下载日志已记录，仅供内部参考

国海证券 SEALAND SECURITIES

证券研究报告
工程机械
2026年10月08日

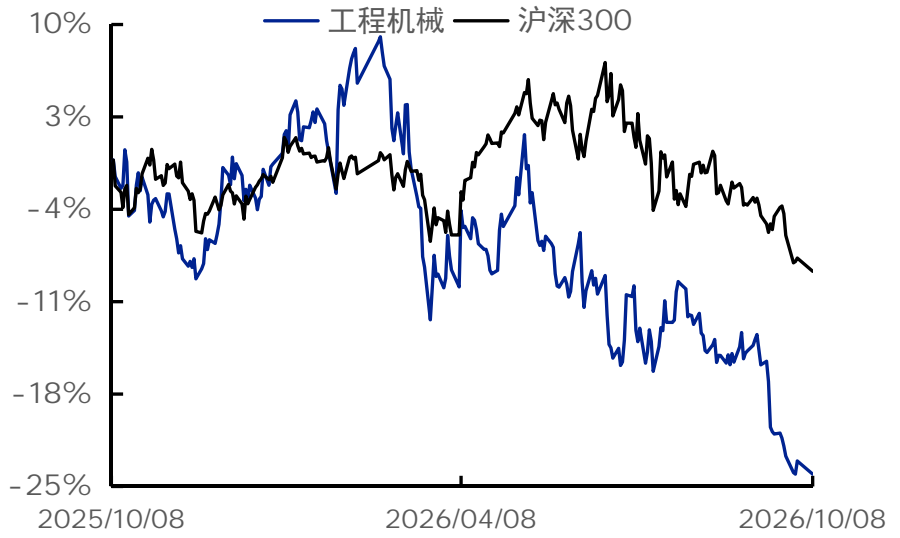
2023年以来工程机械月度行情复盘：预期与数据

评级：推荐(维持)

张钰莹(证券分析师)
S0350524100004
zhangyy03@ghzq.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
工程机械	-11.9%	-12.6%	-23.4%
沪深300	-5.5%	-9.4%	-7.1%

相关报告

《机械行业专题报告：工程机械2026年8月海关数据更新（推荐）*工程机械*张钰莹》——2026-09-23

《机械行业专题报告：工程机械2026年7月海关数据更新（推荐）*工程机械*张钰莹》——2026-08-24

《机械行业专题报告：工程机械2026年6月海关数据更新（推荐）*工程机械*张钰莹》——2026-07-23

下载日志已记录，仅供内部参考

核心提要

本篇报告解决了以下核心问题：1、2023年以来工程机械月度涨跌相对收益复盘；2、工程机械指数相对收益和内外销数据的关联探讨；3、探讨了“交易在国内数据，利润增量在海外，海外市场预期是否悲观？”的问题。

- **我们以工程机械指数（801077.SI）与上证指数（000001.SH）的月末收盘为基准，复盘2023年1月—2026年8月共44个月的相对收益情况。我们认为可以把工程机械指数跑赢上证指数主要归成两种情形：**板块自身催化驱动的上涨型跑赢（如2023年6月、2025年2月等，工程机械指数上涨，上证指数下跌或涨幅小于工程机械指数），与大盘下跌中的防御型跑赢（如2026年7月、2024年1月、2025年1月等，上证指数下跌而工程机械指数跌的更少或上涨）。

- 归纳2023年以来的月度相对收益，我们发现工程机械的交易节奏跟内需数据更相关而非出口数据，这与工程机械五大主机厂的利润增量主要在海外产生了一定的背离。

- **我们认为，工程机械主机厂海外营收占比提升，全球化的战略在一定程度上平滑了工程机械企业业绩波动的周期，理论上工程机械主机厂的估值中枢应当上修。我们认为可以从三个维度出发：**一是全球工程机械市场的周期性判断；二是全球工程机械市场驱动力之一的矿企资本开支展望；三是中国企业海外的市场份额情况。通过三个维度的判断，我们认为海外市场虽有一定的扰动，但总体并不那么悲观。

- **我们认为工程机械行业出口仍然有望保持较高景气度，同时工程机械主机厂的估值中枢有望借力全球化上修，维持工程机械行业“推荐”评级。**

- **相关标的：**三一重工、徐工机械、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压、艾迪精密等。

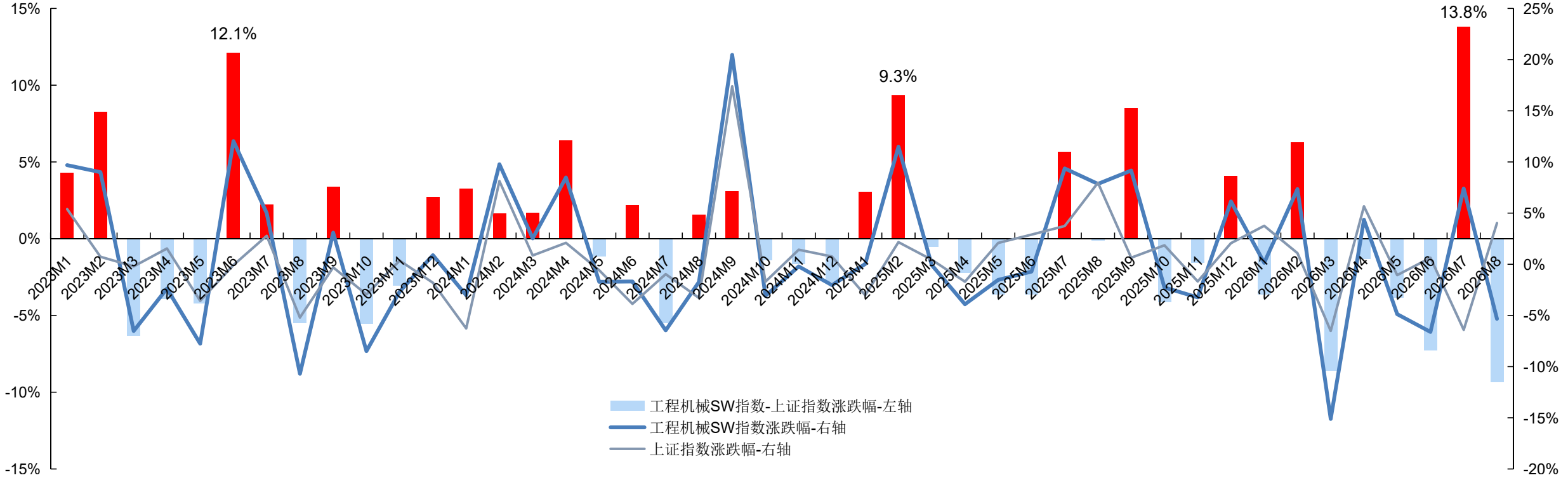
- **风险提示：**政策风险；市场风险；关税加征风险；市场需求下行风险；汇率波动风险；原材料价格大幅度波动风险；中美贸易摩擦超预期风险；中东事件风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

2023年以来工程机械月度涨跌复盘

- **我们以工程机械指数（801077.SI）与上证指数（000001.SH）的月末收盘为基准，复盘 2023年1月—2026年8月共44个月的相对收益情况。**
- **对比工程机械与上证指数涨跌幅，我们发现44 个月中 20 个月跑赢：**跑赢幅度前三为 2026年7月（+13.8pct）、2023年6月（+12.1pct）、2025年2月（+9.3pct）
- **我们认为可以把工程机械指数跑赢上证指数主要归成两种情形：**板块自身催化驱动的上涨型跑赢（如2023年6月、2025年2月等，工程机械指数上涨，上证指数下跌或涨幅小于工程机械指数），与大盘下跌中的防御型跑赢（如2026年7月、2024年1月、2025年1月等，上证指数下跌而工程机械指数跌的更少或上涨）。

图：2023年以来工程机械月度涨跌幅情况与上证指数月度涨跌幅情况对比（注：红色柱状图表明跑赢月份）



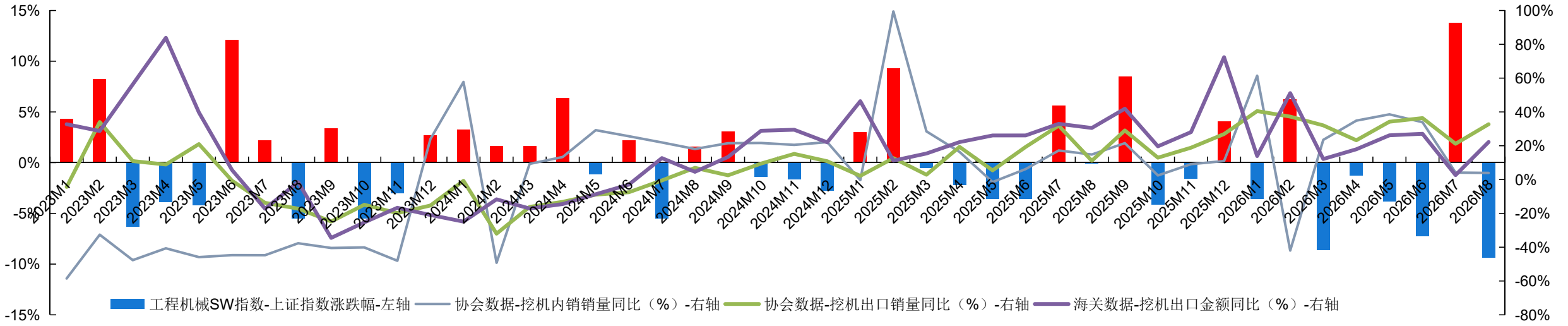
资料来源：iFind，国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

工程机械指数相对收益和内外销数据的关联

- **我们以挖机内外销数据来刻画工程机械行业的基本面变化。**
- **我们发现2023年工程机械的相对收益基本上和挖机内销数据不相关。**2023年前十一个月挖机内销同比数据均在-30%以下；2023年月度相对收益或与出口数据关联性没有那么高，如2023M1-M2协会和海关挖机数据均较好，工程机械指数相对收益也较好，但2023M3-2023M5海关挖机出口数据亮眼，而工程机械指数相对收益较差。
- **2024年工程机械相对收益较好的月份或或与挖机内销数据有一定的关联性，与挖机出口数据关联性没有那么高。**2024H1挖机内销数据均表现较好（平滑春节影响的1-2月数据），2024年1-6月工程机械相对收益表现较优；我们发现如2024M10-M12，即使协会和海关挖机出口数据较好，工程机械指数相对收益较差。
- **2025年工程机械相对收益较好的月份或与挖机内销数据有一定的关联性，与挖机出口数据关联性没有那么高。**工程机械相对收益较好的月份普遍挖机内销数据不错（如2025M1-M2、2025M9等），而2025M4-2025M6内销数据走弱而出口数据较好，工程机械相对收益也较差。
- **2026年1-8月工程机械相对收益与挖机内外销数据相关性均没有这么高。**2026M3-M6挖机内外销数据均较好而工程机械相对收益表现较差。

图：2023年以来工程机械月度涨跌幅情况与上证指数月度涨跌幅情况对比（注：红色柱状图表明跑赢月份）



下载日志已记录，仅供内部参考

工程机械相对收益跑赢月份因素归纳

- **我们对比工程机械与上证指数涨跌幅，我们发现44 个月中 20 个月跑赢。**其中2023年跑赢6次，2024年跑赢7次，2025年跑赢5次，2026年1-8月跑赢2次。归纳2023年以来的交易，我们归纳如下：
- 2023年：预期修复＋政策（数据最弱、行情最“抢跑”）；
- 2024年：设备更新政策＋内需数据好转；
- 2025年：内需复苏＋雅下大工程＋出口高增；
- 2026年1-8月：新增“汇兑”变量，板块与大盘的风格错位加大。

