下载日志已记录，仅供内部参考

买入（首次）

所属行业：机械设备/工程机械

巡礼山东：山推股份深度报告

推土机基本盘稳固，挖掘机与出海贡献增量

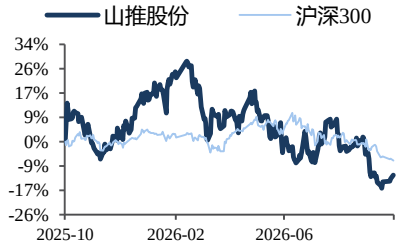
证券分析师

丁健
资格编号：S0120526070002
邮箱：dingjian3@tebon.com.cn

周天昊
资格编号：S0120525040002
邮箱：zhouth@tebon.com.cn

杨安东
资格编号：S0120526070001
邮箱：yangad@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.61	-13.93	-8.61
相对涨幅(%)	-2.69	-7.78	-0.70

资料来源：德邦证券研究所，聚源数据

相关研究

投资观点

- **山推工程机械股份有限公司是山东重工集团旗下工程机械主机制造企业，公司以推土机业务起步，并长期保持行业领先地位。**公司推土机国内市场占有率连续 22 年位居行业第一，销量稳居全球前三。按 2025 年销量口径，公司为全球第三大、中国第一大推土机制造商，全球及中国市场份额分别为 10.2%和 63.0%。**我们认为，公司完成对于山重建机的整合之后，已形成以推土机和挖掘机为主的工程机械主机制造业务，在当前国内工程机械需求逐步复苏，海外市场持续增长的背景夏，公司整体收入有望维持稳定增长。**

- **挖掘机业务已成为核心主机业务之一，并成为公司未来收入增长的重要组成部分。**公司依托山重建机及其子公司的研发、制造和销售能力，形成覆盖 1—200 吨的全吨位挖掘机产品体系，工况全域覆盖率 99%，应用场景涵盖基建土石方、露天矿山、水利水电及资源开采等领域，并可针对高原、高寒、高温、林区和井下矿山等特殊工况开发专用机型。

- **工程机械行业逐步走出周期底部，进入内需修复与出口增长共同驱动的新阶段。**2021 年行业高景气阶段结束后，受房地产投资下行、存量设备基数较高及排放标准切换等因素影响，国内工程机械市场进入调整期。2024 年，随着设备更新等政策落地，挖掘机等土方机械需求呈现触底回升态势。2025 年至 2026 年上半年，主要产品销量增速进一步提升，工程机械行业逐步走出周期底部。

- **海外业务扩张成为支撑公司盈利能力提升的重要因素。**2026 年上半年，公司海外收入达到 50.47 亿元，同比增长 29.34%，占营业收入的比例由上年同期的 55.71%提升至 60.97%；盈利能力方面，海外业务毛利率为 29.15%，同比提升 2.31 个百分点，较国内业务 10.42%的毛利率高 18.73 个百分点。

- **我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 169.74/191.16/211.08 亿元，营业同比增速分别为 16.1%/12.6%/10.4%，归母净利润分别为 14.79/17.86/21.93 亿元，同比增长 22.2%/20.7%/22.8%。2026 年 10 月 12 日市值对应 2026 年 PE 为 9.34 倍，低于可比公司均值（11.86 倍），考虑到公司作为推土机龙头，且工程机械行业景气度持续改善，首次覆盖，给予“买入”评级。**

- **风险提示：**宏观环境及政策变动风险；汇率波动风险；国内市场需求不及预期风险

股票数据

总股本(百万股):	1,500.14
流通 A 股(百万股):	1,314.57
52 周内股价区间(元):	8.72-13.40
总市值(百万元):	13,816.31
总资产(百万元):	20,093.00
每股净资产(元):	4.45

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	14,219	14,620	16,974	19,116	21,108
(+/-)YOY(%)	25.1%	2.8%	16.1%	12.6%	10.4%
净利润(百万元)	1,102	1,211	1,479	1,786	2,193
(+/-)YOY(%)	40.7%	9.9%	22.2%	20.7%	22.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.73	0.81	0.99	1.19	1.46
毛利率(%)	20.1%	21.5%	22.1%	22.3%	23.3%
净资产收益率(%)	21.0%	19.6%	20.7%	21.3%	22.1%

资料来源：公司年报（2024-2025），德邦证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 公司简介 4
1.1. 公司发展历程 4
1.2. 股权结构 5
1.3. 财务数据分析 5
2. 推土机业务构筑基本盘，挖掘机业务拓宽远期空间 7
2.1. 推土机龙头地位稳固，国内市占率持续领先 7
2.2. 并购整合山重建机，挖掘机业务成长可期 10
3. 内销周期持续修复，出海拔高未来增长曲线 11
3.1. 国内工程机械周期修复 11
3.2. 工程机械出海拔高未来增长曲线 11
4. 盈利预测与估值 12
4.1. 盈利预测分析 12
4.2. 投资建议：公司当前市值对应 2026 年 PE 为 9.34 倍，给予“买入”评级 13
5. 风险提示 14

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：公司发展历程—从推土机专业厂到多元国际化主机企业 4
图 2：山推股份股权结构图（数据截至 2026 年 6 月 30 日） 5
图 3：公司 2021-2025 年营业收入及规模净利润稳定增长 6
图 4：公司毛利率及净利率回升明显 6
图 5：工程机械主机业务为公司主要收入来源 6
图 6：工程机械主机业务毛利率较高 6
图 7：国外业务收入占比超 60% 7
图 8：国外业务毛利率稳定提升 7
图 9：山推股份典型推土机产品 7
图 10：山推股份新能源推土机和 AI 智能推土机获得金奖 9
图 11：山重建机 2023-2026H1 营业收入及同比增速 10
图 12：山重建机 2023-2026H1 净利润及同比增速 10
图 13：山推股份典型挖掘机产品 10
图 14：房屋新开工面积（亿平方米） 11
图 15：挖掘机年度销售量（万台） 11

表 1：山推股份盈利预测（百万元） 13
表 2：可比公司估值（数据截至 2026 年 10 月 12 日） 14

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 公司简介

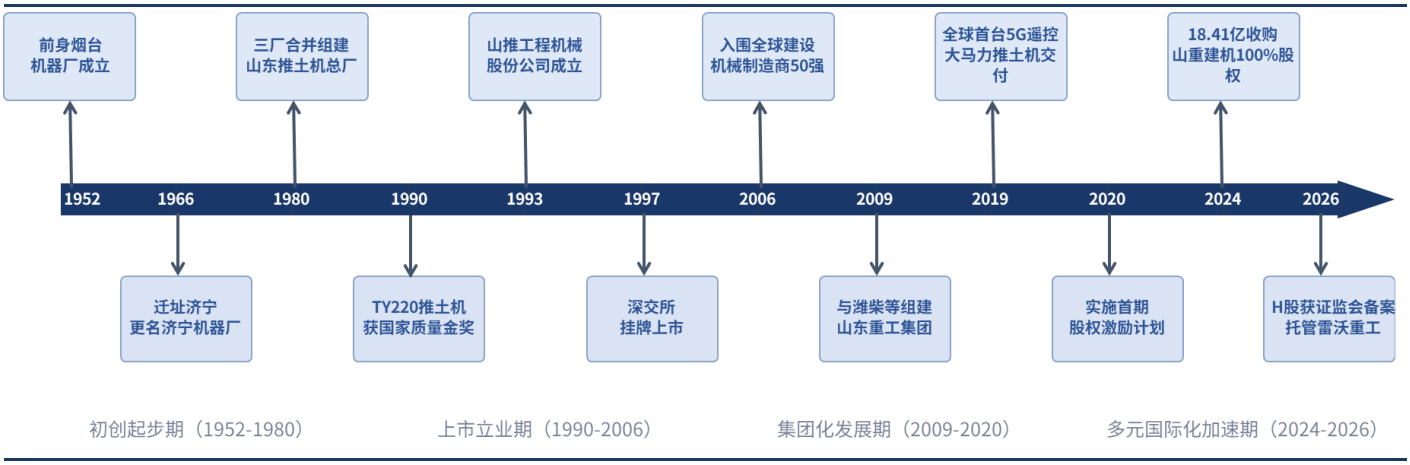
山推工程机械股份有限公司（简称：山推股份）是山东重工集团旗下工程机械主机制造企业，于 1997 年 1 月在深圳证券交易所上市。公司以推土机业务起步，并长期保持行业领先地位。根据公司 2026 年半年度报告，公司推土机国内市场占有率连续 22 年位居行业第一，销量稳居全球前三。按 2025 年销量口径，公司为全球第三大、中国第一大推土机制造商，推土机全球及中国市场份额分别为 10.2%和 63.0%。

