仅供内部参考，请勿外传

中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

北交所矿运装备龙头，智能化与新能源化拓新局

——同力股份深度报告

同力股份（920599.BJ）
工程机械

证券研究报告/公司深度报告

2026 年 09 月 10 日

评级：　增持（首次）

分析师：杨帅

执业证书编号：S0740524040002

Email：yangshuai01@zts.com.cn

联系人：张颖辉

Email：zhangyh07@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	462.52
流通股本(百万股)	350.57
市价(元)	17.88
市值(百万元)	8,269.95
流通市值(百万元)	6,268.27

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	6,145	6,389	7,058	7,813	8,663
增长率 yoy%	5%	4%	10%	11%	11%
归母净利润（百万元）	793	839	937	1,050	1,178
增长率 yoy%	29%	6%	12%	12%	12%
每股收益（元）	1.71	1.81	2.03	2.27	2.55
每股现金流量	3.18	0.85	2.71	2.39	2.74
净资产收益率	26%	23%	21%	19%	17%
P/E	10.4	9.9	8.8	7.9	7.0
P/B	2.7	2.3	1.8	1.5	1.2

备注：股价截止自2026 年 09 月 10 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

■ **同力股份：非公路宽体自卸车龙头，新能源化兑现产业化，扩产打开成长空间**

1）同力股份成立于 2005 年，深耕于非公路宽体自卸车业务二十余载：2021 年公司在北交所上市，成为北交所首批上市公司之一，公司业务聚焦于非公路宽体自卸车的研发、生产与销售，产品主要应用于露天矿山、水利水电、大型工程等领域，并与紫金矿业、洛阳钼业，神华集团等大型企业长期保持稳定合作，是国内非公路宽体自卸车龙头企业之一。

2）公司业绩整体呈稳健增长态势，新能源化兑现产业化并打开成长空间：①矿山运输设备行业具有较强的周期性，全球矿业资本开支及国内矿山大型化趋势直接作用于矿用车的需求与价格。2019-2025 公司营收规模逐年增长，营收从 25.38 亿元增长至 63.89 亿元，复合增速达 16.63%。从归母净利润方面来看，2019-2025 年公司归母净利润从 2.41 亿元增长至 8.39 亿元，复合增速达 23.11%。2026 年上半年营业收入 35.53 亿元，同比增加 12.13%，归母净利润 4.06 亿元，同比增加 26.26%，收入和利润均保持正增长。②分产品来看，整车-宽体自卸车业务是公司的主要营收来源，2023-2025 年整车业务占公司总营业收入 90%以上。③分地区来看，公司形成以国内业务为主、海外业务为辅的地区发展格局。

■ **非公路宽体自卸车行业：矿山资本开支周期与技术更新共振，行业景气上行**

1）行业属性：非公路宽体自卸车是矿山工程运输核心装备，市场空间广阔：①非公路宽体自卸车，简称宽体自卸车，是一种结合了公路重卡和工程机械技术基础进行系统设计制造的自卸车，接式车架，有效载荷为 20t-80t 之间，属于我国工程机械行业的新兴产品。作为在特定工况下的装载运输设备，非公路宽体自卸车主要应用在露天煤矿、金属矿、建材矿以及大型水电工一般采用栓程。②据中国工程机械工业协会统计，2025 年非公路矿用自卸车年度平均工作时长达到 1716 小时，在工程机械各品类中位居榜首，显示出该设备在矿山作业中的高利用率特征。③从购置成本和运营维护成本两方面看，非公路宽体自卸车购置经济性明显。

2）行业空间：全球矿业资本开支回暖，国内"十五五"重大项目与"一带一路"基建需求支撑：①全球矿业资本开支正经历显著复苏，卡特彼勒预计 2024-2030 年全球矿业资本开支累计增长 50%。矿山开采活动活跃度维持高位，这一需求直接推动我国 2026 年一季度在海外矿山机械出口同比增长 61.85%。②2026 年是"十五五"规划开局之年，国家重大项目推进、矿山设备招标、城市更新及新能源升级为工程机械需求提供良好环境。③"一带一路"共建国家基础设施建设需求旺盛，为矿山机械出口提供广阔增量空间，据海关总署数据，2025 年全年我国进出口总值超过 45 万亿元，创历史新高。其中对共建"一带一路"国家进出口 23.6 万亿元，增长 6.3%，占进出口总值的 51.9%。2026 年一季度，我国工程机械对"一带一路"沿线国家出口额占比达 43.4%，同比增长 24.6%。从产品类型看，工程机械零部件、履带挖掘机、非公路矿用自卸车等品类出口额明显增加，高端化、电动化机型成为出口新亮点。

3）行业竞争：行业集中度较高，龙头优势稳固：我国非公路自卸车行业发展前景良好，市场规模不断扩大，市场竞争日趋激烈，形成了以同力股份，三一重工，徐

仅供内部参考，请勿外传

工机械，宇通重工等企业竞争格局。按主营产品划分，可将从事非公路宽体自卸车制造的企业大致分为两类，专业化和综合化的非公路宽体自卸车制造企业。以同力股份为代表的专业化非公路宽体自卸车制造企业，其主营产品即生产制造非公路宽体自卸车系列产品。以徐工为代表的综合化非公路宽体自卸车制造企业，则是在确保不影响自身原有重卡或其他工程机械产品生产的同时，利用现有或扩充产能补充生产部分非公路宽体自卸车产品。

- **公司优势：智能化+新能源化，打开长期成长天花板**

1）智能化：以无人驾驶为代表的技术升级，加速施工效率与安全性提升，引领行业变革：①公司在智能化技术储备方面取得了显著进展，特别是在无人驾驶技术的应用上，已实现商业化条件，并与多家无人驾驶公司合作推出面向无人驾驶的商业化产品。②公司在露天煤矿无人驾驶矿卡行业市占率全国第二，截至 2024 年 9 月，临工、同力和北方股份等传统矿卡领军企业通过与无人驾驶解决方案商进行深度绑定合作，已占据市场前三的位置，份额分别为 30.4%、29.2%和 7.9%。

2）新能源化：全栈自研叠加量产先发，新能源车型占比较高，客户导入验证龙头卡位：①公司在新能源产品方面表现出显著的量产先发优势，2026 年新能源产品销量占比超过 65%，毛利率比传统燃油车型高出 5-8 个百分点。②公司拥有 273 名研发人员，占员工总量 28.83%，专利数量从 117 项增加到 165 项，发明专利从 15 项增加到 18 项，显示出持续的创新投入和成果。

- **首次覆盖，给予“增持”评级：**根据业务拆分及盈利预测模型，我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 70.58/78.13/86.63 亿元，归母净利润分别为 9.37/10.50/11.78 亿元，当前股价对应 PE 分别为 8.8/7.9/7.0 倍。考虑到公司业务受益于新能源和无人驾驶车型加速渗透，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示：**行业周期与宏观经济波动风险；行业竞争风险；新能源与智能化转型风险；研报信息更新不及时；市场空间测算偏差风险。



仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1 同力股份：非公路宽体自卸车龙头，新能源化兑现产业化，扩产打开成长空间 ...5
1.1 发展历程：深耕矿山运输设备二十余载，从燃油宽体车到新能源矿用车的技术破局之路 5
1.2 主营业务：非公路宽体自卸车为基本盘，新能源车型占比较高 6
1.3 股权结构：公司管理团队技术背景深厚，利于战略执行与经营决策高效性 9
2 非公路宽体自卸车行业：矿山资本开支周期与技术更新共振，行业景气上行 10
2.1 行业属性：非公路宽体自卸车是矿山工程运输核心装备，市场空间广阔 ..10
2.2 行业空间：全球矿业资本开支回暖，国内"十五五"重大项目与"一带一路"基建需求支撑 12
2.3 行业竞争：行业集中度较高，龙头优势稳固 14
3 公司亮点：智能化+新能源化打开长期成长天花板 20
3.1 智能化：以无人驾驶为代表的技术升级，加速施工效率与安全性提升，引领行业变革 20
3.2 新能源化：全栈自研叠加量产先发，新能源车型占比较高，客户导入验证龙头卡位 22
盈利预测与投资建议 28
风险提示 29

图表目录

图表 1: 公司发展历程 5
图表 2: 公司覆盖非公路宽体自卸车、矿用自卸车等共四大业务板块 6
图表 3: 公司 2019-2026H1 营收及增速 7
图表 4: 公司 2019-2026H1 归母净利润及增速 7
图表 5: 公司分产品营业收入 7
图表 6: 公司分产品毛利率 7
图表 7: 公司分地区营业收入 7
图表 8: 公司销售毛利率及销售净利率 8
图表 9: 公司应收账款周转天数 8
图表 10: 公司经营活动产生的现金流量 9
图表 11: 公司流动比率与速动比率 9
图表 12: 公司股权结构（截至 2026 年二季度） 10
图表 13: 非公路宽体自卸车相比公路自卸车和矿用自卸车优势明显 11
图表 14: 2025 年各类工程机械设备年度平均工作时长 11
图表 15: 非公路宽体自卸车具有明显的适应性和经济性 12
图表 16: 2025 上半年中国固定资产投资行业增速 13
图表 17: 2025 年中国对各个地区进出口对比图 14
图表 18: 三一重工 2021-2026H1 营收及增速 15
图表 19: 三一重工 2021-2026H1 归母净利润及增速 15
图表 20: 三一重工 2025 年海外各区域营业收入 16
图表 21: 徐工机械 2022-2026H1 营收及增速 17
图表 22: 徐工机械 2022-2026H1 归母净利润及增速 17
图表 23: 宇通重工 2022-2026H1 营收及增速 18
图表 24: 宇通重工 2022-2026H1 归母净利润及增速 18
图表 25: 宇通重工矿卡装备 18
图表 26: 公司研发费用及研发费用率 20
图表 27: 公司研发人员及占比 20

仅供内部参考，请勿外传

图表 28: 公司和多家无人驾驶企业保持合作 20
图表 29: 露天煤矿无人驾驶矿卡同力股份市占率领先 21
图表 30: 新能源宽体自卸车与传统宽体自卸车对比图 22
图表 31: 新能源宽体自卸车分类 23
图表 32: 中国新能源宽体自卸车行业相关政策 24
图表 33: 预计 2024-2029 年中国新能源宽体车市场规模 CAGR 为 43% 25
图表 34: 2024 中国新能源宽体自卸车以宇通和同力为主 25
图表 35: 公司研发项目 26
图表 36: 公司前五大客户 27
图表 37: 公司业务拆分 28
图表 38: 可比公司估值表 29

