11 只对恒立液压、艾迪精密两家尤为敏感，两家归母净利润同比为 +3.20% 与 +37.71%，相差 34.51 个百分点，组内中位随样本构成变化较大。

3. 分组依据为 2026 年中报披露的分产品收入，2026 年前三季度不披露分产品构成，四组的成员在 2026 年内按中报口径固定。若公司在 2026 年下半年剥离或新增业务，其归属需要在下一年度重新认定。

4. 存货周转天数用营业收入乘以销售毛利率倒算营业成本，再除以平均存货，与公司披露的营业成本存在口径差异。整机以产成品为主、配套件以原材料为主，倒算口径对前者更敏感，跨公司比较应看方向而不是绝对水平。

5. 建设机械 2026 年前三季度归母净利润为 -8.18 亿元，收入七成为建筑及施工机械租赁，销售毛利率 -12.40%，其数值对专用与路面组的合计口径影响较大，使用该组合计数时应单独剔除后再比较。

6. 区间位置以 115 个交易日为窗口计算，窗口长度改变会改变位次。若改用 250 个交易日，处于区间最低点的个股只数会少于 24 只，位置结论对窗口选择敏感，不宜单独作为买卖依据。

7. 本报告的行情与估值数据截至 2026 年 11 月 20 日收盘，此后两个交易日的价格变化以及 2026 年 11 月下旬的指数调整均不反映在判断之中，读者需要按最新收盘价重新核对位置与涨跌幅。

8. 分地区收入与海外收入占比未在本次统计中单列，出口景气与汇率变动对整机利润的影响无法从 2026 年前三季度的定期报告中分离。样本内整机龙头与中小配套件的出口弹性并不相同，相关判断需要在年报披露后复核。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn