汇兑波动难掩亮眼的经营底色，继续坚定看好β持续性

工程机械 2026 年中报总结

2026 年开年以来挖机内外销接力超预期，工程机械β全面景气趋势不变。头部企业半年度收入稳步向上、经营性业绩弹性依旧可观。我们认为工程机械板块中期产业趋势具有确定性、持续性，长期全球竞争力稳步提升，随着外部因素扰动逐步缓解有望迎 EPS+PE 共振，估值性价比突出。

我们选取三一重工、中联重科、徐工机械、柳工、山推股份、山河智能、厦工股份、建设机械、恒立液压、艾迪精密、长龄液压、浙江鼎力、诺力股份、安徽合力、杭叉集团 15 家公司作为 A 股机械行业工程机械板块的研究样本，对板块 2026 年中报表现以及行业发展现况进行分析探讨。

- **行情复盘：股价未充分反映贝塔景气向上。**以工程机械Ⅱ（中信）指数为参考，2026 年至今工程机械、沪深 300 涨幅分别为-14.95%、-3.6%，板块跑输大盘。基本面上，工程机械行业景气度非但没有下降、反而在 Q1、Q2 连续超预期，股价走弱的主因系汇兑损失影响表观业绩以及地缘冲突等宏观因素。展望下半年，我们认为工程机械β仍具持续性，随着汇损基数压力减弱，有望迎来 EPS+PE 共振行情，看好指数跑赢大盘。

- **经营表现：瑕不掩瑜，汇损下的高质量发展。**①内外销收入保持双核增长：2026 年 H1，板块收入 2403.06 亿元，同比+12.7%，其中板块国内外收入同比+7.46%、+15.32%，内销实现稳定增长、海外增长动能强劲；②汇兑扰动拖累盈利表现：2026 年 H1，板块归母净利润 187.63 亿元，同比-5.28%，利润承压系人民币升值带来汇兑损失侵蚀所致，板块毛利率、净利率 24.47%、8.27%，同比+0.07pct、-1.5pct，期间费用率 16.58%，同比+2.63pct，上升主要系财务费用率同比+3.54pct，经营费用率均同比收窄；③经营质量持续优化：2026 年 H1，板块经营性现金流 190.70 亿元，净现比为 1.07、半年度净现比首次突破 1。

- **行业表现：β超预期，海外持续性存在预期差。**2025 年，行业最重要的边际变化是内需非挖转正和海外发达市场拐点确认，行业β转向全面景气。2026 年 1-8 月，挖机内销 9.46 万台，同比+17.35%；出口 9.69 万台，同比+31.79%，国内 Q1、Q2 连续超预期，Q3 淡季增速回落，整体符合我们年初判断，海外超预期系新兴市场持续景气同时，发达市场需求明显扭转向好。我们继续维持对β迈向内销全品类、出口全市场的全面景气的观点，且坚定认为内销复苏、出口高增具备持续性与预期差。

- **投资建议：**当下工程机械β已逐步迈向全面景气，国内市场在供给侧更新驱动下持续温和复苏、海外市场呈现新兴+发达市场需求共振，我们认为板块在短期波动后将继续回归业绩上行通道，基本面向上具备持续性、资金面配置具备性价比，强烈推荐底部布局，建议关注工程机械龙头主机厂、零部件制造商、高机/叉车制造商。

  （1）工程机械整机厂：出海受益于海外需求超预期升温，内需周期复苏力度保持稳定，主机厂凭借业务结构调整、体制变革优化等因素业绩弹性有望持

推荐（维持）

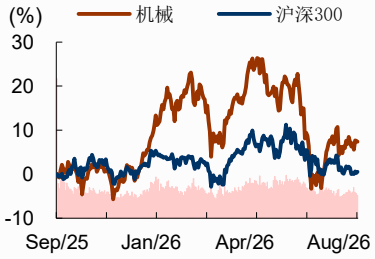
中游制造/机械

行业规模

		占比%
股票家数（只）	483	9.3
总市值（十亿元）	5501.9	4.8
流通市值（十亿元）	4480.2	4.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	1.6	-9.6	8.2
相对表现	4.2	-8.7	5.1



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《PCB 设备 2026 年中报总结—利润弹性加速释放，看好卡位新技术+平台型布局的公司》2026-09-04

2、《营收利润稳定增长，存货及合同负债整体向好——机床刀具板块 2026H1 综述报告》2026-09-02

3、《十年供给侧出清，海工迎来周期拐点：海工装备行业深度报告》2026-08-09

郭倩倩 S1090525060003
guoqianqian@cmschina.com.cn
高杨洋 S1090525070002
gaoyangyang@cmschina.com.cn
朱鹏丞 S1090526080003
zhupengcheng1@cmschina.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

续领跑板块。建议关注【三一重工】【徐工机械】【中联重科】【柳工】【山推股份】。

（2）零部件制造商：β全面景气背景下，零部件企业基本面迎来拐点，并且凭借竞争力α持续提升市场份额，同时各家企业也受益于新兴业务多元化拓展催化，建议关注【恒立液压】【艾迪精密】【长龄液压】【唯万密封】。

（3）高机、叉车制造商：短期看，海外发达市场高机需求显著反转向上，业绩有望保持稳健增长；长期看，国际化、锂电化仍是龙头公司相对突出的α属性。建议关注【浙江鼎力】【安徽合力】【杭叉集团】。

- **风险提示：**内需复苏不及预期；海外拓展放缓导致出口不及预期；贸易摩擦阻碍中国品牌出海发展；原材料涨价或市场竞争加剧导致盈利能力下滑；统计样本只能一定程度反映板块全貌，可能失真。

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

一、行情复盘：股价未充分反应贝塔景气向上.....5
二、业绩表现：瑕不掩瑜，汇损下的高质量发展.....6
三、工程机械：β超预期，海外持续性存预期差.....10
四、投资建议：预期差+赔率高，强烈推荐底部布局.....14
五、风险提示.....15

图表目录

图 1：2024-2026 年工程机械&沪深 300 累计涨跌幅.....5
图 2：2021-2026 年工程机械板块主动权益重仓配置情况.....5
图 3：2025-2026 年工程机械重点个股行情及基金持仓情况.....6
图 4：工程机械主要公司 2026 年中报业绩表现.....7
图 5：工程机械主要公司 2026 年分市场收入表现.....7
图 6：工程机械主要公司 2026Q1-Q2 单季营业总收入表现.....8
图 7：工程机械主要公司 2026Q1-Q2 单季归母净利润表现.....8
图 8：2024Q1-2026Q2 工程机械板块毛利率.....9
图 9：2024Q1-2026Q2 工程机械板块净利率.....9
图 10：工程机械主要公司 2025H1、2026H1 毛利率、净利率表现.....9
图 11：工程机械主要公司 2025H1、2026H1 期间费用率表现.....10
图 12：工程机械主要公司 2022H1-2025H1 经营性现金流及净现比表现.....10
图 13：2006-2026 年中国挖机行业内外销销量.....11
图 14：2024-2026 年挖机月度内销销量及同比增速.....11
图 15：2024-2026 年挖机月度出口销量及同比增速.....11
图 16：2019-2026 年工程机械年度出口额及同比增速.....13
图 17：2023-2026 年工程机械月度出口额及同比增速.....13
图 18：2024-2026 卡特彼勒建筑机械分区域销售收入.....13
图 19：2024-2026 卡特彼勒建筑机械分区域收入增速.....13
图 20：2011-2026 年卡特彼勒经销商库存水平及同比增速.....14
图 21：卡特彼勒对中长期全球需求保持乐观.....14
图 22：Offhighway 预计 26-29 年开启上行周期.....14

仅供内部参考，请勿外传

表 1：2024-2026 年中国挖机行业分吨位内外销表现 12
表 2：2022-2026 年中国工程机械行业主要品类内销增速 12
表 3：2022-2026 年工程机械行业主要市场出口额及同比增速 13
表 4：工程机械主要公司业绩预测与估值（截至 2026 年 9 月 9 日） 15

仅供内部参考，请勿外传

一、行情复盘：股价未充分反应贝塔景气向上

我们以工程机械Ⅱ（中信）指数为参考，回顾 2026 年来工程机械板块股价走势。2026 年初至今，工程机械板块累计跌幅-14.95%、沪深 300 累计跌幅-3.6%，板块跑输大盘。基本面上，工程机械行业景气度非但没有下降、反而在 Q1、Q2 连续超预期，股价走弱的主因系汇兑损失影响表观业绩以及地缘冲突等宏观因素。展望下半年，我们认为工程机械β仍具持续性，随着汇损基数压力减弱，有望迎来 EPS+PE 共振行情，看好指数跑赢大盘。

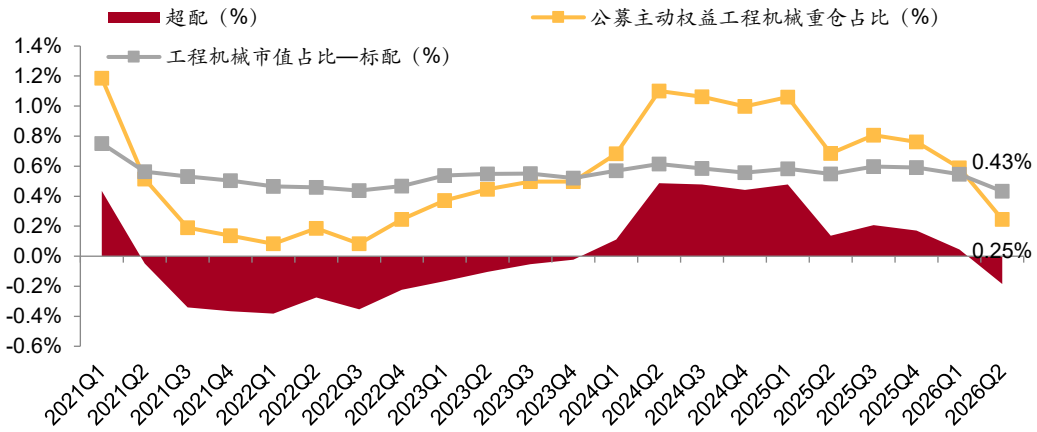
图 1：2024-2026 年工程机械&沪深 300 累计涨跌幅



资料来源：Wind、招商证券；注释：截至 2026 年 9 月 4 日

持仓回落至低配，资金面赔率到位。板块层面，2026Q2 公募主动权益基金重仓持股中工程机械占比 0.25%、工程机械板块市值标配比例 0.43%，经历 9 个季度超配后首次回落至低配水平、低配幅度-0.19pct；个股层面，2026 年液压件零部件股价相对收益突出，传统主机厂股价普遍承压，2026Q2 基金全部持仓占比靠前的公司为山推股份（12.95%）、徐工机械（10.19%）、浙江鼎力（8.21%）、三一重工（7.13%）；除三一重工小幅下降、山推股份小幅上升外，龙头主机厂基金持仓占比较 2025Q4 均显著下降，持仓表现分化的核心驱动力仍是业绩表现。资金面的角度，我们认为工程机械板块当下抛压较轻、赔率到位。

图 2：2021-2026 年工程机械板块主动权益重仓配置情况



资料来源：Wind、招商证券；注释：标配比例=工程机械Ⅱ（中信）总市值/A 股总市值，时间取季末

仅供内部参考，请勿外传

图 3：2025-2026 年工程机械重点个股行情及基金持仓情况

细分赛道	证券代码	证券简称	总市值（亿元）	2026Q1 涨跌幅	2026Q2 涨跌幅	基金持股比例（占流通股比例） 2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
综合整机厂	600031.SH	三一重工	1820	-9.0%	-10.1%	7.41%	12.52%	6.68%	10.62%	2.07%	7.13%
	000157.SZ	中联重科	551	2.0%	-19.0%	1.57%	8.06%	8.06%	10.38%	2.74%	4.31%
	000425.SZ	徐工机械	953	-13.0%	-19.7%	12.86%	19.25%	19.25%	17.73%	8.43%	10.19%
	000528.SZ	柳工	162	-21.5%	-16.0%	9.82%	15.42%	15.42%	19.71%	5.04%	4.86%
	000680.SZ	山推股份	159	-2.9%	-12.7%	3.54%	9.89%	9.89%	12.08%	2.46%	12.95%
	002097.SZ	山河智能	80	-17.3%	-29.5%	0.52%	1.58%	1.58%	2.04%	0.51%	1.11%
	600815.SH	厦工股份	72	15.9%	-35.8%	0.00%	0.09%	0.09%	0.01%	0.00%	0.05%
	600984.SH	建设机械	47	-2.9%	-5.8%	0.82%	2.91%	2.91%	2.27%	1.07%	0.50%
液压零部件	601100.SH	恒立液压	1328	-12.7%	12.0%	4.82%	7.92%	7.92%	8.76%	2.70%	5.62%
	603638.SH	艾迪精密	163	3.7%	20.0%	0.03%	0.84%	0.84%	1.00%	0.02%	2.64%
	605389.SH	长龄液压	124	-8.1%	74.7%	0.00%	0.01%	0.01%	0.11%	0.00%	0.36%
高空作业平台	603338.SH	浙江鼎力	293	-14.6%	-9.8%	7.21%	9.43%	9.43%	11.69%	3.27%	8.21%
叉车	600761.SH	安徽合力	146	-13.7%	-6.6%	2.29%	7.24%	7.24%	9.26%	2.21%	6.25%
	603298.SH	杭叉集团	336	-7.8%	-1.1%	1.26%	4.46%	4.46%	5.87%	0.32%	4.22%
	603611.SH	诺力股份	42	-17.1%	-16.9%	0.11%	1.29%	1.29%	2.90%	0.02%	2.01%

资料来源：Wind、招商证券；注释：基金持股比例 Q2、Q4 系全部持仓，Q1、Q3 系重仓持股

二、业绩表现：瑕不掩瑜，汇损下的高质量发展

从样本表观数据来看：2026 年上半年，工程机械板块实现营业收入 2403.06 亿元，同比+12.7%，实现归母净利润 187.63 亿元，同比-5.28%，在 β 由结构景气向全面景气升级背景下，板块收入实现快速增长，利润受到汇兑损益扰动。

1）收入端：剔除恒立液压、长龄液压、浙江鼎力、安徽合力、杭叉集团未披露分市场业务情况的企业，内销实现稳定增长（同比+7.46%），外销持续较好增长（同比+15.32%），板块收入增长驱动力保持“内外双核”的态势。

2）利润端：利润端短期承压，归母净利润同比转负，核心源于人民币持续升值对盈利形成较大程度侵蚀；随着后续汇率逐步企稳，叠加各家企业采取汇率套保措施对冲外汇敞口，汇兑扰动影响将逐渐消散，盈利水平有望步入修复通道。

从细分板块表现来看：

1）综合整机厂：龙头收入保持稳健增长。2026 年上半年，细分板块收入、利润同比+13.91%、-5.7%，收入边际改善显著，内部分化主因系业务结构的差异。

收入方面，年营收规模百亿级的龙头公司中，表现突出的是三一重工（+19.49%）、山推股份（+18.19%）、厦工股份（+14.75%）。除新产品、国际化贡献收入增量的共性外，三一重工、山推股份凭借自身 α、收入增速领先。

利润方面，营收规模百亿以上的龙头公司中，表现突出的是山推股份（+19.85%）、三一重工（+9.09%）。板块整体受人民币持续升值带来的汇兑损失侵蚀，利润端出现同比下滑。

2）液压零部件：景气度持续向上游蔓延，业绩实现稳健增长。2026 年上半年，代表性企业恒立液压收入、利润增速分别为 32.13%、0.5%，凭借中大挖需求恢复、海外客户份额提速，公司收入、利润增速均呈环比扩大趋势。

3）高机与叉车：收入端延续增长态势，利润端短期承压。锂电化、国际化仍是板块中长期成长主线。2026 年上半年板块收入整体保持扩容，其中高空作业平台龙头浙江鼎力收入同比增长 24.86%，叉车板块安徽合力（+18.99%）、杭叉集

仅供内部参考，请勿外传

团（+8.58%）、诺力股份（+6.22%）收入均实现稳健增长。利润端受汇率波动、市场投入加大等因素影响有所承压。

图 4：工程机械主要公司 2026 年中报业绩表现

细分赛道	证券代码	证券简称	营业总收入（亿元）			归母净利润（亿元）		
			2025H1	2026H1	yoy	2025H1	2026H1	yoy
综合整机厂	600031.SH	三一重工	447.80	535.06	19.49%	52.16	56.90	9.09%
	000157.SZ	中联重科	248.55	271.35	9.17%	27.65	21.02	-23.97%
	000425.SZ	徐工机械	548.08	612.47	11.75%	43.58	39.62	-9.08%
	000528.SZ	柳工	181.81	206.74	13.71%	12.30	10.63	-13.55%
	000680.SZ	山推股份	70.04	82.78	18.19%	5.68	6.81	19.85%
	002097.SZ	山河智能	34.11	36.58	7.23%	0.50	0.13	-74.66%
	600815.SH	厦工股份	3.11	3.57	14.75%	0.03	-0.51	—
	600984.SH	建设机械	11.22	10.98	-2.12%	-4.47	-5.00	—
液压零部件	601100.SH	恒立液压	51.71	68.33	32.13%	14.29	14.36	0.50%
	603638.SH	艾迪精密	15.69	22.62	44.21%	2.07	3.06	47.71%
	605389.SH	长龄液压	4.65	5.51	18.34%	0.66	0.72	9.44%
高空作业平台	603338.SH	浙江鼎力	43.36	54.14	24.86%	10.52	9.90	-5.95%
叉车	600761.SH	安徽合力	93.90	111.74	18.99%	7.96	6.72	-15.57%
	603298.SH	杭叉集团	93.02	101.00	8.58%	11.21	12.15	8.32%
	603611.SH	诺力股份	32.15	34.15	6.22%	2.46	1.42	-42.30%
工程机械行业整体			1879.20	2157.01	14.78%	186.61	177.93	-4.65%

资料来源：Wind、招商证券；注释：徐工机械、山推股份、安徽合力 2025 年 H1 业绩按照 2026 年中报追溯口径

从细分板块收入结构来看：①海外业务，2026 年上半年出口收入增速较快的主机厂为山推股份（+29.33%）、柳工（+22.66%）、三一重工（+21.82%）、徐工机械（+21.03%），主机厂龙头充分受益于海外市场需求景气、海外渠道持续深耕、矿机高端产品份额提速；**②国内业务，**2026 年上半年内销收入实现增长的包括艾迪精密（+41.43%）、三一重工（+16.45%）、柳工（+5.81%）、中联重科（+5.08%）、徐工机械（+3.65%），其中整机厂内销表现分化主要系业务结构与下游需求差异所致，艾迪精密除内需边际向上外还有泵阀产品份额提升的增量贡献。我们认为工程机械内外需景气度具备持续性，内外需全年收入有望持续共振。

图 5：工程机械主要公司 2026 年分市场收入表现

细分赛道	证券代码	证券简称	主营业务海外收入（亿元，%）				主营业务国内收入（亿元，%）			
			2025H1	2026H1	yoy	占比	2025H1	2026H1	yoy	占比
综合整机厂	600031.SH	三一重工	263.02	320.40	21.82%	61.33%	173.49	202.02	16.45%	38.67%
	000157.SZ	中联重科	138.15	155.35	12.45%	57.25%	110.40	116.00	5.08%	42.75%
	000425.SZ	徐工机械	255.46	309.17	21.03%	50.48%	292.63	303.30	3.65%	49.52%
	000528.SZ	柳工	85.23	104.55	22.66%	50.57%	96.58	102.19	5.81%	49.43%
	000680.SZ	山推股份	39.02	50.47	29.33%	65.73%	25.90	26.32	1.61%	34.27%
	002097.SZ	山河智能	21.94	25.07	14.31%	68.55%	12.17	11.50	-5.53%	31.45%
	600815.SH	厦工股份	1.17	1.07	-8.36%	30.44%	1.90	2.45	28.95%	69.56%
	600984.SH	建设机械	0.85	0.74	-13.56%	6.73%	10.36	10.24	-1.18%	93.27%
	603638.SH	艾迪精密	2.47	3.92	59.11%	17.35%	13.22	18.70	41.43%	82.65%
	603611.SH	诺力股份	20.20	22.43	11.05%	65.69%	11.95	11.72	-1.96%	34.31%
工程机械行业整体			827.50	993.17	20.02%	55.25%	748.60	804.44	7.46%	44.75%

资料来源：Wind、招商证券

从细分板块单季业绩来看：边际有所改善。收入端增速逐季抬升，利润端整体承压但边际收窄，内部分化显著。2026 年 Q1-Q2，工程机械板块整体收入增速分别为 12.81%、16.61%；整体归母净利润增速分别为-4.89%、-4.45%。收入端在海外高增与内需复苏带动下增速有所抬升；利润端受人民币升值带来的汇兑损失侵蚀仍处下降状态。

仅供内部参考，请勿外传

图 6：工程机械主要公司 2026Q1-Q2 单季营业总收入表现

细分赛道	证券代码	证券简称	2026Q1收入（亿元）	yoy	2026Q2收入（亿元）	yoy	环比
综合整机厂	600031.SH	三一重工	241.47	14.03%	293.59	24.39%	21.59%
	000157.SZ	中联重科	129.52	6.89%	141.83	11.35%	9.50%
	000425.SZ	徐工机械	297.91	11.10%	314.56	12.37%	5.59%
	000528.SZ	柳工	100.61	9.97%	106.13	17.51%	5.49%
	000680.SZ	山推股份	39.64	20.11%	43.13	16.48%	8.80%
	002097.SZ	山河智能	15.46	2.17%	21.11	11.25%	36.57%
	600815.SH	厦工股份	2.09	55.26%	1.48	-16.07%	-28.92%
	600984.SH	建设机械	4.49	3.44%	6.49	5.63%	44.57%
液压零部件	601100.SH	恒立液压	32.10	32.52%	36.23	31.78%	12.86%
	603638.SH	艾迪精密	11.68	51.58%	10.94	37.09%	-6.28%
	605389.SH	长龄液压	2.64	20.23%	2.87	16.66%	8.80%
高空作业平台	603338.SH	浙江鼎力	24.57	29.48%	29.57	21.26%	20.32%
叉车	600761.SH	安徽合力	51.89	21.39%	59.85	16.99%	15.35%
	603298.SH	杭叉集团	49.17	9.10%	51.84	8.09%	5.43%
	603611.SH	诺力股份	16.22	-0.76%	17.93	13.43%	10.56%
工程机械行业整体			1,019.44	12.81%	1,137.56	16.61%	11.59%

资料来源：Wind、招商证券

图 7：工程机械主要公司 2026Q1-Q2 单季归母净利润表现

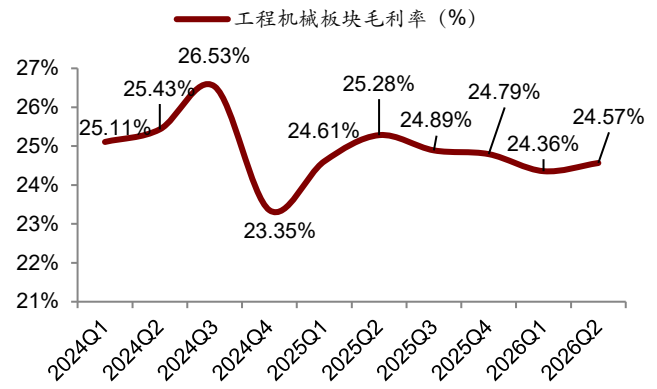
细分赛道	证券代码	证券简称	2026Q1归母（亿元）	yoy	2026Q2归母（亿元）	yoy	环比
综合整机厂	600031.SH	三一重工	24.81	0.38%	32.09	16.92%	29.38%
	000157.SZ	中联重科	8.84	-37.30%	12.18	-10.08%	37.76%
	000425.SZ	徐工机械	20.56	1.68%	19.06	-18.42%	-7.34%
	000528.SZ	柳工	6.06	-7.78%	4.57	-20.17%	-24.56%
	000680.SZ	山推股份	3.36	23.06%	3.46	16.88%	2.99%
	002097.SZ	山河智能	0.18	-44.05%	-0.06	—	-130.41%
	600815.SH	厦工股份	-0.07	—	-0.44	—	499.75%
	600984.SH	建设机械	-2.79	—	-2.21	—	-20.99%
液压零部件	601100.SH	恒立液压	6.52	5.59%	7.84	-3.37%	20.23%
	603638.SH	艾迪精密	1.51	48.39%	1.54	47.05%	1.89%
	605389.SH	长龄液压	0.38	22.29%	0.34	-1.91%	-9.14%
高空作业平台	603338.SH	浙江鼎力	4.53	5.66%	5.37	-13.93%	18.49%
叉车	600761.SH	安徽合力	3.26	1.16%	3.47	-26.93%	6.47%
	603298.SH	杭叉集团	4.72	8.11%	7.43	8.46%	57.53%
	603611.SH	诺力股份	0.75	-39.14%	0.67	-45.45%	-10.05%
工程机械行业整体			82.61	-4.89%	95.32	-4.45%	15.39%

资料来源：Wind、招商证券

汇兑扰动下，毛利保持稳健，净利受短期承压。2026 年上半年，工程机械板块毛利率、净利率分别为 24.47%、8.27%，分别同比+0.07pct、-1.5pct；单季度来看，2026 年 Q1-Q2，工程机械板块毛利率为 24.36%、24.57%，净利率为 8.12%、8.4%，毛利率基本保持稳健，净利率同比下降、环比有所修复。其中毛利率的提升得益于板块公司成本管控强化、业务结构优化；净利率的下降主要由于汇兑扰动。总体来说，工程机械板块经营盈利韧性仍在，净利率承压主要源于汇兑扰动，后续影响有望逐步消退。

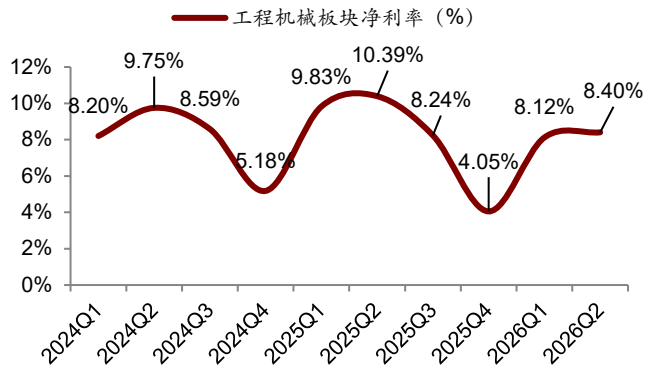
仅供内部参考，请勿外传

图 8：2024Q1-2026Q2 工程机械板块毛利率



资料来源：Wind、招商证券

图 9：2024Q1-2026Q2 工程机械板块净利率



资料来源：Wind、招商证券

图 10：工程机械主要公司 2025H1、2026H1 毛利率、净利率表现

细分赛道	证券代码	证券简称	毛利率		同比	净利率		同比
			2025H1	2026H1		2025H1	2026H1	
综合整机厂	600031.SH	三一重工	27.44%	27.78%	0.35pct	11.87%	10.74%	-1.13pct
	000157.SZ	中联重科	28.15%	26.82%	-1.32pct	11.67%	7.87%	-3.79pct
	000425.SZ	徐工机械	22.03%	22.12%	0.09pct	8.06%	6.54%	-1.52pct
	000528.SZ	柳工	22.32%	20.69%	-1.63pct	6.34%	5.37%	-0.97pct
	000680.SZ	山推股份	20.16%	22.42%	2.26pct	8.13%	8.19%	0.06pct
	002097.SZ	山河智能	26.39%	28.94%	2.55pct	0.86%	0.05%	-0.82pct
	600815.SH	厦工股份	16.94%	8.70%	-8.24pct	4.59%	-15.14%	—
	600984.SH	建设机械	-10.46%	-10.94%	—	-39.89%	-44.87%	—
液压零部件	601100.SH	恒立液压	41.85%	39.27%	-2.58pct	27.70%	21.06%	-6.64pct
	603638.SH	艾迪精密	27.52%	28.66%	1.14pct	13.24%	14.28%	1.04pct
	605389.SH	长龄液压	26.42%	29.58%	3.15pct	14.48%	13.00%	-1.48pct
高空作业平台	603338.SH	浙江鼎力	35.75%	32.97%	-2.78pct	24.27%	18.29%	-5.98pct
叉车	600761.SH	安徽合力	23.58%	22.86%	-0.72pct	9.59%	6.77%	-2.82pct
	603298.SH	杭叉集团	21.96%	24.91%	2.95pct	12.58%	11.89%	-0.70pct
	603611.SH	诺力股份	22.46%	23.72%	1.26pct	7.56%	4.23%	-3.33pct
工程机械行业整体			24.96%	25.01%	0.05pct	10.12%	8.37%	-1.75pct

资料来源：Wind、招商证券；注释：毛利率是质保费会计政策调整后的统一口径

汇兑损失是期间费用率上行的主要拉动因素。2026 年上半年，工程机械板块平均期间费用率 16.58%，同比+2.63pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.55%、4.61%、4.14%、3.28%，同比-0.39pct、-0.30pct、-0.23pct、+3.54pct，期间费用率上升主要系人民币持续升值下汇兑损失明显增加，推动财务费用率同比大幅抬升；同期销售、管理、研发三项常规费用率均同比收窄，企业内生降本控费成效持续兑现。费用控制成效最显著的企业系建设机械（-2.67pct）、艾迪精密（-1.59pct），系海外敞口较小、汇兑扰动压力轻。

仅供内部参考，请勿外传

图 11：工程机械主要公司 2025H1、2026H1 期间费用率表现

细分赛道	证券代码	证券简称	销售费用率	同比	管理费用率	同比	研发费用率	同比	财务费用率	同比	合计	同比
综合整机厂	600031.SH	三一重工	6.54%	-0.44pct	2.43%	-0.38pct	4.37%	-0.45pct	3.08%	5.00pct	16.42%	3.73pct
	000157.SZ	中联重科	9.18%	1.00pct	3.75%	-0.37pct	5.28%	-0.40pct	3.41%	4.90pct	21.62%	5.13pct
	000425.SZ	徐工机械	4.36%	-1.39pct	2.77%	-0.02pct	3.67%	0.10pct	2.61%	2.80pct	13.41%	1.50pct
	000528.SZ	柳工	6.23%	-1.64pct	2.21%	-0.20pct	3.55%	0.20pct	1.79%	1.99pct	13.78%	0.35pct
	000680.SZ	山推股份	4.08%	-0.08pct	2.60%	-0.11pct	3.45%	0.06pct	1.60%	1.68pct	11.73%	1.54pct
	002097.SZ	山河智能	8.07%	-0.36pct	8.03%	-1.01pct	3.62%	0.12pct	7.83%	8.19pct	27.56%	6.93pct
	600815.SH	厦工股份	5.63%	-1.22pct	8.52%	-0.08pct	4.99%	0.71pct	1.24%	2.42pct	20.37%	1.83pct
	600984.SH	建设机械	1.26%	0.19pct	13.28%	0.12pct	2.54%	-0.83pct	14.84%	-2.15pct	31.93%	-2.67pct
液压零部件	601100.SH	恒立液压	2.14%	-0.17pct	4.94%	-0.78pct	5.27%	-1.62pct	2.85%	8.02pct	15.21%	5.46pct
	603638.SH	艾迪精密	2.30%	-0.74pct	3.20%	-0.48pct	4.18%	-0.29pct	1.18%	-0.08pct	10.86%	-1.59pct
	605389.SH	长龄液压	1.47%	-0.65pct	4.44%	0.18pct	3.67%	-0.61pct	0.90%	1.47pct	10.47%	0.39pct
高空作业平台	603338.SH	浙江鼎力	2.67%	-0.59pct	1.81%	-1.68pct	2.51%	-0.82pct	3.07%	9.75pct	10.06%	6.66pct
叉车	600761.SH	安徽合力	4.69%	-0.33pct	2.90%	0.07pct	6.08%	-0.08pct	1.15%	2.04pct	14.81%	1.69pct
	603298.SH	杭叉集团	4.86%	0.38pct	2.81%	0.42pct	5.01%	0.49pct	1.20%	1.68pct	13.88%	2.96pct
	603611.SH	诺力股份	4.73%	0.23pct	5.45%	-0.16pct	3.95%	-0.06pct	2.48%	5.44pct	16.61%	5.45pct
工程机械行业平均			4.55%	-0.39pct	4.61%	-0.30pct	4.14%	-0.23pct	3.28%	3.54pct	16.58%	2.63pct

资料来源：Wind、招商证券

现金流质量稳步提升，半年度净现比首次突破 1。2023H1-2026H1，工程机械板块净现比分别为 0.34、0.99、0.97、1.07，净现比自 2024 年起迎来显著改善回升，2026 年上半年进一步抬升。工程机械行业周期调整背景下，企业加强对订单客户质量与经营风险敞口的控制，通过提升首付比例等系列措施优化应收账款的总体规模和账龄结构，销售现金回款呈现显著提升趋势。其中三一重工净现比持续领先行业，中联重科、徐工机械净现比均增至 1 以上，改善幅度突出；山河智能、厦工股份也有不错的现金流表现。

图 12：工程机械主要公司 2022H1-2025H1 经营性现金流及净现比表现

细分赛道	证券代码	证券简称	经营性净现金流（单位：亿元）				净现比			
			2023H1	2024H1	2025H1	2026H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
综合整机厂	600031.SH	三一重工	4.02	84.38	101.34	97.68	0.12	2.36	1.94	1.72
	000157.SZ	中联重科	9.31	8.25	17.52	24.20	0.46	0.36	0.63	1.15
	000425.SZ	徐工机械	15.37	17.06	37.25	41.58	0.43	0.46	0.85	1.05
	000528.SZ	柳工	-2.89	11.22	4.57	0.98	-0.47	1.14	0.37	0.09
	000680.SZ	山推股份	-0.85	2.30	2.30	3.27	-0.28	0.55	0.40	0.48
	002097.SZ	山河智能	-8.16	0.80	0.38	0.41	-17.10	2.34	0.76	3.23
	600815.SH	厦工股份	-0.01	0.77	-0.64	-2.03	0.04	12.89	-18.99	3.97
	600984.SH	建设机械	-0.31	-0.23	1.10	0.81	0.14	0.05	-0.25	-0.16
液压零部件	601100.SH	恒立液压	9.91	5.46	6.19	12.54	0.77	0.42	0.43	0.87
	603638.SH	艾迪精密	0.24	1.46	2.33	0.57	0.14	0.74	1.12	0.19
	605389.SH	长龄液压	0.78	0.32	0.49	-0.05	1.42	0.49	0.75	-0.07
高空作业平台	603338.SH	浙江鼎力	8.50	8.77	-1.34	3.15	1.02	1.06	-0.13	0.32
叉车	600761.SH	安徽合力	4.96	2.57	5.89	6.22	0.75	0.32	0.74	0.93
	603298.SH	杭叉集团	6.75	6.22	3.51	3.82	0.86	0.62	0.31	0.31
	603611.SH	诺力股份	-1.25	-1.21	0.58	-2.46	-0.56	-0.50	0.23	-1.73
工程机械行业整体			**46.35**	**148.15**	**181.47**	**190.70**	**0.34**	**0.99**	**0.97**	**1.07**

资料来源：Wind、招商证券；注释：销售费用率是质保费会计政策调整后的统一口径

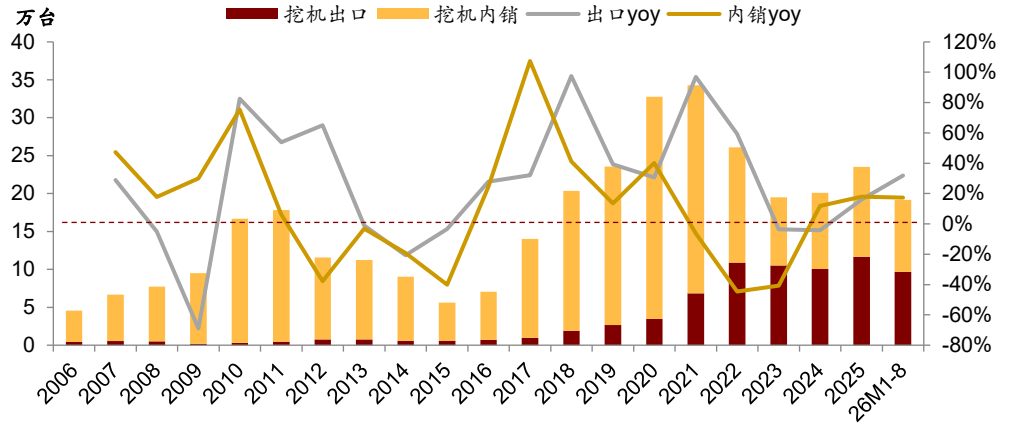
三、工程机械：β超预期，海外持续性存预期差

挖机行业已开启新一轮内外销景气共振的增长周期。挖机周期位置判断：①国内市场，经历相对陡峭的下行调整阶段（2020-2023 年，三年降幅达 69.28%），挖机内销于 2024 年实现筑底回升，2025、2026 年持续温和复苏（同比+17.88%、+17.35%），复苏的驱动力包括农林市政等下游场景结构性景气、出口去化下设备更新弹性逐步释放；②海外市场：经历数年高增后，2022-2024 年挖机出口销

仅供内部参考，请勿外传

量于 10～11 万台区间小幅波动，2025、2026 年重回加速上升通道（同比+16.06%、+31.79%），增长的驱动力包括新兴市场持续景气、发达市场需求复苏、内资品牌全球竞争力 α 持续兑现。

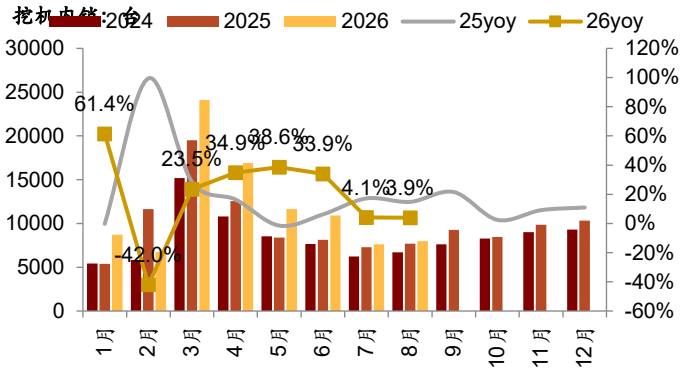
图 13：2006-2026 年中国挖机行业内外销销量



资料来源：工程机械工业协会、招商证券

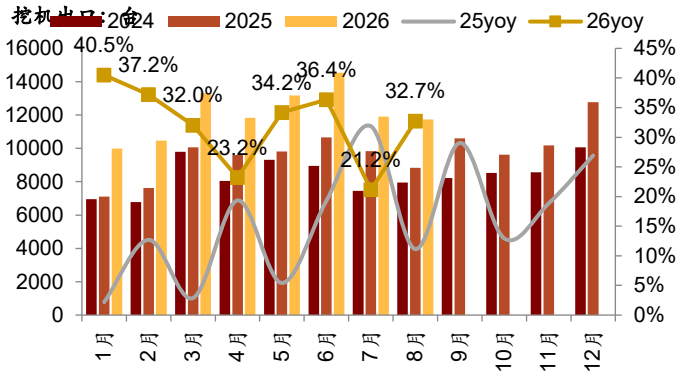
2026 年边际上看，挖机内销接近预期上限、出口增长大超预期。2026 年 1-8 月，挖机内销销量 9.46 万台，同比+17.35%，出口销量 9.69 万台，同比+31.79%；国内市场 Q1、Q3 连续超预期，Q3 淡季增速回落，整体符合年初我们对内销【10%～20%】增长预期（系①专项债及特别国债资金及时到位、②重大项目十五五开局之年集中开工、③更新替换驱动力主导下需求具备持续性、④存在部分内销转出口增量）；海外市场持续高增，整体大超年初我们对出口【10%～20%】增长预期。（系新兴市场持续景气、欧美发达市场复苏）（关于此前预期，见 2025 年 12 月 19 日“工业品出口链 2026 年度策略报告：紧握确定性，拥抱新成长”）

图 14：2024-2026 年挖机月度内销销量及同比增速



资料来源：工程机械工业协会、招商证券

图 15：2024-2026 年挖机月度出口销量及同比增速



资料来源：工程机械工业协会、招商证券

分吨位来看，过去掣肘行业的中大挖内销、小挖出口均已迎来向上拐点。2026 年上半年，①国内市场方面，小挖/中挖/大挖内销增速分别为+21.26%、+18.86%、+15.96%，小挖内销保持良好增速，中大挖内销拐点确立后进一步提速；②海外市场方面，小挖/中挖/大挖出口增速分别为+41.72%、+24.12%、+33.5%，中大挖持续景气的同时，小挖作为主要库存品种在发达市场复苏背景下显现出强劲增长弹性、是出口超预期的核心驱动力。

仅供内部参考，请勿外传

表 1：2024-2026 年中国挖机行业分吨位内外销表现

内销	挖机分吨位销量（台）			占比（%）			yoy（%）		
	小	中	大	小	中	大	小	中	大
2024	74,873	14,483	11,187	74.47%	14.40%	11.13%	20.60%	-8.15%	-7.74%
2025	91,643	15,631	11,216	77.34%	13.19%	9.47%	22.40%	7.93%	0.26%
2026H1	61,494	10,594	6,937	77.82%	13.41%	8.78%	21.26%	18.86%	15.96%
出口	挖机分吨位销量（台）			占比（%）			yoy（%）		
	小	中	大	小	中	大	小	中	大
2024	45,540	36,447	18,601	45.27%	36.23%	18.49%	-15.31%	11.76%	-0.27%
2025	49,363	40,757	26,619	42.28%	34.91%	22.80%	8.39%	11.83%	43.11%
2026H1	32,585	24,646	16,064	44.46%	33.63%	21.92%	41.72%	24.12%	33.50%

资料来源：工程机械工业协会、招商证券

国内市场：全品类增长预期小幅 miss，除路机外增长趋势仍在延续。2024 年挖机率先筑底复苏，其他品类整体仍在承压；2025 年挖机复苏继续升温，且趋势逐步转移至起重机等后周期品类，内需景气度由分化走向统一。2026 年 1-7 月，挖机、工起内销增速分别为 18.77%、2.75%，主要品类内销增速“6 增 5 降”，其中导致不及预期的主要是路机，其他品类在供给侧更新替换推动力下基本保持稳健增长，此前连续下滑两年的高机也已实现转正。我们此前反复强调，国内此轮向上周期的核心驱动力为供给侧的更新替换，需求侧为结构性的景气，该特点下我们继续维持对内需“复苏弹性相对平和、具备长期持续性”的观点。

表 2：2022-2026 年中国工程机械行业主要品类内销增速

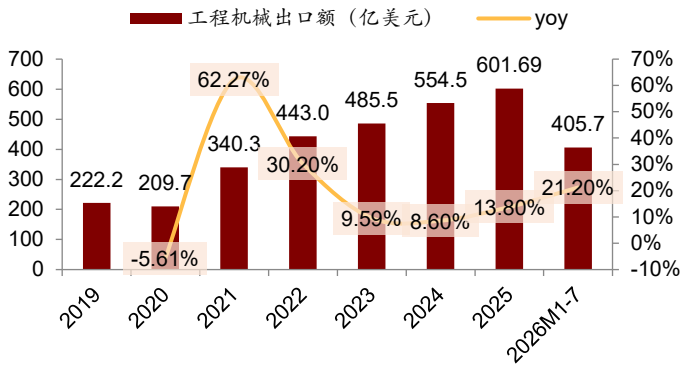
分品类-内销增速（%）						
产品	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	26M7 单月	26M1-7 累计
挖机	-44.6%	-40.8%	11.7%	17.9%	↑ 4.1%	↑ 18.8%
装载机	-24.0%	-30.1%	-3.9%	22.1%	↑ 26.8%	↑ 17.7%
起重机合计	-50.1%	2.3%	-19.6%	6.7%	↑ 2.5%	↑ 2.7%
汽车起重机	-56.1%	-17.7%	-37.5%	1.4%	↑ 17.5%	↑ 17.2%
随车起重机	-39.4%	33.1%	-2.4%	8.5%	↓ -6.3%	↓ -6.0%
履带起重机	-42.2%	-20.0%	-41.9%	32.9%	↑ 45.2%	↑ 12.8%
塔机	——	-19.0%	-67.0%	-49.5%	↓ -17.6%	↓ -19.1%
压路机	-40.8%	-23.5%	-15.4%	18.9%	↓ -30.0%	↓ -10.7%
摊铺机	-27.5%	-20.4%	-20.2%	33.0%	↓ -22.6%	↓ -19.6%
平地机	12.7%	-6.2%	17.6%	32.4%	↓ -32.0%	↓ -20.5%
高空作业平台	7.4%	4.2%	-33.4%	-42.4%	↑ 88.7%	↑ 9.6%
叉车	-12.4%	11.9%	4.8%	12.6%	↑ 22.8%	↑ 15.3%

资料来源：工程机械工业协会、招商证券

海外市场：新兴、发达市场景气共振预期如期 beat，后者增长趋强劲。总量层面，2025 年、2026 年 1-7 月，工程机械行业出口额 601.69、405.7 亿元，同比+13.8%、+21.2%；增长趋势显著加速。结构层面，2025 年，新兴市场、发达市场出口额分别同比+21%、-2%；2026Q1，新兴市场、发达市场出口额分别同比+17%、+37%，新兴市场依旧景气、小幅降速主要是受地缘冲突影响；发达市场实现对新兴市场增速反超，西欧、大洋洲市场增速大幅提升至+42%、+38%，北美市场也已从贸易摩擦影响中走出、大幅回正+29%。我们此前提出“2026 年海外全市场景气共振”的观点已被证实，新兴市场的持续景气、欧美市场的超预期复苏将为全年行业出口提供强劲支撑，我们继续看好行业出口超预期增长。

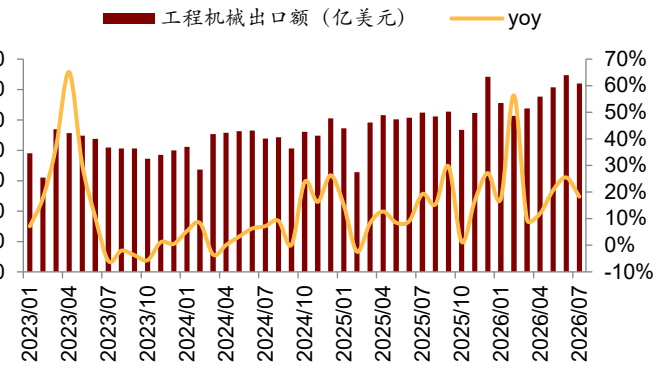
仅供内部参考，请勿外传

图 16：2019-2026 年工程机械年度出口额及同比增速



资料来源：工程机械工业协会、招商证券

图 17：2023-2026 年工程机械月度出口额及同比增速



资料来源：工程机械工业协会、招商证券

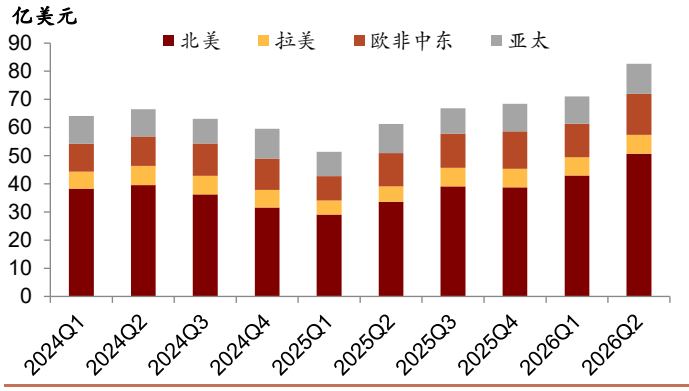
表 3：2022-2026 年工程机械行业主要市场出口额及同比增速

分区域-出口额（亿美元）													
年份	新兴市场								发达市场				
	非洲	东南亚	俄语区	中东	拉美	南亚	其他	合计	西欧	美加墨	大洋洲	其他	合计
2022	18.05	43.46	30.12	15.56	16.98	6.35	5.67	**136.20**	37.09	20.90	10.33	4.77	**73.10**
2023	22.21	36.02	47.89	26.23	16.87	8.52	6.28	**164.01**	37.46	25.50	9.64	5.14	**77.74**
2024	32.10	40.45	49.51	30.29	22.12	9.48	7.49	**191.44**	35.81	25.16	8.14	4.19	**73.30**
2025	50.14	47.44	46.80	38.56	28.36	11.24	9.74	**232.27**	38.05	19.96	9.11	4.35	**71.47**
26M1-7	40.17	35.17	24.36	17.73	19.66	6.68	5.51	**144.41**	30.75	15.92	7.03	3.21	**56.91**
分区域-出口额增速（%）													
年份	新兴市场								发达市场				
	非洲	东南亚	俄语区	中东	拉美	南亚	其他	合计	西欧	美加墨	大洋洲	其他	合计
2022	18%	31%	68%	83%	61%	28%	53%	**45%**	51%	62%	56%	51%	**54%**
2023	23%	-17%	59%	69%	-1%	34%	11%	**20%**	1%	22%	-7%	8%	**6%**
2024	45%	12%	3%	15%	31%	11%	19%	**17%**	-4%	-1%	-16%	-19%	**-6%**
2025	56%	17%	-5%	27%	28%	19%	30%	**21%**	6%	-21%	12%	4%	**-2%**
26M1-7	48%	33%	0%	-24%	29%	12%	-5%	**17%**	42%	29%	38%	39%	**37%**

资料来源：中国海关总署、招商证券

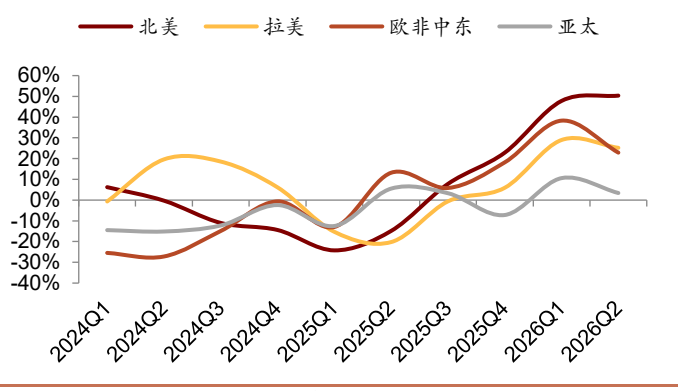
外资龙头视角进一步佐证了“海外需求全面景气”的观点。2026Q2，收入方面，卡特彼勒建筑机械部门实现销售收入 83 亿美元（剔除合并前），同比+35%，其中北美、拉美、欧非中东、亚太区域销售收入分别同比+50%、+25%、+23%、+3%，是 2023 年以来首次实现四大市场同步增长（连续 2 季度）；库存方面，卡特彼勒经销商库存达 119 亿美元，同比+37%，环比+5%，接近 2012 年历史高位，外资龙头对于全球需求迈入向上周期同样持坚定乐观态度。

图 18：2024-2026 卡特彼勒建筑机械分区域销售收入



资料来源：卡特彼勒公告、招商证券

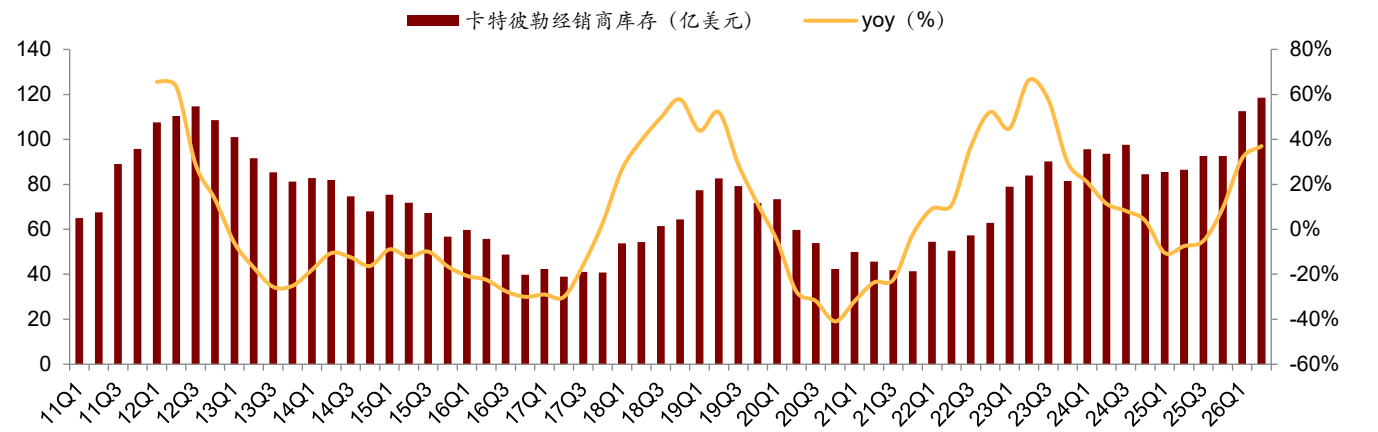
图 19：2024-2026 卡特彼勒建筑机械分区域收入增速



资料来源：卡特彼勒公告、招商证券

仅供内部参考，请勿外传

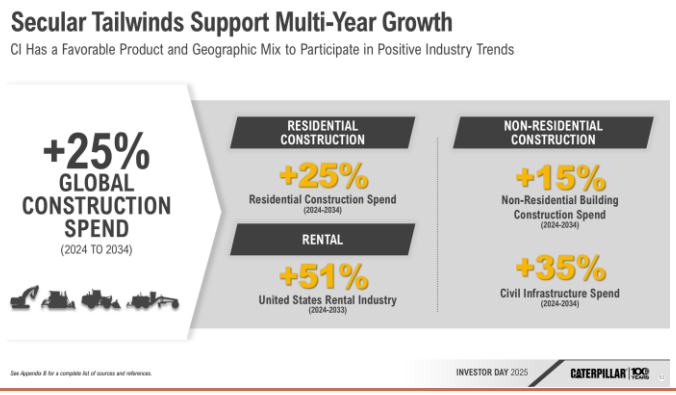
图 20：2011-2026 年卡特彼勒经销商库存水平及同比增速



资料来源：卡特彼勒公告、招商证券

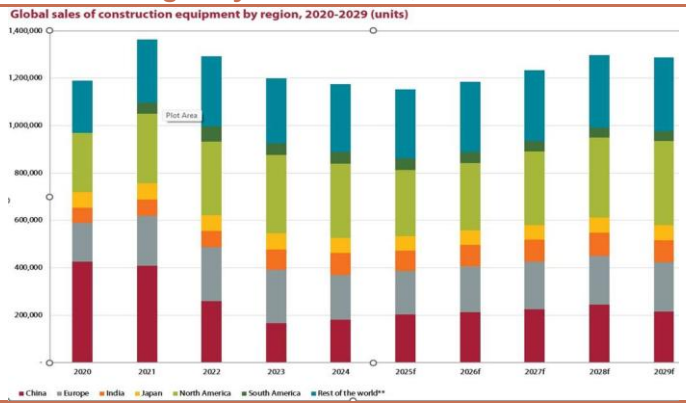
海外需求具备持续性、存在预期差。①我们认为：美元利率并非海外工程机械需求的决定性因素，最终需求看各国基建、矿业的内生回报率。而本轮海外需求的基础在于大宗价格，而大宗涨价核心动力来自供需，而非流动性放水。2026 年仅是发达经济体和资源型经济体同步向好的第一年。②海外观点：2025 年底，卡特彼勒、Offhighway Research 在充分考虑通胀加息可能性背景下，均对工程机械全球需求周期做出了乐观指引，2026-2030 年全球工程机械将进入上行周期、是新兴与发达市场的共振，2026 年仅是上行周期的起点，2030 年周期高点预计超越 2021 年。

图 21：卡特彼勒对中长期全球需求保持乐观



资料来源：卡特彼勒公告、招商证券

图 22：Offhighway 预计 26-29 年开启上行周期



资料来源：Offhighway Research、招商证券

四、投资建议：预期差+赔率高，强烈推荐底部布局

目前，工程机械β已逐步迈入全面景气，国内市场在供给侧更新驱动下持续温和复苏、海外市场呈现新兴+发达市场需求共振，我们认为板块在短期波动后将继续回归业绩上行通道，基本面向上具备持续性、资金面配置具备性价比，强烈推荐底部布局，建议关注工程机械龙头主机厂、零部件制造商、高机/叉车制造商。

（1）工程机械整机厂：出海受益于海外需求超预期升温，内需周期复苏力度保持稳定，主机厂凭借业务结构调整、体制变革优化等因素业绩弹性有望持续领跑板块。建议关注【三一重工】【徐工机械】【中联重科】【柳工】【山推股份】。

（2）零部件制造商：β全面景气背景下，零部件企业基本面迎来拐点，并且凭

仅供内部参考，请勿外传

借竞争力α持续提升市场份额，同时各家企业也受益于新兴业务多元化拓展催化，建议关注【恒立液压】【艾迪精密】【长龄液压】【唯万密封】。

（3）高机、叉车制造商：短期看，海外发达市场高机需求显著反转向上，业绩有望保持稳健增长；长期看，国际化、锂电化仍是龙头公司相对突出的α属性。建议关注【浙江鼎力】【安徽合力】【杭叉集团】。

表 4：工程机械主要公司业绩预测与估值（截至 2026 年 9 月 9 日）

公司名称	总市值（亿元）	总收入（亿元）			归母净利润（亿元）			PE（X）		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
三一重工	1840	1029.1	1189.9	1372.9	103.5	132.4	160.5	17.8	13.9	11.5
中联重科	981	1139.6	1313.5	1523.0	75.6	103.6	128.1	13.0	9.5	7.7
徐工机械	555	568.9	663.0	778.0	50.0	59.1	69.9	11.1	9.4	7.9
柳工	171	376.0	423.7	473.8	18.4	23.2	27.9	9.3	7.3	6.1
山推股份	161	163.1	184.0	203.4	14.8	17.3	19.8	10.9	9.3	8.1
恒立液压	1363	133.5	159.1	189.2	34.6	42.7	52.4	39.4	31.9	26.0
艾迪精密	160	43.0	53.6	66.0	5.6	7.1	8.8	28.7	22.6	18.1
长龄液压	126	—	—	—	—	—	—	—	—	—
浙江鼎力	302	103.0	118.8	137.4	20.7	24.6	29.4	14.6	12.3	10.3
安徽合力	146	219.6	241.7	267.1	13.2	14.7	16.4	11.1	10.0	8.9
杭叉集团	330	190.6	207.6	221.9	24.0	26.6	29.0	13.7	12.4	11.4
诺力股份	42	80.4	89.7	98.7	6.0	7.3	7.7	7.0	5.8	5.5

资料来源：Wind、招商证券（三一重工、中联重科、徐工机械、山推股份、安徽合力、杭叉集团按照招商证券盈利预测，其余取自 Wind 一致预测）

五、风险提示

1）内需复苏不及预期；

2）海外拓展放缓导致出口不及预期；

3）贸易摩擦阻碍中国品牌出海发展；

4）原材料涨价或市场竞争加剧导致盈利能力下滑；

5）统计样本只能一定程度反映板块全貌，可能失真。

仅供内部参考，请勿外传

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。