下载日志已记录，仅供内部参考

三一重工（600031.SH）

买入（维持评级）

业绩为王，龙头本色

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	78,383	89,700	103,663	118,729	135,205
增长率 yoy（%）	7.0	14.4	15.6	14.5	13.9
归母净利润（百万元）	5,956	8,408	10,416	14,119	17,016
增长率 yoy（%）	31.5	41.2	23.9	35.6	20.5
ROE（%）	8.3	9.5	10.8	13.0	13.8
EPS 最新摊薄（元）	0.65	0.91	1.13	1.54	1.85
P/E（倍）	29.0	20.6	16.6	12.2	10.2
P/B（倍）	2.4	2.0	1.8	1.6	1.4

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

我们认为，2026 年是三一重工从"国内工程机械龙头"向"全球领军企业"完成估值切换的关键时点。公司 2025 年年报已同时验证三点：一是国内挖机销量企稳回升、非挖品类触底反弹，主业景气修复与盈利弹性正在共振释放；二是海外收入占比突破 62%、非洲区域同比增长 55.29%，全球化业务开始抬升公司的成长中枢与抗周期能力；三是净利率从 2022 年低点 5.5%持续修复至 2025 年 9.5%，叠加海外高毛利率业务占比提升，盈利中枢有望进一步上移。若市场仍主要以国内周期股框架理解三一重工，其定价并未充分反映公司全球化与盈利修复的阶段变化。

三一重工：中国工程机械行业的领导者，向全球产业巨头迈进。 三一重工作为国内工程机械行业的领军企业，自 1989 年创立以来已成长为全球工程机械行业的重要参与者。公司产品线覆盖挖掘机械、混凝土机械、起重机械、桩工机械及路面机械等领域，持续聚焦技术创新，积极布局新能源与电动化方向。公司 2025 年新能源产品销售额达 86.4 亿元人民币，同比提升 115%。财务层面，公司经营性现金流持续改善（2025 年达 199.75 亿元，创历史新高），资产负债率保持稳定，股权结构集中且通过员工持股计划进一步增强核心团队凝聚力，发展基础扎实。

国内：行业依托低基数与设备更新需求实现复苏。 2006-2011 年，基建与地产投资驱动行业进入快速发展阶段，商品混凝土机械和起重机作为高毛利核心产品成为主要增长极；2016-2020 年，挖掘机取代混凝土机械成为行业利润贡献最高的核心产品；2024 年后，行业周期上行驱动力从过往房地产投资与强刺激政策，转向设备更新替代主导的内生需求，挖机销量从 2023 年低点回升至 2025 年的 11.85 万台；非挖机械亦呈现边际改善迹象，汽车起重机月度销量同比自 2025 年 9 月起连续多月转正，复苏态势逐步明确。

海外：需求好转与市占率提升空间并存。 2025 年公司海外收入 559 亿元，同比增长 15.1%。公司海外主营业务占比达 64%，非洲区域已成为新的增长引擎。中国工程机械行业正从产品出口向本地化运营转型，通过深度开拓"一带一路"市场，在拉美、非洲等新兴区域及欧美高端市场仍存在较大提升空间。同时，海外绿地投资不仅在项目建设期直接拉动设备需求，建成后还将通过带动配套产业链、基础设施及房地产开发产生间接乘数效应，为海外工程机械需求提供持续支撑。

盈利预测与投资建议：预计 2026-2028 年公司营业总收入将分别达到 1036.6 亿元



股票信息

行业	机械
2026 年 08 月 21 日收盘价(元)	18.80
总市值（百万元）	172,866.08
流通市值（百万元）	159,318.53
总股本（百万股）	9,195.00
流通股本（百万股）	8,474.39
近 3 月日均成交额(百万元)	1,776.35

作者



分析师 邓宇亮
SAC：S1070525120004
邮箱：dengyuliang@cgws.com



分析师 孙培德
SAC：S1070523050003
邮箱：sunpeide@cgws.com

相关研究

1、《25Q3 业绩快速增长，行业稳步回暖，公司继续加强全球化布局》2025-11-04

下载日志已记录，仅供内部参考

/1187.3 亿元/1352.1 亿元，同比增长率分别为 15.6%/14.5%/13.9%；归母净利润分别为 104.2 亿元/141.2 亿元/170.2 亿元，同比增长率分别为 23.9%/35.6%/20.5%；当前股价对应 PE 分别为 16.6/12.2/10.2。三一重工作为国内行业龙头，有望充分受益于国内行业周期触底反弹的增长机遇，同时其海外业务在收入规模、收入占比、盈利水平、产能布局及后市场服务能力等方面均处于行业领先地位，未来海外市场份额有望持续提升。基于公司全球化布局带来的周期弱化溢价、盈利质量改善带来的估值修复空间，以及行业龙头地位带来的确定性溢价，维持"买入"评级。

风险提示：海外市场拓展不及预期风险、海外贸易壁垒扩大风险、国内下游行业需求不足风险、汇率波动风险、原材料价格波动的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1 从本土龙头到全球领军企业 6
1.1 三一重工的成长轨迹：产品与区域的双重拓展 6
1.2 国内工程机械领军公司，产品业态丰富 7
1.3 公司营收筑底回暖，海外营收贡献持续提升 8
1.4 股权架构稳固，员工持股提升公司凝聚力 11
1.5 研发驱动：数智化与电动化的双轮布局 13
2 国内：走向成熟，大周期向上 16
2.1 国内第一轮上行周期：2006-2011 年 16
2.2 国内第二轮上行周期：2016-2020 年 17
2.3 国内第三轮上行周期：2024-202X 年 18
3 海外：需求结构分化，中国主机厂份额提升 21
3.1 海外需求：短期分化，长期由基建、能源与矿业投资支撑 21
3.2 区域结构：新兴市场是增量主体，成熟市场重高端突破 21
3.3 出口验证：中国工程机械全球竞争力持续提升 23
3.4 份额空间：从产品出口走向本地化运营 29
4 公司产品、渠道与本地化体系支撑全球份额提升 30
4.1 国内龙头基础稳固，产品优势领先 30
4.2 海外收入规模领先，全球化经营质量优于同行 31
4.3 本地化运营体系完善，制造与服务共同支撑份额提升 33
4.4 三一重工的核心竞争力如何转化为估值溢价 35
5 盈利预测与投资建议 35
5.1 盈利预测 35
5.2 投资建议 37
风险提示 39

图表目录

图表 1： 三一重工发展历程 7
图表 2： 2025 年公司主营业务结构情况 8
图表 3： 2025 年公司各业务营收及毛利率 8
图表 4： 公司 2020-2026Q1 营业收入及同比增速情况 9
图表 5： 公司 2020-2026Q1 归母净利润及同比增速情况 9
图表 6： 公司 2020-2025 主营业务分区域占比情况 9
图表 7： 公司 2020-2025 国内与国际营收及同比增速情况 9
图表 8： 公司 2020-2026Q1 各费用率情况 10
图表 9： 2020-2026Q1 毛利率与净利率情况 10
图表 10： 2020-2025 应收账款和比例 10
图表 11： 公司 2020-2025 年坏账准备及计提情况 10

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 12： 公司 2020-2026Q1 经营性现金流净额及同比增速 11
图表 13： 公司 2020-2026Q1 ROE 11
图表 14： 公司 2020-2026Q1 流动比率 11
图表 15： 公司 2020-2026Q1 资产负债率 11
图表 16： 截止 2026 年 7 月 24 日公司股权架构图 12
图表 17： 截至 2025 年 12 月 31 日管理层状况 12
图表 18： 2020-2026Q1 研发费用及研发费用率 13
图表 19： 公司代表性创新产品 14
图表 20： 三一电动化产品种类及产品数目（截至 2026 年 8 月 13 日） 14
图表 21： 2005 及 2011 年主要主机厂的收入 16
图表 22： 2005 及 2011 年主要主机厂的销售净利率 17
图表 23： 2005 及 2011 年主要主机厂的归母净利润 17
图表 24： 2005 及 2011 年主要主机厂的收入和毛利率 17
图表 25： 2015 及 2020 年各主机厂收入 18
图表 26： 2015 及 2020 年各主机厂净利率 18
图表 27： 2015 及 2020 年各主机厂净利润 18
图表 28： 2015 及 2020 年各主机厂收入构成和毛利率 18
图表 29： 国内挖机 2024 年开始企稳向上（台） 19
图表 30： 中国二手机出口情况 19
图表 31： 国内泵车行业销量（台）（数据来自国内上险数据，截至 2023 年） 20
图表 32： 汽车起重机年度销量 20
图表 33： 汽车起重机 2024 年-2025 年 12 月月度销量 20
图表 34： 海外市场整体绿地投资金额 21
图表 35： 海外发达市场绿地投资金额 22
图表 36： 欧盟绿地投资金额 22
图表 37： 北美绿地投资金额 22
图表 38： 美国绿地投资金额 22
图表 39： 海外发展中市场绿地投资金额 23
图表 40： 南亚绿地投资金额 23
图表 41： 非洲绿地投资金额 23
图表 42： 拉美绿地投资金额 23
图表 43： 2025 年 1-12 月工程机械出口国家（万美元） 24
图表 44： 2025 年 1-12 月工程机械出口区域（单位：亿美元） 24
图表 45： 2025 年 1-12 月工程机械出口情况（单位：亿美元） 24
图表 46： 2025 年 1-12 月挖掘机出口情况（单位：亿美元） 24
图表 47： 2025 年 1-12 月挖掘机出口区域（单位：亿美元） 25
图表 48： 2025 年 1-12 月挖掘机出口国家（单位：万美元） 25
图表 49： 2025 年 1-12 月起重机出口情况（单位：亿美元） 25
图表 50： 2025 年 1-12 月起重机出口区域（单位：亿美元） 26
图表 51： 2025 年 1-12 月起重机出口国家（单位：万美元） 26

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 52： 海外市场混凝土机械设备销售规模和增速（亿元） 27
图表 53： 2020-2024 年混凝土机械海外与国内市场规模占比变化 27
图表 54： 混凝土机械竞争格局（截至 2025 年 3 月 21 日） 27
图表 55： 2025 年 1-12 月工程机械零部件出口情况（单位：亿美元） 28
图表 56： 2025 年 1-12 月工程机械零部件出口国家（单位：万美元） 28
图表 57： 2025 年 1-12 月工程机械零部件出口区域（单位：亿美元） 28
图表 58： 2026 年 6 月中国挖掘机出口金额情况 29
图表 59： 2026 年 6 月日本挖掘机出口销量 29
图表 60： 2024 年全球主要工程机械制造商市场份额构成 29
图表 61： 工程机械四大主机厂的国内收入（单位：亿元） 30
图表 62： 工程机械四大主机厂的国内收入 YOY 30
图表 63： 工程机械四大主机厂的国内毛利率对比 31
图表 64： 工程机械四大主机厂的海外收入（单位：亿元） 31
图表 65： 工程机械四大主机厂的海外收入 YOY（单位：%） 32
图表 66： 工程机械四大主机厂的海外毛利率对比 32
图表 67： 2025 年公司海外各区域收入及同比增长情况（亿） 33
图表 68： 2025 年公司海外业务各地域收入占比情况 33
图表 69： 公司研发中心布局 33
图表 70： 截至 2026 年 8 月三一重工服务网点图分布 34
图表 71： 三一重工盈利预测 36
图表 72： 工程机械四大主机厂的净利率（单位：%） 38
图表 73： 三一重工可比公司对比 38

下载日志已记录，仅供内部参考

1 从本土龙头到全球领军企业

1.1 三一重工的成长轨迹：产品与区域的双重拓展

三一重工经过三十余年发展，产品线从混凝土机械起步，逐步拓展至挖掘机械、起重机械、桩工机械、路面机械等领域，市场区域从国内延伸至全球。2025 年，公司核心产品市场地位持续巩固：挖掘机械国内市场连续 15 年蝉联销量冠军，混凝土机械连续 15 年蝉联全球第一品牌。[1]核心产品的市场优势带动公司全球市场份额有所提升。

公司发展历程可划分为四个关键阶段：

初创与探索阶段（1989-2003 年）：1989 年，三一集团前身湖南省涟源市焊接材料厂成立；1994 年，三一重工成立并进入工程机械领域；1998 年，成功研发国内首台 37 米混凝土臂架泵车[2]；2002 年，首台平地机出口摩洛哥，开启海外业务；2003 年，在上海证券交易所挂牌上市，为公司长远发展奠定重要基础。

产品拓展与国内深耕阶段（2004-2011 年）：2005 年，泵车市场占有率由 2004 年的 49%提升至 59%；2006 年，首个海外工厂在印度投建，开启国际化制造布局的征程；2011 年，挖掘机国内市场占有率位居第一，并推出当时全球最长的 86 米臂架泵车。[3]

国际化与并购整合阶段（2012-2017 年）：2012 年，收购德国普茨迈斯特，进一步巩固混凝土机械领域的全球领先地位；2013 年，完成对普茨迈斯特剩余股权的收购，实现 100%全资控股；2014 年，与奥地利帕尔菲格正式完成交叉持股合作；2015 年，实现国际销售收入 100 亿元，占公司销售收入的 44.2%，产业布局与“一带一路”区域深度契合；2017 年，推进国际化营销体制改革，国际销售收入同比增长 25.12%至 116.18 亿元，推动海外业务实现稳健增长。

全球竞争与战略升级阶段（2018 年至今）：2019 年，据《日本经济新闻》报道，公司跻身全球工程机械行业前三甲；2021 年，入选《福布斯》全球 500 强榜单，挖掘机械、混凝土机械销量位居全球第一，同年确立了“两新三化”战略，即数字化转型、电动化战略、国际化战略，全面推进智能化、电动化、国际化布局；2022 年，印尼“灯塔工厂”投产，成为海外智能制造的重要里程碑；截至 2025 年底，公司海外产品销售已覆盖 150 多个国家与地区，亚澳、欧洲、美洲等区域均实现规模收入，非洲区域收入同比增长 55.29%

[1] 资料来源：三一重工 2025 年年度报告 第 10 页
[2] 资料来源：三一重工官网
[3] 资料来源：三一重工 2011 年年度报告 第 39 页，三一重工官网

下载日志已记录，仅供内部参考

图表1：三一重工发展历程



资料来源：公司官网，公司 2005-2025 年年度报告，长城证券产业金融研究院

1.2 国内工程机械领军公司，产品业态丰富

公司主营业务覆盖挖掘机械、混凝土机械、起重机械、路面机械及桩工机械等领域。2025 年，公司实现营业总收入 897 亿元，其中海外主营业务收入占比 64%，公司市场竞争地位持续巩固。

挖掘机械、混凝土机械与起重机械是公司三大核心业务。2025 年，挖掘机械、混凝土机械与起重机械三大核心业务合计占公司主营业务收入的 73.41%，其中挖掘机械占比最高（38.51%），是公司最大的收入来源。路面机械与桩工机械合计占比约 7.33%，其他业务占比 19.26%。

挖掘机械：2025 年实现营收 354.44 亿元，毛利率 34.24%；2024 年营收 303.74 亿元，毛利率 31.82%，国内销量连续 15 年保持首位。2024 年推出的 SY4000H 正铲液压挖掘机集成 25 项核心专利，首创数字化样机联合半物理仿真调试及双动力液压交叉控制技术，系统压力、挖掘力及作业速度等 13 项关键指标均达行业最优。

混凝土机械：2025 年营收 157.38 亿元，毛利率 20.15%；2024 年营收 143.68 亿元，毛利率 20.51%，连续 15 年蝉联全球第一品牌。新款 iSEE 电动搅拌车获评中国工程机械 2024 年度产品 Top50，其独创三级能量回收系统使续航提升 15%，搅拌筒装载量增加 12%，残余率降至 0.8%，优于国标要求。S 系列 71 米泵车荣获应用贡献金奖，助力客户年化收益增长超 20%。

起重机械：2025 年营收 155.63 亿元，毛利率 28.96%；2024 年营收 131.15 亿元，毛利率 27.23%，全球市占率稳步上升。SAC40000T 全地面起重机将吊装效率提升 30%，

下载日志已记录，仅供内部参考

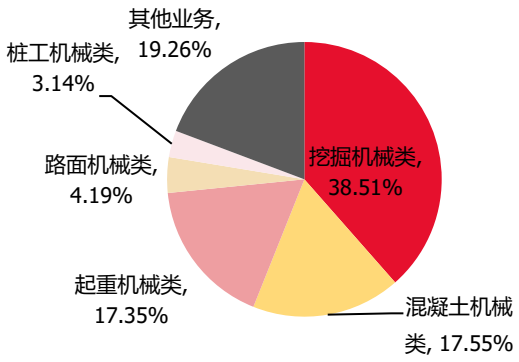
凭借卓越性能与灵活操控重塑超高空作业安全标准，确立重型装备技术创新标杆地位。

路面机械：2025 年营收 37.57 亿元，毛利率 28.67%；2024 年营收 30.01 亿元，毛利率 27.5%。海外增速超过 30%。

桩工机械：2025 年营收 28.20 亿元，毛利率 32.88%；2024 年营收 20.76 亿元，毛利率 32.75%。旋挖钻机国内市场份额稳居首位。

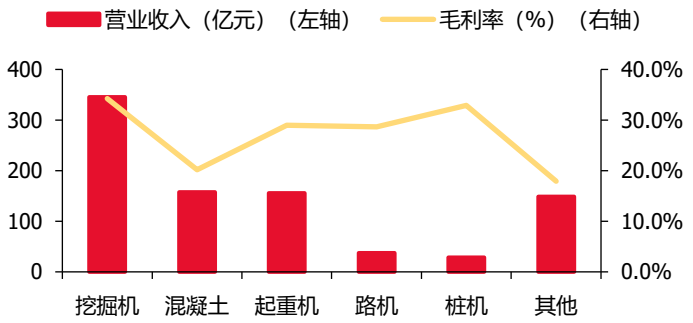
2025 年挖掘机械毛利率最高（34.2%），收入规模亦领先；桩工机械毛利率（32.9%）次之；起重机械与路面机械毛利率均接近 29%；混凝土机械毛利率约 20%，为各品类中较低水平。我们认为，公司挖掘机械与桩工机械的高毛利率反映其在各自细分领域具有较强的产品竞争力。

图表2：2025 年公司主营业务结构情况



资料来源：ifind，公司 2025 年年度报告，长城证券产业金融研究院

图表3：2025 年公司各业务营收及毛利率



资料来源：ifind，公司 2025 年年度报告，长城证券产业金融研究院

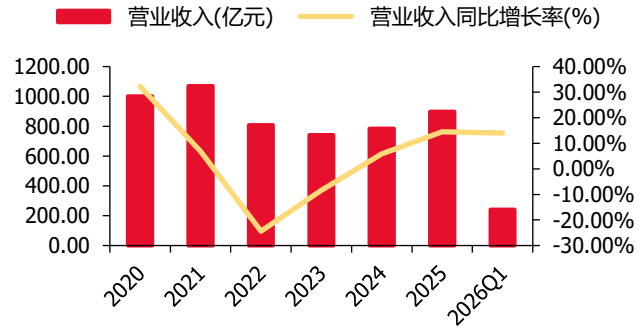
1.3 公司营收筑底回暖，海外营收贡献持续提升

工程机械行业景气度与基建、地产等下游领域紧密关联，呈现周期性波动。2021 年，行业在持续多年增长后进入下行调整期，公司营业收入增速放缓；2022 年，受需求收缩影响，营业收入同比下滑 24.59%，归母净利润同比下滑 64.49%，业绩触底；2023 年，营业收入仍同比下降 8.51%，但归母净利润同比回升 5.53%，呈企稳迹象。

2024 年国家出台“大规模设备更新和消费品以旧换新“行动方案，叠加基建投资及挖掘机械自然更新需求，行业景气度逐步回升。受益于此，公司 2024 年营业收入同比增长 6.22%，归母净利润同比增长 31.98%；2025 年营业收入同比增长 14.73%，归母净利润同比增长 41.18%，利润弹性逐步显现。2021 年公司营收达到阶段高点（1068.73 亿元）后经历调整，2024 年起重回增长轨道，2025 年营收 897.00 亿元，已基本恢复至行业调整前水平；归母净利润从 2022 年低点（42.73 亿元）持续回升至 2025 年的 84.08 亿元，净利润修复速度显著快于营收增速。

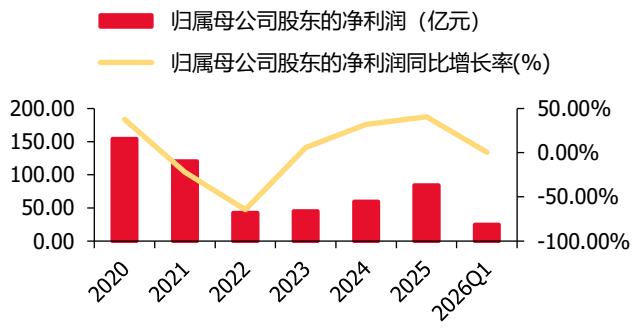
下载日志已记录，仅供内部参考

图表4：公司 2020-2026Q1 营业收入及同比增速情况



资料来源：ifind，公司 2020-2025 年年度报告，公司 2026 年一季报，长城证券产业金融研究院

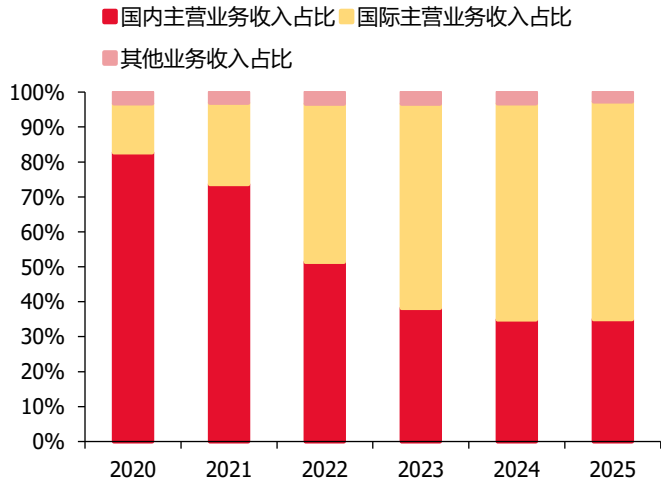
图表5：公司 2020-2026Q1 归母净利润及同比增速情况



资料来源：ifind，公司 2020-2025 年年度报告，公司 2026 年一季报，长城证券产业金融研究院

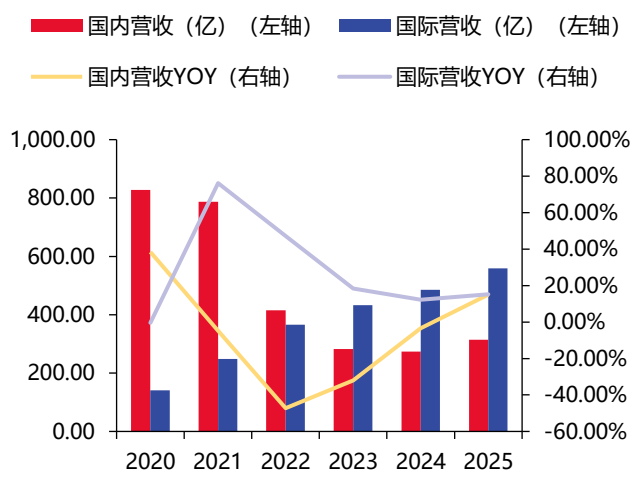
国际业务已成为公司增长的核心驱动力。2024 年公司实现国际主营收入 485.13 亿元，同比增长 12.15%，占主营业务收入比例升至 63.98%；2025 年公司实现国际主营业务收入 558.6 亿元，同比增长 15.1%；国际主营业务收入占比 64%，全球化经营质量持续优化。自 2020 年以来，公司国际收入占比从 14.10%持续攀升至 2025 年的 62.27%，国内收入占比从 82.68%降至 35.02%，国际收入已成为公司第一大收入来源，业务结构已完成从"国内为主"向"国际主导"的根本性转变。2025 年，国际毛利率 31.64%，高于国内毛利率 20.69%。2022 年以来，国际营收及毛利贡献占比持续提升，成为公司盈利增长的重要驱动力。

图表6：公司 2020-2025 主营业务分区域占比情况



资料来源：ifind，公司 2020-2025 年年度报告，长城证券产业金融研究院

图表7：公司 2020-2025 国内与国际营收及同比增速情况



资料来源：ifind，公司 2020-2025 年年度报告，长城证券产业金融研究院

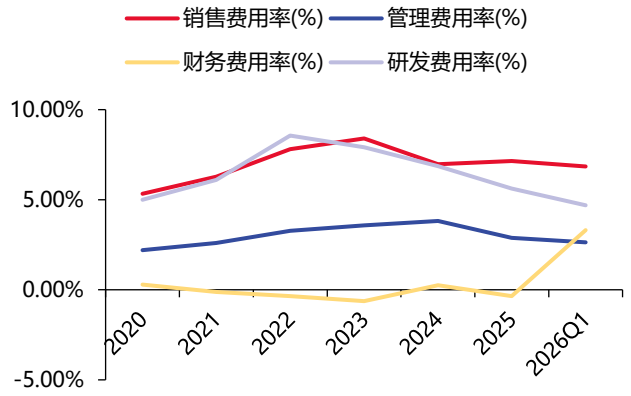
公司盈利质量与财务结构持续优化。

1）毛利率方面，2022 年触底（24.02%）后持续回升至 2025 年的 27.54%，2025 年毛利率 27.54%，较 2024 年提升 1.11 个百分点。**2)现金流方面，**2024 年经营活动现金流净额大幅回升至 148.14 亿元（同比增长 159.53%），2025 年进一步增至 199.75 亿元，创历史新高。**3)ROE 方面，**从 2022 年低点 6.64%持续回升至 2025 年的 10.49%。**4)**

下载日志已记录，仅供内部参考

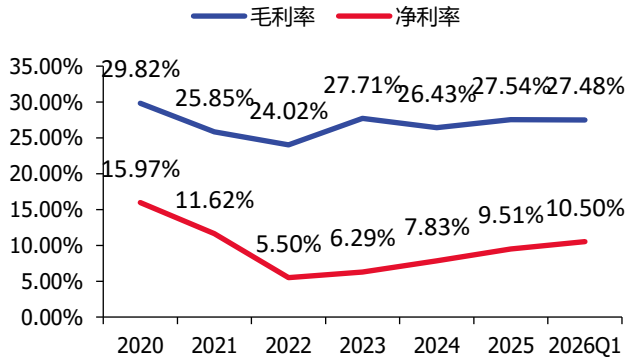
资本结构方面，2024 年资产负债率 52.02%，2025 年降至 48.39%，流动比率保持稳定（2024 年为 1.59，2025 年为 1.73），短期偿债能力充足。

图表8：公司 2020-2026Q1 各费用率情况



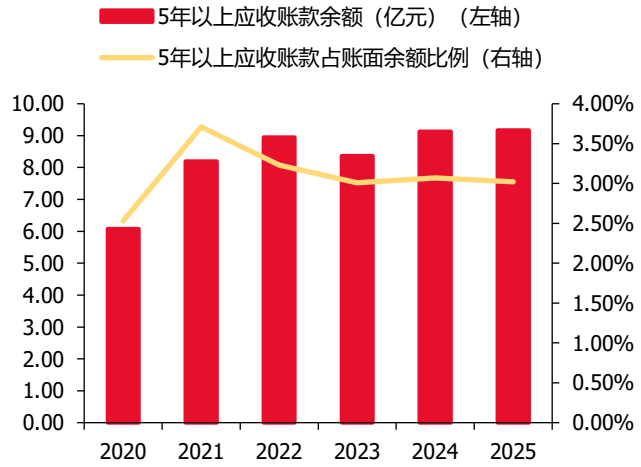
资料来源：ifind，公司 2020-2025 年年报，公司 2026 一季报，长城证券产业金融研究院

图表9：2020-2026Q1 毛利率与净利率情况



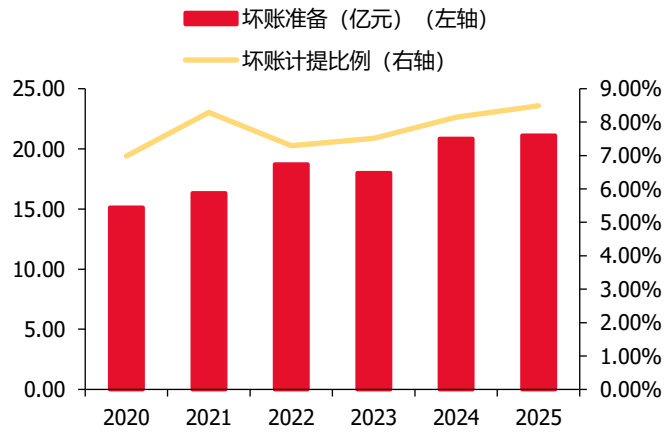
资料来源：ifind，公司 2020-2025 年年报，公司 2026 一季报，长城证券产业金融研究院

图表10：2020-2025 应收账款和比例



资料来源：ifind，公司 2020-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

图表11：公司 2020-2025 年坏账准备及计提情况

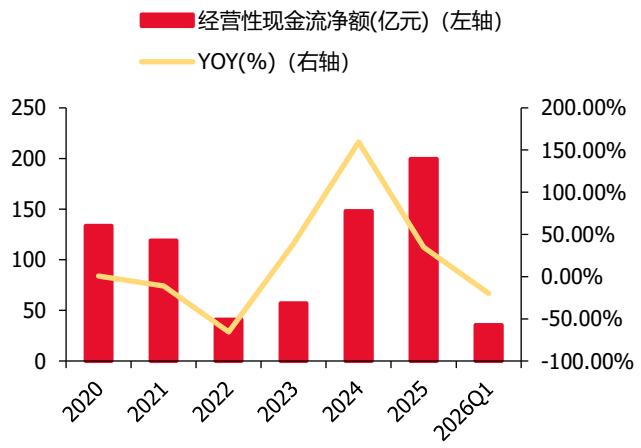


资料来源：ifind，公司 2020-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

注：不包含单项计提。

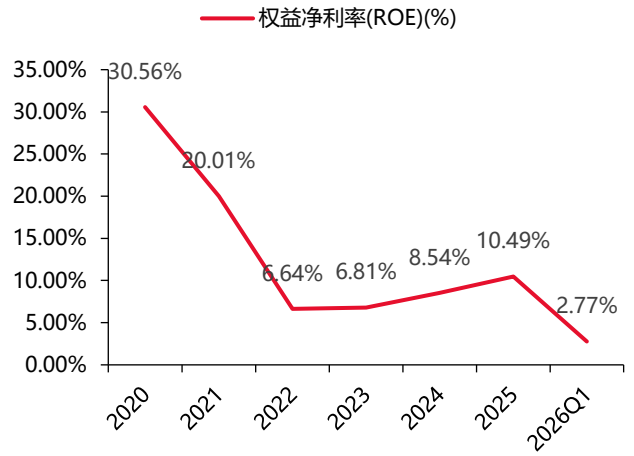
下载日志已记录，仅供内部参考

图表12：公司 2020-2026Q1 经营性现金流净额及同比增速



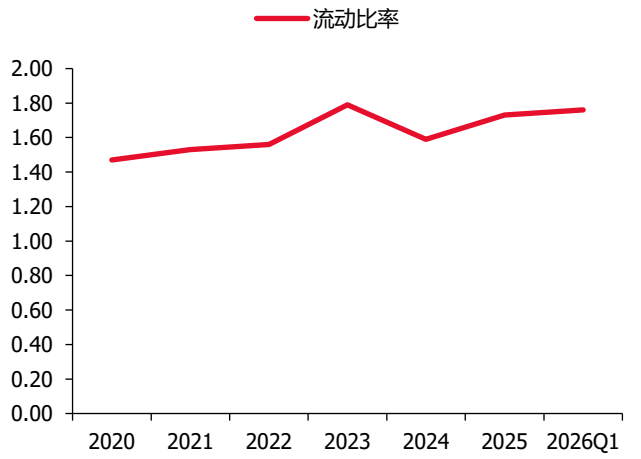
资料来源：ifind，公司 2020-2025 年年报，公司 2026 年一季报，长城证券产业金融研究院

图表13：公司 2020-2026Q1 ROE



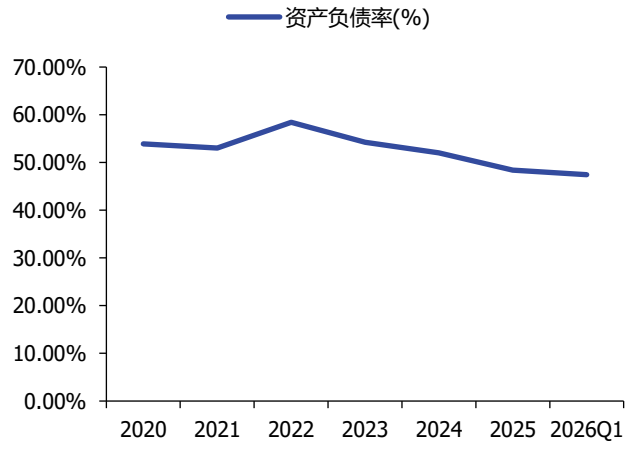
资料来源：ifind，公司 2020-2025 年年报，公司 2026 年一季报，长城证券产业金融研究院

图表14：公司 2020-2026Q1 流动比率



资料来源：ifind，公司 2020-2025 年年报，公司 2026 年一季报，长城证券产业金融研究院

图表15：公司 2020-2026Q1 资产负债率



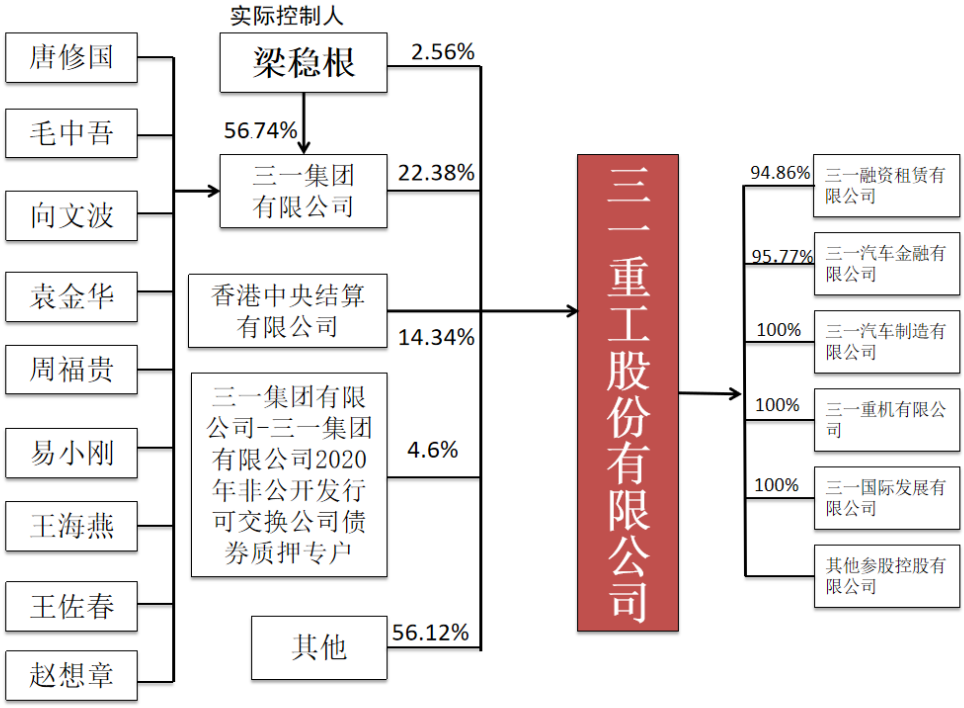
资料来源：ifind，公司 2020-2025 年年报，公司 2026 年一季报，长城证券产业金融研究院

1.4 股权架构稳固，员工持股提升公司凝聚力

公司股权结构稳定，截至 2026 年 7 月 24 日，第一大股东为三一集团有限公司，持股比例 22.38%，实际控制人梁稳根直接持有公司 2.56%股份，并通过三一集团间接控制公司。创始人团队大多通过三一集团持有公司股份，形成了以创始人团队为核心的稳定控制结构，有利于公司战略的连续性与决策的一致性。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表16：截止 2026 年 7 月 24 日公司股权架构图



资料来源：ifind，《三一重工关于回购股份事项前十大股东持股公告》，三一重工 2025 年年度报告，长城证券产业金融研究院

备注：子公司持股数据取自三一重工 2025 年年度报告

公司长期推行“员工持股、股权激励”机制。2026 年 7 月，公司发布股份回购方案，计划回购 4 亿至 8 亿元股份，回购价格上限 27.96 元/股，实施期限为董事会审议通过后 12 个月内，这是公司连续第七年推出员工持股计划。按价格上限测算，预计回购股份数量为 1430.62 万至 2861.23 万股，占总股本比例 0.16%至 0.31%。公司核心管理团队长期深耕工程机械领域，多数成员拥有超 20 年行业经验，保障了公司战略的持续性与执行力。稳定的股权结构与长期激励机制，共同为公司持续发展提供了制度保障。

图表17：截至 2025 年 12 月 31 日管理层状况

姓名	职务	核心背景
梁稳根	董事	1956 年生，公司创始人，曾任董事长至 2022 年，现任三一集团董事
向文波	董事长	1962 年生，现任三一重工董事长、三一集团轮值董事长，拥有超 30 年行业经验
俞宏福	副董事长、总裁	1962 年生，正高级工程师，2010 年获中欧国际工商学院 MBA，曾任阿特拉斯工程机械总经理，拥有超 30 年行业经验
梁在中	董事	1984 年生，哈佛大学硕士，历任三一集团副总裁，现任三一集团董事、树根互联董事长、三一重装国际控股董事会主席
易小刚	执行总裁	1963 年生，博士，研究员级高级工程师，国务院特殊津贴专家，主持国家及省部级研究项目 18 项，获发明专利 135 项
向儒安	高级副总裁	1972 年生，中欧国际工商学院 MBA，1998 年加入三一，负责营销与泵送事业部，拥有超 20 年行业经验
黄建龙	高级副总裁	1963 年生，武汉大学 MBA，1992 年加入三一，负责财务、采购及海外业务
孙新良	副总裁	1967 年生，2004 年加入三一，历任泵送、重机、重起、传动等事业部负责人，拥有超 20 年行业经验

下载日志已记录，仅供内部参考

张科	副总裁	1978 年生，中欧国际工商学院 MBA，2003 年加入三一，历任董事长办公室、人力资源、海外经营等部门负责人
刘华	财务总监	1976 年生，正高级会计师、注册会计师、注册税务师，2004 年加入三一，历任财务、审计等岗位，拥有超 20 年经验
秦致妤	董事会秘书	1984 年生，中南大学硕士，2007 年加入三一，历任资金管理、海外金融等岗位，曾任三一汽车金融董事、总经理，2025 年起任董秘

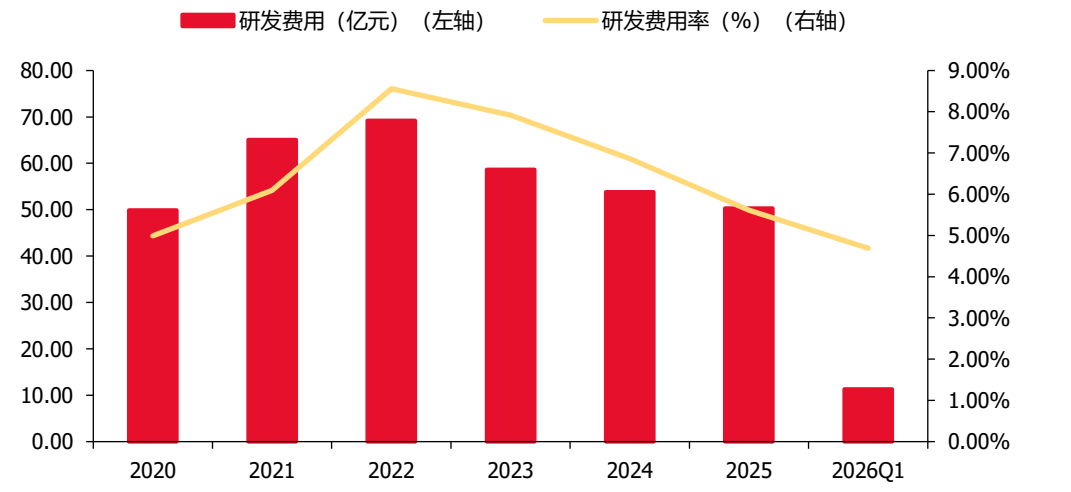
资料来源：ifind，公司 2025 年年度报告，长城证券产业金融研究院

1.5 研发驱动：数智化与电动化的双轮布局

公司坚持"创新驱动发展"理念，围绕"全球化、数智化、低碳化"三大战略持续投入。其中，高强度的研发投入与数智化制造能力构成了公司技术跃迁的底座，而电动化产品的快速落地则是这一底座能力的核心产出，三者共同形成从技术积累到商业变现的闭环。

公司研发投入方向已从单纯追求规模转向聚焦核心领域。2025 年公司研发费用投入 50.33 亿元，2026 年一季度研发费用投入 11.33 亿元，研发费用率在 2022 年达到峰值 8.56%后逐步回落至 2026Q1 的 4.69%，反映出研发资源正更加精准地投向数智化与电动化等关键赛道。在人才与成果方面，截至 2025 年，研发人员达 5720 名，其中 40.28%拥有研究生及以上学历；2025 年提交专利申请 619 件，其中发明专利 325 件。高强度的研发投入与高素质的人才队伍，为公司技术创新提供了持续动力。

图表18：2020-2026Q1 研发费用及研发费用率



资料来源：ifind，公司 2020-2025 年年度报告，公司 2026 一季报，长城证券产业金融研究院

智能制造是公司将研发优势转化为高品质、低成本产品的"转化器"。公司通过"智能制造、智能产品、智能运营"三位一体推进降本增效：1）智能制造：截至 2025 年报告期末，公司已有 37 座灯塔工厂建成达产。公司是唯一一家获得世界经济论坛"灯塔工厂"认证的重工行业企业，三一重工"北京桩机工厂"和"长沙 18 号工厂"2 座工厂获得"灯塔工厂"认证，为全球制造业企业提供可借鉴的数智化发展方向。**2）智能产品：**2025 年，公司的路面无人摊压施工方案已在国内 23 个省份实现规模化应用。该方案在最大作业宽度、最大机群规模及最长连续作业时长等核心指标上持续保持行业纪录，并由公

下载日志已记录，仅供内部参考

司主导完成了 3 项相关行业标准的制定，进一步巩固了在无人化施工作业领域的领跑地位。**3）智能运营：**公司的工业互联网平台 IOT 广泛连接各类设备与系统，集成采集、汇聚、分析海量数据，以建模实现数字孪生，推动企业提质、降本、增效。公司实现 1.8 万台设备、3.3 万台仪表以及 6.1 万个摄像头的实时在线接入，通过数据分析与算法模型，系统优化降低成本及能耗。2025 年，公司在作业过程中开展的节能降耗项目累计节约能源费用超过 0.72 亿元。

图表19：公司代表性创新产品

新产品名称	技术攻克	优势
SY4000H 正铲液压挖掘机	搭载 25 项核心专利技术，首创数字化样机联合半物理仿真调试技术及双动力液压交叉控制系统。	系统压力、挖掘力、作业速度等 13 项关键性能指标达行业最优
SAC2500E7PHEV 全地面起重机	攻克轴荷限制与可靠性等行业难题，树立全球混动起重机技术标杆。	全球最大吨位混动全地面起重机，成功突破核心软件自研与 自主匹配标定技术壁垒.
电动 412 搅拌车	新一代电动搅拌车以 iSee3 电子电气架构、自主软件控制系统及 329 电动驾驶室为核心，精准直击复杂城建工况下的施工作业痛点。	通过"大装载、低能耗、高可靠"的硬核竞争优势，该车型迅速赢得市场高度认可，市占率稳步攀升，成为拉动混凝土业务增长的核心爆款。

资料来源：公司 2025 年年度报告，长城证券产业金融研究院

依托上述研发底座与智能制造平台，公司的电动化战略进入收获期。公司围绕纯电、混动和氢燃料三大技术路线全面推进，2024 年推出 40 余款电动化新品，实现新能源产品收入 40.25 亿元，同比增长 23%。2025 年，公司继续全面推进工程车辆、挖掘机械、装载机械、起重机械等产品的新能源化，新能源产品销售额达 86.4 亿元人民币，同比提升 115%。在当前可商业化落地的新能源工程设备领域，公司均取得行业领先地位。例如，公司电动搅拌车、电动挖掘机、电动起重机、电动泵车销售市占率均居行业第一。

在细分场景中，公司产品已实现多点开花：1）电动装载机：渗透率快速提升，2024 年 4 月公司第 2000 台电动装载机下线，成为钢铁、物流等高强度场景首选。**2）电动挖掘机：**SY19E 微型电动挖掘机已应用于农田改造、市政公用等场景；面向欧洲市场的五款小型电动挖掘机已下线。**3）矿用与重型设备：**2024 年 7 月 10 日，300 吨级混动矿车已下线，iSEE 电动搅拌车创新产品凭借技术优势荣获中国工程机械"2024 年度产品 Top50"奖项。公司电动化产品已覆盖土石方、混凝土、起重机、港口机械等十余个品类，形成了"研发一代、储备一代、应用一代"的梯次布局，有望成为公司中长期重要的增长方向。

图表20：三一电动化产品种类及产品数目（截至 2026 年 8 月 13 日）

产品分类	具体产品	产品数	产品分类	具体产品	产品数

下载日志已记录，仅供内部参考

土石方机械	挖机	6	三一重卡	电动牵引车	9
	装载机	3		换电站	1
	泵车	2		氢燃料牵引车	1
混凝土机械	电动车载泵	1		江山电动轻卡	1
	拖泵	6		正面吊	2
	新能源搅拌车	8		集装箱空箱堆高机	3
起重机	汽车起重机	7		叉车	5
	全地面起重机	1	港口机械	抓钢（料）机	4
高空作业机械	曲臂系列	2		纯电动港口牵引车	3
	剪叉系列	6		轨道式集装箱门式起重机	5
仓储物流	电动叉车	18	自卸车	电动自卸车	8
	搬运 AGV	2		混合动力自卸车	1
锂电装备	Z 型切叠一体机	1	石油装备	电驱压裂	3

资料来源：三一重工官网，长城证券产业金融研究院

注：电动化产品未全部列出，详见三一重工官网

下载日志已记录，仅供内部参考

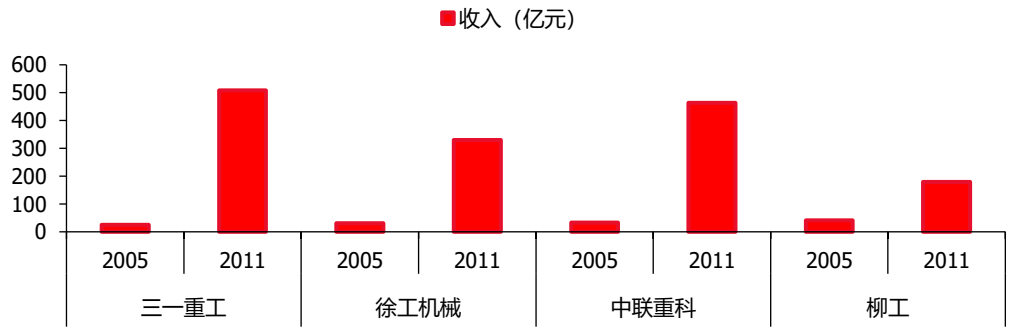
2 国内：走向成熟，大周期向上

2.1 国内第一轮上行周期：2006-2011 年

2006 年至 2009 年，随着城镇化进程推进，地产和基建进入投资周期。房地产投资增速和基建投资增速基本保持在 20%-30%，工程机械行业快速发展，挖掘机销量由 2006 年末的 4.41 万台增长至 2009 年末的 9.50 万台。2010 年至 2011 年，受国家 4 万亿投资拉动，行业出现爆发性增长，各大厂商纷纷扩大产能，挖掘机销量快速攀升至 2011 年末的 17.84 万台，达到峰值水平。[4]

我们认为，此阶段混凝土机械与起重机构成主机厂业绩的主要来源。据中国工程机械工业协会统计，2009 年混凝土机械销售额达 450 亿元，“十一五”期间销量持续高增长，即使在 2008 年金融危机期间仍有近 10%的增长。以三一重工在 2011 年的毛利率为例，混凝土机械凭借更高的毛利率成为“利润中心”，而挖掘机毛利率仅约 30%，尚处于产品导入与国产替代的初期阶段。

图表21：2005 及 2011 年主要主机厂的收入

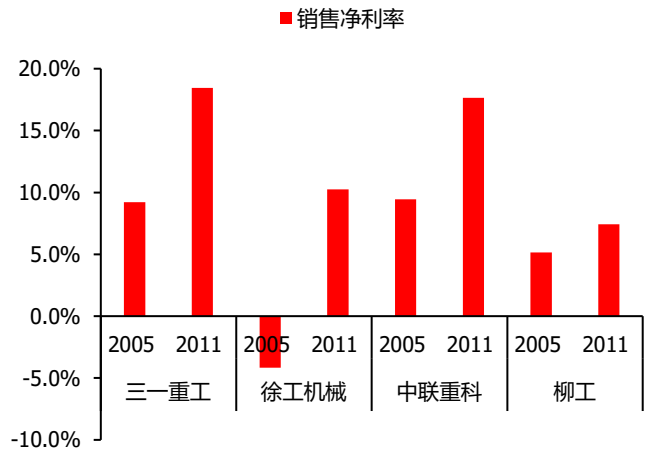


资料来源：ifind，各公司 2005、2011 年年报，长城证券产业金融研究院

[4] 资料来源：中国融资租赁(西湖)论坛：2019 年工程机械行业租赁业发展分析

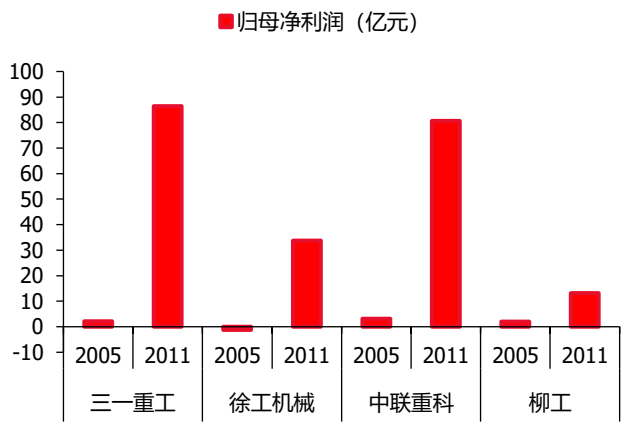
下载日志已记录，仅供内部参考

图表22：2005 及 2011 年主要主机厂的销售净利率



资料来源：ifind，各公司 2005、2011 年年报，长城证券产业金融研究院

图表23：2005 及 2011 年主要主机厂的归母净利润



资料来源：ifind，各公司 2005、2011 年年报，长城证券产业金融研究院

图表24：2005 及 2011 年主要主机厂的收入和毛利率

	三一重工			徐工机械			中联重科	
单位：亿元	2005	2011		2005	2011		2005	2011
混凝土机械收入	20	260	混凝土机械收入		20	混凝土机械收入	10	212
毛利率	35%	42%	毛利率		28%	毛利率	31%	36%
起重机械收入		58	起重机械收入		157	起重机械收入	17	156
毛利率		31%	毛利率		24%	毛利率	25%	26%
挖掘机机械收入		105	铲运机械收入	15	57	土方机械收入		10
毛利率		30%	毛利率	8%	17%	毛利率		20%

资料来源：ifind，各公司 2005、2011 年年报，长城证券产业金融研究院

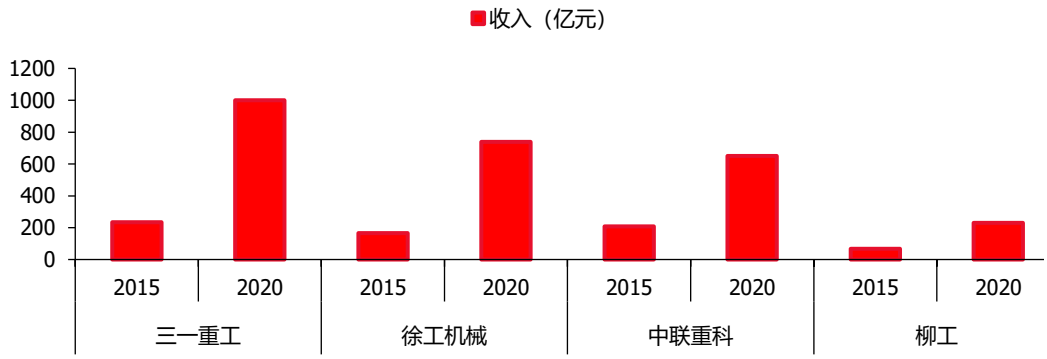
2.2 国内第二轮上行周期：2016-2020 年

第二轮上行周期中，以三一重工为例，挖掘机成为行业利润率最高的核心产品，毛利率全面超越混凝土机械和起重机。其应用覆盖地产、基建、矿山等领域，销量成为衡量行业景气的核心指标。主要主机厂收入规模均实现 3-4 倍增长，龙头公司销售净利率从不足 1%提升至约 16%。

挖掘机毛利率跃升的主要原因包括以下三点：1) 产业链自主化推进，液压件、发动机等核心零部件国产化率大幅提升，采购成本显著下降。以三一重工为例，挖掘机毛利率从 28%提升至 35%，为全品类最高。**2)** 国产品牌凭借产品力与性价比优势，市占率持续提升。挖掘机销量从约 6.3 万台增长至约 29.3 万台，三一重工市占率也逐渐提升。**3)** 混凝土机械与起重机在第一轮周期已基本完成国产替代，国内企业竞争加剧出现价格战，收入增速明显落后于挖掘机。

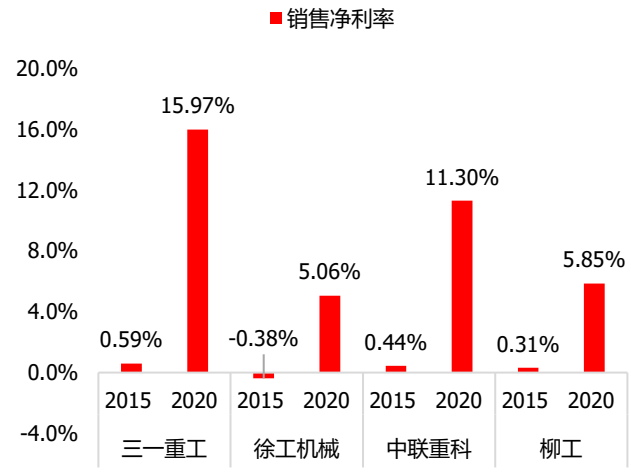
下载日志已记录，仅供内部参考

图表25：2015 及 2020 年各主机厂收入



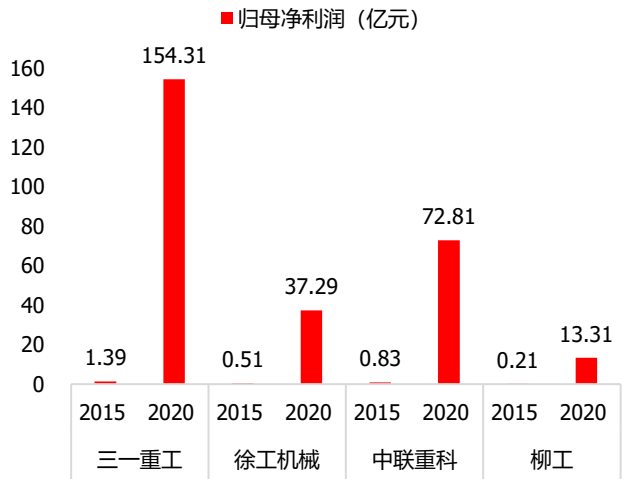
资料来源：ifind，各公司 2015、2020 年年报，长城证券产业金融研究院

图表26：2015 及 2020 年各主机厂净利率



资料来源：ifind，各公司 2015、2020 年年报，长城证券产业金融研究院

图表27：2015 及 2020 年各主机厂净利润



资料来源：ifind，各公司 2015、2020 年年报，长城证券产业金融研究院

图表28：2015 及 2020 年各主机厂收入构成和毛利率

	三一重工			徐工机械			中联重科	
单位：亿元	2015	2020		2015	2020		2015	2020
挖掘机机械收入	61	375				土方机械收入		27
毛利率	28%	35%				毛利率		16%
混凝土机械收入	105	271	混凝土机械收入	9		混凝土机械收入	55	190
毛利率	23%	27%	毛利率	22%		毛利率	21%	26%
起重机械收入	39	194	起重机械收入	58	265	起重机械收入	46	349
毛利率	30%	22%	毛利率	20%	23%	毛利率	31%	31%

资料来源：ifind，各公司 2015、2020 年年报，长城证券产业金融研究院

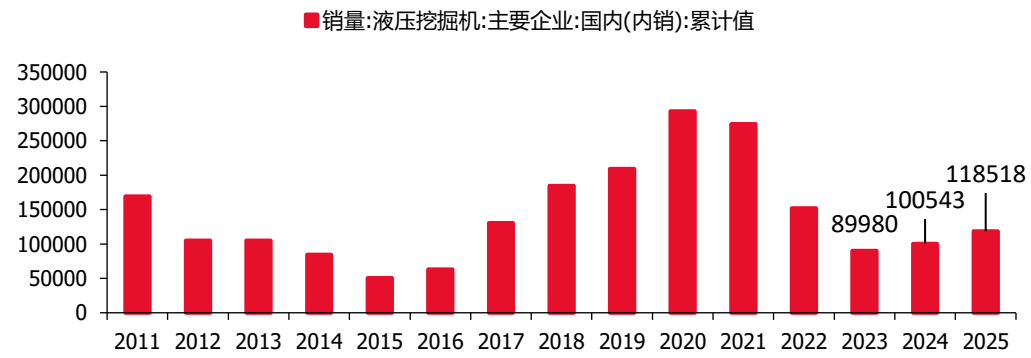
2.3 国内第三轮上行周期：2024-202X 年

本轮周期宏观背景与前两轮显著不同，房地产行业处于结构性调整期，基建投资增速平

下载日志已记录，仅供内部参考

稳，缺乏强刺激政策支撑。周期上行动力转向内生需求主导，设备自然寿命到期与环保政策趋严带来的更新需求成为主要驱动力；同时，中国品牌全球竞争力持续提升，出口业务成为重要增长极，有效平滑了国内市场的周期性波动。

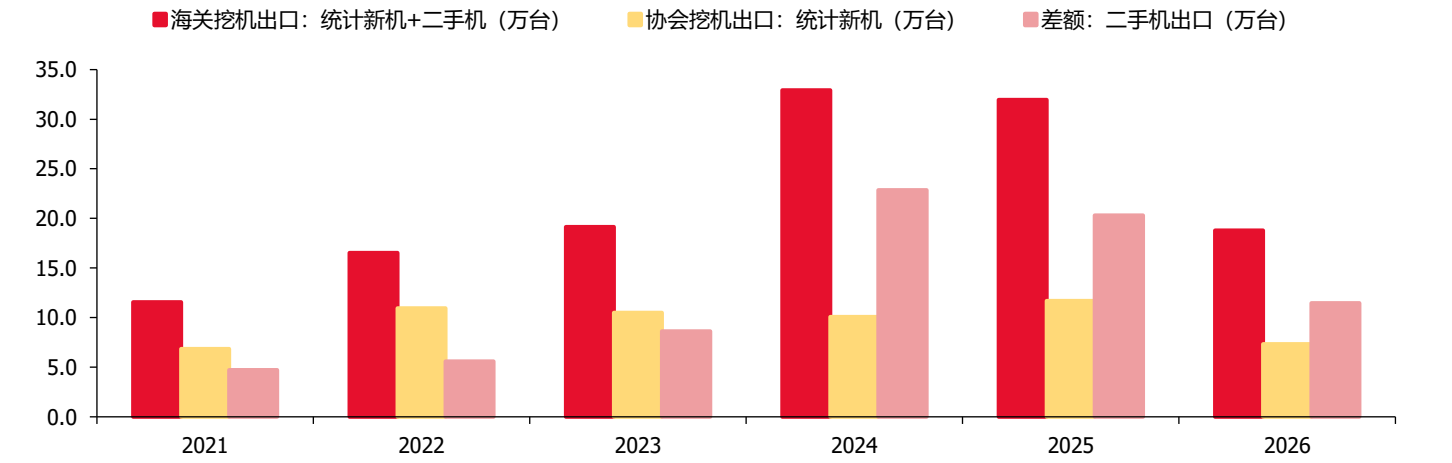
图表29：国内挖机 2024 年开始企稳向上（台）



资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

国内挖机销量已于 2024 年企稳回升。2024 年国内挖掘机销量回升至 10.05 万台，同比增长约 11.7%；2025 年进一步增长至 11.85 万台。二手机出口为国内更新替换提供了关键空间。2024 年中国二手挖掘机出口达 22.9 万台，首次超过新机内需，有效缓解了国内库存压力与新机竞争。我们认为，中国当前正处于二手挖机出口拉动国内更新需求路径的加速阶段。

图表30：中国二手机出口情况



资料来源：中华人民共和国海关总署，中国工程机械工业协会，长城证券产业金融研究院

国内挖机更新周期缩短。新一代挖掘机在燃油效率与作业效率方面持续提升，经济性驱动机主提前更新设备。环保法规方面，根据中华人民共和国生态环境部，2022 年 12 月 1 日起非道路移动机械全面实施国四排放标准，推动老旧设备提前退出市场。金融支持方面，根据 2024 年 6 月 21 日出台的《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》，

下载日志已记录，仅供内部参考

中央财政对设备更新贷款给予 1 个百分点贴息，按照相关贷款资金划付供应商账户之日起予以贴息，贴息期限不超过 2 年。同时，根据 2024 年 4 月 7 日出台的《中国人民银行设立科技创新和技术改造再贷款支持科技创新、技术改造和设备更新》，央行设立 5000 亿元科技创新和技术改造再贷款，为设备更新提供了融资便利，降低了更新门槛。

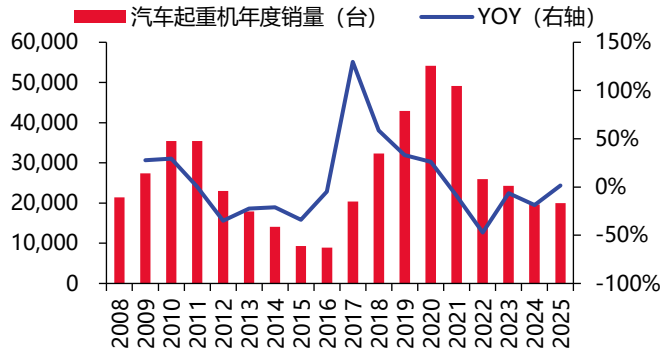
非挖机械（桩工、混凝土、起重机、路面机械等）处于历史低位，复苏弹性较大。泵车行业销量在 2020 年达到 13500 台的高点后大幅下滑，2022 年仅剩 1200 台，处于历史极低水平。汽车起重机销量从 2020 年的 54176 台高点持续下滑至 2024 年的 19700 台。但 2025 年下半年起，非挖品类已呈现边际改善迹象，汽车起重机月度销量同比增速自 2025 年 9 月起已连续多月转正，9 月至 12 月分别达 21.9%、15.0%、16.6%和 38.1%。非挖品类处于低位，随着挖机销量回暖带动新工程项目启动，非挖机械需求有望逐步释放。

图表31：国内泵车行业销量（台）（数据来自国内上险数据，截至 2023 年）



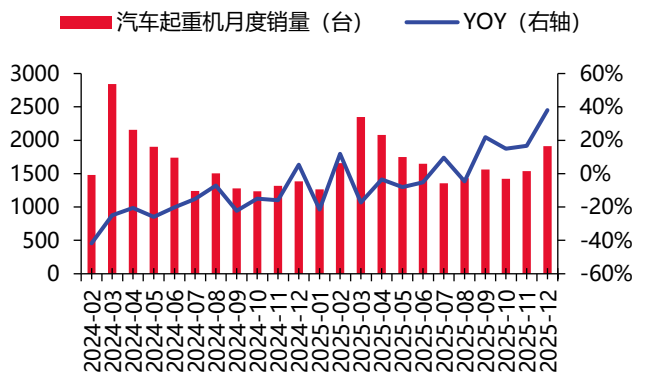
资料来源：中国工程机械学会，长城产业金融研究院

图表32：汽车起重机年度销量



资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

图表33：汽车起重机 2024 年-2025 年 12 月月度销量



资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

我们认为，与上一轮周期相比，三一重工在本轮复苏中的弹性来源更加多元。2025 年公司国内收入 314.14 亿元，同比增长 14.99%；海外收入 558.56 亿元，同比增长 15.14%。海外收入规模已超过国内，这意味着公司不再单纯依赖国内周期修复，而是"国内复苏+

下载日志已记录，仅供内部参考

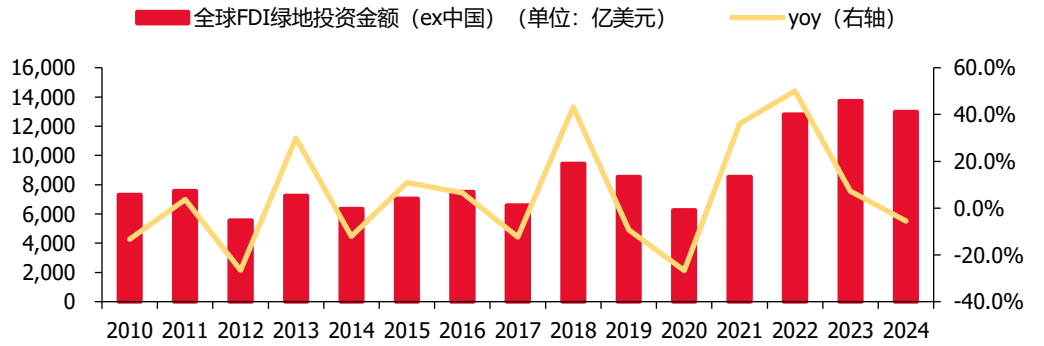
海外扩张”双轮驱动，业绩弹性较上一轮周期更强。

3 海外：需求结构分化，中国主机厂份额提升

3.1 海外需求：短期分化，长期由基建、能源与矿业投资支撑

海外工程机械需求短期受利率、贸易环境和区域景气差异影响呈现分化，但中长期仍由基础设施补短板、能源电力投资、矿业开发和产业转移共同支撑。根据联合国贸易和发展会议，绿地投资是观察需求的重要先行指标，通过项目建设期直接拉动设备需求，以及带动周边基础设施建设的间接乘数效应进行传导。全球 FDI 绿地投资金额(不含中国)从 2003 年的 6418 亿美元波动上升至 2023 年的 13725 亿美元，2024 年回落至 12977 亿美元，仍处较高水平，反映海外需求具备中长期支撑。区域层面，新兴市场受城市化与基建缺口驱动，需求偏刚性；成熟市场受利率与政策影响更大，波动性相对突出。全球基建补短板、能源转型与矿业开发等结构性因素预计将持续为海外工程机械需求提供支撑。

图表34：海外市场整体绿地投资金额



资料来源：wind，联合国贸易和发展会议，长城证券产业金融研究院

3.2 区域结构：新兴市场是增量主体，成熟市场重高端突破

成熟市场方面，发达经济体绿地投资在经历十余年波动后呈现修复趋势。2024 年发达经济体绿地投资金额达 6978 亿美元，同比增长 11.3%，已恢复至近年较高水平。

北美市场方面，北美绿地投资从 2020 年的 924 亿美元回升至 2024 年的 2793 亿美元，四年增长约两倍。美国绿地投资从 2020 年的 747 亿美元回升至 2024 年的 2455 亿美元，四年增长约 2.3 倍，AI 数据中心、制造业回流和能源基础设施投资是主要拉动力量。

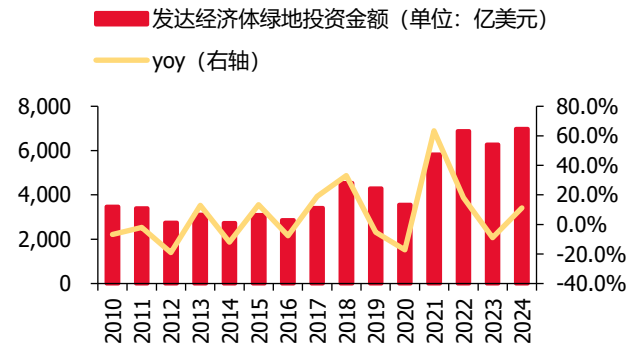
欧洲市场方面，欧盟绿地投资在 2021-2022 年分别达到 2333 亿和 2691 亿美元的高点后有所回落，2024 年为 2194 亿美元。德国宣布设立 5000 亿欧元基础设施特别基金，叠加欧盟能源转型与存量基建更新需求，欧洲市场设备需求或有所支撑。

美国、日本等高端市场长期由卡特彼勒、小松等传统品牌主导，产品可靠性、认证体系、

下载日志已记录，仅供内部参考

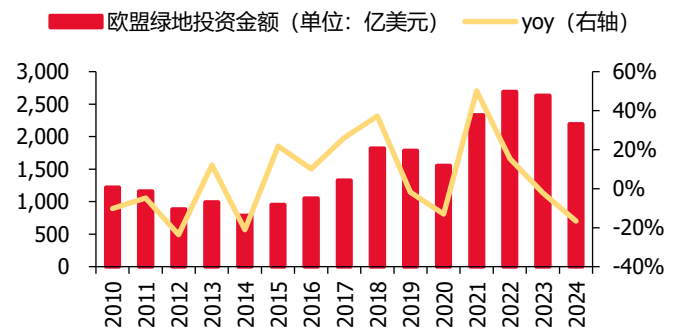
渠道服务和客户黏性构成较高进入壁垒。我们认为，中国主机厂在成熟市场的突破重点不在于短期放量，而在于高端场景的逐步切入和本地化服务能力的提升。新兴市场仍是增量主体，成熟市场的价值在于产品升级与份额提升的长期空间。

图表35：海外发达市场绿地投资金额



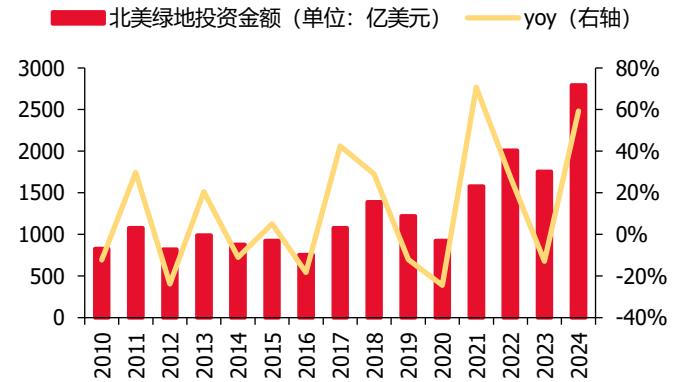
资料来源：wind，联合国贸易和发展会议，长城证券产业金融研究院

图表36：欧盟绿地投资金额



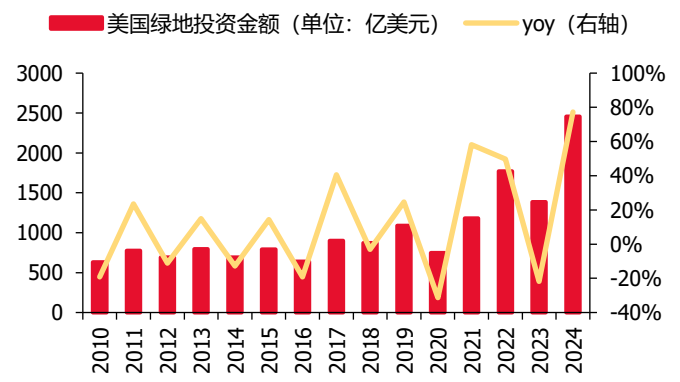
资料来源：wind，联合国贸易和发展会议，长城证券产业金融研究院

图表37：北美绿地投资金额



资料来源：wind，联合国贸易和发展会议，长城证券产业金融研究院

图表38：美国绿地投资金额



资料来源：wind，联合国贸易和发展会议，长城证券产业金融研究院

新兴市场方面，非洲、拉美、东南亚、南亚处于工业化、城镇化和基建补短板阶段，需求特征接近中国工程机械上一轮高增长周期，是中国主机厂海外增量的重要市场。我们认为其核心驱动来自三方面：1）矿业资源开发，带动矿山建设与运输设备需求；2）制造业转移，带动厂房与物流园区建设；3）城镇化进程，带动房地产、市政和交通基础设施投资。

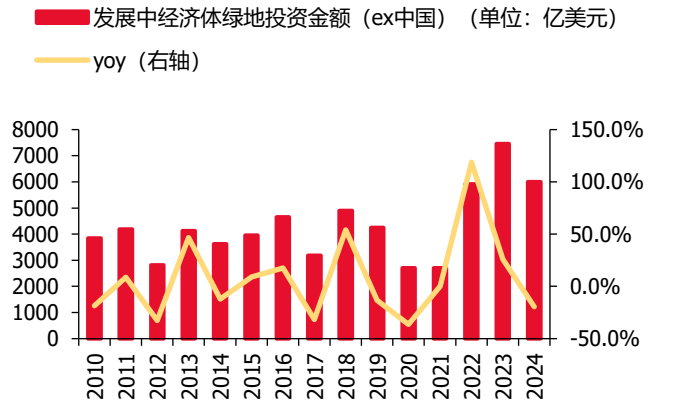
发展中经济体绿地投资金额从 2020 年的 2702 亿美元回升至 2024 年的 5999 亿美元，其中 2022-2023 年连续两年维持在 5900-7450 亿美元的高位区间，反映国际资本对新兴市场的长期布局意愿。中国企业在产品适应性、成本控制和服务响应速度上的优势，更容易在新兴市场转化为份额提升。新兴市场已成为中国工程机械出口的重要增长极。

非洲方面，非洲绿地投资在 2022-2023 年分别达 1971 亿美元和 1783 亿美元，处于高

下载日志已记录，仅供内部参考

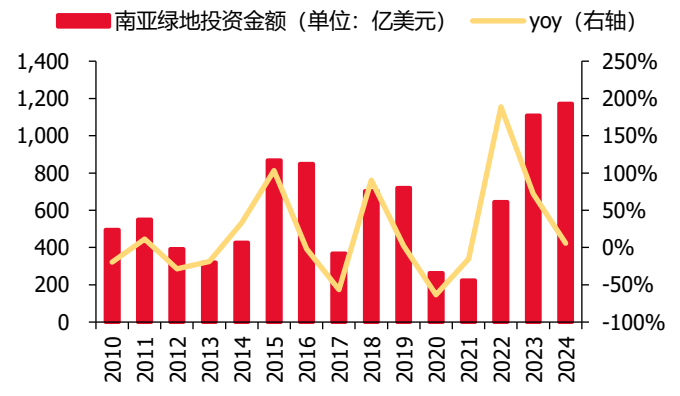
位。非洲矿产资源丰富，矿业开采从矿区建设到矿石运输高度依赖工程机械设备，是中国企业出口非洲的重要支撑。**拉美方面，**拉美绿地投资从 2020 年的 666 亿美元持续回升至 2024 年的 1632 亿美元，四年增长约 1.5 倍。全球制造业转移背景下，拉美正承接部分劳动密集型产业转移，工业厂房与物流园区建设催生了对土方机械、混凝土机械、叉车等设备的集中需求。**南亚方面，**南亚绿地投资从 2020 年的 264 亿美元持续回升至 2024 年的 1173 亿美元，四年增长约 3.4 倍。区域内城镇化率偏低，人口城镇化产生了对房地产和城市基建的大量需求，进一步拉动工程机械需求增长。

图表39：海外发展中市场绿地投资金额



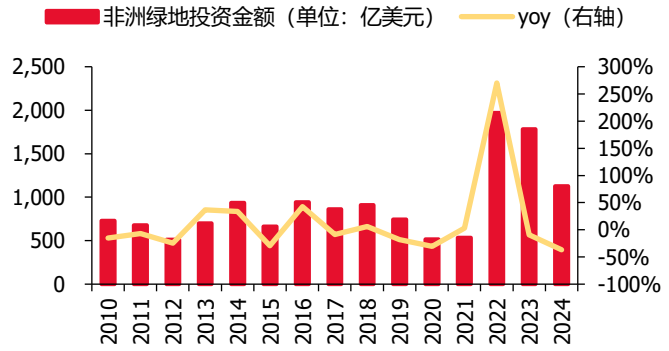
资料来源：wind，联合国贸易和发展会议，长城证券产业金融研究院

图表40：南亚绿地投资金额



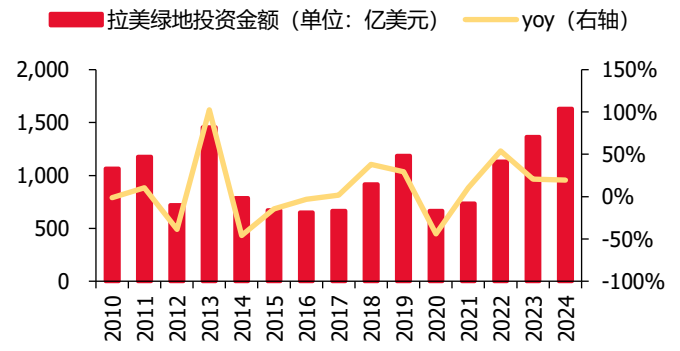
资料来源：wind，联合国贸易和发展会议，长城证券产业金融研究院

图表41：非洲绿地投资金额



资料来源：wind，联合国贸易和发展会议，长城证券产业金融研究院

图表42：拉美绿地投资金额



资料来源：wind，联合国贸易和发展会议，长城证券产业金融研究院

3.3 出口验证：中国工程机械全球竞争力持续提升

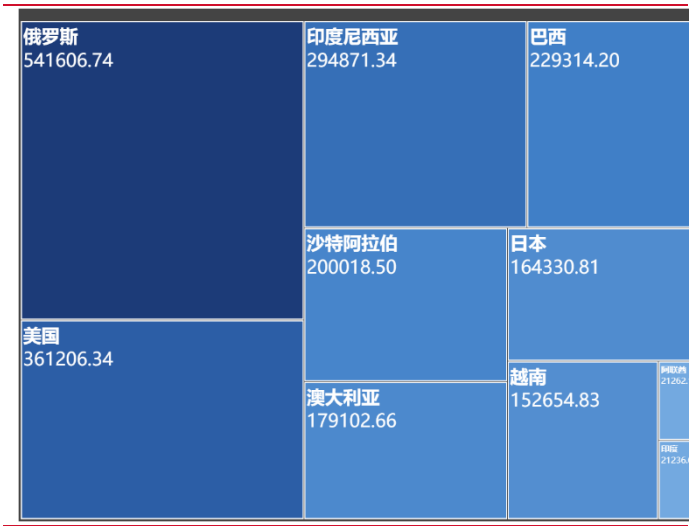
海外需求具备结构性支撑的背景下，出口数据是观察中国工程机械竞争力提升的直接指标。2025 年，中国工程机械出口额达 602 亿美元，同比增长 13.9%，出口区域分布持续多元化。

从出口区域看，俄罗斯、美国、印度尼西亚是前三大出口市场。“一带一路”沿线国家出口额 398 亿美元，占比 66.2%，同比增长 19.6%；非洲出口 89 亿美元，同比增长 50.5%，

下载日志已记录，仅供内部参考

增速领跑各区域。中国工程机械出口已覆盖新兴市场、成熟市场及"一带一路"沿线等多个区域，出口增长与区域多元化共同验证了海外认可度的持续提升。

图表43：2025 年 1-12 月工程机械出口国家（万美元）



资料来源：中国机电产品进出口商会，长城证券产业金融研究院

图表44：2025 年 1-12 月工程机械出口区域（单位：亿美元）

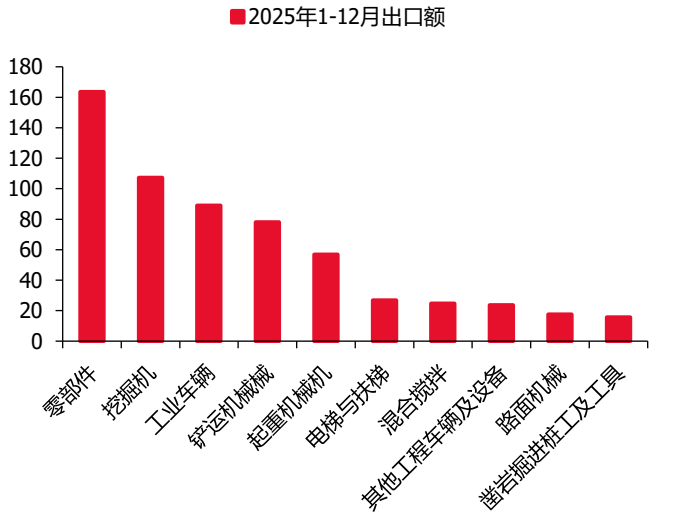
各大洲市场情况

大洲/地区	出口额（亿美元）	占比%	累计同比%
全球	602	100	13.9
一带一路149	398	66.2	19.6
RCEP(无中国)	137	22.7	12.7
亚洲	252	41.8	16.5
欧洲	130	21.5	-1.4
非洲	89	14.8	50.5
拉丁美洲	66	11	17.1
北美洲	41	7.3	-7.7
大洋洲	22	3.6	21.1

资料来源：中国机电产品进出口商会，长城证券产业金融研究院

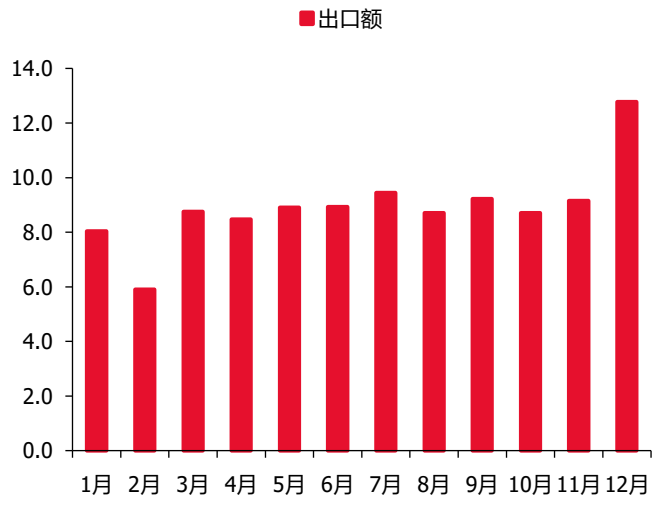
从出口品类看，整机、零部件协同增长，共同验证竞争力提升。2025 年零部件出口同比增长 12.3%，反映海外设备保有量扩大与后市场需求增长；挖掘机出口同比增长 30.4%，起重机出口同比增长 16.7%，整机出口增速强劲。整机与零部件出口的协同增长，既反映产品认可度提升，也印证海外后市场基础逐步夯实。

图表45：2025 年 1-12 月工程机械出口情况（单位：亿美元）



资料来源：中国机电产品进出口商会，长城证券产业金融研究院

图表46：2025 年 1-12 月挖掘机出口情况（单位：亿美元）



资料来源：中国机电产品进出口商会，长城证券产业金融研究院

挖掘机方面，出口规模在下半年明显提速。从区域看，前三大核心市场是亚洲、欧洲和非洲，非洲增速领先各区域，反映新兴市场对挖掘机的强劲需求；欧洲和拉美均实现较

下载日志已记录，仅供内部参考

快增长；非洲以 62.2%的同比增速领跑各区域，反映新兴市场对挖掘机的强劲需求；北美受贸易环境影响增速仅 1.1%，表现明显弱于其他区域。从国别看，出口目的地进一步向新兴市场倾斜。挖掘机出口的新兴市场增量与成熟市场渗透共同推进，中国品牌全球竞争力持续提升。

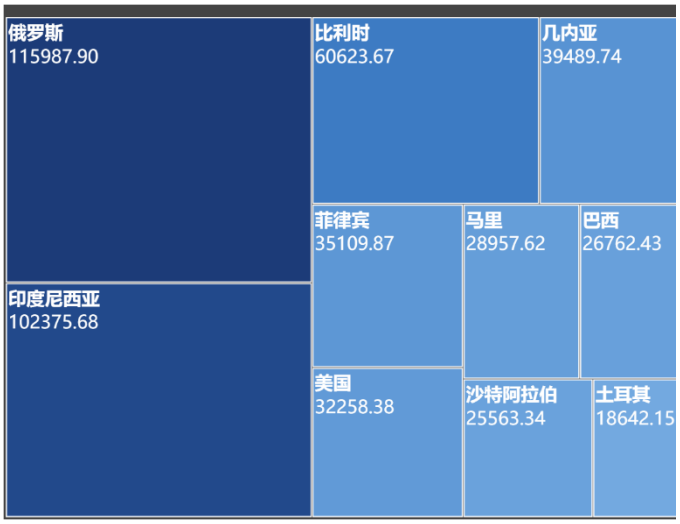
图表47：2025 年 1-12 月挖掘机出口区域（单位：亿美元）

各大洲市场情况

大洲/地区	出口额（亿美元）	占比%	累计同比%
全球	107.2	100.0	30.4
RCEP(无中国)	23.4	21.8	15.8
一带一路149	82.5	76.9	38.0
亚洲	38.0	35.4	18.4
欧洲	27.4	25.6	32.1
北美洲	4.0	3.8	1.1
拉丁美洲	10.9	10.2	29.0
大洋洲	2.4	2.3	30.6
非洲	24.4	22.8	62.2

资料来源：中国机电产品进出口商会，长城证券产业金融研究院

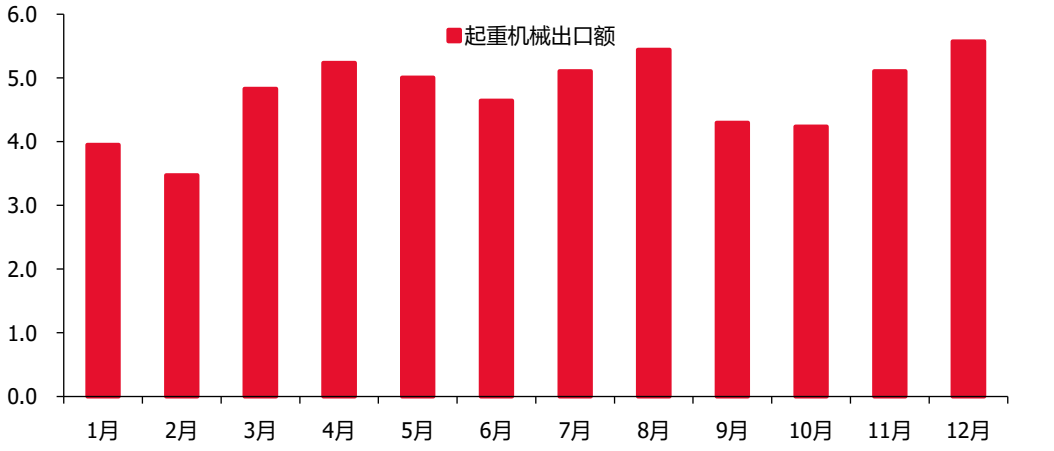
图表48：2025 年 1-12 月挖掘机出口国家（单位：万美元）



资料来源：中国机电产品进出口商会、长城证券产业金融研究院

2025 年，中国起重机出口 56.86 亿美元，同比增长 16.7%。出口规模在下半年明显提速，“一带一路”沿线需求持续释放。

图表49：2025 年 1-12 月起重机出口情况（单位：亿美元）



资料来源：中国机电产品进出口商会、长城证券产业金融研究院

从出口区域看，亚洲是起重机出口第一大市场，拉美、欧洲分列其后。非洲增速领先各区域，大洋洲增速较快，欧洲地区（不含俄罗斯）受宏观经济及贸易环境影响有所下滑，出口额同比下降 26.9%，在各区域中表现最弱。

下载日志已记录，仅供内部参考

从出口国别看，出口额排名前五位的国家依次为印度、沙特阿拉伯、阿联酋、俄罗斯、巴西。

不同区域市场的需求特征存在差异：东南亚及南亚受益于基建需求，非洲受矿业开发拉动，中亚及中东受城市建设与石油化工投资驱动，欧洲市场整体承压但俄罗斯表现相对较强。起重机出口的区域多元化，进一步验证了中国工程机械在全球市场的竞争力提升。

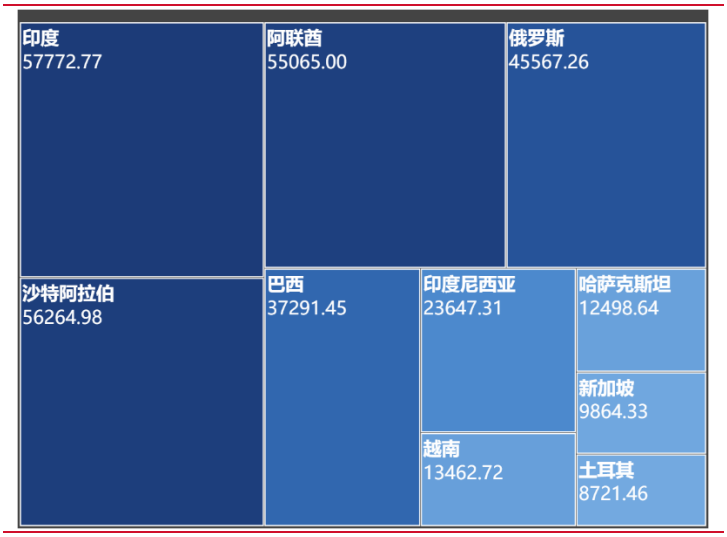
图表50：2025 年 1-12 月起重机出口区域(单位:亿美元)

各大洲市场情况

大洲/地区	出口额(亿美元)	占比%	累计同比%
全球	56.86	100	16.7
RCEP(无中国)	9.73	17.1	12.4
一带一路149	41.53	73	19.6
亚洲	34.27	60.3	24.4
欧洲	7.03	12.4	-26.9
北美洲	0.37	0.6	17.6
拉丁美洲	7.40	13	22.3
大洋洲	1.21	2.1	32.5
非洲	6.60	11.6	53.2

资料来源：中国机电产品进出口商会、长城证券产业金融研究院

图表51：2025 年 1-12 月起重机出口国家（单位：万美元）

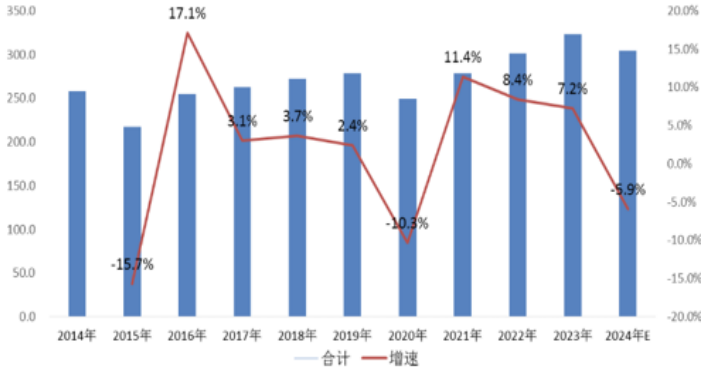


资料来源：中国机电产品进出口商会、长城证券产业金融研究院

海外市场已成为混凝土机械增长的重要方向。根据中国工程机械协会《2024 年混凝土机械行业发展报告》，受经济结构优化调整、基建投资放缓及有效需求不足等因素影响，混凝土机械行业自 2021 年步入下行周期，2022 年核心产品（泵车、搅拌车、搅拌站）销量同比骤降 75.6%，2023 年继续下行。海外市场规模占比从 2020 年的 30.3%持续提升至 2024 年的 64.1%，海外已成为混凝土机械需求的主体市场。截至 2024 年底，中国品牌在海外市场的市占率约 8%，仍有较大提升空间。

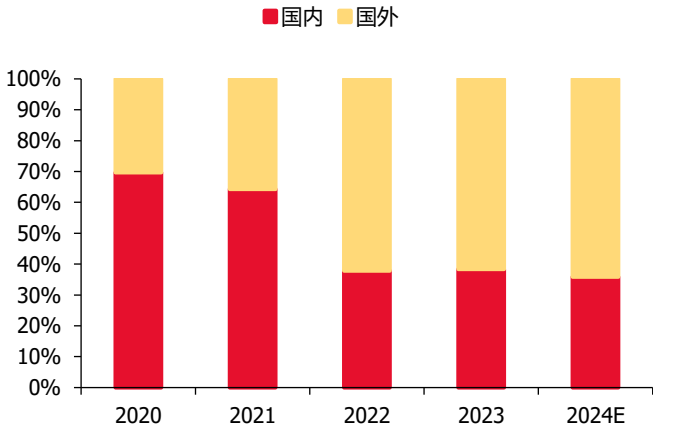
下载日志已记录，仅供内部参考

图表52：海外市场混凝土机械设备销售规模和增速（亿元）



数据来源：CECE（欧盟建筑机械协会），各国海关进口数据，区域市场调研，中国工程机械协会，长城证券产业金融研究院

图表53：2020-2024 年混凝土机械海外与国内市场规模占比变化



数据来源：CECE（欧盟建筑机械协会），各国海关进口数据，区域市场调研，中国工程机械协会，长城证券产业金融研究院

全球混凝土机械竞争格局正由传统品牌主导，向多极化方向演变。

截至 2025 年 3 月 21 日，混凝土机械竞争格局分为三个梯队：1）第一阵营以普茨迈斯特、施维英等德系品牌为主，以可靠性与品牌溢价占据核电、超高层等高端市场；**2）第二阵营**由三一、中联重科领衔，依托并购积累的技术基础，以性能对标一线且成本相对更优的策略覆盖全球主流基建需求，正逐步向高端市场渗透；**3）第三阵营**以徐工、雷萨及区域性品牌为主，聚焦价格敏感型市场。随着电动化、数字化技术发展，传统品牌壁垒正逐步被打破，行业竞争从设备销售向全生命周期服务延伸，头部企业优势或进一步扩大。

图表54：混凝土机械竞争格局（截至 2025 年 3 月 21 日）

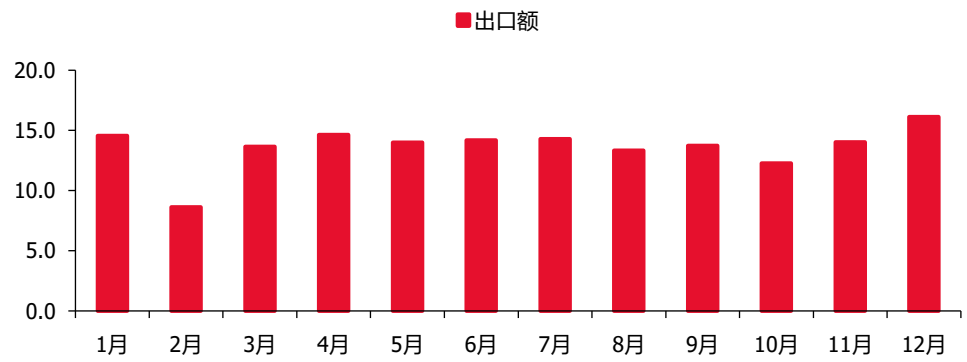


资料来源：中国工程机械协会，长城证券产业金融研究院

2025 年，工程机械零部件出口 163.4 亿美元，其中 12 月单月出口 16.1 亿美元，为年内最高，反映海外设备保有量扩大带来的后市场需求提升，零部件出口与整机出口共同构成海外影响力提升的完整链条。

下载日志已记录，仅供内部参考

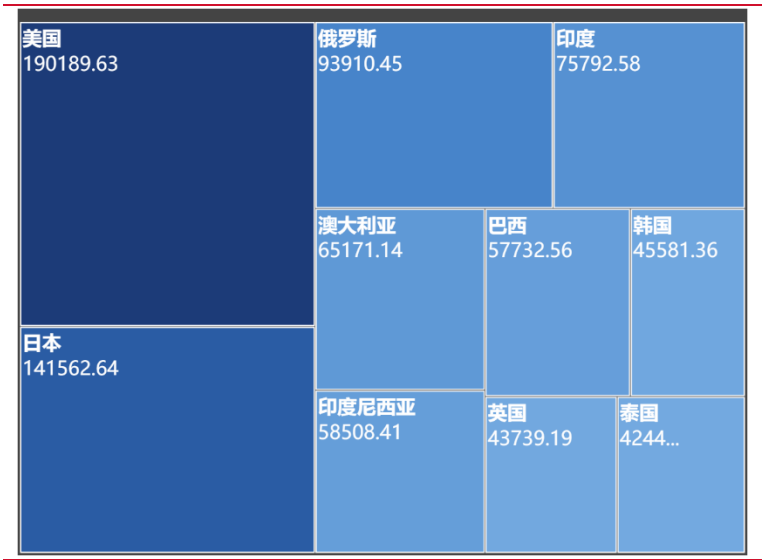
图表55：2025 年 1-12 月工程机械零部件出口情况（单位：亿美元）



资料来源：中国机电产品进出口商会，长城证券产业金融研究院

从出口区域看，亚洲是零部件出口第一大市场，占比达到 40.9%，非洲同比下降，是唯一负增长的主要市场。从出口国别看，美国、日本、俄罗斯、印度、澳大利亚位列前五，“一带一路”沿线国家占比超 50%，增速同比达到 19.1%。零部件出口的持续增长，与整机出口共同验证了中国工程机械海外竞争力的全面提升。

图表56：2025 年 1-12 月工程机械零部件出口国家（单位：万美元）



数据来源：中国机电产品进出口商会，长城证券产业金融研究院

图表57：2025 年 1-12 月工程机械零部件出口区域(单位：亿美元)

各大洲市场情况

大洲/地区	出口额(亿美元)	占比%	累计同比%
全球	163.44	100.0	12.3
RCEP(无中国)	46.79	28.6	8.7
一带一路149	82.61	50.5	19.1
亚洲	66.79	40.9	10.6
欧洲	34.82	21.3	13.8
北美洲	23.18	14.2	0.0
拉丁美洲	13.56	8.3	15.3
大洋洲	7.17	4.4	8.0
非洲	17.92	11.0	38.1

数据来源：中国机电产品进出口商会，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.4 份额空间：从产品出口走向本地化运营

中国工程机械出海战略正从产品出口向本地化运营升级，挖掘机出口的区域分布变化具有代表性。2026 年 6 月中国挖掘机出口在拉美、非洲、欧洲等市场均实现正增长。而同期，日本挖掘机出口在印尼、中东与东南亚等区域出现不同程度下滑。中日在重点市场的此消彼长，侧面反映了中国主机厂在多个区域的市场份额有所提升。

图表58：2026 年 6 月中国挖掘机出口金额情况

6月 中国挖掘机出口销量

分地区	同比	累计同比	累计金额占比
类中国市场	35%	27%	77%
~南美	49%	65%	13%
~非洲	85%	59%	30%
~中东	-8%	-24%	6%
~印度	108%	37%	1%
~印尼	68%	55%	12%
~东南亚（ex印尼）	-3%	6%	11%
~俄罗斯	-32%	-46%	3%
美国（金额）	57%	45%	4%
欧洲(金额)	35%	38%	19%

资料来源：中华人民共和国海关总署，长城证券产业金融研究院

图表59：2026 年 6 月日本挖掘机出口销量

6月 日本挖掘机出口销量

分地区	同比	累计同比	累计金额占比
类中国市场	-1%	-1%	14%
~南美	1%	14%	3%
~非洲	85%	31%	1%
~中东	-48%	-37%	1%
~印度	-17%	32%	1%
~印尼	0%	-35%	0%
~东南亚（ex印尼）	-1%	-1%	7%
北美	21%	20%	53%
西欧	-1%	30%	33%

资料来源：Trade Statistics of Japan，长城证券产业金融研究院

从全球市场份额看，2024 年卡特彼勒和小松仍居前两位，但徐工机械、三一重工、中联重科、柳工四家中国企业合计份额（13.5%）已超过小松（10.4%）。中国品牌正从多品类、多区域同时突破，份额呈提升趋势。我们认为，对中国主机厂而言，出口增长是全球化的第一阶段，长期份额上限取决于能否从产品出口升级为本地化运营。

图表60：2024 年全球主要工程机械制造商市场份额构成



资料来源：KHL《2024 全球工程机械制造商 50 强排行榜》、长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

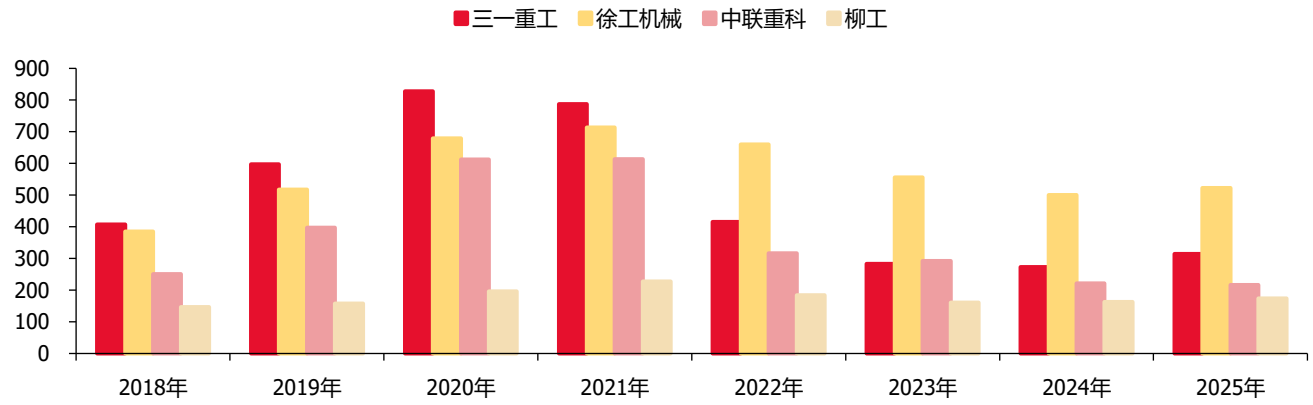
4 公司产品、渠道与本地化体系支撑全球份额提升

4.1 国内龙头基础稳固，产品优势领先

工程机械行业市场份额持续向头部集中，三一重工在国内市场占据领先地位。从产品维度看，三一重工在混凝土机械、挖掘机械及起重机械领域均具备较强竞争优势。其中，挖掘机械连续 15 年蝉联中国市场销量冠军。

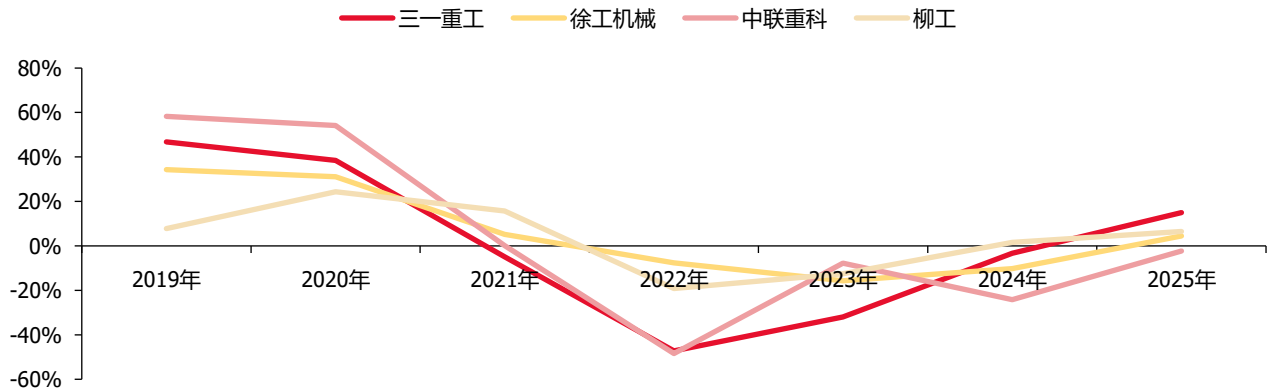
营收规模与盈利能力共同强化龙头地位。2018 年至 2021 年三一重工国内营收稳居行业首位，2025 年位列行业第二，三一重工国内毛利率长期高于同行。我们认为，相对较高的毛利率为渠道赋能与产品迭代提供了支撑，形成"高毛利率→渠道赋能+产品迭代→市场份额增长→再巩固毛利率"的正向循环，成为公司持续扩大竞争优势的核心动力。

图表61：工程机械四大主机厂的国内收入（单位：亿元）



资料来源：ifind，各公司 2018-2025 年年度报告，长城证券产业金融研究院

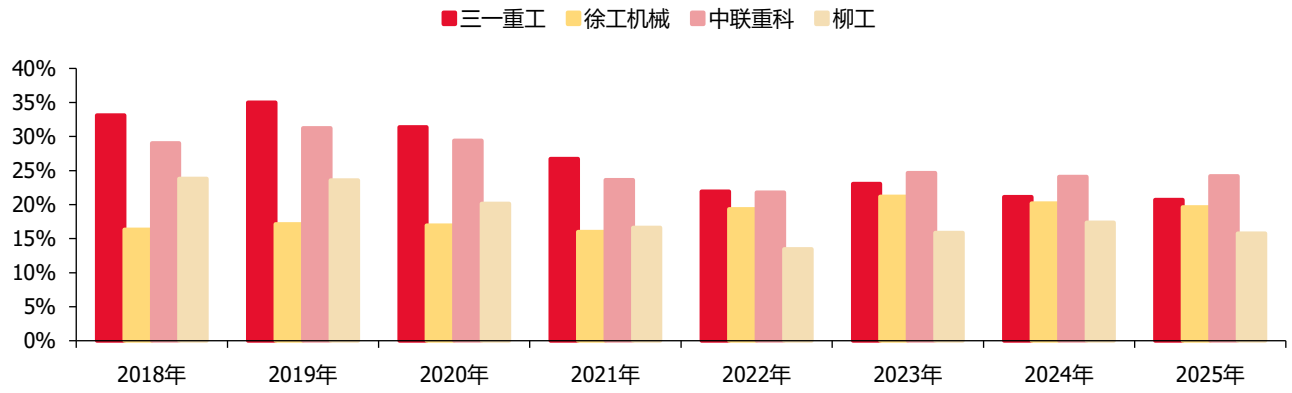
图表62：工程机械四大主机厂的国内收入 YOY



资料来源：ifind，各公司 2018-2025 年年度报告，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

图表63：工程机械四大主机厂的国内毛利率对比



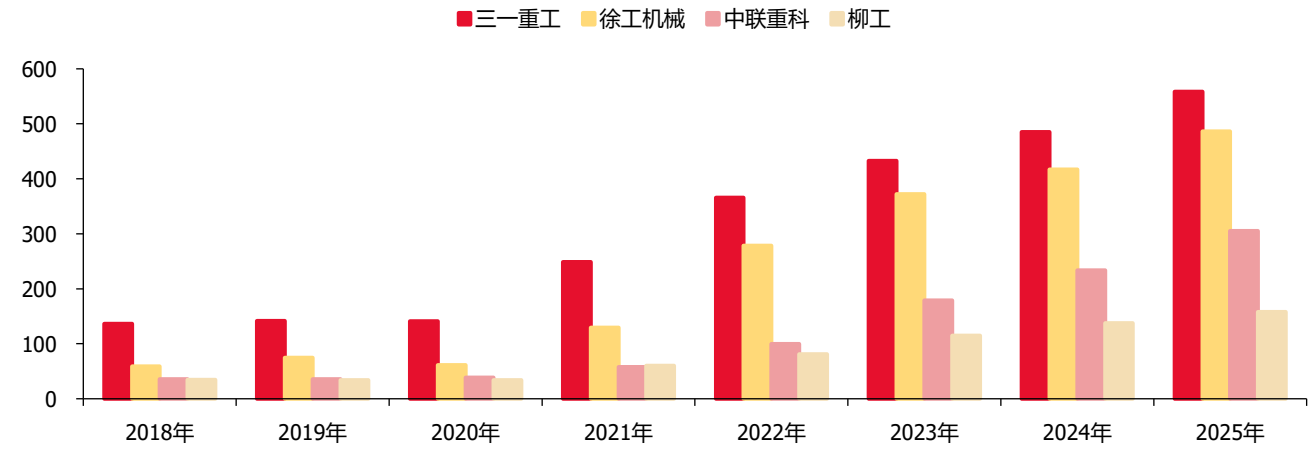
资料来源：ifind，各公司 2018-2025 年年度报告，长城证券产业金融研究院

4.2 海外收入规模领先，全球化经营质量优于同行

三一重工在海外市场的规模、收入占比及盈利能力均位居行业前列。2025 年三一重工海外营收 559 亿元，规模领先；海外营收占总营收比重为 62.27%，海外业务对企业的支撑作用更为显著。三一重工海外毛利率从 2018 年的 25.15%持续提升至 2025 年的 31.64%，盈利能力不断增强。**截至 2025 年底，三一重工海外市场布局已覆盖 150 多个国家和地区。**非洲区域营收同比增长 55.29%，成为海外业务增长的新引擎。

不同区域市场的竞争格局与进入策略存在差异，公司分区域多元化布局。欧洲市场方面，公司以德国为枢纽辐射欧洲。自 2022 年正式进入欧洲市场以来，三一重起始终秉持稳健发展策略，在挑战中不断夯实自身实力，以持续增长回应外部不确定性，市占率稳步提升。非洲及新兴市场方面，需求增长较快但风险较高，公司坚持在风险可控前提下把握增长机遇。我们认为，区域多元化的布局与本地化运营能力的持续提升，为三一重工全球化战略提供了有力支撑。

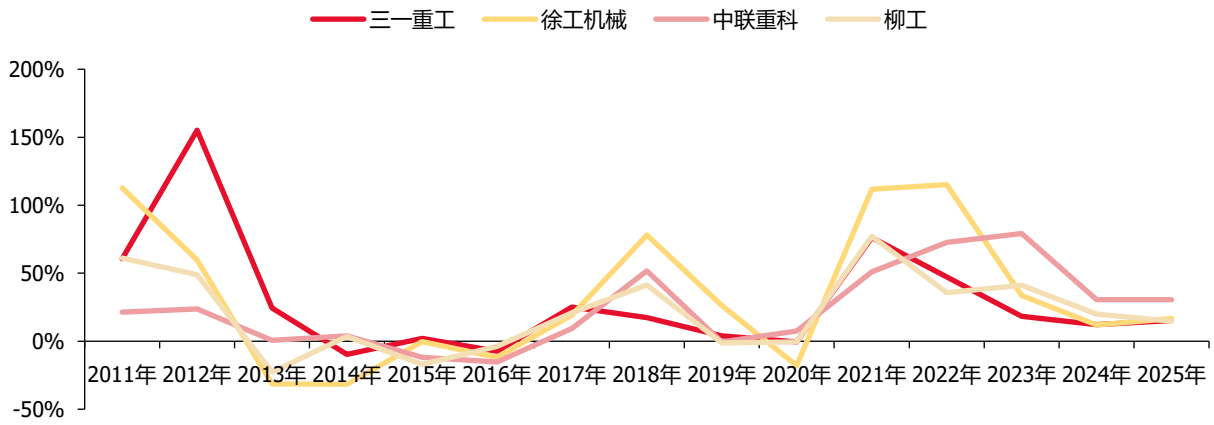
图表64：工程机械四大主机厂的海外收入（单位：亿元）



资料来源：ifind，各公司 2018-2025 年年度报告，长城证券产业金融研究院

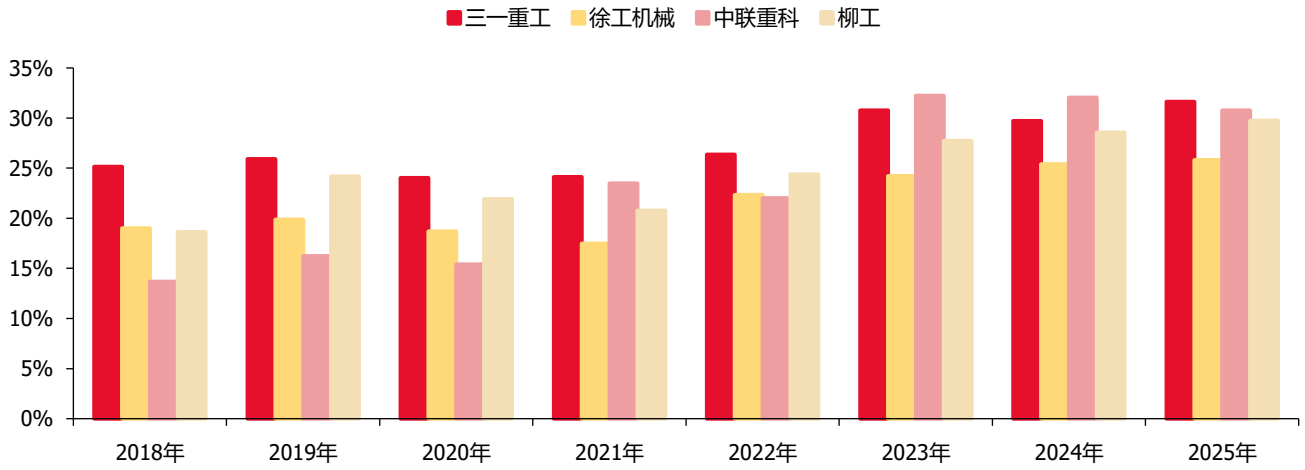
下载日志已记录，仅供内部参考

图表65：工程机械四大主机厂的海外收入 YOY（单位：%）



资料来源：ifind，各公司 2018-2025 年年度报告，长城证券产业金融研究院

图表66：工程机械四大主机厂的海外毛利率对比

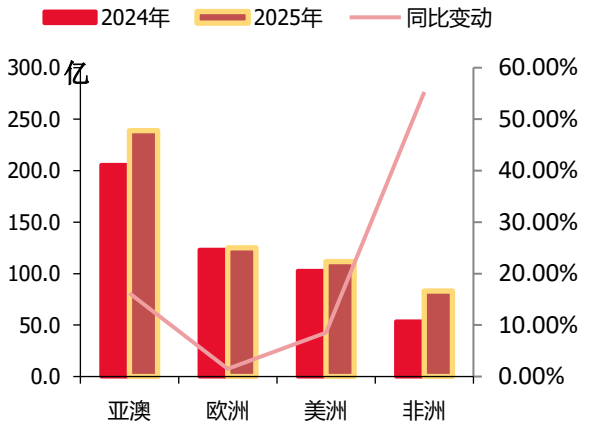


资料来源：ifind，各公司 2018-2025 年年度报告，长城证券产业金融研究院

2025 年公司海外主营业务毛利率达 31.64%，较国内高出近 11 个百分点。非洲区域收入同比增长 55.29%，增速领跑各区域；亚澳区域作为第一大海外市场，收入 238.9 亿元，同比增长 16.17%，增长稳健。海外各区域收入趋于均衡，有利于降低单一区域波动风险。我们认为，随着海外收入占比 2026 年可能进一步提升，海外业务对整体毛利的贡献有望持续扩大。

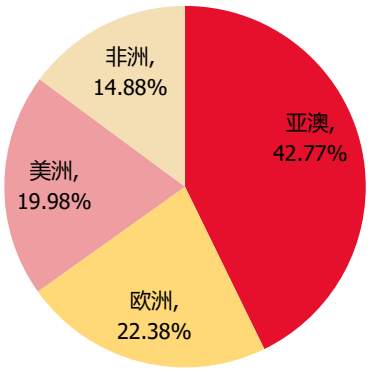
下载日志已记录，仅供内部参考

图表67：2025 年公司海外各区域收入及同比增长情况（亿）



资料来源：ifind，公司 2025 年年度报告，长城证券产业金融研究院

图表68：2025 年公司海外业务各地域收入占比情况



资料来源：ifind，公司 2025 年年度报告，长城证券产业金融研究院

4.3 本地化运营体系完善，制造与服务共同支撑份额提升

三一重工通过"三步走"国际化战略（海外办事处→海外研发中心→海外制造基地），构建了覆盖全球的运营网络。公司坚定地推进全球组织变革，在全球设立 8 大海外大区及 32 个国区作为全球战略规划和赋能平台，全面深化“平台赋能+精兵作战”的组织形式，推动管理经营本地化以适配全球快速变化的经营环境。公司稳步推进全球智能制造体系建设。截至 2025 年，公司在全球落成 37 个生产制造基地，并深度布局海外供应链，积极推动中国智能制造标准的应用与升级。

图表69：公司研发中心布局



资料来源：公司官网，长城证券产业金融研究院

产能布局方面，三一印尼挖掘机工厂作为中国工程机械行业首个完全依照工业 4.0 标准规划建设的海外智能制造基地。三一印尼挖掘机智能工厂占地面积约 10 万平方米，具备年产 3 吨至 55 吨全系列挖掘机 6000 台的产能，不仅满足印尼本土市场需求，更远销英国、美国等全球主流市场，成为三一推动高端制造能力、供应链体系和品牌价值系统

下载日志已记录，仅供内部参考

化出海的关键战略支点。

海外制造基地布局如下：

普茨迈斯特（德国）：全球混凝土设备领域领先企业，被收购后销售额从 2011 年的 5 亿欧元升至 2021 年的 8 亿欧元以上，截至 2022 年，产品远销 154 个国家，推出全球首款混合动力混凝土泵车“iONTRON”，并在混凝土生产、运输和浇筑中运用大数据技术提升效率。[5]

三一美国园区：聚焦本地化生产，通过 60 多家代理商构建全美营销服务网络，2024 年 1 月在北卡罗来纳州增设配送中心。截至 2026 年 3 月，北卡罗莱纳州配送中心已经投入使用，大多数订单第二天即可交付。[6]

三一欧洲园区（德国贝德堡）：三一重工欧洲产业园又称三一德国贝德堡产业园，是 2009 年中国在欧洲的一笔直接投资项目，总投资额达 1 亿欧元。集研发中心、制造工厂与培训基地于一体，设计年产能 3000 台工程机械，辐射欧洲市场。

三一印度园区：2006 年在普纳投资 6000 万美元建厂，2010 年开业。针对印度市场推出 SCC550E 履带吊、SY220C-9 挖掘机等本土化产品。印度籍员工占比超过 90%，在印度履带吊市场占据领先地位。[7]

三一印尼“灯塔工厂”：位于 KIM 工业园，总投资 2 亿元，年产能 3000 台挖掘机。工厂实现 12 道工序无人化生产，部署超 500 台工业机器人，员工约 100 人，人均年产值规划 1100 万元，是中国工程机械行业第一个完全按工业 4.0 标准建设的海外基地。[7]