表：2023年以来工程机械指数月相对收益的讨论

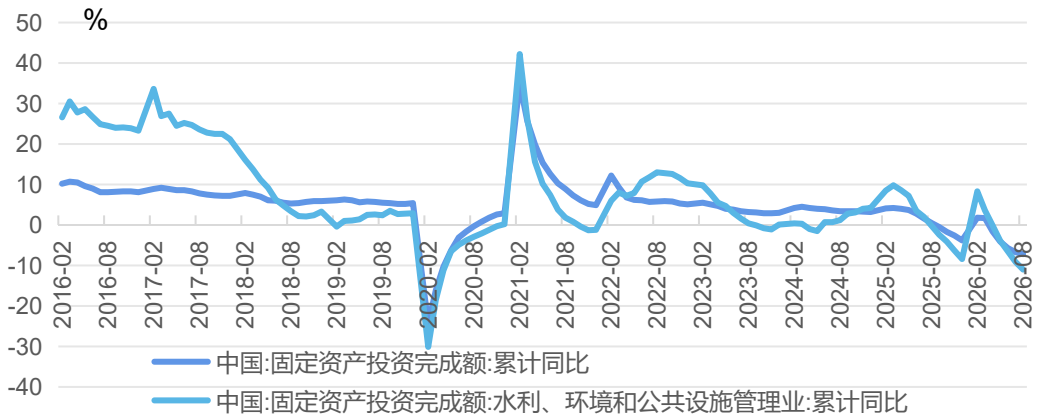
月份	工程机械指数相对上证指数收益（pct）	驱动类型归纳	可能的催化与原因	工程机械协会挖机内外销销量当月同比数据
2023M1	4.3	预期修复	信贷“开门红”，低估值和行业触底回升预期	内销-58.5%，出口-4.4%
2023M2	8.27	预期修复	信贷“开门红”+多地投资计划密集亮相+重大项目建设掀起开工热潮+地方政府专项债务限额较2022年提前批大幅增长	内销-23.6%，出口+34%
2023M6	12.12	数据+预期修复	固定资产投资量增质优+房地产、基建等板块经过前期回调之后处在低位	内销-44.7%，出口-0.7%
2023M7	2.23	政策+预期修复	城中村改造推进＋7月24日中共中央政治局会议地产表态转暖	内销-44.7%，出口-13.8%
2023M9	3.39	政策+预期修复+弱市防御	一线“认房不认贷”+降准等政策密集落地+弱市防御属性	内销-40.5%，出口-24.8%
2023M12	2.69	政策+预期修复+数据	万亿元国债项目推进+三一代理商发布涨价函释放“止卷”信号+内销数据转正	内销+24.0%，出口-15.3%
2024M1	3.24	弱市防御	大盘深跌中的低估值防御	内销+57.5%，出口-0.7%
2024M2	1.65	政策	2月23日中央财经委第四次会议部署大规模设备更新和消费品以旧换新	内销-49.2%，出口-32.0%
2024M3	1.67	政策	国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，政策确立	内销+9.3%，出口-16.2%
2024M4	6.39	数据+政策	连续2个月挖机内销数据转正+4月30日中共中央政治局会议“关注消化存量房产、优化增量住房”	内销+13.3%，出口-13.2%
2024M6	2.19	数据+弱市防御+政策	连续4个月挖机内销数据转正+万亿元国债项目开工率超80%+“两重”“两新”政策落地见效	内销+25.6%，出口-7.5%
2024M8	1.56	数据+弱市防御+政策	连续6个月挖机内销数据转正+电动工程机械首批国家标准发布，加速电动装载机的市场化推广和技术新高度	内销+18.1%，出口+7.0%
2024M9	3.07	政策	9月24日货币政策“组合拳”＋9月26日中共中央政治局会议首提“促进房地产市场止跌回稳”；板块随大盘放量反弹	内销+21.5%，出口+2.5%
2025M1	3.04	弱市防御	大盘下跌中的防御；基本面改善趋势未变	内销-0.3%，出口+2.2%
2025M2	9.33	数据+预期修复	协会内销数据1月韧性＋2月高增；柳工等代理商提价“止卷”	内销+99.4%，出口+12.7%
2025M7	5.63	数据+事件+政策	内外销数据较好+雅下水电工程开工+“反内卷”政策	内销+17.2%，出口+31.9%
2025M9	8.52	数据+全球宏观预期修复	8-9月内外销双增；美联储开启降息、海外β回暖叙事强化	内销+21.5%，出口+29.0%
2025M12	4.08	数据+政策+跟随矿企拔矿机估值	内需温和复苏+出口维持较高增速+有色权益和商品端开始上涨带来矿机预期拔估值	内销+10.9%，出口+26.9%
2026M2	6.26	数据+跟随矿企拔矿机估值	1-2月“开门红”数据表现较好+矿机预期拔估值	内销-42.0%，出口+37.2%
2026M7	13.8	弱市防御	大盘调整中的低位再平衡	内销+4.1%，出口+21.2%

下载日志已记录，仅供内部参考

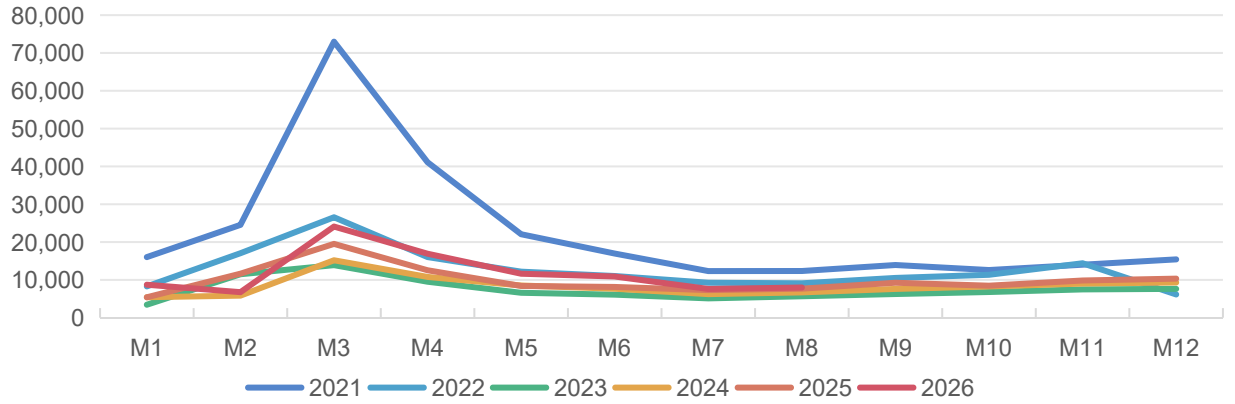
国内下游弱驱动，利润增量在海外

- 国内下游仍为弱驱动，2026年1-8月挖机内销在低基数下实现同比增长。
- 海外为主要利润贡献，2026H1五大主机厂海外营收占比均超50%，海外毛利率均高于国内。

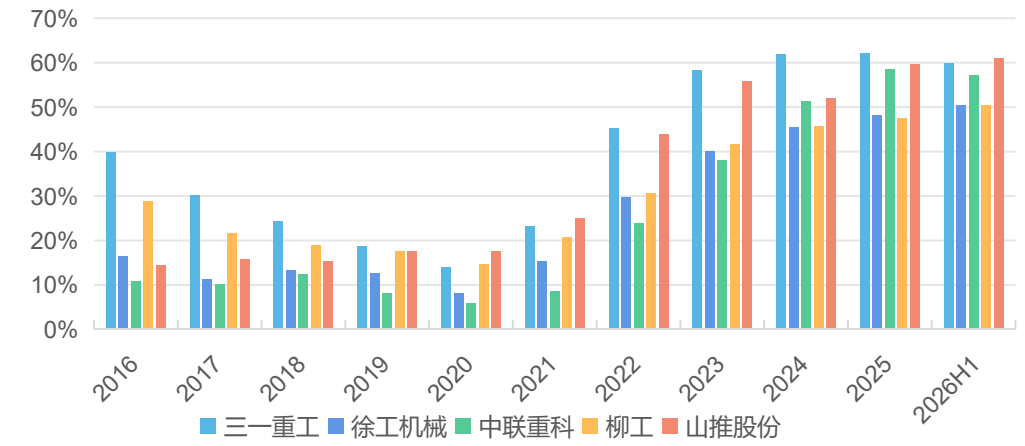
图：2026年8月固定资产投资完成额累计同比-7.2%



图：2026年1-8月挖机内销在低基数下实现同比增长（台）



图：2026H1五大主机厂海外营收占比均超50%



表：2026H1五大主机厂海外毛利率均高于国内

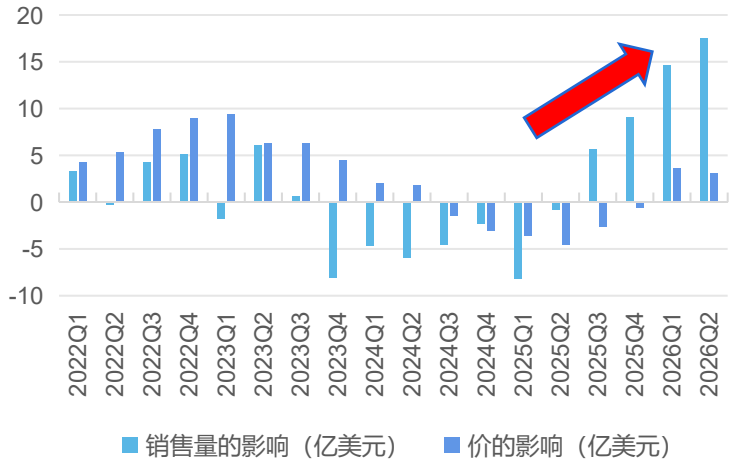
	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026H1
三一国内	29%	32%	33%	35%	31%	27%	22%	23%	21%	21%	21%
三一海外	22%	25%	25%	26%	24%	24%	26%	31%	30%	32%	33%
徐工国内	19%	19%	16%	17%	17%	16%	19%	21%	20%	20%	19%
徐工海外	21%	21%	19%	20%	19%	17%	22%	24%	25%	26%	25%
中联国内	25%	22%	29%	31%	29%	24%	22%	25%	24%	24%	24%
中联海外	17%	16%	14%	16%	15%	23%	22%	32%	32%	31%	29%
柳工国内	25%	23%	24%	24%	20%	17%	13%	16%	17%	16%	14%
柳工海外	24%	21%	19%	24%	22%	21%	24%	28%	29%	30%	28%
山推国内	13%	14%	13%	12%	11%	12%	8%	11%	11%	10%	10%
山推海外	13%	14%	10%	15%	7%	6%	22%	24%	27%	28%	29%

下载日志已记录，仅供内部参考

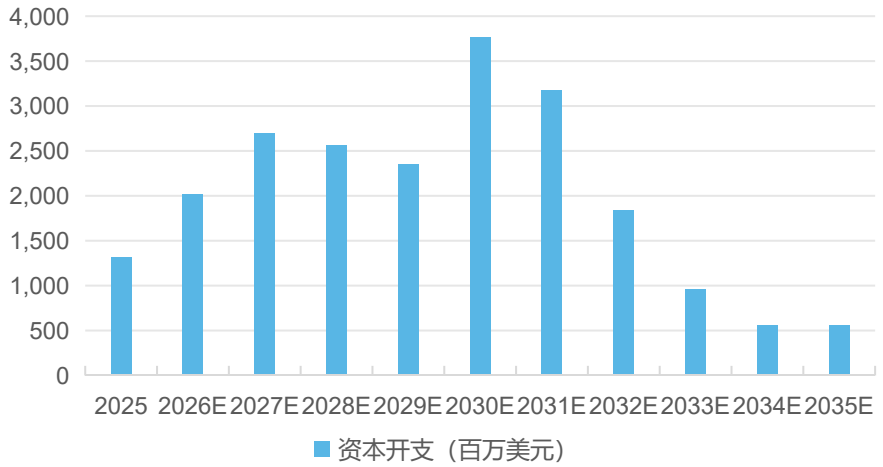
交易在国内数据，利润增量在海外，海外市场预期是否悲观？

- **由前述交易因素归纳和利润增量分析，我们发现工程机械五家主机厂的利润增量主要来自于海外，而工程机械的交易节奏跟内需数据更相关而非出口数据。**
- **我们认为，从理论上来讲海外营收占比提升，全球化的战略在一定程度上平滑了工程机械企业业绩波动的周期，理论上工程机械主机厂的估值中枢应该上修。但今年以来工程机械主机厂的估值中枢却整体呈下降趋势，因此我们想要探讨海外市场预期是否悲观。**
- **讨论海外市场是否悲观，我们认为可以从三个维度出发：**一是全球工程机械市场的周期性判断；二是全球工程机械市场驱动力之一的矿企资本开支展望；三是中国企业海外的市场份额情况。
- 1）从卡特彼勒工程机械板块的营收中的量价拆分我们发现工程机械处于上行周期；2）以有代表性的南方铜业为例，我们发现其资本开支展望相对乐观；3）据慧聪工程机械网公众号转引KHL数据，我们发现2025年三一重工+徐工机械的全球市场工程机械设备销售额占比约11%，相较于全球龙头，中资还有较大的市场份额提升空间。因此我们认为海外市场虽有一定的扰动，但总体并不那么悲观。

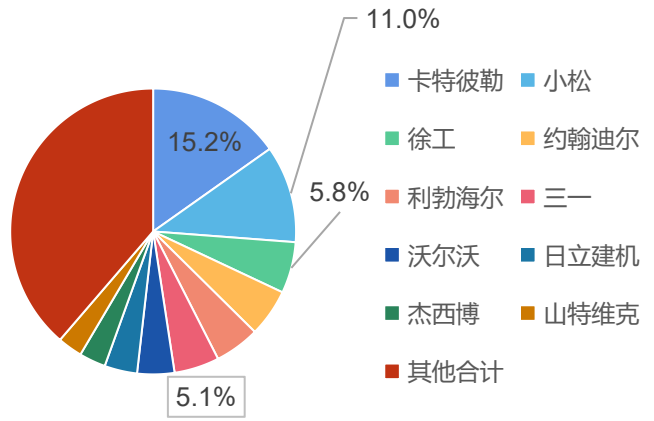
图：卡特彼勒工程机械板块的量价影响情况



图：南方铜业资本开支展望



图：2025年工程机械全球竞争格局（按工程机械设备销售额占比）



下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议与风险提示

投资建议

- ✓ **我们认为工程机械行业出口仍然有望保持较高景气度，同时工程机械主机厂的估值中枢有望借力全球化上修，维持工程机械行业“推荐”评级。**
- ✓ **相关标的：**三一重工、徐工机械、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压、艾迪精密等。

风险提示

- ✓ **政策风险：**内需政策和出口政策的变动可能导致工程机械企业盈利能力受到影响。
- ✓ **市场风险：**全球市场存在竞争加剧而影响行业盈利能力的风险。
- ✓ **关税加征风险：**海外部分国家或地区可能加征关税，增加我国工程机械出口成本，削弱价格竞争力，影响出口利润和市场份额。
- ✓ **市场需求下行风险：**海外经济波动、消费习惯改变或政策调整，可能使当地工程机械市场需求下降，影响我国出口企业的订单和销量，给企业经营带来压力。
- ✓ **汇率波动风险：**人民币汇率波动，会使我国工程机械出口企业面临成本核算和利润空间的不确定性，影响收益和市场竞争力。
- ✓ **原材料价格大幅度波动风险：**原材料价格大幅度波动会导致成本变动从而影响收益。
- ✓ **中美贸易摩擦超预期风险：**中美贸易摩擦仍存在较大不确定性。
- ✓ **中东事件风险：**中东事件存在较大不确定性，或会导致海外需求下降。

下载日志已记录，仅供内部参考

研究小组介绍

机械小组介绍

张钰莹，机械行业首席分析师，致力于前瞻研究及深度研究，擅长自上而下与自下而上相结合挖掘机械板块投资机会。
闫智，机械行业分析师，现阶段聚焦燃气轮机、PCB设备、金刚石等AI设备成长方向。

分析师承诺

张钰莹，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%～20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%～10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明和风险提示

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

下载日志已记录，仅供内部参考

国海证券 SEALAND SECURITIES

国海证券·研究所·机械研究团队

心怀家国，洞悉四海

国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597