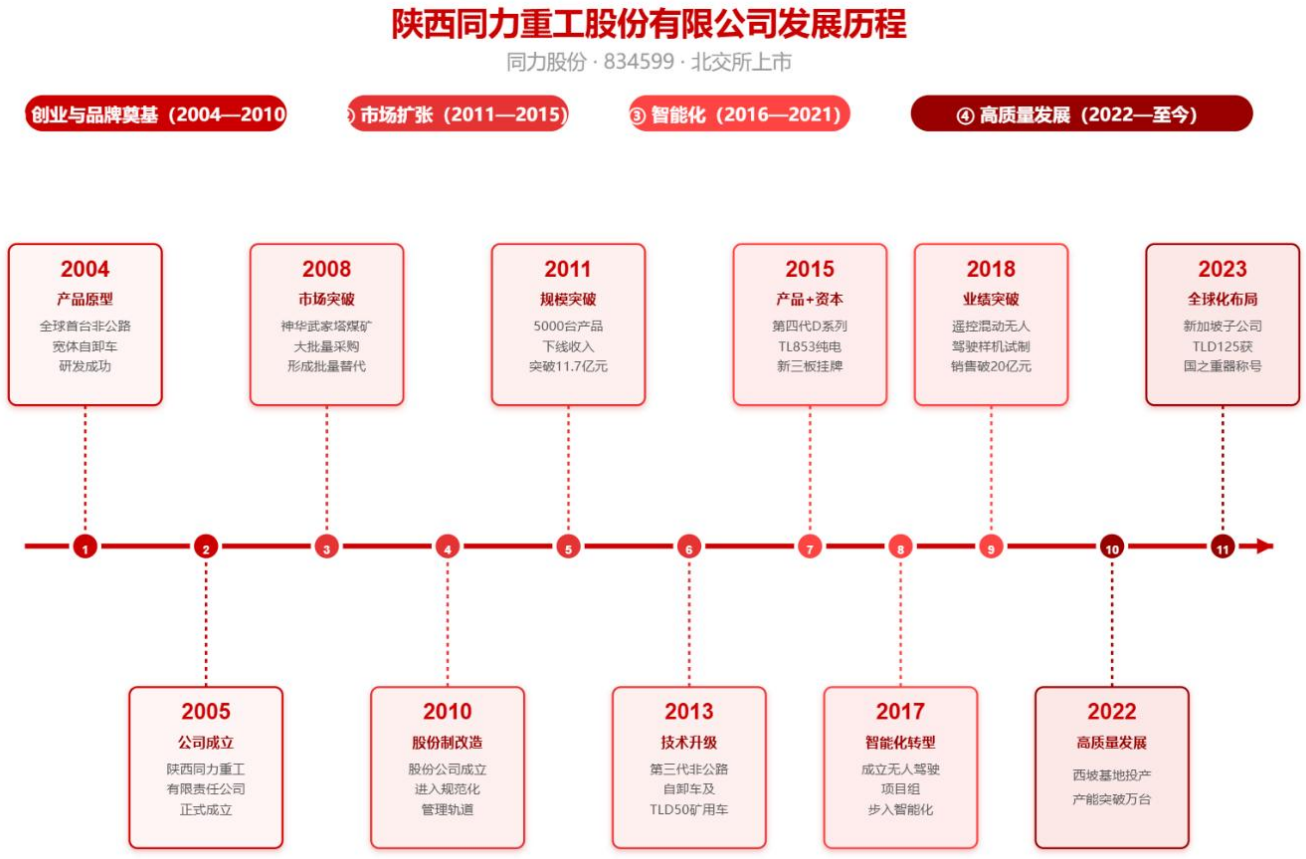
仅供内部参考，请勿外传

1 同力股份：非公路宽体自卸车龙头，新能源化兑现产业化，扩产打开成长空间

1.1 发展历程：深耕矿山运输设备二十余载，从燃油宽体车到新能源矿用车的技术破局之路

- **公司成立于 2005 年，2021 年在北交所上市。**公司主营业务为非公路宽体自卸车的研发、制造与销售，是国内首家专业研发、制造非公路宽体自卸车的高新技术企业，国内非公路宽体自卸车行业龙头制造商。公司形成了以非公路宽体自卸车研发、制造为主，延伸至新能源智能装备制造、海外市场拓展的多元业务布局。公司发展历程始于 2004 年全球第一台非公路宽体自卸车的研发成功，2005 年正式成立公司，2008 年神华集团武家塔煤矿大批量、集群式采购同力宽体车作业，形成对公路车的批量替代，2010 年完成股份制改造、股份公司成立，2011 年 5000 台产品下线、销售收入突破 11.7 亿元，2013 年推出行业第三代非公路自卸车产品及 TLD50 矿用车，2015 年推出第四代 D 系列（自动挡）产品并成功试制首台纯电动宽体矿车 TL853、同年新三板挂牌，2017 年成立无人驾驶项目组步入智能化领域，2018 年销售额突破 20 亿元，2022 年西坡基地投产、产能突破 10000 台，2023 年新加坡子公司成立、TLD125 产品获"国之重器"称号并实现批量市场应用。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

■ **公司拥有多种车型，与大型企业长期保持稳定合作。**公司主要产品为 TL885、TL891、TLE120、DTH145 等多种非公路宽体自卸车，涵盖燃油车型和新能源车型（纯电、混动、氢能），并以新能源车型为核心，通过燃油车型补充扩大产品矩阵，有效地整合了矿山运输关键资源，最大限度地满足客户的运输要求。应用于煤炭、金属矿、砂石骨料、水泥建材、水利水电等多个领域，与紫金矿业、洛阳钼业，神华集团等客户建立了较为稳定的合作关系。

图表 2：公司覆盖非公路宽体自卸车、矿用自卸车等共四大业务板块



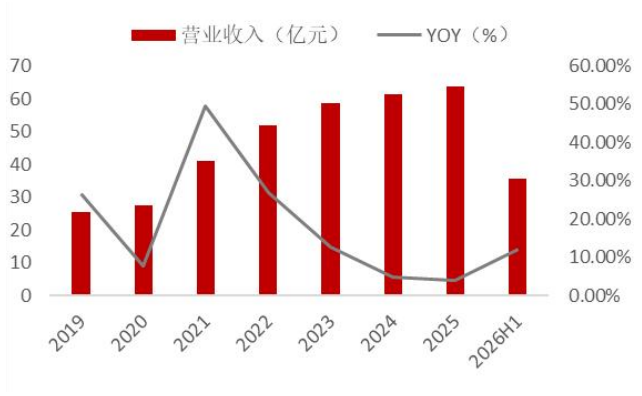
来源：公司官网，中泰证券研究所

1.2 主营业务：非公路宽体自卸车为基本盘，新能源车型占比较高

■ **矿山运输设备行业主要受全球矿业资本开支和国内基建需求的影响，公司营业收入与归母净利润整体表现呈周期性发展。**矿山运输设备行业具有一定的周期性，全球矿业资本开支、国内"十五五"重大项目以及"一带一路"基建需求的周期性变化，直接作用于矿用车的需求和产品结构。公司的营业收入以及归母净利润均保持增长趋势。1）2019-2025 公司营收规模逐年增长，营收从 25.38 亿元增长至 63.89 亿元，复合增速达 16.63%。从归母净利润方面来看，2019-2025 公司归母净利润从 2.41 亿元增长至 8.39 亿元，复合增速达 23.11%。主要由于：矿山设备市场在经历 2020-2021 年恢复期后，2022 年新能源产品开始快速放量，2023 年新能源占比快速提升带动毛利率改善。2）2023-2025 年营收增速逐步放缓但盈利能力持续提升。2025 年营业收入为 63.89 亿元，同比增长 3.98%，归母净利润为 8.39 亿元，同比增长 5.83%，归母净利润增速高于营收增速，主要由于：第一、新能源产品占比持续提升，新能源车型毛利率高于燃油车型 5-8 个百分点，带动销售净利率从 2023 年的 10.59%提升至 2025 年的 13.14%；第二、海外业务拓展成效显著，2024 年海外营收 10.11 亿元，毛利率 34.03%，显著高于国内水平，高毛利海外业务占比提升带动整体盈利能力改善。2026 年上半年营业收入 35.53 亿元，同比增加 12.13%，归母净利润 4.06 亿元，同比增加 26.26%，收入和利润均保持正增长。

仅供内部参考，请勿外传

图表 3：公司 2019-2026H1 营收及增速



来源：ifind，中泰证券研究所

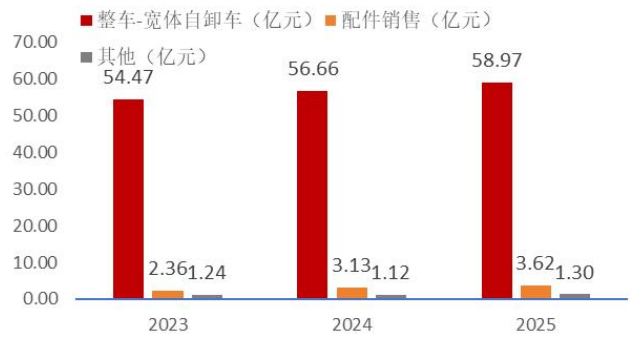
图表 4：公司 2019-2026H1 归母净利润及增速



来源：ifind，中泰证券研究所

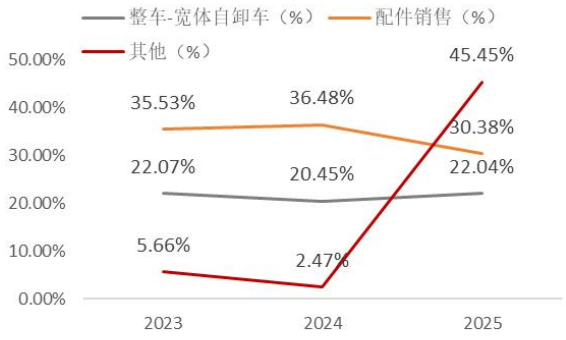
■ **公司业务集中于非公路宽体自卸车，形成国内为主、海外为辅的发展格局。**1）分产品来看，整车-宽体自卸车业务是公司的主要营收来源，2023-2025 年分别占公司总营业收入 92.95%、92.21%、92.30%；整车业务营收保持增长但增速放缓，毛利率呈提升趋势，2023-2025 年整车毛利率分别为 22.07%、20.45%、22.04%。2）分地区来看，公司形成国内业务为主、海外业务为辅的地区发展格局。国内收入始终占据主导，近三年占比稳定在 83.3%－83.6%。海外收入占比在 16.4%-16.7% 之间小幅波动，规模从 9.81 亿元增至 10.54 亿元，逐年稳步扩大。

图表 5：公司分产品营业收入



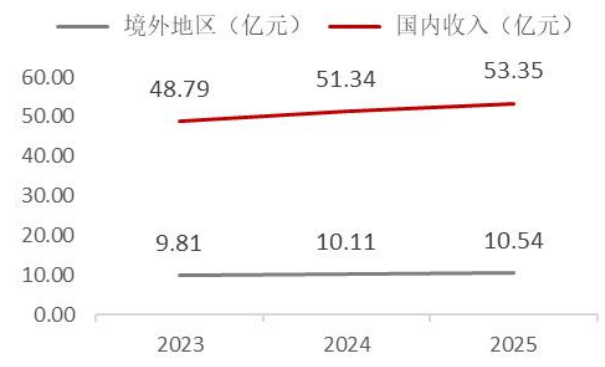
来源：ifind，中泰证券研究所

图表 6：公司分产品毛利率



来源：ifind，中泰证券研究所

图表 7：公司分地区营业收入



来源：ifind，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

- **公司销售毛利率及销售净利率同步变化且持续提升，呈稳健增长态势。**2022-2025 年，公司销售毛利率与销售净利率持续提升，销售毛利率分别为 19.24%，22.74%，21.45%，22.99%，销售净利率分别为 9.01%，10.59%，12.91%，13.14%。主要由于 2022 年新能源产品开始快速放量，2023 年新能源占比快速提升带动毛利率改善。

- **公司应收账款周转天数呈上升趋势发展，经营活动产生的现金流量 2024 有所上升。**2022－2025 年，公司应收账款周转天数整体呈上升趋势，回款周期有所拉长。2022 年公司应收账款周转天数为 79.11 天，2023 年延长至 106.17 天，2024 年进一步增至 117.82 天，2025 年小幅回落至 109.74 天。周转天数的延长反映下游客户回款节奏放缓，公司资金占用周期增加。经营活动产生的现金流量净额方面，2022 年为 0.62 亿元，2023 年提升至 2.77 亿元，2024 年大幅增至 14.70 亿元，2025 年回落至 3.93 亿元。2025 年回归常态水平，与 2023 年规模相近。整体来看，公司在营收规模持续扩大的背景下，经营活动现金流基本保持正向流入，但年度间波动较大，与应收账款周转天数的变动节奏并不完全同步，显示出回款受季节性及客户结算周期影响较为明显。

图表 8：公司销售毛利率及销售净利率



来源：ifind，中泰证券研究所

图表 9：公司应收账款周转天数



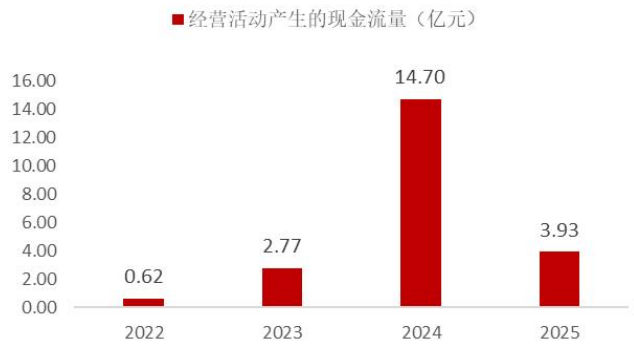
来源：ifind，中泰证券研究所

- **公司流动比率、速动比率整体保持合理水平，同时呈上升趋势发展。**公司流动比率逐年改善，从 2022 年的 1.36 提升至 2025 年的 1.66，短期偿债

仅供内部参考，请勿外传

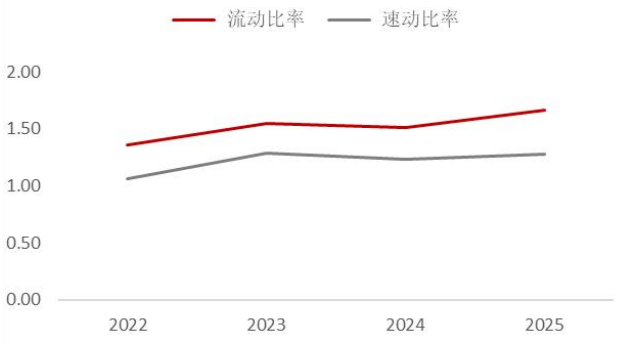
能力持续增强。速动比率同步提升，从 2022 年的 1.06 升至 2023 年的 1.29，2024－2025 年在 1.23－1.28 区间小幅波动，整体优于 2022 年水平。

图表 10：公司经营活动产生的现金流量



来源：ifind，中泰证券研究所

图表 11：公司流动比率与速动比率



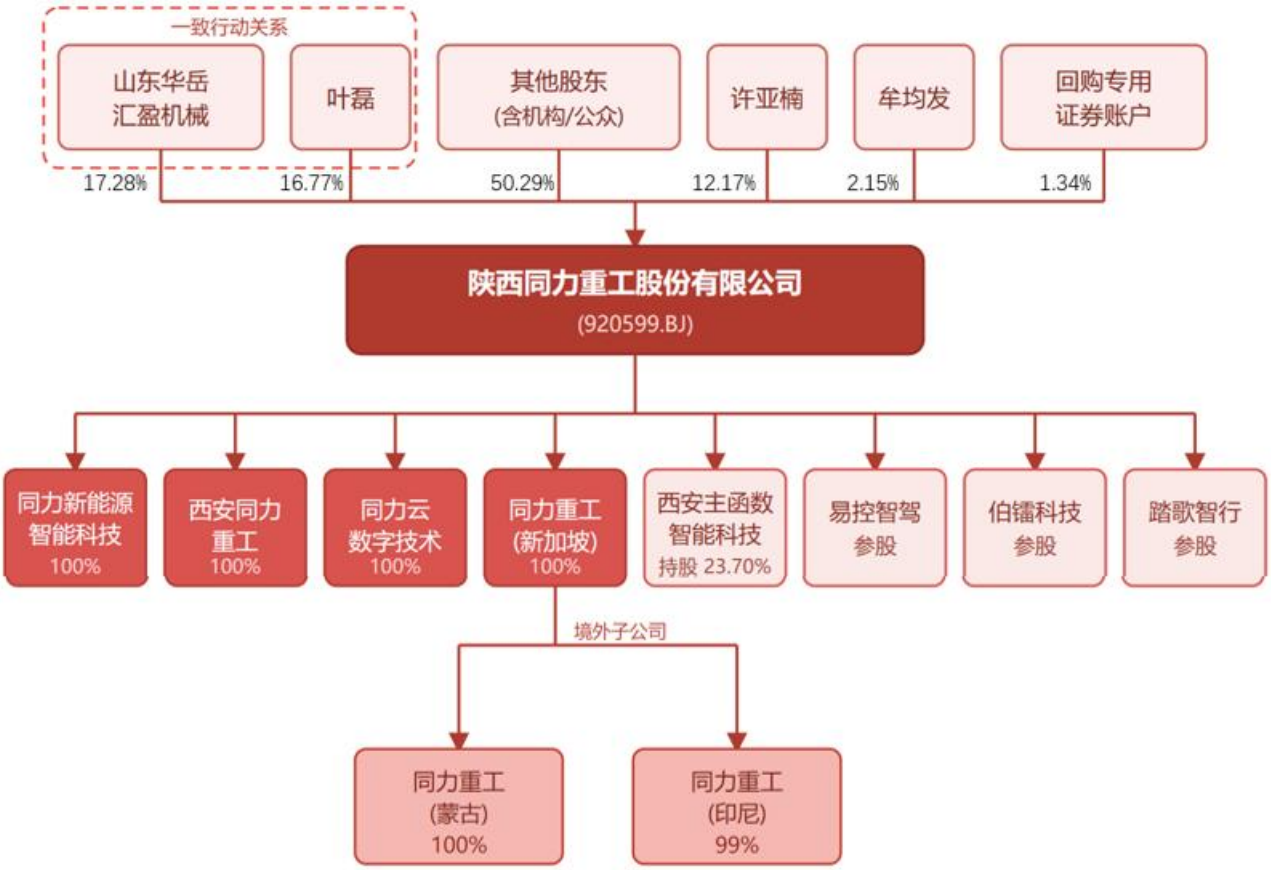
来源：ifind，中泰证券研究所

1.3 股权结构：公司管理团队技术背景深厚，利于战略执行与经营决策高效性

- **公司管理团队技术背景深厚，利于战略执行与经营决策高效性**。截至 2026 年二季度，公司无控股股东、无实际控制人，前三大股东分别为山东华岳汇盈机械设备有限公司（持股 17.28%）、叶磊（持股 16.77%）、许亚楠（持股 12.17%），核心管理团队技术背景深厚，创始团队及技术骨干均持有股份，利益绑定紧密，并通过主函数智能科技布局无人驾驶领域，战略执行能力强。

仅供内部参考，请勿外传

图表 12：公司股权结构（截至 2026 年二季度）



来源：ifind，中泰证券研究所

2 非公路宽体自卸车行业：矿山资本开支周期与技术更新共振，行业景气上行

2.1 行业属性：非公路宽体自卸车是矿山工程运输核心装备，市场空间广阔

- **非公路宽体自卸车，简称宽体自卸车。**宽体自卸车是一种结合了公路重卡和工程机械技术基础进行系统设计制造的自卸车，一般采用栓接式车架，有效载荷为 20t-80t 之间，属于我国工程机械行业的新兴产品。非公路宽体自卸车定位于露天场地物料转运行业，主要需求来自于用户对该类产品的购置和运营成本、安全性、可靠性、售后服务便捷及时性的综合考量。作为在特定工况下的装载运输设备，非公路宽体自卸车主要应用在露天煤矿、金属矿、建材矿以及大型水电工程。

仅供内部参考，请勿外传

图表 13：非公路宽体自卸车相比公路自卸车和矿用自卸车优势明显

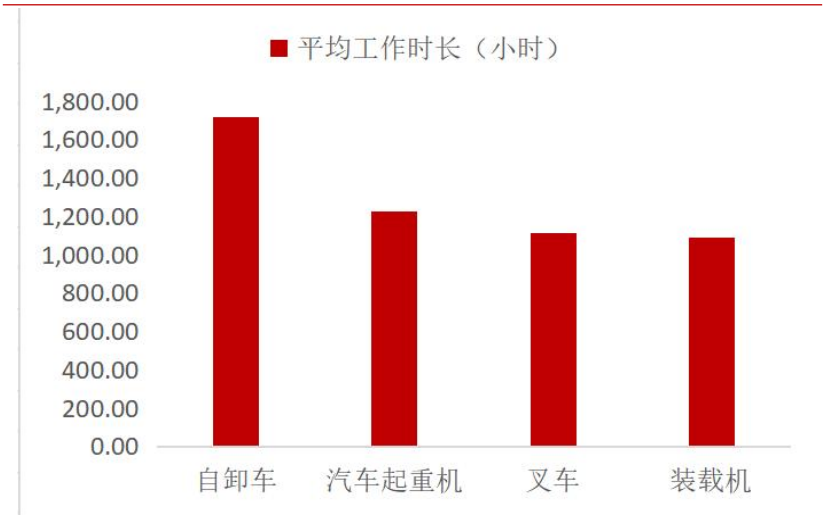
公路自卸车、非公路宽体自卸车、非公路矿用自卸车的主要区别对比如下：

类别	公路自卸车	非公路矿用自卸车	非公路宽体自卸车
车架结构	栓接式车架	刚性焊接车架	栓接式车架
行驶道路	公路/非公路	非公路	非公路
路面适应性	低	高	中
载重量	10t-20t	70t以上	20t-80t
使用寿命	公路工况：10年以上 非公路工况：5年以下	10年以上	5-10年
安全性	低	高	高
单价	10万-20万	100万-3000万	50万-100万
运营维护成本	中	高	低
售后服务便捷性	高	低	高
应用场景	公路运输/矿区运输	矿区运输	矿区运输

来源：招股说明书，中泰证券研究所

- **据中国工程机械工业协会统计。**2025 年非公路矿用自卸车年度平均工作时长达到 1716 小时，在工程机械各品类中位居榜首，显著高于汽车起重机（1228 小时）、叉车（1116 小时）和装载机（1088 小时），反映出矿山运输需求的持续旺盛。2025 年全年非公路矿用自卸车平均开工率为 43.9%，显示出该设备在矿山作业中的高利用率特征。

图表 14：2025 年各类工程机械设备年度平均工作时长



来源：中国工程机械协会，中泰证券研究所

- **从购置成本来说，非公路宽体自卸车具有一定优势。**国产非公路矿用自卸车的购置成本每吨载重量约 3-5 万元，进口非公路矿用自卸车每吨载重量约 5-8 万元；公路自卸车的购置成本为每吨载重量约 1.8 万元，而非公路宽体自卸车约每吨载重量 1.5 万元。例如，对于上述三种设备来说，载重量 40 吨的非公路矿用自卸车的购置成本一般在 150 万元以上，载重量 17 吨的公路自卸车约 31 万元，载重量 40 吨非公路宽体自卸车 60 万元左右。因此相比非公路矿用自卸车来说，非公路宽体自卸车的购置经济性显而易见。和公路自卸车相比，非公路宽体自卸车的购置经济性也具有一定的优势。

- **从运营和维护成本来说，非公路矿用自卸车由于总体市场规模较小，所以零配件的价格高。**特别是进口非公路矿用自卸车，其价格更高，而且供货周

仅供内部参考，请勿外传

期长。同时，其维修的技术要求高、难度大，因此，非公路矿用自卸车的运营和维护成本很高。公路自卸车由于承载重量受到汽车和公路相关法规的限制，其载重量较小，运营效率低。根据实际运营数据，同工况条件下，同功率的非公路宽体自卸车比公路自卸车承载能力提高30%，油耗降低15%。同时，公路自卸车难以适应复杂的工况环境，导致车辆故障率高，寿命短，因此公路自卸车的运营和维护成本也比较高。而非公路宽体自卸车针对特定工况设计制造，适应性和可靠性好，出勤率和运营效率较高，同时，其易损零配件大都选购公路重卡零配件，性价比高，供应充足。

- **综上所述，非公路宽体自卸车具有明显的适应性和经济性。**随着非公路宽体自卸车逐渐被市场认同，非公路宽体自卸车将逐步替代现有的同载重量级别的非公路矿用自卸车和公路自卸车。

图表 15：非公路宽体自卸车具有明显的适应性和经济性

	进口非公路矿用自卸车	国产非公路矿用自卸车	国产公路自卸车	非公路宽体自卸车
		购置成本		
每吨载重量(万元/吨)	5-8	3-5	1.8	1.5
购置成本(万元)	150万元以上(40t)		约31万元(17t)	60万元左右(40t)
		维护成本		
零配件	价格更高	价格高		价格低(供应充足)
运营效率			低(由于载重小)	高
运营维护成本	高(技术高)	高(技术高)	高(故障率高)	

来源：招股说明书，中泰证券研究所

2.2 行业空间：全球矿业资本开支回暖，国内"十五五"重大项目与"一带一路"基建需求支撑

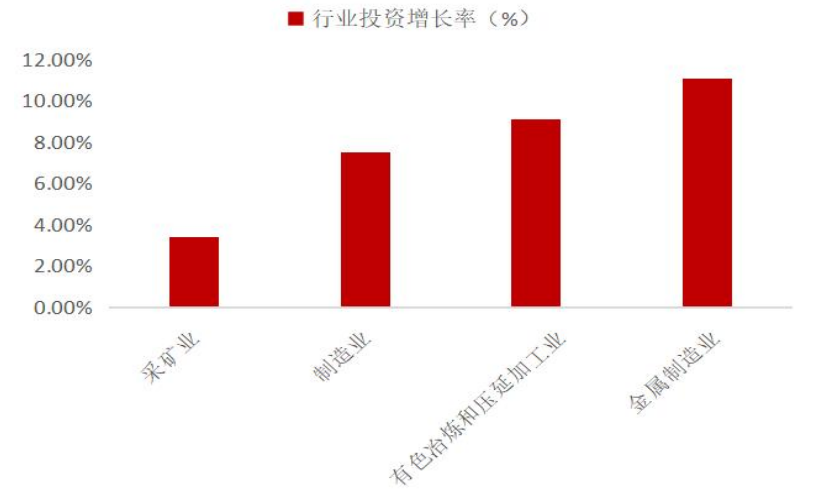
- **海外矿山机械出口领跑工程机械板块，全球矿业资本开支周期上行构筑外需底盘。**工程机械板块对矿山设备的需求本质上是矿业资本开支的"二阶导"，卡特彼勒预计 2024-2030 年全球矿业资本开支累计增长约 50%,矿山开采活动活跃度维持高位。海外矿山开采活跃度维持高位，需求直接传导至中国工程机械出口端。中国工程机械工业协会公布的 2026 年 1-2 月数据显示，我国工程机械出口总额达 106.86 亿美元、同比增长 33.4%；从国别与产品结构看，对非洲出口增幅达 77%、大洋洲 50.6%、欧洲 28.1%，"一带一路"沿线占比已达 43.4%、同比+24.6%；从分品类看，中国重型机械工业协会统计 2026 年 1-2 月矿山机械出口同比增长 61.85%，是工程机械大类中增速最快的细分赛道；全球矿业资本开支增长约 50%的"长周期景气叠加

仅供内部参考，请勿外传

中国矿山机械出口 61.85%的高增速，表明海外矿山机械的高景气并非阶段性扰动，而是支撑整个工程机械板块未来几年业绩弹性的核心外需底盘。

- **国内"十五五"开局：固投稳基础+找矿勘查放量+设备更新政策托底，需求侧形成多重共振。**2026 年作为"十五五"规划开局之年，工程项目端的密集启动与产业升级端的政策托底形成需求侧多重共振。国家统计局数据显示，2025 年上半年全国固定资产投资（不含农户）248654 亿元、同比增长 2.8%，分行业看，采矿业投资增长 3.4%、制造业投资增长 7.5%；其中有色金属冶炼和压延加工业增长 9.1%、金属制品业增长 11.1%，设备工器具购置投资增速达 17.3%，设备购置增速大幅快于固投总量增速，表明投资正在从"土建"向"装备"切换，这恰恰是工程机械需求结构最直接的有利信号。

图表 16：2025 上半年中国固定资产投资行业增速



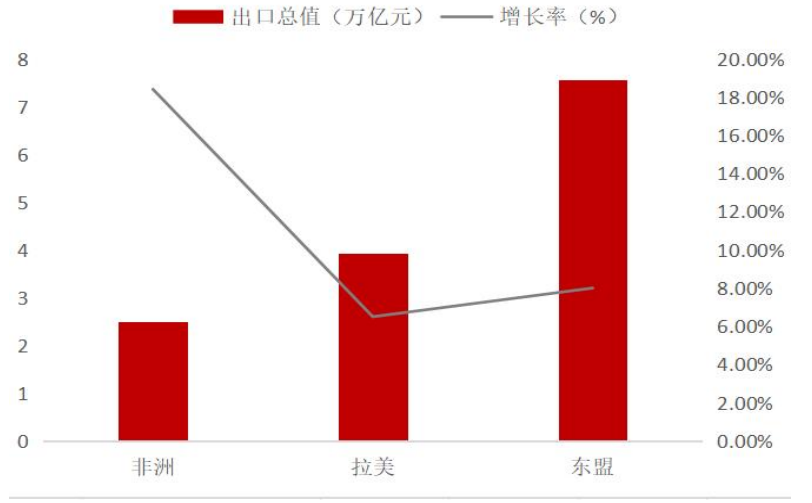
来源：中国国家统计局，中泰证券研究所

- **找矿勘查端的真金白银投入是另一条同步放量的主线。**自然资源部数据显示，2025 年上半年我国非油气矿产勘查投入达 69.93 亿元、同比增长 23.9%，且锡、铝土矿、钨、铜矿等重要矿种找矿勘查投入增长超过 50%，与此同时，国内大型露天矿、新疆煤炭、铜矿等增量项目，以及城市更新、新能源（光伏、风电、储能）基础设施升级等多元下游，对挖掘机、装载机、非公路矿用自卸车等品类形成全面拉动。

- **"一带一路"基建拉动板块出口：贸易规模创历史新高+高端化/电动化结构升级。**"一带一路"共建国家基础设施需求旺盛，为工程机械出口打开了广阔且长期的增量空间。海关总署数据显示，2025 年全年我国进出口总值超过 45 万亿元、创历史新高；其中对共建"一带一路"国家进出口 23.6 万亿元、同比增长 6.3%、占我国进出口总值的 51.9%；对东盟、拉美、非洲进出口分别为 7.55 万亿元、3.93 万亿元、2.49 万亿元，分别增长 8%、6.5%和 18.4%。2026 年一季度我国工程机械对"一带一路"沿线国家出口额占比达 43.4%、同比增长 24.6%，海外市场已成为工程机械板块增长的核心引擎。

仅供内部参考，请勿外传

图表 17：2025 年中国对各个地区进出口对比图



来源：中国海关总署，中泰证券研究所

- **从结构层面看，出口高增不仅体现在规模，更体现在品类升级与价值跃迁。**2026 年一季度挖掘机主要制造企业销售挖掘机 73336 台同比增长 19.5%，其中国内销 39579 台（+8.25%）、出口 33757 台（+36.1%）；装载机销售 38325 台（+25.4%），其中国内 18677 台（+14%）、出口 19648 台（+38.5%）；挖掘机与装载机作为工程机械产销量最大的两个品类，出口增速分别领先内销增速近 28 与 24.5 个百分点。

- **从分品类看，工程机械零部件、履带挖掘机、非公路矿用自卸车等品类出口额明显增加，高端化电动化机型成为出口新亮点。**更具结构性意义的是，2026 年一季度装载机品类中电动装载机销量国内达 9581 台,出口达 714 台，绿色化产品正在快速打开海外市场。

2.3 行业竞争：行业集中度较高，龙头优势稳固

- **我国非公路自卸车行业发展前景良好，市场规模不断扩大。**非公路自卸车市场竞争日趋激烈，形成了以同力股份，三一重工，徐工机械，宇通重工等企业竞争格局。按主营产品划分，可将从事非公路宽体自卸车制造的企业大致分为两类：专业化和综合化的非公路宽体自卸车制造企业。以同力股份为代表的专业化非公路宽体自卸车制造企业，其主营产品即生产制造非公路宽体自卸车系列产品。以徐工为代表的综合化非公路宽体自卸车制造企业，则是在确保不影响自身原有重卡或其他工程机械产品生产的同时，利用现有或扩充产能补充生产部分非公路宽体自卸车产品。

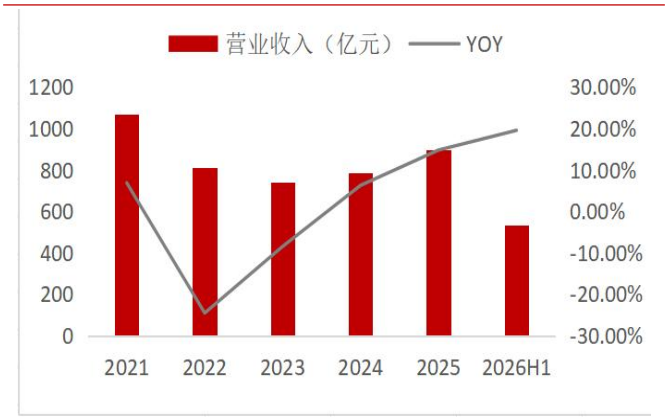
- **三一重工是中国工程机械行业全球化程度较高、综合实力较强的龙头企业之一。**公司于 2003 年 7 月 3 日在上交所主板挂牌上市，是中国股权分置改革首家成功并实现全流通的企业。2011 年 7 月，三一重工首次入围英国《金融时报》全球市值 500 强，成为当时唯一上榜的中国工程机械企业，标志着公司迈入世界级企业行列；2021 年公司首次跻身《福布斯》全球企业 500 强，国际影响力持续攀升。在国际化扩张的战略路径上，三一重工于 2012 年完成了工程机械行业具有里程碑意义的两笔跨国并购，收购"全球混凝土机械第一品牌"德国普茨迈斯特，并战略持股"全球随车起重机械巨头"奥地利帕尔菲格。公司秉承"品质改变世界"的企业使命，三一重工围绕混凝土机械、挖掘机械、起重机械、筑路机械、桩工机械等核心品类构建了业内领先的多元化产品矩阵，并持续投入大量资源用于研发创新，先后四次荣获"国家科技进步奖"，截至 2024 年 12 月 31 日公司专利授权累计逾 8900 项，构筑起深厚的技术护城河。在全球运营网络方面，三一重工具备成熟的

仅供内部参考，请勿外传

国际化服务体系：截至 2024 年末，公司在全球拥有约 2700 名服务工程师、约 1900 个销售及服务网点及超 240 个直营网点，并在印度、美国、德国、印度尼西亚相继投资建设了研发和制造基地，形成了覆盖五大洲的研产销一体化布局，为公司持续推进全球化、数智化、低碳化三大战略提供了坚实基础。

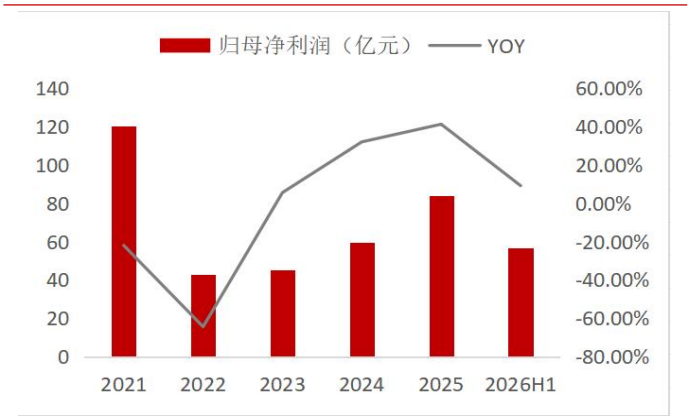
- **三一重工从 2021 年至 2025 年经历了"高位回落—底部企稳—弹性复苏"行业周期。**2021 年公司处于周期高位，营收突破千亿元、净利润逾 120.33 亿元，销售净利率达 11.6%；2022 年受国内工程机械行业深度下行冲击，营收与归母净利润均遭遇大幅回调，净利率压缩至 5.5%的周期低点，盈利能力显著承压；2023 年起公司业绩率先企稳回升，归母净利润领先于营收率先转正，海外业务高增有效对冲了国内需求疲软；2024 年至 2025 年，营收与利润同步进入加速修复通道，归母净利润连续实现超 30%及 40%的高增速，经营性现金流创历史新高，销售净利率回升至 9.51%。纵观五年，公司归母净利润从周期底部强劲反弹近一倍，盈利修复速度持续快于营收修复速度。2026 年上半年营业收入 535.1 亿元，同比增加 19.49%，归母净利润 56.9 亿元，同比增加 9.13%，收入和利润均保持正增长。

图表 18：三一重工 2021-2026H1 营收及增速



来源：ifind，中泰证券研究所

图表 19：三一重工 2021-2026H1 归母净利润及增速

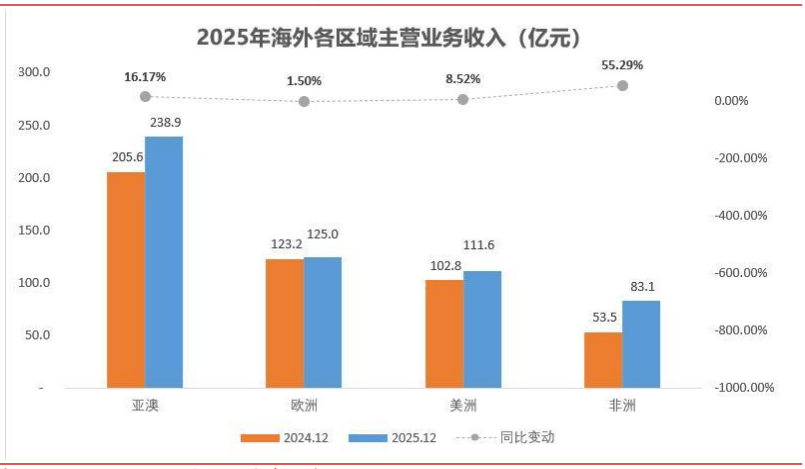


来源：ifind，中泰证券研究所

- **三一重工将全球化确立为第一大战略。**公司加速由“产品出口”向“产业出海”的全面运营升级，2025 年实现国际主营业务收入 558.6 亿元（同比+15.1%），占营收比重达 64%，已成为公司业绩持续修复的核心引擎。截至 2025 年底，海外产品销售覆盖 150 多个国家与地区，亚澳区域收入 238.9 亿元（+16.17%），欧洲区域 125 亿元（+1.5%），美洲区域 111.6 亿元（+8.52%），非洲区域 83.1 亿元（+55.29%），新兴市场渠道布局进入收获期。公司围绕“集团主导、本土经营、服务先行”战略持续夯实全球化运营根基，已建立覆盖 400 多家海外子公司、合资公司及经销商的渠道体系，并在全球 129 个国家和地区上线统一客户互动平台 MySANY 提升服务效率。同时，公司正式成立全球大客户总部，聚焦全球头部矿业企业、跨国基建承包商及租赁商，提供从方案设计、成套化设备交付到驻点运维的全生命周期综合解决方案，2025 年全球市场推广产品达 60 款，全球化运营体系日趋成熟，国际竞争力与盈利质量持续提升。

仅供内部参考，请勿外传

图表 20：三一重工 2025 年海外各区域营业收入



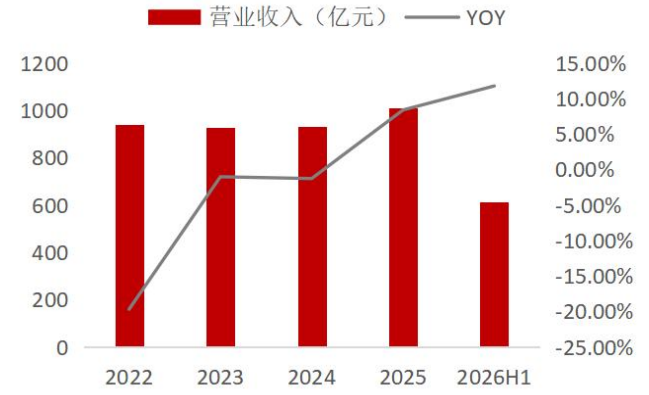
来源：三一重工 2025 年报，中泰证券研究所

- **徐工机械是具有全球竞争力、影响力和美誉度的千亿级龙头企业。**徐州工程机械集团有限公司前身为 1943 年创建的华兴铁工厂，1989 年组建成立国内行业首家集团公司，是中国工程机械产业的奠基者、开创者和引领者，也是具有全球竞争力、影响力与美誉度的千亿级龙头企业和世界领先品牌。公司主要指标始终稳居中国工程机械行业第 1 位，目前位列全球工程机械行业第 3 位，是唯一连续七年稳居全球行业前四强的中国企业，并连续跻身《财富》中国 500 强和福布斯出海企业 30 强，已成功完成工程机械板块混改和重组整体上市，商用车板块混改亦已正式签约。近年来，徐工构建了工程机械、矿山机械、农业机械、核心零部件、数采保障机械和商用汽车、现代服务业"5+1+1"徐工特色现代化产业体系，业务范围覆盖工程机械、矿山机械、农业机械、应急救援装备、环卫机械和商用汽车、现代服务业等领域，创造了"全球第一吊""神州第一挖"等 100 多项国产首台套重大装备和近千项关键核心技术，其中 3 大类主机位列全球第一、16 类主机保持国内行业第一，起重机械居全球第一，道路机械、桩工机械、混凝土机械、高空作业平台等跻身全球第一阵营，10 多类主机和关键零部件市场占有率全国第一，新能源重卡销量保持行业第一。在国际化方面，徐工积极实施"走出去"战略，产品销售网络已覆盖 190 多个国家及地区，在全球建立了 300 多个海外网点为用户提供全方位营销服务，年出口突破 40 亿美元，连续 30 余年保持行业出口前列，9 类主机与 3 类关键基础零部件市场占有率居国内前列，5 类主机出口量和出口总额连续位居国内行业前列，汽车起重机、大吨位压路机销量稳居全球前列。

- **徐工机械在 2022—2025 年经历短周期穿越。**2022 年受行业深度下行冲击，营收与净利润双双大幅回落；2023 年起盈利率先修复，归母净利润重回双位数增长，呈现“收入企稳、利润先行”的结构性改善；2024 年归母净利润同比实现双位数增长，毛利率、净利率、现金流同步改善；2025 年营收历史性突破千亿元大关，归母净利润攀升至 65 亿元以上的历史次高区间，经营性现金流同比增长 148.42%。纵观周期，净利润自底部累计反弹逾五成，修复节奏持续领先于收入端。2026 年上半年营业收入 612.5 亿元，同比增加 11.75%，归母净利润 39.62 亿元，同比减少 9.09%，营业收入有所增加，归母净利润有所减少。

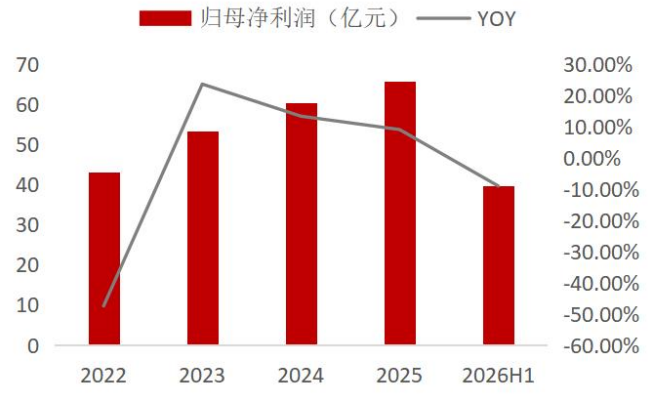
仅供内部参考，请勿外传

图表 21：徐工机械 2022-2026H1 营收及增速



来源：ifind，中泰证券研究所

图表 22：徐工机械 2022-2026H1 归母净利润及增速



来源：ifind，中泰证券研究所

- **徐工机械深耕国际化 30 余年，已构建起完善的全球布局与强大的国际化拓展能力。**公司正从"走出去""走进去"加速迈向"走上去"高质量发展阶段，形成了"出口贸易、海外绿地建厂、跨国并购和全球研发"四位一体的全球化发展模式，围绕"定向治理+精心赋能""业绩达成+平台建设""专项突破+高效协同"三条主线持续提升全球化运营能力，全力推进全球一体化运营和海外业务跨越式发展。目前公司拥有 50 余家海外子公司、300 余个海外经销商、2,000 余个海外服务备件网点、10000 余名当地化服务工程师，产品远销 190 多个国家和地区，覆盖"一带一路"沿线 95%以上的国家和地区，海外渠道与本地化服务网络优势显著。同时，公司打造"治理+赋能"人力资源平台，构建覆盖全球 14 大区的"训战一体化"人才培养体系，并以《徐工人才发展纲要》等纲领性文件强化人才战略支撑，为海外业务持续高质量发展注入强劲动能，国际竞争力与全球品牌影响力不断提升。

- **宇通重工是集科研开发、生产制造、销售售后服务于一体的专业制造企业。**公司于 2020 年在 A 股上市，被河南省科技厅认定为"高新技术企业"及"河南省创新龙头企业"。公司主营业务覆盖环卫设备、工程机械及矿用装备三大板块，并以"宇通环卫"、"宇通矿卡"、"宇通重装"三大品牌分别瞄准高品质新能源环卫设备、新能源矿用装备及新能源重型基础工程机械细分赛道，致力打造新能源作业设备引领者。2025 年公司营业收入逾 34.87 亿元，三大核心业务持续聚焦新能源赛道增长，以创新驱动专用作业场景更绿色、更智能、更高效，让人居环境更美好。

- **宇通重工 2021 年至 2025 年走出了一条“结构优化型”周期曲线。**2021 年重组更名登陆 A 股后首个完整年度即实现营收 37.57 亿元（+7.82%）、归母净利润 3.93 亿元（+33.55%），2022 年行业下行中营收小幅回落但净利润企稳，防御属性初显；2023 归母净利润近乎腰斩至 2.18 亿元；2024 年率先修复，营收反弹逾 30%，扣非增速领先表观、现金流由负转正；2025 年营收虽回落，但归母净利润高增至 3.09 亿元（+36.25%）。纵观五年，公司完成一轮“高位—深跌—修复”的深 V 穿越，盈利修复持续领先于收入修复。2026 年上半年营业收入 14.99 亿元，同比减少 9.72%，归母净利润 1.03 亿元，同比减少 13.1%，营业收入和归母净利润均有所下滑。

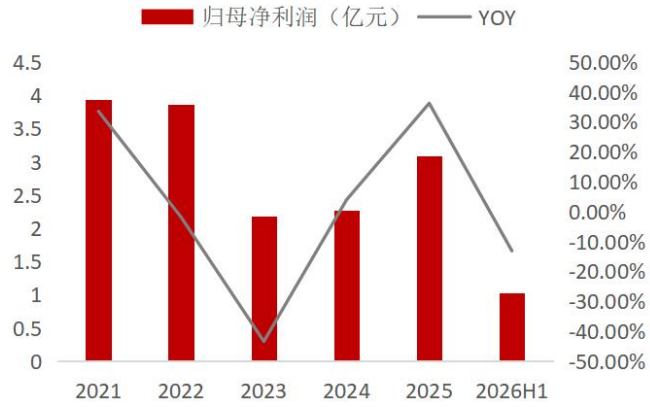
仅供内部参考，请勿外传

图表 23：宇通重工 2022-2026H1 营收及增速



来源：ifind，中泰证券研究所

图表 24：宇通重工 2022-2026H1 归母净利润及增速



来源：ifind，中泰证券研究所

■ **宇通重工拥有丰富的矿用装备制造经验。**公司自 2008 年开始矿用装备的生产制造，拥有 17 年矿用装备设计制造经验，产品广泛应用于矿山运输、港口运输、隧道施工、水电站及工程项目建设施工等各类工作场景。公司顺应双碳战略和电动化趋势，充分发挥新能源技术与产业化能力，于 2018 年在行业内率先正向研发并推广纯电矿用装备，率先实现了纯电矿卡量产和批量销售，新能源产品市场销量和占有率行业领先。目前公司产品涵盖新能源矿卡与燃油矿卡两大品类，其中新能源矿卡已形成包含充电、换电、混动、增程、无人驾驶在内的多个产品系列，可针对矿山运输、港口运输、隧道施工、水电站等不同应用场景，提供 90t、105t、120t、136t、145t 等不同吨位产品及整体解决方案，产品运营区域覆盖国内和海外。在经营模式上，由于矿用车市场需求受国家政策调整和基础设施建设周期影响波动较大，销售订单批量小、客户群体分散，公司采用面向订单生产+管理订单储备的生产运营模式，销售以直销为主、渠道经销为辅，并积极探索换电、增程、混动、无人驾驶等创新方案与驻矿、服务大包等售后解决方案，致力于为客户与合作伙伴创造更大价值。

图表 25：宇通重工矿卡装备



来源：宇通重工 2025 年报，中泰证券研究所

■ **宇通重工在电动化与智能化方面实现双轮驱动。**公司正加速向“零碳智慧矿山”解决方案提供商迈进，以“成为更多优质矿山选择的新能源矿卡”为品牌定位，坚持“能干、能省、更安全”的价值主张，致力于打造新能源矿卡第一品牌。新能源产品持续迭代，于 2018 年发行纯电矿卡，2023 年推出第二代，2025 年再度升级至第三代：搭载自研 E 平台，动力提升 10%、

仅供内部参考，请勿外传

能耗降低 10%，电池循环次数增至 4200 次、寿命提升 50%，充电速度提升 20%，整车可靠性同步增强。智能化方面，公司无人驾驶矿卡凭借稳定线控底盘与先进无人驾驶系统引领行业，已在邹城凫山矿、首钢水厂铁矿、圣雄黑山煤矿等项目运营超 400 台，安全运营超 2000 万公里，出勤率达 95%以上，其中邹城凫山矿为全国首个“5G 全覆盖+全矿新能源”零碳智慧矿山，实现 7×16 小时常态化无人作业；公司还依托自研车联网平台开发“安睿通”智能管理系统，提供管车、用车、养/修车全周期数字化服务，全面赋能矿山智慧运营。

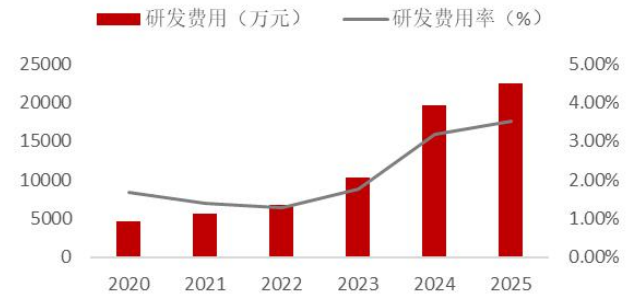
仅供内部参考，请勿外传

3 公司亮点：智能化+新能源化打开长期成长天花板

3.1 智能化：以无人驾驶为代表的技术升级，加速施工效率与安全性提升，引领行业变革

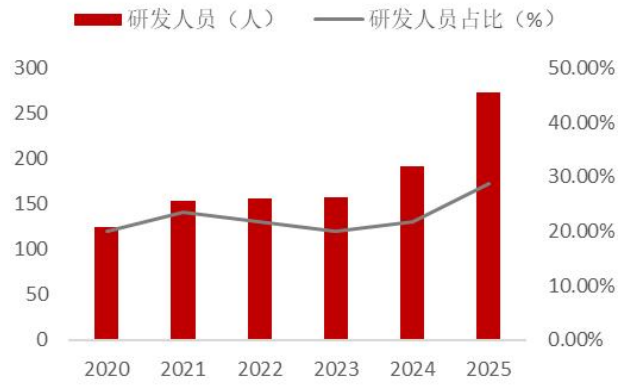
- **公司在智能化技术储备方面取得了显著进展。**特别是在无人驾驶技术的应用上，已实现商业化条件，并与多家无人驾驶公司合作推出面向无人驾驶的商业化产品。从研发费用角度来看，2020-2025 公司研发费用从 4581.77 万元增长至 2.24 亿元，复合增速达 37.35%。从研发人员数量来看，2020-2025 年公司研发人员从 124 人增长至 273 人。

图表 26：公司研发费用及研发费用率



来源：ifind，中泰证券研究所

图表 27：公司研发人员及占比



来源：ifind，中泰证券研究所

- **公司在无人驾驶技术方面的进展显著，提升施工效率与安全性。**公司在无人驾驶技术方面取得突破，TLI 系列自动驾驶非公路宽体自卸车已在矿山短途运输作业中实现全流程无人化运行，标志着自动驾驶技术的重大突破。2024 年上半年，公司与易控智驾合作，完成近 300 台无人驾驶产品的订单交付，矿区运行车辆已超过 200 台，出勤率提升至 90%。无人驾驶车辆的运行效率接近有人驾驶，初步具备商业化推广的条件。随着国家利好政策的推进和环保政策的趋紧，无人驾驶车辆的推广将加速。

图表 28：公司和多家无人驾驶企业保持合作

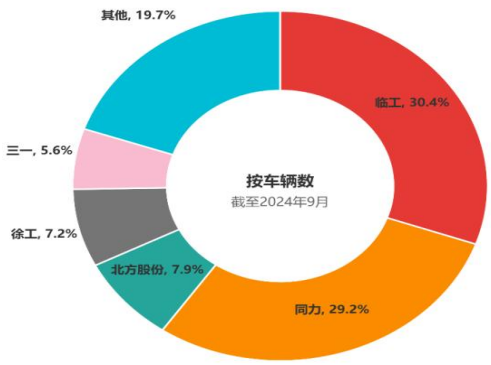
合作单位	合作项目	合作协议的主要内容
易控智驾科技有限公司	ET70M/80M/90M系列线控增程式新能源无人驾驶非公路自卸车开发项目目（无人驾驶产品，已交付）	双方重点围绕非公路宽体自卸车底盘线控技术、混合动力非公路宽体自卸车技术、矿区无人运输技术等方向领域，发挥各方资源优势，加强产学研合作，共同推进矿山智能化建设。
上海伯镭智能科技有限公司	DTH145新能源无人驾驶非公路宽体自卸车开发项目（无人驾驶项目产品，已交付）	由同力重工提供线控底盘产品，合作单位提供无人驾驶系统，双方产业和技术互补，共同推进矿山智能化建设。
上海启源芯动力科技有限公司	DTE145C换电式新能源非公路宽体自卸车（已交付）	由同力重工提供新能源整车，合作单位提供电池系统及换电机构，双方资源互补，共同延长产业链条，为用户提供完整解决方案。

来源：公司 2024 年年报，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

- **公司在露天煤矿无人驾驶矿卡行业市占率全国第二。**截至 2024 年 9 月，临工、同力和北方股份等传统矿卡领军企业通过与无人驾驶解决方案商进行深度绑定合作，已占据市场前三的位置，份额分别为 30.4%、29.2%和 7.9%。其中，临工、同力主要以宽体车为主，北方股份以刚性矿卡为主。徐工、三一等头部特种车辆厂商目前主要通过自研方式展开布局，兼具宽体车与刚性矿卡，目前已分别取得 7.2%和 5.6%的市场份额。

图表 29：露天煤矿无人驾驶矿卡同力股份市占率领先



来源：中国煤炭工业协会，中泰证券研究所

- **无人驾驶技术可降低企业运营成本。**无人驾驶方案在成本控制和经济效益提升方面具备显著优势。一是在人力成本层面，露天矿企面临“招人难、留人难”问题，司机流动较大，而无人驾驶解决方案能够实现车辆真正意义上的“无人化”操作，矿企仅需配备少量的遥控驾驶员和调度人员即可满足运营需求。经估算，采用无人驾驶方案可减少司机成本 10-15 万元/（年·人），百台（去安全员）的无人驾驶车辆，至少可节省司机成本 4000 万元/年。二是在设备成本方面，无人驾驶技术通过减少人为操作失误降低机械磨损，进而实现设备维护成本的下降。以轮胎损耗为例，无人驾驶矿卡通过优化驾驶行为，如减少不必要的加速和刹车，从而延长轮胎的使用寿命，降低轮胎损耗成本。据相关厂商运营数据，露天矿应用无人驾驶技术后运输成本可降低 15%、轮胎寿命可提高 40%。

- **无人驾驶技术可提升企业运营效率。**无人驾驶方案可实现矿卡的全天候运行，这是传统“三班倒”模式也无法满足的工作时长。虽然在技术上，目前无人矿卡的单车运输效率尚未完全达到或超越有人驾驶矿卡的运输效率，但无人矿卡可通过提升运营时长来补齐这一短板。据澳大利亚矿业技术集团测算，人工驾驶的条件下每辆矿卡每年可工作 5500-6000 小时，而在无人驾驶条件下每辆矿卡每年最大可达工作 7000 小时。另据澳大利亚 FMG 集团测算，其 137 台无人驾驶矿卡生产效率比传统人工运输提升了 30%。对于国内而言，新疆天池能源南露天矿部署的无人矿卡单日单车运行时间平均可达 22 小时，相较于传统有人驾驶矿卡，其单日单车运行时长多出 1 小时。此外，该矿内无人驾驶矿卡单日单车运输方量为有人驾驶矿卡的 1.17 倍。

- **无人驾驶矿卡在露天煤矿渗透率稳步增长，存量替代空间广阔。**截至 2024 年 9 月，我国已部署无人驾驶矿卡的露天煤矿主要分布在新疆、内蒙古、山西和陕西。其中，新疆部署无人矿卡车辆数最多，达 938 辆，全区内已部署无人矿卡的露天煤矿共 18 处。代表煤矿新疆天池能源南露天煤矿拥有目前全球最大的单矿无人驾驶车队，目前共部署 370 辆无人矿卡，其中 310 辆为增程宽体车，60 辆为燃油宽体车，已全部完成“去安全员”。内蒙古部署无人矿卡的露天煤矿数量最多，共 30 处，部署各类车辆数共计 533 辆。山西、陕西两地煤矿以井工矿为主，露天矿数量较少。

仅供内部参考，请勿外传

3.2 新能源化：全栈自研叠加量产先发，新能源车型占比较高，客户导入验证龙头卡位

- **新能源宽体自卸车是指采用新能源动力系统。**如纯电动、混合动力、氢燃料等驱动，货箱宽度显著大于传统自卸车（通常内宽超 3 米），主要用于非公路工况（如矿山、工地、水利工程等）进行土石方和矿产品运输作业的重型自卸车辆。与公路自卸车相比，新能源宽体自卸车的核心特征是外廓尺寸、轴荷和质量等参数不符合公路运营标准，专门为非铺装路面的重载运输设计。
- **新能源宽体自卸车以零排放、低噪音、能耗与维保成本更低的优势。**贴合绿色矿山及双碳政策要求，长期运营经济性更优，是行业低碳转型的主流方向，仅存在初期购置成本偏高、对补能设施有一定依赖的短板，而传统宽体自卸车虽购置成本低、补能便捷、全工况适应性强、技术成熟可靠，但燃油成本高、尾气与噪音污染突出，还面临严格的环保管控限制。

图表 30：新能源宽体自卸车与传统宽体自卸车对比图

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

来源：智研咨询，中泰证券研究所

- **按动力类型不同，新能源宽体自卸车可以分为纯电动宽体自卸车、混合动力宽体自卸车、氢燃料宽体自卸车和其他新能源宽体自卸车。**其中，纯电动车型依靠电能驱动，零排放、能耗成本低且能实现制动能量回收，是目前矿山、工地绿色化改造的主流车型；混合动力车型兼顾燃油续航与电动节能，适配工况复杂、补能条件不足的场景；氢燃料车型加氢快、续航长，真正实现零碳排放，适合对环保要求极高的大型露天矿区。

仅供内部参考，请勿外传

图表 31：新能源宽体自卸车分类

新能源宽体自卸车分类

分类	定义	核心特点	典型应用场景
纯电动宽体自卸车	完全依靠车载电池供电，电机驱动，无内燃机	零排放、低噪音、运营成本低、可能量回收	重载下坡工况（如水泥建材、砂石骨料矿山）、封闭矿区
混合动力宽体自卸车	结合内燃机与电机驱动，含并联、串联、混联三种构型	续航长、适应性强、油耗低、排放少	大型露天矿、重载上坡工况
氢燃料宽体自卸车	以氢燃料电池为动力源，通过电化学反应产生电能驱动电机	零排放、加氢快、续航长	对环保要求极高的矿区、大型工程
其他新能源宽体自卸车	包括甲醇动力、氨动力、天然气动力等	利用替代燃料，降低碳排放	能源资源丰富地区

来源：智研咨询，中泰证券研究所

- **我国高度重视包括新能源宽体自卸车在内的工程机械产业发展。**相继发布《关于促进汽车消费的若干措施》《机械行业稳增长工作方案（2023—2024年）》《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》《机械行业稳增长工作方（2023—2024 年）》《产业结构调整指导目录（2024 年本）》《关于面向矿山领域征集典型应用场景的通知》《关于加快构建废弃物循环利用体系的意见》《推动工业领域设备更新实施方案》《以标准提升牵引设备更新和消费品以旧换新行动方案》《关于以高水平开放推动服务贸易高质量发展的意见》《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》《关于建设美丽中国先行区的实施意见》《机械行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》等一系列政策引导行业往绿色低碳方向发展，为我国新能源宽体自卸车行业发展提供了良好的政策环境。

仅供内部参考，请勿外传

图表 32：中国新能源宽体自卸车行业相关政策

中国新能源宽体自卸车行业相关政策

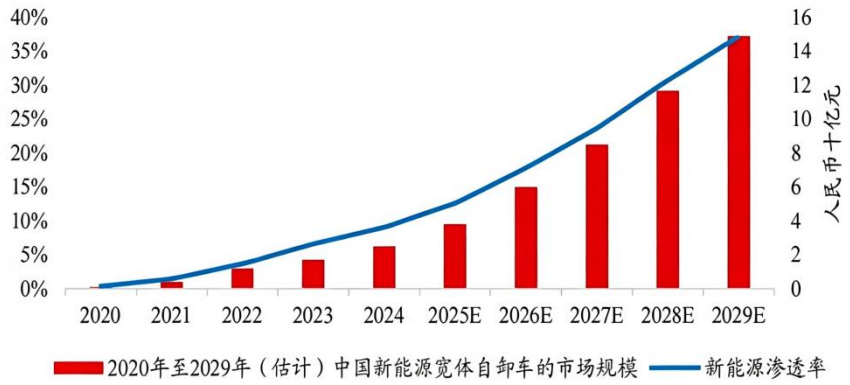
发布时间	发布部门	政策名称	相关内容
2023年7月	国家发展改革委等部门	《关于促进汽车消费的若干措施》	进一步稳定和扩大汽车消费，优化汽车购买使用管理制度和市场环境，更大力度促进新能源汽车持续健康发展。
2023年8月	工业和信息化部等七部门	《机械行业稳增长工作方案(2023-2024年)》	引导企业加强新能源工程机械用电池、电机、电控等关键核心零部件攻关和规模应用。研究开展新能源工程机械应用试点和推广支持政策，探索老旧工程机械退出机制
2023年9月	中共中央办公厅国务院办公厅	《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》	推动中小型矿山机械化升级改造和大型矿山自动化、智能化升级改造，加快灾害严重、高海拔等矿山智能化建设，打造一批自动化、智能化标杆矿山
2023年9月	工信部等	《机械行业稳增长工作方(2023-2024年)》	研究开展新能源工程机械应用试点和推广支持政策，探索老旧工程机械退出机制，支持有条件的地区率先推行工程机械备案管理和退出机制。
2023年12月	国家发展改革委	《产业结构调整指导目录(2024年本)》	矿山等高危行业领域无人化、智能化生产技术及装备，矿山尾矿充填采矿工艺、技术及装备，数字矿山被列为鼓励类。
2023年12月	国国家矿山安全监察局综合司、工业和信息化部办公厅	《关于面向矿山领域征集机器人典型应用场景的通知》	围绕煤矿(井工、露天)、非煤矿山等方向11个应用环节，聚焦矿山机器人技术创新与应用，征集遴选一批技术先进、成效显著、能复制推广、应用前景广阔的机器人典型应用场景用。
2024年2月	国务院办公厅	《关于加快构建废弃物循环利用体系的意见》	推进汽车零部件、工程机械、机床、文化办公设备等传统领域再制造产业发展，探索在盾构机、航空发动机、工业机器人等新领域有序开展高端装备再制造。
2024年3月	工业和信息化部等七部门	《推动工业领域设备更新实施方案》	加快落后低效设备替代。针对工业母机、农机、工程机械、电动自行车等生产设备整体处于中低水平的行业，加快淘汰落后低效设备、超期服役老旧设备。
2024年3月	市场监管总局等七部门	《以标准提升牵引设备更新和消费品以旧换新行动方案》	制定挖掘机、装载机、自卸车等工程机械电动化标准，提升设备的高端化、智能化、绿色化水平。
2024年9月	国务院办公厅	《关于以高水平开放推动服务贸易高质量发展的意见》	推动服务贸易与高端制造业融合发展，在生物医药、飞机、汽车、工程机械等领域细化出台专项政策举措，支持制造业企业对外提供具有国际竞争力的专业化、综合性服务。
2025年1月	国家发展改革委、财政部	《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	加快存量设备评估诊断和项目储备。依托国家重大建设项目库，加强重点领域设备更新项目常态化储备，强化各类要素保障，提高项目成熟度和可落地性。
2025年1月	国务院办公厅	《关于建设美丽中国先行区的实施意见》	优化调整运输结构，加快应用标准化多式联运装备和新能源运载工具、工程机械。
2025年9月	工业和信息化	《机械行业稳增长工作部等六部门方案(2025-2026	落实工业重点行业领域设备更新和技术改造指南，加快推进能耗高、污染重、安全性低的老旧设备更新和技术改造。

来源：智研咨询，中泰证券研究所

- **中国厂商生产的新能源宽体自卸车在国际市场的份额正稳步提升。**这得益于产品表现亮眼：车辆行驶稳定控制系统性能优异、安全等级更高，同时价格具备竞争力。2024 年以国内外制造商合计营收口径计算，中国新能源宽体自卸车市场规模达到 25 亿元人民币，2020 年市场规模仅为 1 亿元人民币，期间复合年增长率为 127.6%；预计 2029 年市场规模将进一步增至 149 亿元人民币，对应复合年增长率为 43.2%。

仅供内部参考，请勿外传

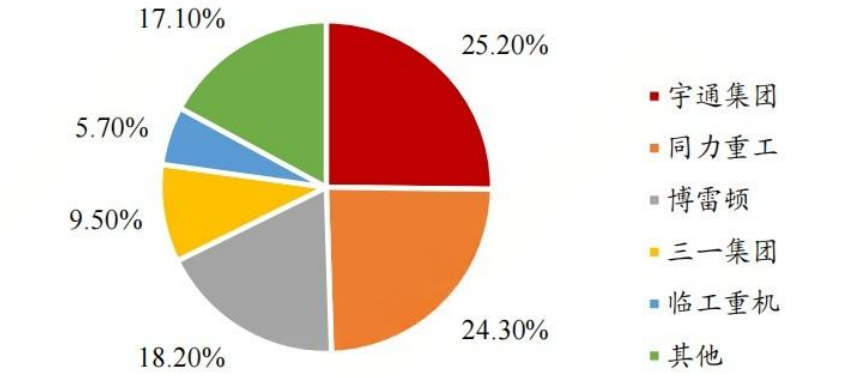
图表 33：预计2024-2029年中国新能源宽体车市场规模CAGR为43%



来源：博雷顿招股说明书，中泰证券研究所

- **新能源宽体自卸车市场仍处于发展初期，市场参与者数量较少。**2024年我国新能源宽体车竞争格局较为集中，CR3为68%，CR5为80%以上，宇通和同力市场份额分别为25.20%和24.30%，相差较小，博雷顿为18.20%。

图表 34：2024中国新能源宽体自卸车以宇通和同力为主



来源：博雷顿招股说明书，中泰证券研究所

- **同力股份在新能源产品方面表现出显著的量产先发优势。**截至2025年，公司拥有273名研发人员，占员工总量的28.83%，专利数量从117项增加到165项，发明专利从15项增加到18项，显示出持续的创新投入和成果。

仅供内部参考，请勿外传

图表 35：公司研发项目

研发项目名称	项目目的	所处阶段项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
DTH145新能源非公路	开发一款额定载重量91公吨的新能源宽体自卸车，满足大型矿山运输设	完成	采用整车全局能量管理系统，提高能量利用率；采用整体式焊接车架和前后油气悬架结	该产品已经实现批量销售，在提升企业研发能力的同时，加快了公司大型化、绿色化矿用车产品供
DTH145新能源无人驾	开发一款额定载重量91公吨的新能源无人驾驶宽体自卸车，适用于露天矿	完成	开发智能驾驶矿车的制动控制方法以及控制装置，提高无人驾驶状态下的制动安全性；研发	该产品批量应用于西藏玉龙矿，成为国内无人驾驶非公路自卸车最高海拔运行示范项目。未来该
DTE145新能源非公路	开发一款充换电一体式的新能源宽体自卸车，可解决单一充电车型，充电耗	完成	采用环保的电驱驱动技术，同时集成车联网数据平台技术，车辆预留线控化底盘接口，为后	该产品已完成可靠性试验，顺利通过国家工程机械质量检验检测中心检测，并完成陕西省机械工业

来源：公司 2024 年报，中泰证券研究所

■ **2023-2025 年公司前五大客户合计销售收入占比 50%以下，集中度适中，客户导入验证龙头卡位。**公司销售模式包括经销模式和直销模式，在用户采购之前均对用户进行车辆使用的环境信息、工程工况描述、装载物等相关工况信息调查再进行推荐、定制。经过十多年的发展，公司产品的适应性和性价比获得用户的普遍认同。

仅供内部参考，请勿外传

图表 36：公司前五大客户

报告期	单位名称	销售金额（元）	占营业收入比
2023年	客户	销售金额（元）	年度销售占比%
1	内蒙古同励泓泰工程机械有限公司	867,167,704.54	14.80%
2	黑龙江省龙源升汽车商贸有限公司	508,137,279.75	8.67%
3	新疆世创伟业汽车销售服务有限公司	446,836,963.74	7.62%
4	宁夏凯巨机械有限公司	229,486,828.90	3.92%
5	MANIGNOM AUTO GROUP CO.,LTD	162,828,213.10	2.78%
	合计	2,214,456,990.03	37.79%
2024年	客户	销售金额（元）	年度销售占比%
1	内蒙古同励泓泰工程机械有限公司	658,598,584.85	10.72%
2	新疆世创伟业汽车销售服务有限公司	439,175,720.67	7.15%
3	易控智驾科技有限公司	434,615,274.30	7.07%
4	Hera Equipment Co.,Ltd	226,755,430.64	3.69%
5	内蒙古同源惠丰工程机械销售有限公司	218,732,059.99	3.56%
	合计	1,977,877,070.45	32.19%
2025年	客户	销售金额（元）	年度销售占比%
1	黑龙江省龙源升汽车商贸有限公司	528,531,836.48	8.27%
2	新疆蓝邦工程机械设备贸易有限公司	392355203.5	6.41%
	易控智驾科技股份有限公司	128197488.6	2.01%
	新疆易控智驾技术服务有限公司	2787824.52	0.04%
3	内蒙古同励泓泰工程机械有限公司	327030591.1	5.12%
	上海伯镭智能科技股份有限公司	239529677.2	3.75%
4	湖州市卜锐新能源汽车科技有限公司	21321805.31	0.33%
	奎屯博瑞纵横新能源汽车有限公司	58100884.96	0.91%
5	西安新同道机械设备有限公司	235495221.2	3.69%
	合计	1933350533	30.26%

来源：公司 2023-2025 年报，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

盈利预测与投资建议

- 公司作为非公路宽体自卸车行业开创者及国家级制造业单项冠军企业，国内市场占有率长期稳定在 40%左右，龙头地位稳固。围绕"大型化、绿色化、智能化"战略方向，公司持续加码新能源与无人驾驶产品研发，叠加海外市场加速拓展与产能优化布局，收入端增长动力充足。分业务来看：宽体自卸车作为核心支柱（2025 年占营收逾九成），受益于产品大型化升级与新能源车型持续放量，预计 2026-2028 年整车营业收入为 64.87/71.35/78.49 亿元，增长 10%/10%/10%；配件业务依托存量设备保有量扩大与后市场服务化战略推进，高毛利属性（2025 年毛利率约 30%）持续兑现，预计 2026-2028 年收入为 4.41/5.47/6.84 亿元，增速为 22%/24%/25%；其他业务收入预测保持平稳，2026-2028 年均保持 1.3 亿元。综合来看，我们预计公司 2026-2028 年营业总收入实现同比增长 10.48%、10.69%和 10.88%。
- 展望明后年，伴随公司纯电、混动、氢燃料、甲醇等全技术路线新能源车型以及 ET100 等无人驾驶产品在矿区的规模化应用（矿区运行量已超 2000 台），高毛利车型占比有望持续提升；同时公司坚持"以销定产"的柔性产能组织策略，整体毛利率有望维持稳中有升态势，预计 2026-2028 年毛利率为 23.97%/24.43%/24.74%。

图表 37：公司业务拆分

收入结构（单位：百万元）	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4094.31	5201.57	5860.35	6144.63	6388.89	7058.19	7812.81	8663.19
YoY		27.0%	12.7%	4.9%	4.0%	10.48%	10.69%	10.88%
营业总成本	3348.61	4200.98	4527.48	4826.67	4919.95	5366.47	5903.97	6519.69
YoY		25.5%	7.8%	6.6%	1.9%	9.08%	10.02%	10.43%
毛利率	18.2%	19.2%	22.7%	21.4%	23.0%	23.97%	24.43%	24.74%
整车-宽体自卸车								
收入	3883.74	4911.38	5447.17	5665.70	5897.01	6486.71	7135.38	7848.92
YoY		26.5%	10.9%	4.0%	4.1%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	3220.50	3998.02	4244.83	4507.33	4597.08	4994.77	5465.70	5996.58
毛利率	17.1%	18.6%	22.1%	20.4%	22.0%	23.00%	23.40%	23.60%
业务收入比例	94.86%	94.42%	92.95%	92.21%	92.30%	91.9%	91.3%	90.6%
配件								
收入	103.90	150.69	236.41	313.03	361.83	441.43	547.38	684.22
YoY		45.0%	56.9%	32.4%	15.6%	22.00%	24.00%	25.00%
成本	70.06	98.33	152.41	198.84	251.92	300.17	366.74	451.59
毛利率	32.6%	34.7%	35.5%	36.5%	30.4%	32.00%	33.00%	34.00%
业务收入比例	2.54%	2.90%	4.03%	5.09%	5.66%	6.3%	7.0%	7.9%
维修服务								
收入	49.51	21.96	53.01	53.53				
YoY		-55.6%	141.4%	1.0%				
成本	18.61	5.84	13.48	10.90	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	62.4%	73.4%	74.6%	79.6%	0.0%	0.00%	0.00%	0.00%
业务收入比例	1.21%	0.42%	0.90%	0.87%	0.00%	0.0%	0.0%	0.0%
其他								
收入	57.16	117.54	123.76	112.37	130.05	130.05	130.05	130.05
YoY		105.6%	5.3%	-9.2%	15.7%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	39.44	98.79	116.76	109.60	70.95	71.53	71.53	71.53
毛利率	31.0%	16.0%	5.7%	2.5%	45.4%	45.00%	45.00%	45.00%
业务收入比例	1.40%	2.26%	2.11%	1.83%	2.04%	1.8%	1.7%	1.5%

来源：公司公告，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图表 38：可比公司估值表

公司	代码	2026/9/10	EPS（摊薄）				PE			
		股价（元）	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
三一重工	600031	20.0	0.91	1.15	1.47	1.77	21.9	17.4	13.6	11.3
徐工机械	000425	8.2	0.56	0.68	0.88	1.07	14.7	12.2	9.3	7.7
宇通重工	600817	9.6	0.58	0.61	0.68	0.75	16.5	15.8	14.1	12.7
均值								15.1	12.3	10.6
同力股份	920599	17.9	1.81	2.03	2.27	2.55	9.9	8.8	7.9	7.0

来源：wind，中泰证券研究所；可比公司盈利预测取自 wind 一致预期

投资建议：

- 我们预计公司 2026-2028 年净利润分别为 9.37/10.50/11.78 亿元，按照最新收盘价，对应 PE 分别为 8.8/7.9/7.0 倍。我们选取三一重工、徐工机械、宇通重工为可比公司，三者均为工程机械领域头部企业。对比同行业业务类似的公司，公司当前估值水平较低，具备安全边际。考虑到公司在非公路宽体自卸车细分赛道的龙头地位、新能源与智能化的先发优势以及海外市场的成长空间，首次覆盖给予"增持"评级

风险提示

- **行业周期与宏观经济波动风险。**公司主营非公路宽体自卸车，下游高度依赖采矿、基建等周期性行业，宏观波动或矿价下行将直接压制订单增速。
- **行业竞争风险。**行业供强需弱，传统巨头与新势力持续入局，价格竞争加剧，公司毛利率、净利率存在下行风险。
- **新能源与智能化转型风险。**纯电动与无人驾驶尚处商业化初期，研发投入大、迭代快，推广不及预期则前期投入难以收回。
- **研报信息更新不及时。**
- **市场空间测算偏差风险。**

仅供内部参考，请勿外传

盈利预测表

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,151	2,975	3,510	4,262
应收票据	976	1,078	1,193	1,323
应收账款	1,930	2,151	2,379	2,633
预付账款	21	23	25	27
存货	1,251	1,106	1,216	1,343
合同资产	136	38	52	72
其他流动资产	411	216	261	320
流动资产合计	6,739	7,549	8,584	9,909
其他长期投资	75	83	92	102
长期股权投资	15	0	0	0
固定资产	632	984	1,314	1,603
在建工程	0	120	170	220
无形资产	104	95	86	73
其他非流动资产	183	183	183	183
非流动资产合计	1,009	1,466	1,846	2,181
资产合计	**7,748**	**9,015**	**10,430**	**12,090**
短期借款	130	130	77	77
应付票据	866	967	1,064	1,175
应付账款	1,505	1,642	1,806	1,995
预收款项	26	33	34	39
合同负债	159	176	194	216
其他应付款	49	0	0	0
一年内到期的非流动负债	21	21	21	21
其他流动负债	1,313	1,427	1,564	1,720
流动负债合计	4,070	4,396	4,761	5,243
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	72	72	72	72
非流动负债合计	72	72	72	72
负债合计	**4,142**	**4,468**	**4,833**	**5,315**
归属母公司所有者权益	3,606	4,547	5,597	6,775
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**3,606**	**4,547**	**5,597**	**6,775**
负债和股东权益	**7,748**	**9,015**	**10,430**	**12,090**

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**393**	**1,252**	**1,104**	**1,267**
现金收益	924	1,018	1,174	1,340
存货影响	-292	145	-111	-127
经营性应收影响	260	-309	-328	-366
经营性应付影响	-95	196	263	304
其他影响	-404	202	107	117
投资活动现金流	**-85**	**-434**	**-523**	**-523**
资本支出	-88	-551	-501	-495
股权投资	5	15	0	0
其他长期资产变化	-2	102	-22	-28
融资活动现金流	**-194**	**7**	**-47**	**8**
借款增加	-145	0	-53	0
股利及利息支付	-326	-9	-9	-9
股东融资	17	0	0	0
其他影响	260	16	15	17

利润表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**6,389**	**7,058**	**7,813**	**8,663**
营业成本	4,920	5,366	5,904	6,520
税金及附加	35	39	43	48
销售费用	158	247	270	295
管理费用	98	106	116	126
研发费用	224	247	297	347
财务费用	4	-7	-7	-8
信用减值损失	-24	0	0	0
资产减值损失	2	-15	-18	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-5	-6	-6	-6
其他收益	39	42	45	48
营业利润	**963**	**1,081**	**1,211**	**1,359**
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	**962**	**1,081**	**1,211**	**1,359**
所得税	123	144	161	181
净利润	**839**	**937**	**1,050**	**1,178**
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**839**	**937**	**1,050**	**1,178**
NOPLAT	843	932	1,044	1,171
EPS（摊薄）	1.81	2.03	2.27	2.55

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	4.0%	10.5%	10.7%	10.9%
EBIT 增长率	5.6%	11.2%	12.1%	12.1%
归母公司净利润增长率	5.8%	11.7%	12.0%	12.2%
获利能力				
毛利率	23.0%	24.0%	24.4%	24.7%
净利率	13.1%	13.3%	13.4%	13.6%
ROE	23.3%	20.6%	18.8%	17.4%
ROIC	27.8%	23.6%	21.8%	20.2%
偿债能力				
资产负债率	53.5%	49.6%	46.3%	44.0%
债务权益比	6.2%	4.9%	3.0%	2.5%
流动比率	1.7	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.3	1.5	1.5	1.6
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7
应收账款周转天数	110	104	104	104
应付账款周转天数	96	106	105	105
存货周转天数	81	79	71	71
每股指标（元）				
每股收益	1.81	2.03	2.27	2.55
每股经营现金流	0.85	2.71	2.39	2.74
每股净资产	7.80	9.83	12.10	14.65
估值比率				
P/E	10	9	8	7
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	76	69	60	53

来源：WIND，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：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）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。