三一巴西园区：位于圣保罗州，投资约 3 亿美元，曾参与巴西世界杯（10 座场馆中 8 座由三一参与建设）和奥运会场馆建设。巴西本土员工占比约 70%，设立流动零部件供应站强化售后服务。[7]

图表70：截至 2026 年 8 月三一重工服务网点图分布



[5] 资料来源：美通社 PRNewswire
[6] 资料来源：三一重工官网
[7] 资料来源：三一重工官网

下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：公司官网，长城证券产业金融研究院

4.4 三一重工的核心竞争力如何转化为估值溢价

我们认为三一重工的估值不应简单对标国内工程机械同行，而应从以下三个维度获得溢价：

1）盈利质量溢价。 2025 年公司海外毛利率 31.6%，较国内高出 10.9 个百分点。随着海外收入占比从 62.27%继续提升，综合毛利率有望从 27.5%向 30%迈进，ROE 从 9.5%向 13%修复。盈利质量的持续改善是估值上移的核心驱动力。

2) 周期弱化溢价。海外收入占比已突破 60%，公司对单一国内周期的依赖度显著降低。与 2011 年、2020 年两轮周期高点相比，本轮周期中公司的收入来源更加分散、抗周期能力更强，理应享有比上一轮周期更高的估值中枢。

3）龙头确定性溢价。 公司在挖掘机械（连续 15 年国内第一）、混凝土机械（连续 15 年全球第一）、起重机械三大品类均处于行业领先地位，龙头地位稳固。在国内份额稳固、海外扩张路径清晰的背景下，相比同行应享有确定性溢价。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们预计 2026-2028 年，公司营业总收入分别实现 1036.6 亿元/1187.3 亿元/1352.1 亿元，同比增长 15.6%/14.5%/13.9%。从历史数据看，2021 年公司营收达到 1068.7 亿元高点后，2022-2023 年经历深度调整，2024 年触底回升，2025 年恢复至 897.0 亿元。随着国内行业复苏与海外市场持续拓展，公司有望在 2027 年突破前期高点。

国内市场方面，在设备更新政策落地及新能源转型加速等因素驱动下，国内收入有望恢复温和增长。预计 2026-2028 年国内收入增速分别为 14.8%/7.8%/5.3%，毛利率从 20.69%提升至 20.80%。国内业务修复为公司整体增长提供基础支撑。

海外市场方面，在发展中国家绿地投资规模上升及公司本地化运营能力增强的背景下，海外收入有望保持较高增速。预计 2026-2028 年海外收入增速分别为 21.0%、18.1%、18.1%，毛利率从 31.64%逐步提升至 32.11%。海外业务已成为公司收入与利润增长的核心驱动力。

挖掘机械方面，我们预计 2026—2028 年收入分别为 406.4 亿元、476.3 亿元和 554.7 亿元，同比分别增长 17.6%、17.2%和 16.5%。其中，国内收入分别为 137.8 亿元、147.1 亿元和 153.0 亿元，毛利率分别假设为 25.62%、25.62%和 25.75%；海外收入分别为 268.6 亿元、329.2 亿元和 401.7 亿元，海外收入占挖掘机械收入的比重由 66.10%提升至 72.42%，毛利率分别假设为 37.15%、37.15%和 37.63%。

下载日志已记录，仅供内部参考

混凝土机械方面，我们预计 2026—2028 年收入分别为 199.1 亿元、241.4 亿元和 294.2 亿元，同比分别增长 26.5%、21.2%和 21.9%。其中，国内收入分别为 75.1 亿元、79.4 亿元和 88.9 亿元，毛利率分别假设为 15.45%、15.60%和 15.50%；海外收入（含普茨迈斯特）分别为 124.1 亿元、162.0 亿元和 205.4 亿元，毛利率分别假设为 23.30%、23.50%和 23.60%。

图表71：三一重工盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	783.8	897.0	1036.6	1187.3	1352.1
yoy	5.9%	14.4%	15.6%	14.5%	13.9%
毛利率	26.43%	27.54%	27.55%	27.41%	27.76%
国内收入	273.2	314.1	360.8	389.1	409.6
yoy	-3.4%	15.0%	14.8%	7.8%	5.3%
毛利率	21.12%	20.69%	20.69%	20.64%	20.80%
国内占比	36.02%	36.00%	34.80%	32.77%	30.29%
国外收入	485.1	558.6	675.8	798.2	942.5
yoy	12.2%	15.1%	21.0%	18.1%	18.1%
毛利率	29.72%	31.64%	31.64%	31.84%	32.11%
国外占比	63.98%	64.00%	65.20%	67.23%	69.71%
挖掘机	303.7	345.4	406.4	476.3	554.7
yoy	9.9%	13.7%	17.6%	17.2%	16.5%
毛利率	31.82%	34.24%	33.24%	33.36%	33.75%
占比	38.75%	38.51%	39.20%	40.12%	41.03%
-国内	112.3	119.4	137.8	147.1	153.0
yoy	20.0%	6.3%	15.3%	6.8%	4.0%
占比	36.99%	34.58%	33.90%	30.88%	27.58%
毛利率	25.24%	26.00%	25.62%	25.62%	25.75%
-海外	191.4	226.0	268.6	329.2	401.7
yoy	4.5%	18.1%	18.9%	22.6%	22.0%
占比	63.01%	65.42%	66.10%	69.12%	72.42%
毛利率	35.69%	38.60%	37.15%	37.15%	37.63%
混凝土	143.7	157.4	199.1	241.4	294.2
yoy	-6.2%	9.5%	26.5%	21.2%	21.9%
毛利率	20.51%	20.15%	20.34%	20.59%	20.64%
占比	18.33%	17.55%	19.21%	20.33%	21.76%
-国内	48.0	59.8	75.1	79.4	88.9
yoy	-28.6%	24.6%	25.5%	5.7%	12.0%
占比	33.41%	38.02%	37.70%	32.88%	30.20%
毛利率	15.63%	15.42%	15.45%	15.60%	15.50%
-海外（含普茨迈斯特）	95.6	97.5	124.1	162.0	205.4
yoy	11.4%	2.0%	27.2%	30.6%	26.8%
占比	66.54%	61.98%	62.30%	67.12%	69.80%
毛利率	22.97%	23.06%	23.30%	23.50%	23.60%

资料来源：ifind，公司 2024-2025 年年度报告，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

5.2 投资建议

根据 iFind 一致预测，可比公司 2026 平均 PE 为 9.9 倍，三一重工对应 PE 为 16.6 倍，较可比公司存在估值溢价。我们认为，公司作为国内工程机械龙头，具备较强的品牌、渠道及研发优势，海外业务持续拓展，盈利能力和经营韧性相对突出，有望在国内行业需求修复及全球化深化过程中实现高于行业平均水平的业绩增长，因此其估值溢价具有一定合理性。根据模型测算，我们预测在 2026-2028 年，公司归母净利润分别达到 104.2 亿元/141.2 亿元/170.2 亿元，对应 PE 可以达到 16.6/12.2/10.2。但随着盈利持续增长，估值有望逐步消化，综合考虑其龙头地位、全球化增长潜力及业绩兑现预期，维持“买入”评级。

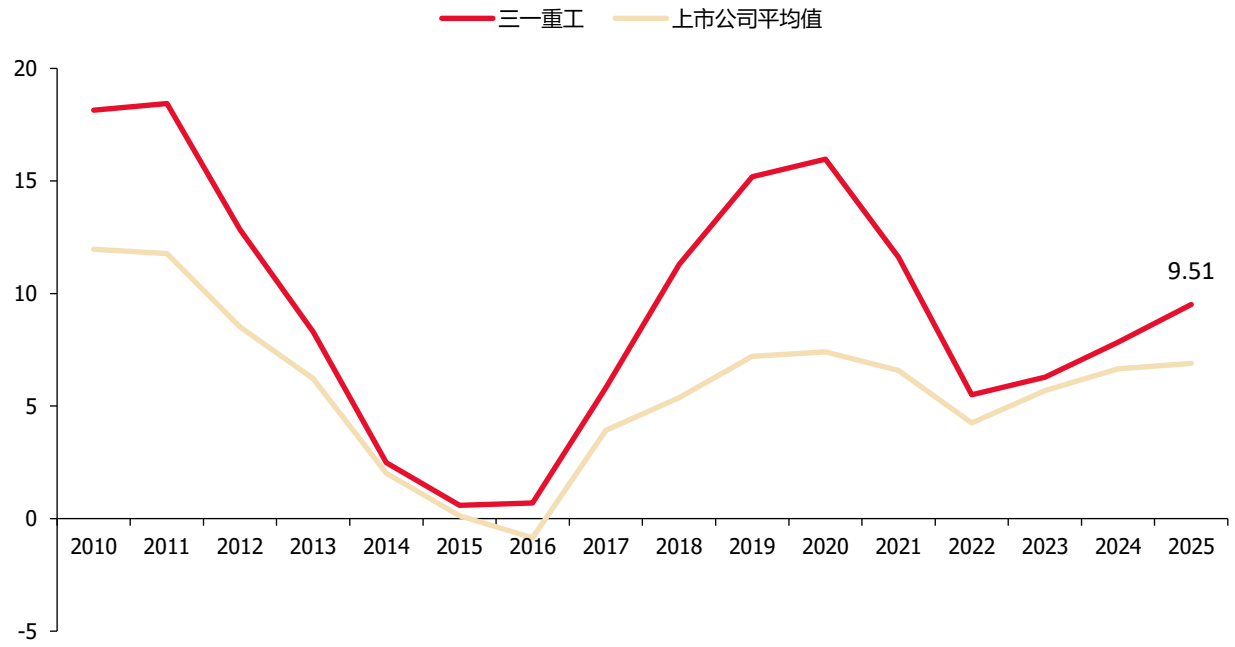
从盈利能力看，上一轮周期高点（2020 年）三一重工净利率达 16.0%，显著领先同期行业平均水平。2025 年三一重工净利率回升至 9.5%，已连续两年修复，与历史高点仍有差距，具备进一步提升空间。

相较于上一轮周期，本轮周期公司海外业务占比显著提升（2025 年海外营收占比 62.27%），且海外市场毛利率（31.6%）较国内（20.7%）高 10.9 个百分点，收入结构优化对整体盈利水平形成正向拉动。当前公司净利率相较于 2011 年历史高点（18.4%）仍有较大提升空间，海外业务占比持续提升与国内周期复苏有望共同推动净利率进一步修复。

从业务基本面看，三一重工将受益于国内行业周期触底反弹；同时，公司在海外收入规模、盈利能力及本地化运营等方面具备较强竞争优势。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表72：工程机械四大主机厂的净利率（单位：%）



资料来源：ifind，各公司 2010-2025 年年度报告，长城证券产业金融研究院

注：上市公司平均值取徐工机械、中联重科和柳工的平均值。

图表73：三一重工可比公司对比

代码	可比公司	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
000425.SZ	徐工机械	938.07	83.13	105.05	127.24	11.3	8.9	7.4
000157.SZ	中联重科	601.94	59.71	72.18	87.24	10.1	8.3	6.9
000528.SZ	柳工	164.05	19.62	24.51	29.41	8.4	6.7	5.6
		平均值				9.9	8.0	6.6
600031.SH	三一重工	1728.66	104.16	141.19	170.16	16.6	12.2	10.2

资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

注：可比公司归母净利润取自 ifind 机构一致预期，三一重工归母净利润取自模型测算结果，2026/08/21 更新

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

海外市场拓展不及预期风险

公司当前将海外市场作为战略重点。若海外市场拓展进度未达预期，将直接影响公司海外市场份额提升，进而制约整体业绩增长。

海外贸易壁垒扩大风险

目前国际局势复杂多变，政治环境、经济政策、法律法规等因素均存在不确定性。美国已对工程机械行业加征关税，欧盟亦实施反倾销税，若未来相关税率进一步上调，公司海外收入及毛利率将面临较大压力，进而导致利润下滑。

国内下游行业需求不足风险

工程机械行业与房地产、基建行业关联度极高，目前国内这两大关键下游行业的市场走势尚未完全明朗。若后续行业需求低于预期，将直接影响公司业绩的稳定性与可预见性，可能导致公司营收未达预期、盈利能力下滑。

汇率波动风险

公司作为全球化运营企业，财务表现受汇率波动影响显著。若汇率发生较大幅度波动，可能导致公司实际收益与预期收益产生偏差，对业绩稳定性造成冲击。

原材料价格波动的风险

公司原材料及零部件的成本可能受到多种因素的影响，如市场供求、供应商变动、替代材料的可获得性、供应商生产状况的变动及自然灾害等。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	101505	124298	125239	170785	180644
现金	20383	38451	44437	61849	72776
应收票据及应收账款	25914	26024	31387	40108	42210
其他应收款	2943	2805	3837	3770	4893
预付账款	971	1112	1295	1461	1677
存货	19948	22527	10853	30188	25625
其他流动资产	31347	33380	33431	33409	33463
非流动资产	50640	49001	50152	51147	51819
长期股权投资	2425	2489	2534	2584	2633
固定资产	22369	21115	22020	23093	24054
无形资产	4858	4544	4417	4123	3740
其他非流动资产	20988	20853	21182	21347	21391
资产总计	152145	173299	175391	221933	232463
流动负债	63669	71856	66139	101729	98756
短期借款	5953	9128	12142	9128	9128
应付票据及应付账款	28654	36064	25067	64234	57168
其他流动负债	29062	26664	28930	28366	32460
非流动负债	15474	12011	10851	9551	8017
长期借款	11556	7853	6693	5393	3859
其他非流动负债	3918	4158	4158	4158	4158
负债合计	79143	83868	76990	111280	106773
少数股东权益	1078	1100	1309	1556	1853
股本	8475	9195	9195	9195	9195
资本公积	5172	18467	18467	18467	18467
留存收益	60353	63148	69953	79000	90085
归属母公司股东权益	71924	88331	97092	109097	123837
负债和股东权益	152145	173299	175391	221933	232463

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	14814	19975	11002	27499	18234
净利润	6093	8488	10625	14366	17313
折旧摊销	3259	3207	3246	3761	4339
财务费用	202	-312	-539	-784	-1142
投资损失	-643	-427	-410	-326	-451
营运资金变动	4910	7338	-3441	8611	-3893
其他经营现金流	994	1682	1521	1871	2068
投资活动现金流	-1158	-17909	-4104	-4537	-4696
资本支出	2938	2771	4352	4706	4961
长期投资	-2309	-20257	-45	-50	-50
其他投资现金流	4090	5119	293	219	314
筹资活动现金流	-10279	1576	-3926	-2537	-2610
短期借款	1838	3175	3013	-3013	0
长期借款	-12000	-3703	-1161	-1300	-1534
普通股增加	-11	720	0	0	0
资本公积增加	-78	13295	0	0	0
其他筹资现金流	-28	-11912	-5779	1776	-1075
现金净增加额	3435	3328	2972	20425	10927

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	78383	89700	103663	118729	135205
营业成本	57217	64660	75104	86186	97672
营业税金及附加	431	518	562	667	754
销售费用	5464	6415	7215	7421	7571
管理费用	2996	2589	2996	3087	3150
研发费用	5381	5033	5971	4868	6490
财务费用	202	-312	-539	-784	-1142
资产和信用减值损失	-1098	-1319	-1404	-1764	-1931
其他收益	866	682	857	793	800
公允价值变动收益	110	-358	-119	-87	-114
投资净收益	643	427	410	326	451
资产处置收益	46	-123	3	-20	-24
营业利润	6995	9936	12101	16532	19892
营业外收入	120	145	147	128	135
营业外支出	207	174	161	167	177
利润总额	6908	9907	12087	16493	19850
所得税	815	1420	1462	2127	2537
净利润	6093	8488	10625	14366	17313
少数股东损益	137	80	209	246	297
归属母公司净利润	5956	8408	10416	14119	17016
EBITDA	10003	12534	15415	19945	23317
EPS（元/股）	0.65	0.91	1.13	1.54	1.85

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入（%）	7.0	14.4	15.6	14.5	13.9
营业利润（%）	30.9	42.0	21.8	36.6	20.3
归属母公司净利润（%）	31.5	41.2	23.9	35.6	20.5
获利能力					
毛利率（%）	27.0	27.9	27.6	27.4	27.8
净利率（%）	7.8	9.5	10.2	12.1	12.8
ROE（%）	8.3	9.5	10.8	13.0	13.8
ROIC（%）	6.2	7.2	8.9	11.0	11.7
偿债能力					
资产负债率（%）	52.0	48.4	43.9	50.1	45.9
净负债比率（%）	4.8	-17.5	-21.8	-38.9	-44.2
流动比率	1.6	1.7	1.9	1.7	1.8
速动比率	1.0	1.2	1.5	1.2	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3.16	3.51	3.68	3.38	3.34
应付账款周转率	2.9	2.7	3.5	2.5	2.0
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	0.65	0.91	1.13	1.54	1.85
每股经营现金流（最新摊薄）	1.61	2.17	1.20	2.99	1.98
每股净资产（最新摊薄）	7.82	9.61	10.56	11.86	13.47
估值比率					
P/E	29.0	20.6	16.6	12.2	10.2
P/B	2.4	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	16.6	11.4	8.9	5.8	4.4

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳
地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

北京
地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031
传真：86-10-88366686

上海
地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES