输送机械龙头拥抱全球化，设备出海打开新增长

运机集团首次覆盖

投资评级	增持（首次）
股价（2026年09月23日）	33.69 元
目标价格	35.91 元
52 周最高价/最低价	40.7/20.79 元
总股本/流通 A 股（万股）	23,376/15,187
A 股市值（百万元）	7,876
国家/地区	中国
行业	机械设备
报告发布日期	2026 年 09 月 26 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	9.92	31.91	20.32	36.69
相对表现%	9.09	34.11	28.49	36.75
沪深 300%	0.83	-2.2	-8.17	-0.06



证券分析师

杨震 执业证书编号：S0860520060002
香港证监会牌照：BSW113
yangzhen@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人

敬希癸 执业证书编号：S0860125120011
jingxigui@orientsec.com.cn

核心观点

- **输送机械领先企业，积极开拓全球市场。**公司成立于 2003 年，专注于以带式输送机为核心的节能环保型输送机械成套设备的研发、设计、生产和销售。公司于 2021 年 11 月成功在深交所主板上市。近年来，公司坚持技术创新与市场需求双轮驱动，紧跟“一带一路”国家战略政策，积极开拓全球市场，近年来公司屡获国际大单，公司依托其技术实力和丰富的跨境项目经验，深度参与了西芒杜项目，提供了关键输送机械设备及全流程履约支持。2025 年公司成功签订几内亚 4.06 亿美元项目订单，标志着公司开始从单一设备出口商向系统解决方案提供商的重大转变。
- **矿山行业高景气，带式运输机出海空间广阔。**我们看到当前全球矿山企业资本开支仍处于上行周期，而地缘冲突可能抬升全球通胀，致使有色金属价格中枢维持高位，我们判断国内矿企的出海意愿有望持续提升，带式输送机在百公里内散料运输具备综合优势，有望充分受益。除此之外，我们认为来自建材、港口、物流等基础设施建设领域的订单也将持续增加，而这将带动公司设备出海的增速提升。
- **输送全流程方案构筑竞争壁垒，设备出海有望持续突破。**我们认为公司出海的竞争优势正在边际提升，通过产业链整合，公司正持续提升零部件供应及运维等后市场的服务能力，不断完善海外布局。除此之外，公司积极拥抱人工智能发展，公司与华为共同开发的矿山智能工业巡检机器人，已在非洲几内亚西芒杜某矿山项目中投入实际应用，项目已逐步进入商业化阶段。凭借公司在矿山领域项目业绩的背书，以及领先的客户资源优势。我们看好公司凭借全流程方案的优势强势拓展海外市场，带动业绩高速增长。

盈利预测与投资建议

- 我们看好未来矿山行业资本开支保持高景气，公司带式输送机出海空间广阔，设备出海和后市场备件及维修业务有望拉动公司业绩高速增长。我们预测公司 2026-2028 年每股收益分别为 1.27/ 1.71/ 2.16。参考可比公司 2027 年平均市盈率约 21xPE，我们给予运机集团 2027 年 21xPE，目标价格 35.91 元，首次给予增持评级。

风险提示

宏观经济波动导致投资不及预期、 订单确认进度不及预期、矿山项目投资进展不及预期、公司产能扩张不及预期、行业竞争加剧风险

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,536	1,786	2,489	3,184	3,845
同比增长(%)	*45.8%*	*16.3%*	*39.4%*	*27.9%*	*20.8%*
营业利润(百万元)	193	231	351	476	598
同比增长(%)	*66.4%*	*19.8%*	*51.6%*	*35.6%*	*25.8%*
归属母公司净利润(百万元)	157	196	296	401	504
同比增长(%)	*53.8%*	*24.4%*	*51.1%*	*35.5%*	*25.8%*
每股收益（元）	0.67	0.84	1.27	1.71	2.16
毛利率(%)	29.3%	27.3%	30.9%	31.2%	31.6%
净利率(%)	10.2%	11.0%	11.9%	12.6%	13.1%
净资产收益率(%)	7.4%	8.5%	12.0%	14.7%	15.9%
市盈率	50.1	40.2	26.6	19.6	15.6
市净率	3.6	3.3	3.1	2.7	2.3

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1. 输送机械领先企业，积极开拓全球市场 5
1.1：国内领先的输送机械企业，产品应用广泛 5
1.2：开拓海外市场，有望带动业绩长期增长 6
2. 矿山行业高景气，带式运输机出海空间广阔 8
2.1：全球矿业资本开支呈现扩张，设备厂商有望充分受益 8
2.2：地缘扰动可能抬升全球通胀，国内矿企出海有望带动设备出海 10
2.3：带式输送机在百公里内散料运输具备综合优势，市场空间广阔 12
3. 全流程方案构筑竞争壁垒，设备出海有望持续突破 17
3.1：全产业链扩张出海，服务粘性强，构筑坚实壁垒 17
3.2：矿山项目业绩丰富，客户资源优势显著 19
盈利预测与投资建议 22
盈利预测 22
投资建议 22
风险提示 23

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：运机集团是国内输送机械装备领域的领先企业.....5
图 2：公司股权结构集中且相对稳定.....6
图 3：公司 2026 年上半年营业收入增速承压.....7
图 4：公司 2026 年上半年归母净利润增速承压.....7
图 5：公司收入主要来源为输送机设备整机.....7
图 6：公司近年来海外收入占比呈上升趋势.....7
图 7：公司近年来毛利率呈上升趋势.....7
图 8：公司近年来期间费用率略有上升.....7
图 9：近年来公司存货、合同负债持续增长.....8
图 10：全球十大龙头矿企资本开支处于上行周期.....9
图 11：全球矿山设备市场有望保持较高增长.....9
图 12：2025 年全球矿山机械市场里北美、欧洲、中国份额占比高.....9
图 13：2025 年全球矿山运输设备市场占矿山设备市场比例约 28.8%.....10
图 14：全球矿产需求有望进一步扩张.....10
图 15：全球矿业资本开支有望进入新一轮投资周期.....10
图 16：地缘冲突对矿产资源供应链安全提出了挑战.....11
图 17：历史上地缘风险与通胀高度挂钩.....11
图 18：近年地缘政治风险指数中枢在上移.....11
图 19：国内七家金属矿企近年来海外收入占比持续提升.....12
图 20：2025 年全球贵金属领域的并购交易额强劲.....12
图 21：2025 年中国带式输送机行业应用领域.....15
图 22：海外发展中国家带式运输机市场规模有望高速扩张.....15
图 23：我国物料搬运机械出口额持续增长.....15
图 24： 我国矿山机械出口额持续增长.....15
图 25：2026 年 M1-M6 带式输送机械出口额增速放缓.....16
图 26：2026H1 三一重工非洲地区收入实现高增长.....16
图 27：中国带式输送机市场规模有望保持稳健增长.....16
图 28：非洲关键矿产储量和产量全球占比.....18
图 29：运机集团、华运智远与华为成立联创中心.....19
图 30：华运智远矿山智能工业机器人.....19
图 31：公司较国内竞争对手海外项目经验更加丰富.....20
图 32：公司较国内竞争对手，同矿山企业合作更加紧密.....21

表 1：运机集团带式输送机产品，下游应用领域广泛.....5

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：国内企业积极出海参与矿山资源并购 12
表 3：常见物料运输方式优劣势对比 13
表 4：雨季会明显降低砂石路运输效率 13
表 5：带式运输机项目初始投资成本一般远低于铁路运输 14
表 6：带式输送机运输较铁路、公路运输具有独特优势 14
表 7：国内带式输送机市场参与者众多 17
表 8：公司近年来不断拓展产业链布局 18
表 9：公司承接了众多海外运输机械标杆项目 20
表 10：可比公司估值比较 23

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

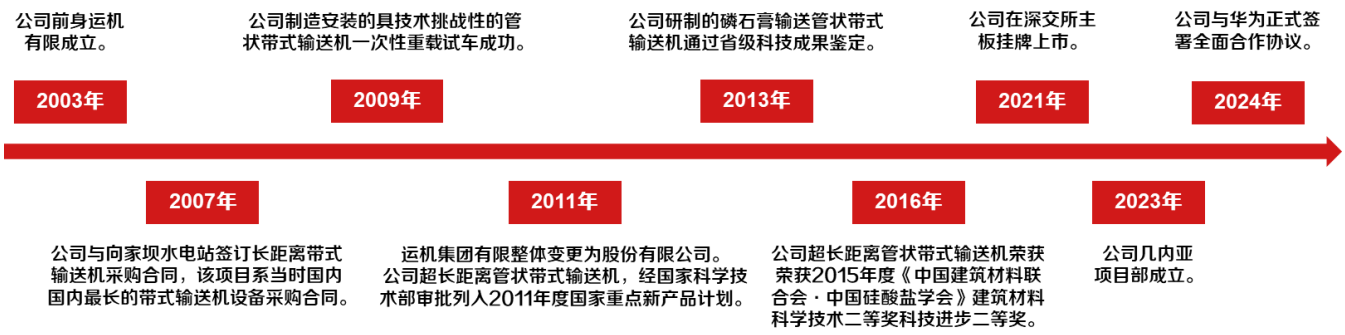
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 输送机械领先企业，积极开拓全球市场

1.1：国内领先的输送机械企业，产品应用广泛

运机集团是国内输送机械装备领域的领先企业。自 2003 年成立以来，公司始终专注于以带式输送机为核心的节能环保型输送机械成套设备的研发、设计、生产和销售。公司于 2021 年 11 月成功在深交所主板上市。公司坚持技术创新与市场需求双轮驱动，紧跟“一带一路”国家战略政策，积极开拓全球市场，近年来公司屡获国际大单。2024 年 9 月，公司澳大利亚孙公司取得了威利输送机有限公司 100%的股权，业务国际化迈出实质性步伐。2025 年 4 月，公司与几内亚银谷国际有限公司签署铝土矿输送系统 EPC 总承包合同，合同金额达 4.06 亿美元（约合 29.26 亿人民币），公司将全面负责 128 公里超长距离越野转弯带式输送系统的设计、施工及 AI 智能运维全流程，携手非洲资源巨头共建“一带一路”智能矿山样板。

图 1：运机集团是国内输送机械装备领域的领先企业



数据来源：公司官网，公司公告，东方证券研究

公司带式输送机产品，下游应用领域广泛。公司自创立以来，始终致力于为广大客户提供可靠、稳定的散料输送解决方案，主要产品包括通用带式输送机、管状带式输送机、水平转弯带式输送机、其他输送机及其相关配套设备等，公司控股子公司欧瑞安主要产品为永磁电机、变频器、永磁电动滚筒等。公司产品广泛应用于电力、冶金、建材、煤炭、港口、化工等多个行业，合作对象包括大型国有企业、上市公司及国际知名企业，并出口印度、尼日利亚、塞内加尔、巴基斯坦、印尼、老挝、越南、马来西亚、美国、马里、缅甸等国家，取得了良好业绩。

表 1：运机集团带式输送机产品，下游应用领域广泛

产品名称	产品介绍
通用带式输送机	通用带式输送机是目前应用最为普遍的带式输送机结构形式，广泛应用于散料、包装物的输送和转运场合。公司设计、制造的通用带式输送机带宽范围为 0.5 米到 2.4 米，适用输送各种散状物料以及成件物料，**广泛运用于冶金、煤炭、港口、仓储等行业**，运行效果良好。
管状带式输送机	公司设计、制造的管状带式输送机，是在通用带式输送机基础上发展起来的，通过 4~8 只托辊组组成的多边形，将输送带强制裹成圆管状截面，输送散状物料。已运用在多个国内、国外**高难度、长距离、越野式安全环保的物料输送工程。**
水平转弯带式输送机	公司设计、制造的水平转弯带式输送机在支撑托辊结构和输送带物理性能方面具有特殊的结构和设计，能够实现输送机水平转弯，**适用于长距离输送散状物料，适合在穿越山区、河流等野外复杂地形的曲线输送线路上运送物料。**
其他输送机产品	是根据输送环境的变化、时间和空间上的约束限制以及物料特殊属性要求，**在通用带式输送机及功能**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

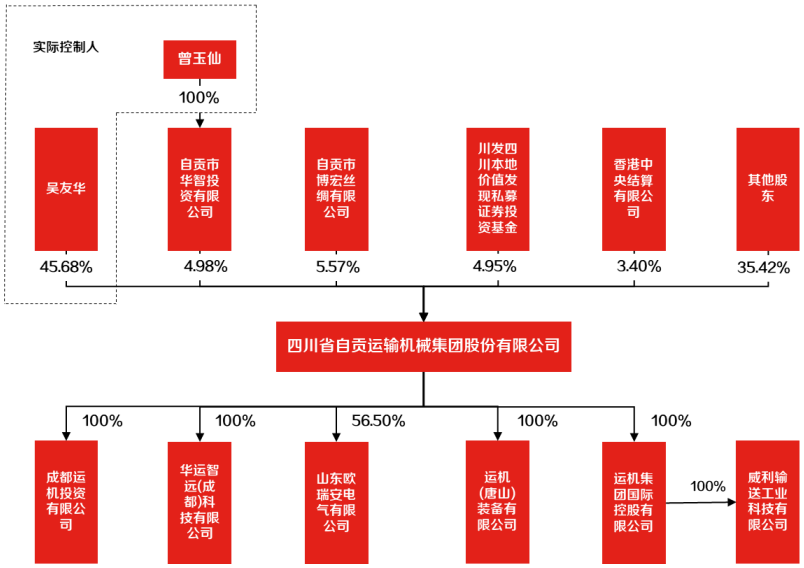
下载日志已记录，仅供内部参考

	扩展的基础上衍生出来的专用型输送机。其他输送机包含移置式带式输送机、伸缩式带式输送机、大倾角带式输送机、斗式提升机、螺旋输送机等。
永磁电机、变频器、永磁电动滚筒	公司控股子公司欧瑞安生产的永磁电机以稀土永磁体作为核心励磁源，无需额外输入励磁电流，无励磁损耗，提高了电动机的效率和功率密度；同时，永磁电机在其结构设计上具备一定优势，无需搭配减速机单元即可匹配负载转速。欧瑞安生产的变频器属于专用变频器范畴，主要搭配永磁电机使用，具有启动平稳性高、抗干扰性强、多机功率平衡性强等优势，实现“电机-变频器”协同优化。欧瑞安生产的永磁电动滚筒同样以稀土永磁体提供励磁，创新采用“机电一体化”设计，将带式输送机的传动滚筒与永磁同步电动机深度集成。

数据来源：公司公告，东方证券研究

公司股权结构集中且相对稳定。据公司 2025 年报，公司董事长吴友华先生直接持股 45.68%，曾玉仙女士（系实际控制人吴友华配偶）通过自贡市华智投资有限公司间接持有公司 4.98%的股份，吴友华先生及其配偶曾玉仙女士穿透合计持有本公司 50.66%的股份。2025 年 7 月 28 日，公司公告了自贡市华智投资有限公司的减持计划，减持股份为 229.18 万股，减持比例约为 0.98%。根据公司 2025 年 5 月 29 日的机构调研记录显示，该 229.18 万股减持股份为华智投资公司中的员工持有部分，公司控股股东及其一致行动人 2-3 年内暂时没有通过二级市场减持的计划。因此我们判断公司未来 1-2 年股权结构能够维持相对稳定。

图 2：公司股权结构集中且相对稳定



数据来源：同花顺 iFinD，东方证券研究（注：数据截至 2025 年 12 月 31 日）

1.2：开拓海外市场，有望带动业绩长期增长

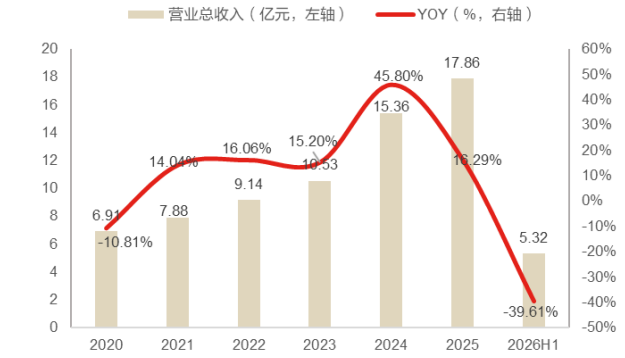
公司近年来收入呈现高速增长，但 2026H1 业绩表现阶段性承压。2025 年运机集团实现营业收入 17.86 亿元，同比增长 16.29%，技术服务及备件和永磁电机滚筒业务成为营收增长的重要驱动。公司 2025 年实现了归母净利润 1.96 亿元，同比增长 24.42%。2025 年公司计提的资产减值损失、信用减值损失较往年有所增长，我们分析其中主要包括存货及商誉计提的减值准备，以及坏账准备计提增加所致。2026H1 公司营业收入和归母净利润同比下滑较明显，主要原因在于公司上半年受部分项目交付节奏影响，整机产品收入下降，同时，公司为深化海外市场布局，销售、管理、

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

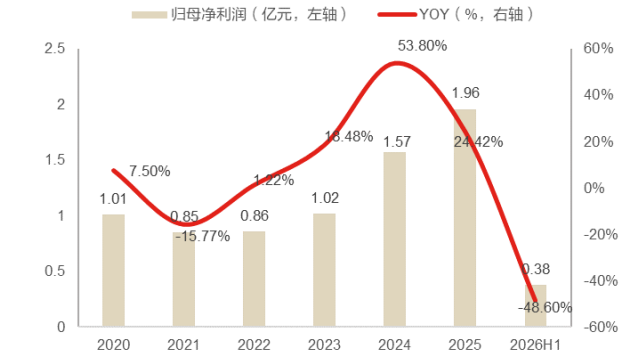
差旅费用等有所增加，导致公司业绩阶段性承压。但我们看到公司此前表示，公司目前执行的合同中，大部分项目由客户方负责海运，我们预计项目交付的压力有望在下半年逐渐缓解，带动业绩修复。

图 3：公司 2026 年上半年营业收入增速承压



数据来源：同花顺 iFinD，东方证券研究

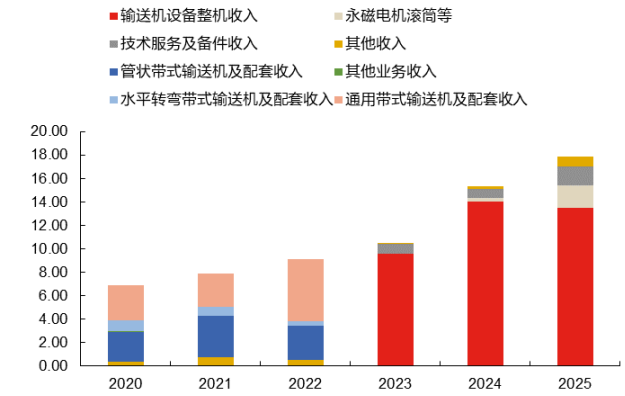
图 4：公司 2026 年上半年归母净利润增速承压



数据来源：同花顺 iFinD，东方证券研究

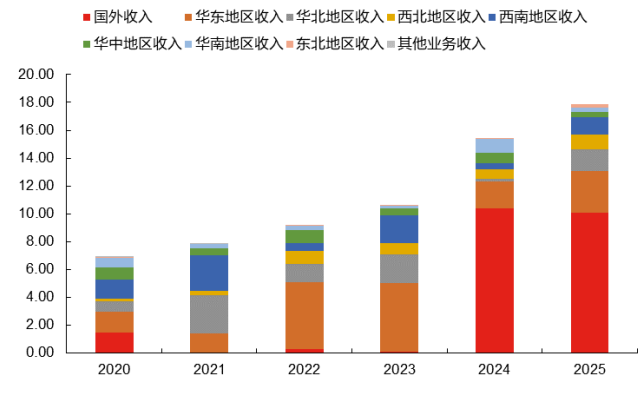
出口业务增长拉动收入迅速提升。分产品来看，运机集团收入主要来源为输送机设备整机，2025 年输送机设备整机业务实现营业收入 10.09 亿元，收入占比达到 75.4%；永磁电机滚筒等业务收入实现营业收入 1.92 亿元，收入占比达到 10.8%；技术服务及备件收入实现营收 1.63 亿元，收入占比达到 9.1%。分地区来看，公司积极响应“一带一路”国家战略政策，持续开拓海外市场，海外需求已成为驱动公司成长的重要动力，国外收入占比呈上升趋势，2025 年海外收入占比达到 56.5%。国内市场里华东地区占比最高，2025 年华东地区收入占比达到 16.6%。

图 5：公司收入主要来源为输送机设备整机



数据来源：同花顺 iFinD，东方证券研究（注：图中单位为亿元）

图 6：公司近年来海外收入占比呈上升趋势



数据来源：同花顺 iFinD，东方证券研究（注：图中单位为亿元）

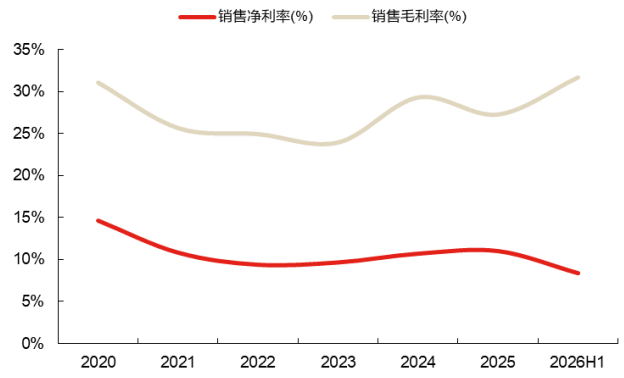
设备出海拉动毛利率提升，期间费用率略有上升。运机集团近年来销售毛利率呈上升趋势，2026H1 年公司销售毛利率为 31.71%，公司海外收入毛利率相较国内收入毛利率更高，二者相差约 10pcts。伴随公司加大海外市场布局，销售费用率、管理费用率等有所增加，2026H1 上升较为明显，导致 2026H1 公司的归母净利率下滑至 8.38%，但我们预计伴随项目交付节奏的恢复，公司的期间费用率有望恢复至较低水平。

图 7：公司近年来毛利率呈上升趋势

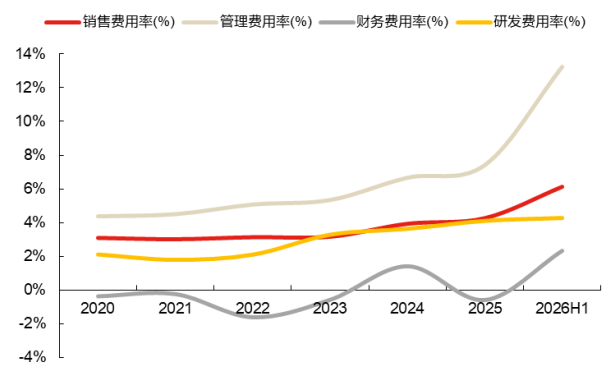
图 8：公司近年来期间费用率略有上升

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



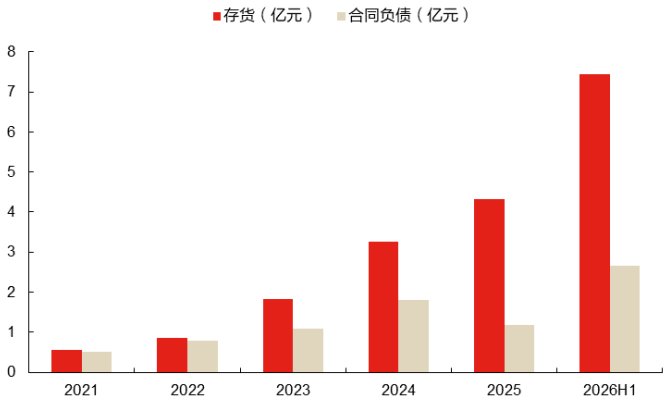
数据来源：同花顺 iFinD，东方证券研究



数据来源：同花顺 iFinD，东方证券研究

订单需求旺盛，存货、合同负债持续增长。近年来受益下游矿山行业景气度持续提升，公司在手订单实现了高速的增长。据公司披露 2021-2023 三年公司年度新增订单分别达到 9.07 亿元、14.42 亿元、20.22 亿元，截至 2024 年 3 月底公司在手订单达到 24 亿元，公司最新披露的公告显示截至 2025 年底，公司在手订单已增长至约 47 亿元，约为 2025 年营业收入的 2.6 倍。从公司最新的财务报告上，我们看到截至 2026 年 6 月底，公司的存货及合同负债相较于 2025 年底实现了高速的增长，我们认为这一方面反映了 2026 年上半年公司项目交付可能受到部分影响，但另一方面更加印证了公司订单需求的旺盛。

图 9：近年来公司存货、合同负债持续增长



数据来源：同花顺 iFinD，东方证券研究

2. 矿山行业高景气，带式运输机出海空间广阔

2.1：全球矿业资本开支呈现扩张，设备厂商有望充分受益

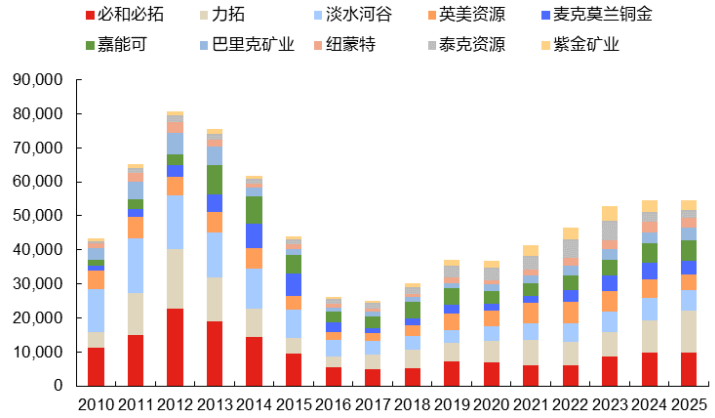
全球矿山企业资本开支处于上行周期。金属价格上涨时，矿企利润增厚，更有意愿进行扩产，短期产能较为刚性时，矿企能通过延长开采时间、增加开采工作面等方式进行扩产。中长期则只能通过增加资本开支的方式投建新产能，新产能投产具有一定滞后性。我们选择了必和必拓、力拓、嘉能可、紫金矿业等全球知名的十大矿业企龙头企业分析，发现上轮资本开支周期高点在 2012 年，2012 年后行业资本开支进入下行调整期，直至 2017 年触底；2018 年开始，十大矿业企龙头企业资本开支再次进入上行周期。我们看到部分矿业龙头企业未来资本开支依然强劲，例如必和必拓

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

2025 财年资本及勘探开支为 98 亿美元，其在 2025 年年报中预计 2026 和 2027 财年每年资本及勘探开支达到约 110 亿美元。紫金矿业在 2026 年 2 月发布公告，2028 年的矿产金产量指引为 130-140 吨，较 2024 年 5 月公告的产量指引有所上调。

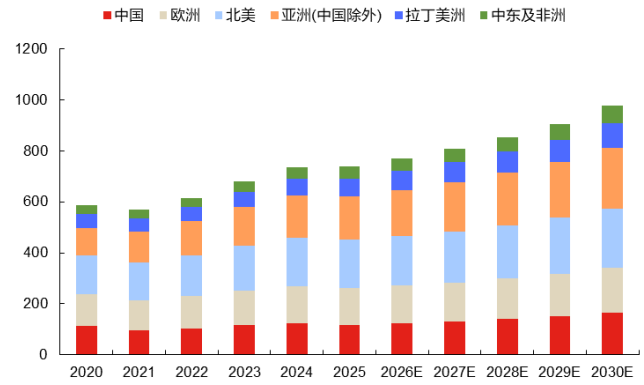
图 10：全球十大龙头矿企资本开支处于上行周期



数据来源：Wind，东方证券研究（注：图中单位为百万美元）

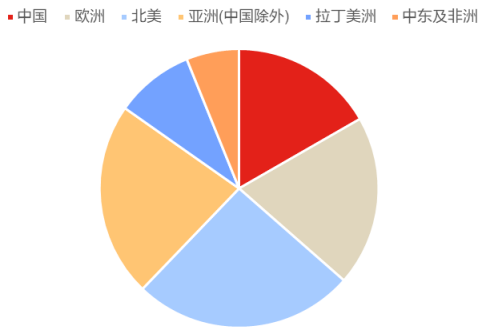
全球矿山设备高景气有望持续至 2030 年。在大宗商品价格走强和矿业资本开支增加的推动下，2020 年至 2025 年间全球矿山设备市场实现显著扩张。至 2025 年，全球矿山设备市场规模达到约 7385 亿元，2020-2025 年间市场复合增长率达到约 4.7%。展望未来，全球矿山设备市场有望持续扩张，至 2030 年规模达到约 9776 亿元，2025 年至 2030 年期间复合年增长率达到约 6.1%。从细分区域来看，北美、欧洲、中国市场份额占比高，2025 年细分市场规模占比分别为 25.6%、19.7%、15.8%。

图 11：全球矿山设备市场有望保持较高增长



数据来源：临工重机招股说明书，弗若斯特沙利文，东方证券研究（注：图中单位为十亿元）

图 12：2025 年全球矿山机械市场里北美、欧洲、中国份额占比高



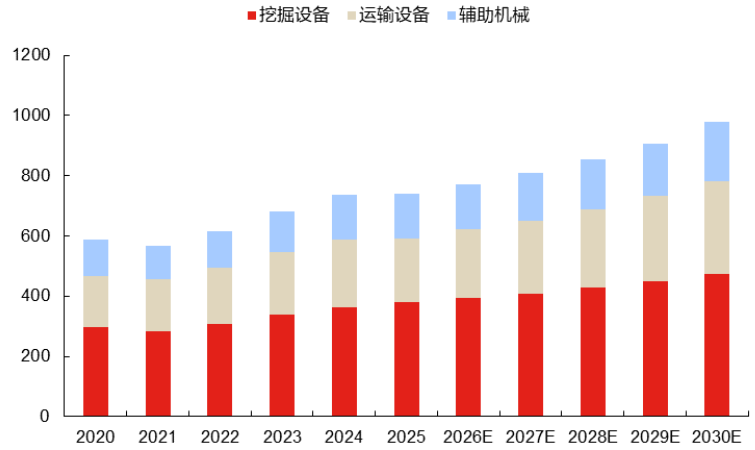
数据来源：临工重机招股说明书，弗若斯特沙利文，东方证券研究

运输设备是矿山设备的重要细分。运输设备是矿山设备的重要细分领域，主要包括矿山运输设备（如矿用自卸车、非公路宽体自卸车及铰接式卡车）以及适用于长距离或高吞吐量运输的连续化系统（如带式输送机、坑内破碎输送系统）。2025 年全球矿山运输设备市场达到约 2127 亿元，占比达到约 28.8%。据临工重机招股书显示，全球约有 50 至 60 家采矿运输设备原始设备制造商，其中仅有 10 至 20 家为具备全球市场竞争力的大型制造商。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

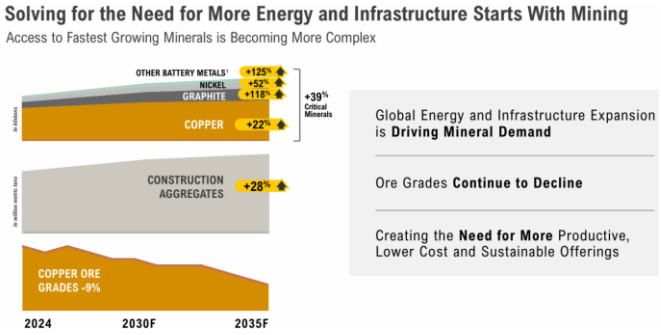
图 13：2025 年全球矿山运输设备市场占矿山设备市场比例约 28.8%



数据来源：临工重机招股说明书，弗若斯特沙利文，东方证券研究（注：图中单位为十亿元）

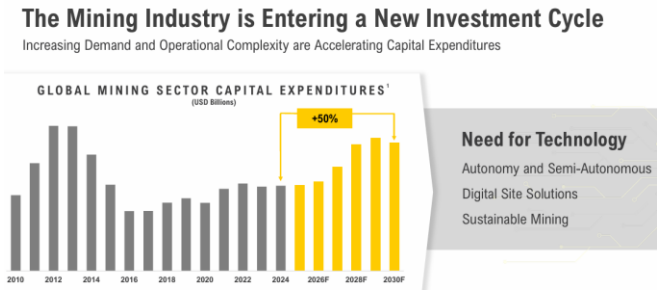
矿山机械行业高景气度有望持续。卡特彼勒是全球最大的矿山机械设备商，据其预测 2024 年到 2035 年期间铜、石墨、镍、钴、锂和稀土等全球关键矿产需求增速有望保持在 39%。且受矿石品位下降影响，单位矿产所需的设备投入将进一步上升。因此采矿企业需投入更多的资本开支，据卡特彼勒预测 2024 年至 2030 年间采矿业资本开支将进入新一轮上升周期，资本开支金额有望提升 50%。卡特彼勒于 2026Q2 单季度资源行业收入达到 46.48 亿美元，同比增长约 20%，印证了全球矿山设备的高景气度。**我们认为矿山设备龙头对矿业资本开支的积极指引，进一步体现出矿山机械的高景气度有望持续。**

图 14：全球矿产需求有望进一步扩张



数据来源：卡特彼勒官网

图 15：全球矿业资本开支有望进入新一轮投资周期



数据来源：卡特彼勒官网

2.2：地缘扰动可能抬升全球通胀，国内矿企出海有望带动设备出海

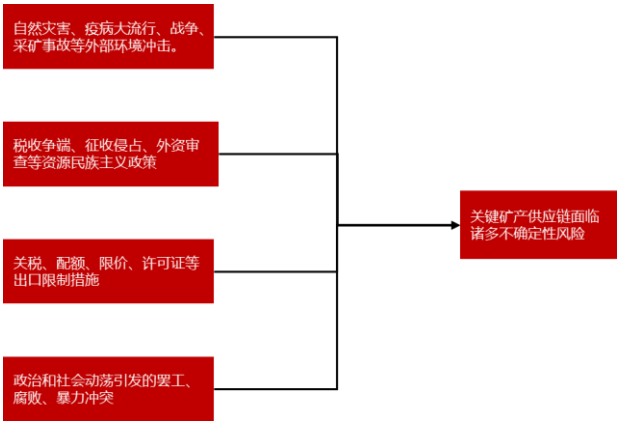
地缘冲突对矿产资源供应链安全提出了挑战。战略性关键矿产资源，是指那些关乎人类社会持续发展、在关键领域发挥战略性作用的矿产资源，通常具有稀缺性和地理分布高度不均衡的特点。全球主要经济体对这些资源的需求十分旺盛，但普遍存在严重依赖进口、甚至产地来源高度集中的问题。矿产供应链容易受到多种地缘风险的干扰与威胁，主要包括：自然灾害、疫病大流行、战争、采矿事故等外部环境冲击；税收争端、征收侵占、外资审查等资源民族主义政策；关税、

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

配额、限价、许可证等出口限制措施；以及由政治和社会动荡引发的罢工、腐败、暴力冲突等。这些因素对于矿产资源供应链安全提出了挑战。

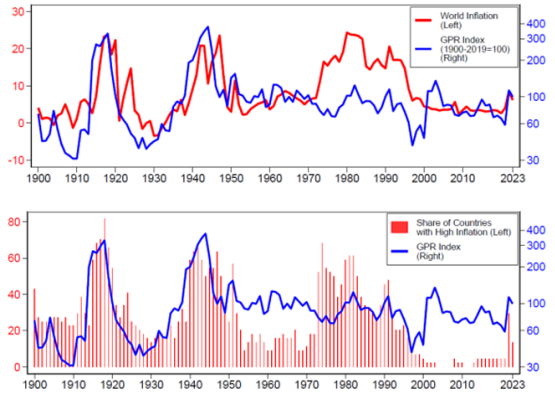
图 16：地缘冲突对矿产资源供应链安全提出了挑战



数据来源：《能源转型与地缘冲突背景下的关键矿产博弈》刘贵超，东方证券研究

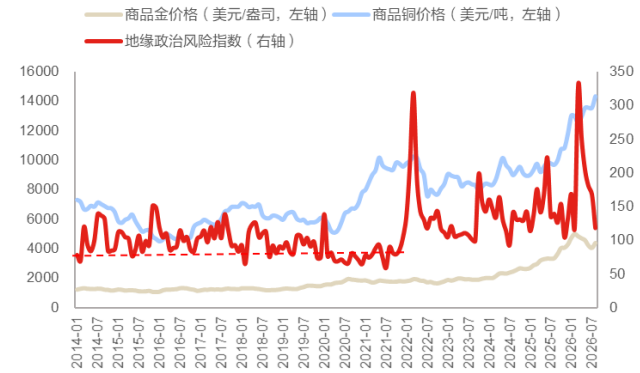
地缘冲突可能抬升全球通胀，致使有色金属价格中枢维持高位。已有研究表明，地缘风险上升会带动通胀上行。Caldara 等人对 1900-2023 年地缘风险上升阶段进行统计，发现地缘风险会极大推动通胀的上行，既包括全球综合通胀上行的幅度，也包括全球受通胀影响经济体的广度，但由地缘问题带来的通胀预期是不利于经济增长的。我们看到近年来地缘政治风险指数中枢在持续上移，同时商品铜和金的价格维持在多年来的高位水平。受限于金属端等非能源大宗产能释放的局限性，全球资本开支扩张周期往往伴随金属等非能源大宗价格持续上行。例如上个世纪 80 年代起，美日贸易战持续升温，产业迁移和再工业化投资需求持续增长，如 1987 年、1994 年等多轮全球资本开支扩张周期，均显著推动当年非能源大宗商品价格。

图 17：历史上地缘风险与通胀高度挂钩



数据来源：《Do Geopolitical Risks Raise or Lower Inflation》Caldara et al.

图 18：近年地缘政治风险指数中枢在上移



数据来源：同花顺 iFinD，世界银行，东方证券研究

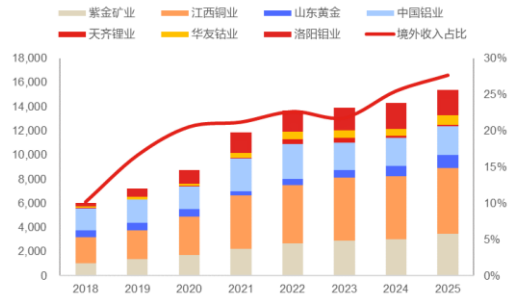
出海驱动国内矿企营业收入增长，国内矿企加大海外并购力度有望带动矿山机械出海。出海成为国内矿企的收入增长的重要驱动。近年来国内矿山企业持续加大出海力度，境外收入占比持续提升。例如紫金矿业境外收入占比从 2018 年的 8.0%提升至 2025 年的 56.9%。出海是国内矿企实现收入快速增长的重要渠道，国内矿业巨头加大了全球并购力度，有望带动国产矿山机械加速出海。矿业草根勘查通常具有周期长、结果不确定性高的特点，导致其蕴藏较高风险。因此，矿业巨头更倾向于通过并购快速扩充资源储备，矿业并购已成为大型矿业公司实现跨越式发展的核心

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

战略举措。据慧甚 FactSet 统计，2025 年采矿业的并购活动达到了自 2010-2012 年超级周期以来最强劲的一年。2025 年贵金属领域并购全年交易数量 84 笔，同比增加 42%。2025 年基本金属领域并购总额达 457 亿美元，同比增加 214%，达到 2011 年以来最高水平。据国复咨询数据，截至 2025 年 12 月 24 日，中国企业海外能源与矿业并购总额达到 61.45 亿美元，这一规模远超 2024 年同期水平，创下了近年来的历史新高。**我们认为，国内矿业龙头加大了海外的矿产并购，未来扩产的意愿有望加强，将带动国产矿山机械企业加速出海。**

图 19：国内七家金属矿企近年来海外收入占比持续提升



数据来源：同花顺 iFinD，东方证券研究

图 20：2025 年全球贵金属领域的并购交易额强劲



数据来源：慧甚 FactSet（注：图中仅统计了价值 > 2500 万美元的交易）

表 2：国内企业积极出海参与矿山资源并购

公告日期	交易类型	目标	收购方	交易价值（百万美元）	交易状态
2025 年 9 月 9 日	对等合并	Teck Resources Limited	Anglo American	$23,473.87	已公告
2025 年 12 月 8 日	收购	MCC Tongsin Resources Ltd.	中国五矿集团有限公司	$1,731.19	已公告
2025 年 5 月 20 日	收购	AdriaticMetalsPlc	Dundee Precious Metals	$1,413.80	已完成
2025 年 5 月 27 日	收购	MAC Copper Ltd.	Harmony Gold	$1,252.63	已完成
2025 年 11 月 28 日	收购	SolGold Plc	江西铜业	$1,163.43	已公告
2025 年 12 月 8 日	收购	MCC-JJJ Mining	中国五矿集团有限公司	$712.21	已公告
2025 年 8 月 13 日	少数股权	Hudbay Minerals /Copper World 项目/	Mitsubishi Corp.	$600.00	已公告
2025 年 2 月 18 日	资产收购	Anglo American Plc / 镍业务/	MMG Ltd.	$500.00	已公告
2025 年 4 月 2 日	收购	Mineracao Vale Verde	白银有色集团	$420.00	已完成
2025 年 6 月 3 日	收购	Alphamin Resources Corp.	International Resources Holding	$367.37	已完成

数据来源：慧甚 FactSet，东方证券研究

2.3：带式输送机在百公里内散料运输具备综合优势，市场空间广阔

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

带式运输机适用于连续物料的运输。散料运输方式主要包括铁路、汽车和带式输送机三种。铁路运输的优势在于货运量大，尤其适宜大宗货物的长距离运输，运输速度一般比汽车快，运输可靠性强，不足之处在于通达性差、固定资本庞大、营运缺乏弹性。汽车运输的优势在于可以使用现有路网，初始投资少、见效快、经济效益高、机动灵活，不足之处是能源消耗高，环境污染大，交通事故多。而输送机运输优势在于连续作业、运量大、受天气影响极小、线路能适应山区复杂地形，缺点包括灵活性差等。

表 3：常见物料运输方式优劣势对比

对比维度	铁路运输	汽车（公路）运输	带式输送机
适用距离	远距离	中短距离	中短距离
地形	面积广	平坦地势	山区复杂爬坡地势
单次运量	极大	相对较小	中等
初始投资	极高	低（使用现有路网）	中-高
运营成本	低	高	中
灵活性	低（固定线路、班次）	极高（门到门、随时）	极低（固定线路、连续）
环境影响	较低（单位排放低）	高（单位排放高）	低（电力驱动）
受天气影响	中等（暴雨、积雪可中断）	高（雨季砂石路中断风险大）	低（封闭系统）
适用场景	大宗货物、长途、固定线路	灵活、短途、门到门	连续物料、固定线路、散料

数据来源：《综合交通各种运输方式技术经济特征与比较优势研究》刘洋,欧阳斌等，华经产业研究院，东方证券研究

带式输送机相较于汽车运输，受天气影响小，对基础设施要求不高。带式输送机的核心工作原理是通过驱动滚筒的旋转，将动力传递给输送带，带动物料进行连续移动，非常适合大批量、长距离输送，具有运输连续性强的优势。**我们认为在海外发展中国家进行矿山投资时，也要综合考虑到天气因素和当地基础设施的影响。**以几内亚为例，几内亚位于非洲西部，西濒大西洋，几内亚沿海地区为热带季风气候，终年高温多雨；内地为热带草原气候。5 月至 10 月为雨季，11 月至次年 4 月为旱季。雨量充沛，全国年均降水量为 3000 毫米。而几内亚公路多为砂石路，截至 2022 年，几内亚国内各类公路总里程为 45300 公里，其中国道总里程 7576 公里，铺设沥青路面的国道里程 2779 公里。雨季砂石路易泥泞损坏，依赖公路运输会受到一定程度的影响，根据尼日尔实地研究的数据，雨季会显著降低砂石路的运输效率。由此更加凸显出带式输送机受天气影响小，较公路运输的稳定性优势比市场认知的更强。

表 4：雨季会明显降低砂石路运输效率

公路类型	旱季		雨季		雨季影响
	步行速度	车辆速度	步行速度	车辆速度	
一级砂石路	5 km/h	30 km/h	4 km/h	20 km/h	车辆速度降低约 33%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

二级/三级砂石路	4 km/h	17 km/h	3 km/h	8 km/h	车辆速度降低约53%
沙漠土路	2 km/h	6.78-13.54 km/h	1.7 km/h	无法通行	车辆完全无法通行

数据来源：《It's a long, long walk: accessibility to hospitals, maternity and integrated health centers in Niger》Blanford JI, Kumar S, Luo W, MacEachren AM，东方证券研究

带式运输机项目初始投资成本一般远低于铁路运输。铁路货运成本结构中“与运量无关”的成本费用（指线路、通信设备、大型建筑物、技术建筑物的运用、维护费用，以及管理人员工资等）占铁路货运成本的 50%左右。始发和终到作业费用约占运输成本的 18%左右，因此运距越短，成本相对越高，只有运距较长时，成本才能大幅度下降。根据我们的不完全统计，非洲的铁路线路每公里建设成本较带式运输机更高。**我们认为，项目初始投资更大意味着后续不确定性往往更高，带式运输机初始投资较铁路运输更低，对项目业主的初始经济压力和后续经营风险都更低。**

表 5：带式运输机项目初始投资成本一般远低于铁路运输

项目名称	项目里程	总造价	每公里项目造价(万美元/公里)
埃塞－吉布提电气化铁路	740 公里	40 亿美元	540
坦桑尼亚-布隆迪跨国铁路	240 公里	21.54 亿美元	898
几内亚银谷国际有限公司铝土矿项目 128 公里长距离越野转弯带式输送系统工程	128 公里	4.06 亿美元	317

数据来源：国际在线，国复咨询，运机集团公告，东方证券研究

百公里内散料运输，带式输送机运输全生命周期成本较铁路、公路运输具有优势。目前工业矿区的产品大多为大宗商品（矿石、煤炭等），一般具有运量大、运输距离较长等特点。一般而言，铁路运输初期需要新建铁路线路，初始投资较大，而后续的运营成本相对较低。公路运输后续运营成本较大，主要包括车辆检修、燃油、人力薪酬等支出；皮带运输由于具有超强的爬坡能力，具有线路短、线路适应性好，在山区地形复杂的情况下优势更加明显。参照《矿区运输方式成本分析》一文中，我们测算了带式输送机、铁路、公路三种运输方式的经济性，假设折旧年限为 15 年，我们发现带式输送机方案初始建造投资并不大，而后续年度运营成本适中，年合计成本最低。带式输送机是百公里内散料运输的最优选择。

表 6：带式输送机运输较铁路、公路运输具有独特优势

项目	铁路运输	公路运输	皮带运输机运输
线路长度（公里）	21	35	15
单位初始建造成本（万元/公里）	10000	3000	1000
初始建造成本（万元）	**210000**	**105000**	**15000**
折旧年限（年）	15	15	15
年折旧成本（万元）	**14000**	**7000**	**1000**
运量（万吨）	2000	2000	2000

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

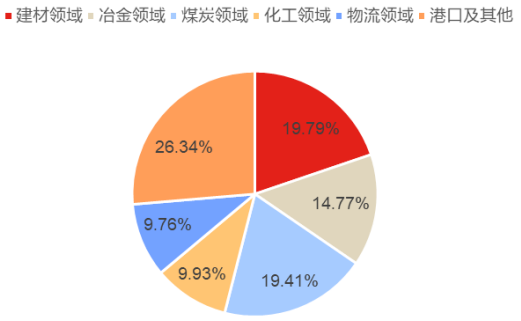
下载日志已记录，仅供内部参考

周转量（万吨*公里）	42000	70000	30000
单位运营成本（元/吨*公里）	0.0543	0.3830	0.3660
年运营成本（万元）	**2281**	**26810**	**10980**
年合计成本（万元）	**16281**	**33810**	**11980**

数据来源：《矿区运输方式成本分析》邓立红，公司公告，询价无忧网，东方证券研究（铁路取专用线建设成本）

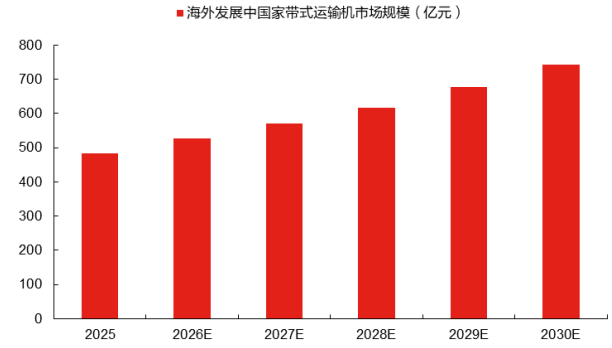
海外发展中国家带式运输机市场规模有望高速扩张。市场目前主要关注的带式输送设备出海的应用场景是矿山，但从国内的应用实践来看，带式运输设备广泛适用于建材、冶金、港口、矿山等诸多需要物料输送、装卸的场景。我们认为矿业需求是公司设备出海的重要驱动力，但未来伴随公司海外项目持续交付，设备品牌力不断提升，来自建材、港口、物流等基础设施建设领域的订单将持续增加，而这将带动其设备出海的增速。按照发展中国家矿山机械中带式运输机渗透率20%、矿山领域应用占带式运输机市场 34.18%测算，我们发现 2025 年海外发展中国家带式输送机市场规模约为 484 亿元，2030 年有望提升至 743 亿元，五年复合增速达到约 9%。

图 21：2025 年中国带式输送机行业应用领域



数据来源：智研咨询，东方证券研究

图 22：海外发展中国家带式运输机市场规模有望高速扩张



数据来源：临工重机招股说明书，弗若斯特沙利文，智研咨询，东方证券研究测算

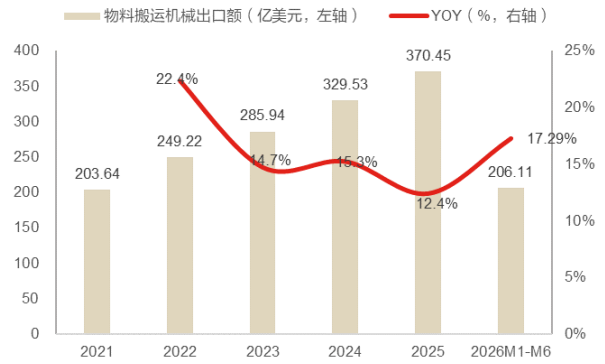
中国机械设备乘风出海，公司带式运输设备海外市场空间还很广阔。通过以上分析，我们认为在海外发展中国家，带式运输设备能取得更大的市场空间。从设备出口维度，近年来物料搬运机械、矿山机械年出口额持续增长，且 2022-2025 年期间带式输送机械出口额增速基本都高于物料搬运机械整体增速，我们认为这反映了中国的重型机械设备在全球的竞争力不断上升。但在2025年带式输送机械出口额高基数之下，2026 年 M1-M6 带式输送机械出口额增速呈现放缓。分地区来看，我们看到 2026H1 年三一重工非洲地区收入实现了高速增长，我们认为这反映了在非洲的发展中国家里基建及采矿业需求旺盛，公司的带式运输设备海外市场空间还很广阔。

图 23：我国物料搬运机械出口额持续增长

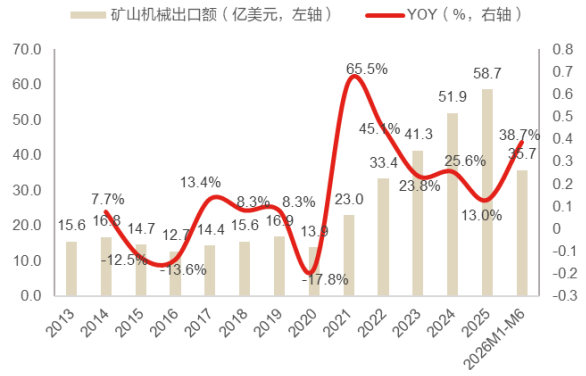
图 24：我国矿山机械出口额持续增长

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

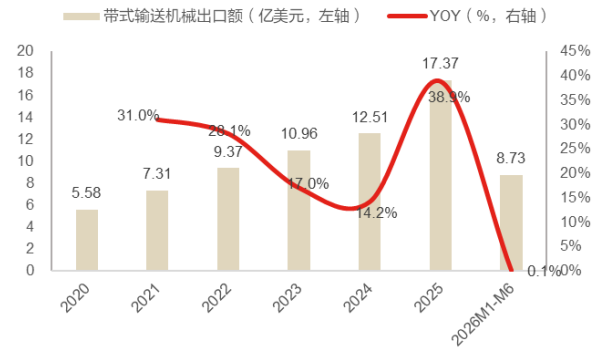


数据来源：重型工程机械协会，东方证券研究



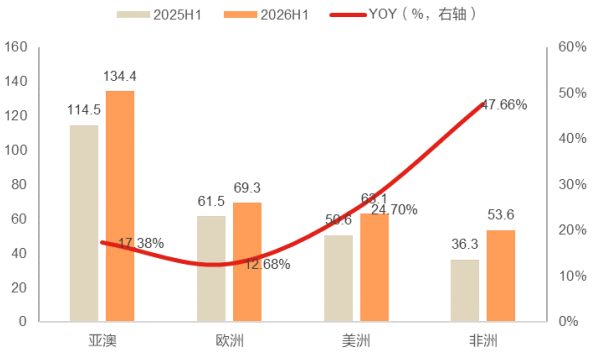
数据来源：重型工程机械协会，东方证券研究

图 25：2026 年 M1-M6 带式输送机械出口额增速放缓



数据来源：海关总署，东方证券研究

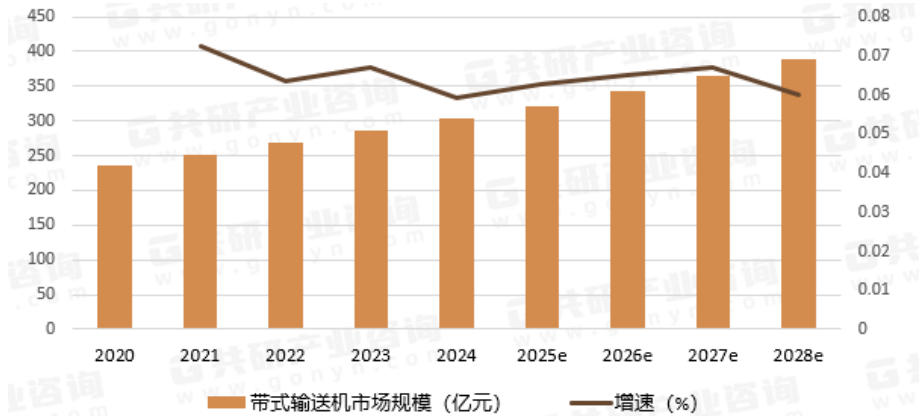
图 26：2026H1 三一重工非洲地区收入实现高增长



数据来源：三一重工公告，东方证券研究（图中单位为亿元）

国内带式运输机市场空间有望稳健增长。带式输送机在矿山、建材、交通、能源等基础工业领域应用广泛，这些行业的持续发展推动了带式输送机的需求增长，据共研网数据显示2025年中国带式输送机市场规模约 322 亿元，预计 2028 年我国带式输送机市场规模将达到 388 亿元，三年间市场规模的复合增速达到 6.4%。

图 27：中国带式输送机市场规模有望保持稳健增长



数据来源：共研网

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 全流程方案构筑竞争壁垒，设备出海有望持续突破

3.1：全产业链扩张出海，服务粘性强，构筑坚实壁垒

国内输送机械参与者众多，竞争格局较为分散。国内输送机械行业市场竞争较为分散，企业数量众多，市场集中度整体偏低。从参与主体来看，主要可分为三类：第一类为外资综合性集团，如蒂森克虏伯、伯曼集团等；第二类为国内专注于输送机械领域的专业企业，以运机集团、华电科工等为代表；第三类为国内实力雄厚的企业，通过设立子公司或自营方式在原有业务基础上拓展输送机械业务，如中联重科物料输送设备有限公司等。按照运机集团 2025 年国内收入 7.77 亿元，2025 年国内带式输送机市场规模 322 亿元测算，公司 2025 年国内市场占有率约为 2.4%。

公司带式输送机械较国际巨头成本优势明显。公司于 2024 年在国内首次将索道技术和带式输送机转弯技术相结合，率先突破架空连续输送技术，并成功将该大型悬索带式输送机项目交付客户，填补了行业空白，打破了国际垄断。国际厂家蒂森克虏伯以往在中国的 3 公里悬索带式输送机项目价格为 3000 万欧元，而运机集团所做的国鑫矿业 2.8 公里砂石骨料输送项目仅收费 2800 多万元，单位报价仅为国际巨头的 1/7。

表 7：国内带式输送机市场参与者众多

类别	企业	简介
外资企业	蒂森克虏伯	蒂森克虏伯是一家来自德国的工业和技术跨国集团，集团业务遍布 48 个国家和地区，涵盖五大业务领域：汽车技术、减碳技术、材料服务、钢铁欧洲以及船舶系统。
	伯曼集团	BEUMER Maschinenfabrik 于 1935 年在德国的 Beckum 成立，是一家生产输送设备的机械制造公司。
国内专注于运输机械相关企业	运机集团	四川省自贡运输机械集团股份有限公司创建于 2003 年 9 月，系收购四川省自贡运输机械总厂而新组建的股份制企业集团，是中国散料输送机械设计、制造和安装领军企业之一，主要产品包括带式输送机、管状带式输送机、曲线带式输送机、斗式提升机、螺旋输送机、驱动装置和逆止装置的设计制造和系统 EPC。
	科大重工	上海科大重工集团有限公司成立于 1993 年，是一家致力于散料输送系统高 端设备研发和重大装备制造的科技型实 体民营企业，拥有 32 项具有自主知识产 权的带式输送机专有设计技术和大量的 带式输送机设计、制造、运行和维护经 验，技术开发能力及生产制造实力雄厚。
	华电科工	公司自行设计制造的核心物料输送和装卸装备包括环保圆形料场堆取料机、长距离曲线带式输送机、管状带式输送机、装卸船机、堆取料机、新型高效穿越式岸桥、排土机、翻车机、数字化料场管理机器人、智能巡检机器人等，上述产品主要用于环保圆形料场系统、电厂输煤系统、港口码头装卸运输系统等物料输送系统。
通过子公司或自营方式在原有业务基础上拓展	中联重科	中联重科创立于 1992 年,主要从事工程机械、矿山机械、农业机械等高新技术装备的研发制造。

数据来源：观研天下，华电科工公告，东方证券研究

通过产业链整合，公司有望从设备商转型为系统解决方案提供商。公司近年来持续推进产业链整合，推动自身向系统解决方案提供商转型。公司与华为技术有限公司签订了全面合作协议，积极打造人工智能技术与传统产业深度融合的示范项目。公司收购了山东欧瑞安电气，弥补了自身在

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

电机制造与研发领域的空缺，公司收购澳大利亚威利输送机有限公司，则获得国际知名的滚筒和托辊品牌，有助于其拓展海外市场。2025 年公司新设立了控股孙公司新疆德普重工有限公司，我们认为这有望帮助公司拓展自身输送机产能，显示出下游需求的旺盛。

表 8：公司近年来不断拓展产业链布局

公告日期	主要内容
2023 年 12 月 15 日	公司在新加坡投资设立全资子公司运机集团国际控股有限公司
2024 年 6 月 27 日	公司设立全资子公司华运智远（成都）科技有限公司
2024 年 10 月 29 日	公司收购山东欧瑞安电气 56.50%股权，成为其控股股东
2024 年 5 月 23 日	运机集团国际控股有限公司设立了运机集团几内亚工程有限公司
2024 年 6 月 6 日	运机集团国际控股有限公司在澳大利亚设立了威利输送工业科技有限公司
2024 年 7 月 3 日	威利输送工业科技有限公司以 800 万澳元购买威利有限责任公司持有的 VLI CONVEYORS PTY LIMITED、Uni-Rod Pty Ltd、Tyton Conveyors Pty. Limited 100%的股权以及相关知识产权
2026 年 4 月 9 日	2025 年 6 月 19 日，运机投资与江西德运丰华智能装备科技有限公司共同投资设立了控股孙公司新疆德普重工有限公司。
2025 年年度报告	2025 年 9 月 5 日，公司孙公司睿启捷科对外投资设立了全资公司运机集团几内亚技术服务有限公司，注册资本 1000 万几内亚法郎。

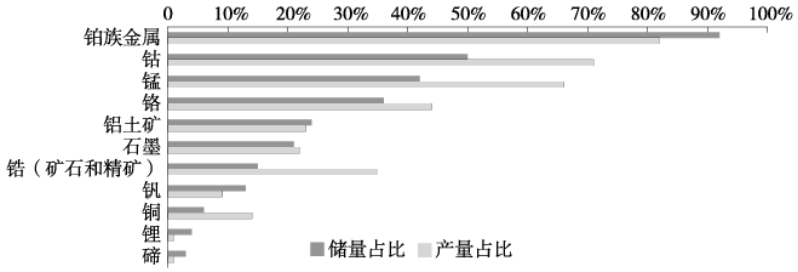
数据来源：公司公告，东方证券研究

公司正持续发力输送机后市场，服务优势助力加速开拓非洲市场。公司近两年已在非洲市场获得多个重大订单，显示出当地运输设备需求旺盛。反观当前几内亚等地区的输送设备后市场服务尚处于空白，本地输送机设备配件市场高度依赖进口，本地化仓储能力严重不足；恶劣的自然环境加剧了维护难题，当地高温多雨气候致使输送机故障率较高，皮带腐蚀、托辊磨损等问题频发，非洲当地专业维修人员稀缺，多数技工需外派支援或紧急培训，存在较大痛点。公司紧抓市场机遇，于 2026 年 1 月 29 日发布了《2026 年度向特定对象发行 A 股股票募集资金使用的可行性分析报告》公告，其中提到公司将在几内亚打造海外综合性运维服务中心，为非洲地区矿山开发及各类建设项目提供一站式智能运维与备品备件供应等后市场服务，形成“以几内亚为支点，覆盖西非主要资源产区”的后市场业务格局。虽然公司在 8 月 10 日公告了终止 2026 年度向特定对象发行股票，但此前公司 2025 年年度股东会已审议通过了，提请股东会授权董事会以简易程序向特定对象发行股票的事项，我们认为公司仍具备一定的融资能力投入几内亚运维服务中心的建设。**我们认为海外发展中国家，备件、维修等后市场配套是客户选择设备厂商的重要标准，通过海外运维服务平台的先发优势，带动公司业务拓展整个非洲地区。**

图 28：非洲关键矿产储量和产量全球占比

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：《非洲关键矿产的大国竞争：动因、特征与影响》周玉渊

拥抱人工智能发展，智能巡检机器人加强业内竞争优势。2024 年 7 月 16 日公司与华为技术有限公司签订了《四川省自贡运输机械集团股份有限公司与华为技术有限公司全面合作协议》，双方将充分发挥运机集团产业优势和华为技术优势，华为通过产品和专业服务在联合方案设计、全球生态合作、大模型辅助开发以及人才培训与技术支持等方面提供支持，赋能运机集团构建智能设备制造能力和“矿石流”全场景数智化集成解决方案与服务能力，将人工智能大模型与矿山、散料输送港口、装备制造等行业深度结合，联合打造领先的人工智能解决方案。

看好公司输送系统智能化水平持续提升。2025 年上半年，公司成功开发出矿山智能工业巡检机器人 V1.0，该产品能实现了异物入侵、皮带损伤、皮带跑偏、大块物料、托辊损坏等多种类型故障的一体化实时识别；轨道式机器人可实现输送带全程 7*24 小时无死角巡检，有效实现输送带现场少人化、无人化，还支持同步降速巡检、故障跟踪确认等能力；预集成安装部署还可以通过与矿山带式输送机联合设计，将机器人、传感器等设备按照统一标准加入设计中，最大限度减少智能化改造周期，降低交付成本，同时可实现输送带自动降速、自动保护停机、自动堵料疏通等创新场景功能。该设备已在非洲几内亚西芒杜某矿山项目之中投入实际应用。我们看到公司积极拥抱人工智能发展，并已在设备智能化方面取得一定成功，**我们认为公司智能巡检机器人在矿山领域已得到应用，未来有望基于实际数据不断迭代算法和模型，凭借技术优势和先发优势，公司输送系统智能化水平将实现行业领先。**

图 29：运机集团、华运智远与华为成立联创中心



数据来源：公司官网

图 30：华运智远矿山智能工业机器人



数据来源：公司官网

3.2：矿山项目业绩丰富，客户资源优势显著

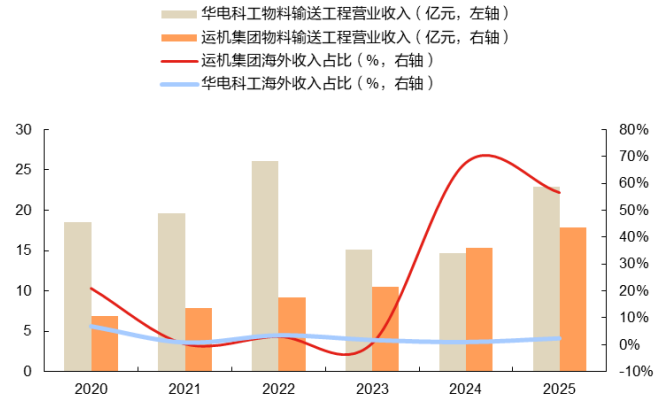
公司较国内竞争对手，海外项目业绩更多。海外矿企对于矿石运输设备稳定性要求极高，采矿流程里，矿石开采后需源源不断地运输到矿区外的铁路或港口，而带式输送机运输系统是一种连续

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

运输方式，设备若发生故障会影响整条线路的运输效率。因此矿山业主在采购设备时也会综合考虑设备方的项目交付业绩。公司自 2017 年以来累计在非洲交付输送机项目 29 个、总长近 120 公里，覆盖几内亚、塞拉利昂、刚果金、赞比亚、尼日利亚、埃塞俄比亚、纳米比亚、塞内加尔、阿尔及利亚等多个国家和地区。**公司在海外项目经验极其丰富，较国内竞争对手优势明显。**

图 31：公司较国内竞争对手海外项目经验更加丰富



数据来源：同花顺 iFinD，东方证券研究

公司获得多个标杆项目， 是设备性能的良好背书。公司积极响应国家政策，主动对接“一带一路”的发展机遇，与大型国有企业一同“走出去”，合作承接海外业务，海外项目经历丰富。公司已承接的标杆项目包括几内亚西芒杜铁矿项目带式输送机（标段三）、西芒杜铁矿配套项目马瑞巴亚港皮带机及附属设备等，2025 年 4 月公司公告，公司与几内亚银谷国际有限公司签署铝土矿输送系统 EPC 总承包合同，合同金额达 4.06 亿美元，公司将全面负责 128 公里超长距离越野转弯带式输送系统的设计、施工及 AI 智能运维全流程，携手非洲资源巨头共建“一带一路”智能矿山样板。**我们认为海外的标杆项目是公司设备性能的良好背书，有利于拓展公司的品牌力，较国内竞争对手建立先发优势。**

表 9：公司承接了众多海外运输机械标杆项目

年份	项目	业主方/承包方	项目图片
2012 年投入使用	缅甸达贡山镍矿石输送项目	中国有色集团	
2015 年投入使用	尼日利亚 Obajana 水泥厂项目	中材国际	
2016 年投入使用	印度尼西亚塔里阿布岛选矿系统项目	中冶集团	

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

2023 年 11 月公告	几内亚西芒杜铁矿项目带式输送机（标段三）	WINNING CONSORTIUM SIMANDOU SAU	
2024 年 7 月公告	西部国际控股乌干达水泥有限公司 6000t/d 熟料生产线及智能皮带输送机系统	西部国际控股乌干达水泥有限公司	
2024 年 9 月公告	几内亚力拓西芒杜港口工程 EPC1&EPC3 项目采购合同	CHINA HARBOUR ENGINEERING COMPANYLTD	——
2024 年 12 月公告	埃塞俄比亚智慧矿山建设项目产品与服务销售主合同	中国西部水泥有限公司	——
2025 年 4 月公告	内亚银谷国际有限公司铝土矿项目 128 公里长距离越野转弯带式输送系统工程	几内亚银谷国际有限公司	——
2026 年 2 月公告	西部国际控股津巴布韦建材投资有限公司 3500t/d 熟料水泥生产线、2*18MW 电站及智能输送机系统 EPC 总承包	西部国际控股津巴布韦建材投资有限公司	——

数据来源：公司公告，各公司官网，东方证券研究

公司较国内竞争对手，同矿山企业合作更加紧密，有望受益矿山行业投资增长。公司近年来与宝武集团、中材国际、中国有色、中交建、中电建等大型国央企携手开展“一带一路”业务，跟随出海，并与淡水河谷、青山实业、德龙钢铁、印尼金光集团等客户深入接触，取得了一定突破。公司也成功中标全球最大的铁矿石项目西芒杜铁矿，该项目由全球矿业巨头力拓联合韦立国际集团、宝武集团等企业共同开发。**我们认为对比其国内竞争对手，公司在矿山领域合作关系更加深厚，一方面有利于获得更多国内矿企的海外订单，另一方面推动公司不断开拓国际客户。**

图 32：公司较国内竞争对手，同矿山企业合作更加紧密

数据来源：公司公告，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2026-2028 年盈利预测做如下假设：

1) 公司唐山数字孪生生产基地有望在 26 年将投入使用，伴随公司设备产能高速扩张，公司输送机设备整机收入有望实现大幅增长，同时公司积极布局后市场维修及备件相关业务，后市场收入有望迎来快速扩张，带动公司营业收入快速增长，预计 2026-2028 年公司营业收入增速分别为 39.4%、27.9%和 20.8%。

2) 公司设备出口海外市场，较国际龙头价格优势明显，设备毛利率有望稳步提升，预计 2026-2028 年毛利率分别为 30.9%、31.2%和 31.6%

3) 公司 2026-2028 年销售费用率为 3.80%，3.80%和 3.70%，管理费用率为 7.00%，7.00%和 6.90%。

4) 公司 2026-2028 年的所得税率维持 15%。

盈利预测核心假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
输送机械设备					
销售收入（百万元）	1,401.7	1,346.2	1,909.5	2,282.0	2,607.8
增长率	45.9%	-4.0%	41.8%	19.5%	14.3%
毛利率	30.3%	25.3%	30.0%	29.8%	29.4%
技术服务及备件					
销售收入（百万元）	74.5	162.7	227.8	466.9	700.4
增长率		118.4%	40.0%	105.0%	50.0%
毛利率	20.7%	18.2%	25.0%	30.0%	34.0%
永磁电机滚筒					
销售收入（百万元）	31.9	192.2	249.8	312.3	390.3
增长率		502.0%	30.0%	25.0%	25.0%
毛利率	13.9%	32.7%	33.5%	33.5%	33.5%
其他业务					
销售收入（百万元）	27.8	85.0	102.0	122.5	146.9
增长率	-70.0%	205.6%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	22.2%	63.4%	55.0%	55.0%	55.0%
合计	1,535.9	1,786.1	2,489.1	3,183.6	3,845.4
增长率	45.8%	16.3%	39.4%	27.9%	20.8%
综合毛利率	29.3%	27.3%	30.9%	31.2%	31.6%

资料来源：公司数据，东方证券研究预测

投资建议

我们看好未来矿山行业资本开支保持高景气，公司带式输送机出海空间广阔，设备出海和后市场备件及维修业务有望拉动公司业绩高速增长。我们预测公司 2026-2028 年每股收益分别为 1.27/1.71 /2.16 元。我们选择了同为输送机械制造商的华电科工，工程机械厂商徐工机械，重型机械

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

厂商振华重工，矿山设备制造商耐普矿机、中信重工，作为可比公司，参考可比公司2027年平均市盈率约21xPE，我们给予运机集团2027年21xPE，目标价格35.91元，首次给予增持评级。

表10：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
		2026/9/23	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
华电科工	601226	6.68	0.13	0.20	0.26	49.55	33.40	25.35
徐工机械	000425	7.23	0.56	0.67	0.88	12.88	10.77	8.24
耐普矿机	300818	16.78	0.35	0.59	0.93	47.33	28.35	18.11
中信重工	601608	4.60	0.08	0.10	0.13	56.10	44.75	35.06
振华重工	600320	4.07	0.14	0.20	0.23	29.37	19.87	17.50
平均数						39.05	27.43	20.85

数据来源：Wind，东方证券研究

风险提示

宏观经济波动导致投资不及预期：若全球宏观经济发生波动，导致采矿业投资不及预期，将对矿山设备行业需求产生负向影响，对公司业绩增长产生负面影响。

订单确认进度不及预期：公司业务涉及到海外项目的交付，若未来受海运等因素影响导致收入确定进展不及预期，可能对公司业绩增长产生负面影响。

矿山项目投资进展不及预期：若矿山项目投资进度缓慢，将对矿山设备行业需求产生负向影响，对公司业绩增长产生负面影响。

公司产能扩张不及预期：若公司新建产能不能如期投产，将影响公司的产品交付能力，从而对公司的业绩增长产生负面影响。

行业竞争加剧风险：若未来国内其他带式输送机厂商加速海外布局，可能导致海外带式运输机市场竞争格局恶化，对公司业绩增长产生负面影响。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,370	1,695	1,742	2,229	2,692
应收票据、账款及款项融资	1,561	1,387	2,078	2,531	3,057
预付账款	306	37	75	96	115
存货	325	432	567	679	789
其他	356	581	55	69	82
流动资产合计	**3,917**	**4,132**	**4,518**	**5,603**	**6,735**
长期股权投资	0	5	0	0	0
固定资产	434	445	697	904	1,075
在建工程	60	282	312	298	291
无形资产	125	135	132	128	125
其他	377	675	164	162	160
非流动资产合计	**995**	**1,542**	**1,304**	**1,492**	**1,650**
资产总计	**4,912**	**5,674**	**5,822**	**7,095**	**8,385**
短期借款	31	65	414	828	1,195
应付票据及应付账款	1,291	1,051	1,376	1,753	2,103
其他	437	514	359	422	471
流动负债合计	**1,759**	**1,630**	**2,148**	**3,002**	**3,769**
长期借款	268	994	1,011	1,026	1,040
应付债券	500	450	0	0	0
其他	83	100	21	21	21
非流动负债合计	**850**	**1,545**	**1,033**	**1,047**	**1,061**
负债合计	**2,610**	**3,175**	**3,181**	**4,049**	**4,830**
少数股东权益	110	111	114	118	123
实收资本（或股本）	167	235	234	234	234
资本公积	700	690	709	709	709
留存收益	1,181	1,335	1,584	1,985	2,489
其他	145	127	0	0	0
股东权益合计	**2,303**	**2,499**	**2,640**	**3,045**	**3,555**
负债和股东权益总计	**4,912**	**5,674**	**5,822**	**7,095**	**8,385**

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	165	197	299	405	509
折旧摊销	78	58	66	96	125
财务费用	22	(10)	31	23	25
投资损失	(15)	(9)	(12)	(9)	(9)
营运资金变动	(176)	57	(343)	(180)	(297)
其它	169	(598)	435	21	28
经营活动现金流	**242**	**(306)**	**476**	**355**	**382**
资本支出	(333)	(282)	(342)	(284)	(284)
长期投资	0	(5)	5	0	0
其他	(223)	147	298	9	9
投资活动现金流	**(556)**	**(140)**	**(40)**	**(275)**	**(275)**
债权融资	304	830	(677)	14	14
股权融资	17	59	17	0	0
其他	(228)	(116)	271	391	342
筹资活动现金流	**93**	**773**	**(389)**	**405**	**356**
汇率变动影响	(1)	3	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**(221)**	**330**	**47**	**486**	**463**

利润表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**1,536**	**1,786**	**2,489**	**3,184**	**3,845**
营业成本	1,086	1,299	1,720	2,192	2,629
销售费用	60	76	95	121	142
管理费用	102	132	174	223	265
研发费用	56	73	95	121	146
财务费用	22	(10)	31	23	25
资产、信用减值损失	27	67	26	21	28
公允价值变动收益	(0)	77	0	0	0
投资净收益	15	9	12	9	9
其他	(5)	(4)	(10)	(17)	(20)
营业利润	**193**	**231**	**351**	**476**	**598**
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	**194**	**231**	**352**	**476**	**599**
所得税	30	34	53	71	90
净利润	**165**	**197**	**299**	**405**	**509**
少数股东损益	7	1	3	4	5
归属于母公司净利润	**157**	**196**	**296**	**401**	**504**
每股收益（元）	0.67	0.84	1.27	1.71	2.16

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	45.8%	16.3%	39.4%	27.9%	20.8%
营业利润	66.4%	19.8%	51.6%	35.6%	25.8%
归属于母公司净利润	53.8%	24.4%	51.1%	35.5%	25.8%
获利能力					
毛利率	29.3%	27.3%	30.9%	31.2%	31.6%
净利率	10.2%	11.0%	11.9%	12.6%	13.1%
ROE	7.4%	8.5%	12.0%	14.7%	15.9%
ROIC	6.2%	5.0%	7.8%	9.4%	9.9%
偿债能力					
资产负债率	53.1%	56.0%	54.6%	57.1%	57.6%
净负债率	0.0%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.23	2.53	2.10	1.87	1.79
速动比率	2.04	2.27	1.84	1.64	1.57
营运能力					
应收账款周转率	1.2	1.3	1.5	1.4	1.4
存货周转率	4.3	3.4	3.4	3.5	3.5
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
每股指标（元）					
每股收益	0.67	0.84	1.27	1.71	2.16
每股经营现金流	1.45	-1.30	2.04	1.52	1.63
每股净资产	9.38	10.21	10.81	12.52	14.68
估值比率					
市盈率	50.1	40.2	26.6	19.6	15.6
市净率	3.6	3.3	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	28.6	30.0	18.7	14.1	11.2
EV/EBIT	38.9	37.8	21.9	16.8	13.4

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

东方证券 ORIENT SECURITIES

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。