截至 2025 年，公司已形成覆盖推土机、挖掘机、装载机、道路机械、混凝土设备及矿卡六大系列、930 余款主机产品的业务布局，并配套生产工程机械四轮、变速箱、变矩器等核心零部件。公司产品主要应用于基础设施施工、矿山开采和城乡建设等领域，销售网络覆盖全球 160 余个国家和地区。

1.1. 公司发展历程

公司前身可追溯至 1952 年成立的烟台机器厂。1966 年，烟台机器厂迁至济宁并更名为济宁机器厂；1980 年，济宁机器厂、济宁通用机械厂与济宁动力机械厂合并组建山东推土机总厂。20 世纪 80 年代，为改变大马力推土机依赖进口的局面，国内第一工业机械部在济宁实施大马力推土机引进项目，公司由此引进国外技术，逐步建立推土机产品和技术体系。

图 1：公司发展历程—从推土机专业厂到多元国际化主机企业



资料来源：公司官网，山东省工业和信息化厅官网，公司公告，德邦证券研究所

1993 年，山推工程机械股份有限公司成立，并于 1997 年 1 月在深圳证券交易所挂牌上市。公司持续巩固推土机主业优势：1990 年，TY220 推土机获国家质量金奖；2006 年，公司入围全球建设机械制造商 50 强。

2009 年，公司与潍柴控股集团、山东省汽车工业集团共同组建山东重工集团，进入集团化发展阶段。技术与管理机制方面，2019 年，公司全球首台 5G 远程遥控大马力推土机实现商业化，SD90 推土机完成客户交付，填补国内大马力推土机技术空白；2020 年，公司实施首期股权激励计划。

2021 年以来，公司加快多元化及国际化布局，海外收入占比由 2021 年的

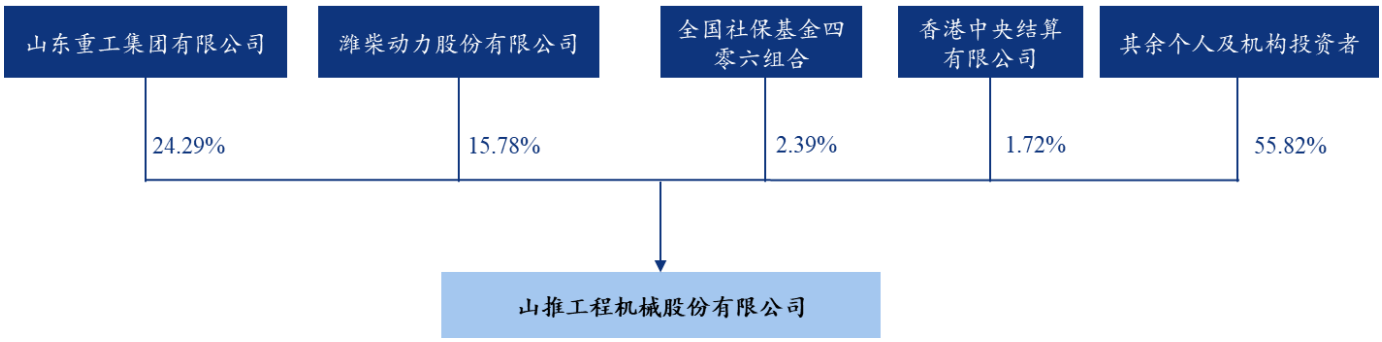
下载日志已记录，仅供内部参考

24.94%提升至 2026 年上半年的 60.97%。2024 年 12 月，公司以 18.41 亿元收购山重建机 100%股权并完成交割，业务延伸至挖掘机领域；自 2026 年 4 月底起，公司受托管理雷沃重工、潍柴（青岛）智慧重工，进一步拓展工程机械产品布局。资本运作方面，2026 年 5 月，公司发行 H 股事项获中国证监会备案，拟发行不超过 3.04 亿股。

1.2. 股权结构

按 2026 年半年度报告披露口径，山东重工集团有限公司直接持有公司 24.29%的股份，为公司控股股东；山东省人民政府国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

图 2：山推股份股权结构图（数据截至 2026 年 6 月 30 日）



资料来源：iFind，公司公告，德邦证券研究所

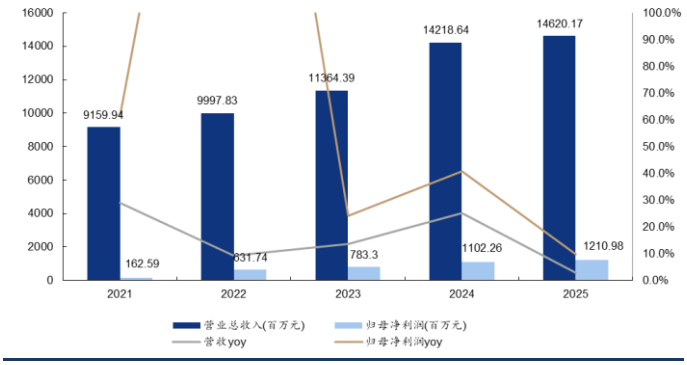
山东重工集团是山东省属装备制造产业集团，业务布局覆盖商用车、发动机及工程机械等领域。我们认为，依托集团产业资源，公司有望在产业链协同、技术研发和市场资源等方面获得支持。

1.3. 财务数据分析

2021—2025 年，公司营业收入由 91.71 亿元增至 146.20 亿元，年复合增长率为 12.4%；归母净利润由 1.63 亿元增至 12.11 亿元，年复合增长率为 65.1%，利润增速显著高于收入增速。从费用端看，三项费用率合计从 2021 年的 12.26%，下降至 2025 年的 11.08%，主要系管理费用率下降明显，降幅达 1.56%。同期，公司销售毛利率由 14.75%提升至 21.48%，销售净利率由 1.79%提升至 8.31%，反映出公司在收入规模扩张的同时，产品结构、市场结构及盈利质量持续改善。2026 年上半年，公司实现营业收入 82.78 亿元，同比增长 18.19%；归母净利润 6.81 亿元，同比增长 19.03%；扣非归母净利润 6.81 亿元，同比增长 20.03%，收入及利润增速较 2025 年均有所提升。

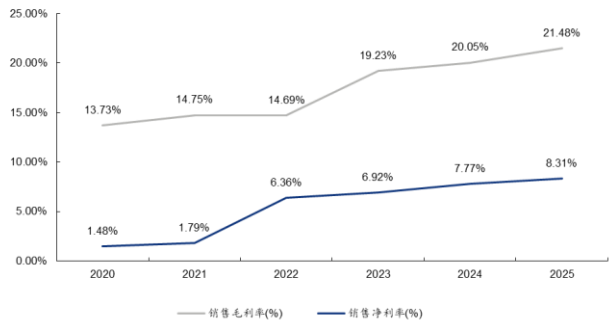
下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：公司 2021-2025 年营业收入及规模净利润稳定增长



资料来源：iFind，公司公告，德邦证券研究所

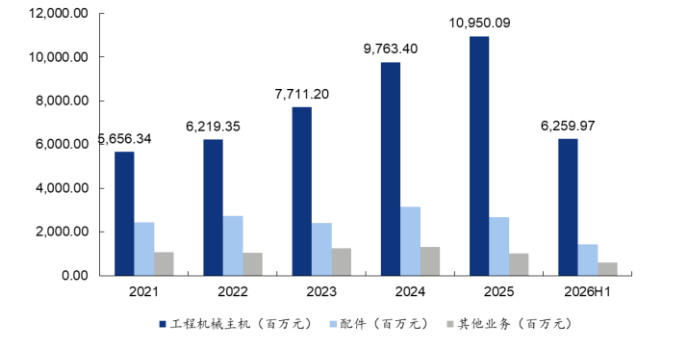
图 4：公司毛利率及净利率回升明显



资料来源：iFind，公司公告，德邦证券研究所

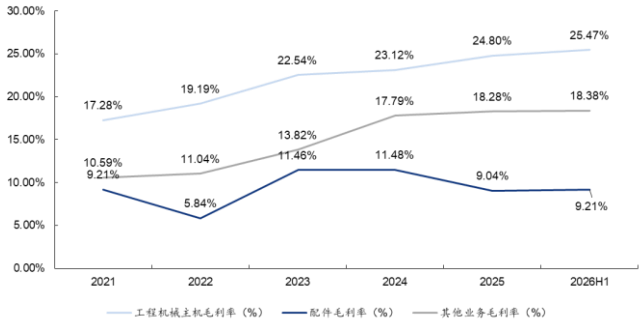
公司本轮业绩改善大致经历三个阶段。2021—2022 年，国内工程机械行业处于深度调整期，公司依托出口放量推动经营修复，2022 年归母净利润同比增长 201.58%；当年有较多非经常性因素影响，当年扣非归母净利润为 2.54 亿元，同比增长 16.52%。2024 年，公司完成山重建机并表，产品布局由推土机及零部件进一步拓展至挖掘机。按追溯重述口径，2024 年营业收入同比增长 25.12%，海外收入占比超过 50%，挖掘机业务并表与海外市场扩张共同推动收入规模增长。2025 年，公司收入增速有所放缓，但盈利能力持续改善，营业收入和归母净利润分别同比增长 2.82%和 9.86%，归母净利润增速高于收入增速。

图 5：工程机械主机业务为公司主要收入来源



资料来源：iFind，公司公告，德邦证券研究所

图 6：工程机械主机业务毛利率较高

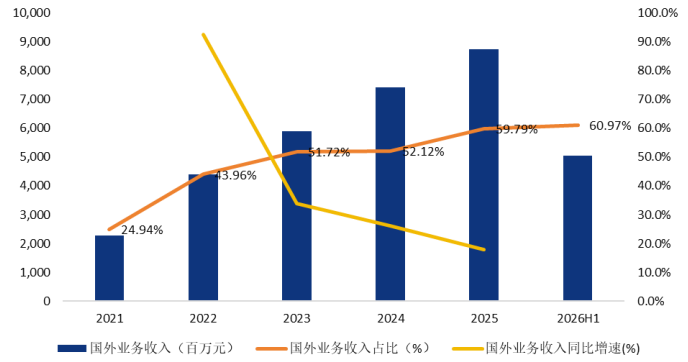


资料来源：iFind，公司公告，德邦证券研究所

业务结构升级仍是公司收入增长和利润率改善的主要驱动力。2026 年上半年，公司工程机械主机实现收入 62.60 亿元，同比增长 22.03%，占营业收入的 75.62%，毛利率为 25.47%，同比提升 1.87 个百分点；工程机械配件及其他业务实现收入 14.18 亿元，同比增长 4.11%，占营业收入的 17.13%，毛利率为 10.65%，同比提升 3.01 个百分点。**工程机械主机业务的收入体量和毛利率均高于配件及其他业务，是现阶段公司收入增长与利润贡献的核心板块。**

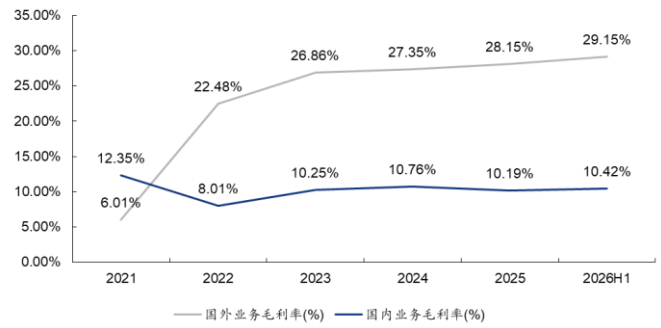
下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：国外业务收入占比超 60%



资料来源：iFind，公司公告，德邦证券研究所

图 8：国外业务毛利率稳定提升



资料来源：iFind，公司公告，德邦证券研究所

海外业务扩张成为支撑公司盈利能力提升的重要因素。2026 年上半年，公司海外收入达到 50.47 亿元，同比增长 29.34%，占营业收入的比例由上年同期的 55.71%提升至 60.97%；同期国内收入为 26.32 亿元，同比增长 1.62%，占营业收入的 31.80%。海外收入增速显著高于国内，推动公司收入结构进一步向海外市场倾斜。盈利能力方面，海外业务毛利率为 29.15%，同比提升 2.31 个百分点，较国内业务 10.42%的毛利率高 18.73 个百分点。海外业务收入占比与毛利率同步提升，带动综合毛利率同比上升 2.26 个百分点至 22.42%。我们认为，公司持续完善大马力矿山推土机布局，并推进电动及矿用设备批量出口，大马力、高附加值产品放量与海外市场拓展有望共同推动收入及毛利结构优化。

总体来看，公司利润结构较五年前已发生明显变化，挖掘机成长为第一大收入板块，海外业务收入贡献约六成，且毛利率显著高于国内业务；推土机业务则依托新能源绿色化、矿用高端化及智能化产品巩固市场竞争优势。**2026 年上半年，公司收入稳定增长，主营业务毛利率持续改善，虽因汇兑损失增加在一定程度上削弱了毛利率改善向净利率的传导，但我们认为不影响公司整体经营稳健成长。**

2. 推土机业务构筑基本盘，挖掘机业务拓宽远期空间

2.1. 推土机龙头地位稳固，国内市占率持续领先

推土机主要应用于露天矿山剥离、基坑开挖、道路及水利工程施工、农田平整和土石方作业。公司推土机业务起步于 20 世纪 80 年代国内第一工业机械部大马力推土机引进项目。依托引进技术，公司逐步建立起推土机研发、制造及配套体系，并在长期生产实践中形成覆盖中小马力至 900 马力超大马力产品的完整型谱。公司产品应用场景由传统基建、道路施工和场地平整，逐步拓展至露天矿山、水利工程及高端土石方施工等领域，产品形态亦由传统机械设备向大马力、智能化和新能源方向延伸。2024 年以来，公司依托山东重工集团产业链资源，推出搭载潍柴发动机、林德液压件和山推传动件的“黄金内核”系列产品，并持续完善面向矿山及高原的专用机型。

图 9：山推股份典型推土机产品

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：山推股份官网，德邦证券研究所

公司的推土机竞争力建立在核心零部件积累与集团产业链协同基础之上。公司在履带底盘件、变矩器、变速箱及结构件等领域拥有数十年技术积淀，并依托山东重工集团在发动机、电控系统和液压系统等环节的资源优势，构建覆盖“发动机+电控系统+液压系统+传动系统+履带底盘系统”的垂直一体化产业链。上述产业链布局提高了核心零部件的自主可控程度，有利于强化动力、液压、传动及行走系统的协同开发，支撑公司形成差异化产品矩阵及一体化施工解决方案。

长期市场积累形成了较强的品牌、渠道及后市场壁垒。公司推土机国内市场占有率连续 22 年保持行业第一，销量位居全球前三；截至 2026 年上半年，公司产品覆盖全球 160 余个国家，已布局 14 家海外子公司。较大的设备保有量及广泛的客户覆盖，为配件供应、维修保养、故障抢修和设备检测等后市场业务提供基础；公司同时搭建“中心仓+前置仓+代理仓”的梯级仓储体系，并依托智慧服务平台、E 路行 APP 及电商平台推进服务数字化，有助于提高配件响应效率和设备全生命周期服务能力。

研发平台及试验验证能力进一步巩固公司在高端推土机领域的技术基础。公司拥有国家级企业技术中心、国家级工业设计中心、国家级博士后科研工作站、山东省土方机械智慧施工技术重点实验室、试验中心及具备五大功能的临沂大型综合试验场，推动试验检测由经验驱动向数据驱动转变，并缩短新产品从设计到验证的闭环周期。2026 年上半年，公司围绕高效节能、高可靠、智能化及核心部件自主配套方向持续推进大马力矿山机型研发，矿用底盘核心技术、中小马力推土机驾乘系统升级、纯电动工程机械充换电一体化技术等项目均取得进展。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：山推股份新能源推土机和 AI 智能推土机获得金奖



资料来源：山推股份官网，德邦证券研究所

大马力、智能化和新能源构成推土机产品升级的主要方向。2026 年上半年，公司推出全球首台 AI 纯电无人推土机和新一代 5G 远程遥控推土机，全系新能源机型完成欧盟 CE 认证，并在高原、矿山、水利等施工场景实现应用；同期智能推土机累计销量近百台，智能化装备商业化落地提速。公司还持续扩充智慧施工产品矩阵，自主研发动力优控、施工安全、辅助操控及协同施工等智能系统，山推智驾 SSC 平台 2.0 已实现 L4 级高阶无人化商业落地，推动推土机由单机设备向“智能设备+智慧平台+工艺工法”一体化解决方案延伸。

海外市场扩张为推土机高端化提供了更大的需求空间。2026 年上半年，公司深耕非洲、独联体、东南亚及拉美等核心市场，新增多家海外经销商，电动及矿用设备实现批量出口；公司海外业务收入达到 50.47 亿元，同比增长 29.34%，占营业收入的 60.97%。上述数据为公司整体海外业务口径，未单独披露推土机收入，我们认为，公司推土机已具备较高的全球品牌认知度和较成熟的海外渠道，海外网络由产品出口向属地化经营转型，有望支持大马力、矿用、智能化及新能源推土机进一步拓展国际市场。

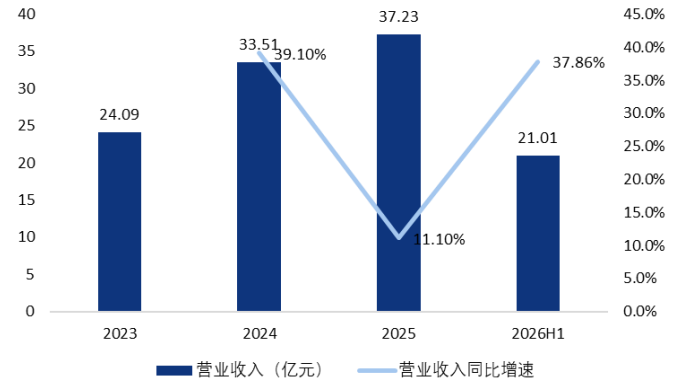
总体而言，公司推土机业务的竞争壁垒由核心零部件自主配套、整机系统开发、完整产品型谱、复杂工况验证、品牌渠道及后市场服务能力共同构成。我们认为，国内推土机行业集中度较高，公司长期保持领先市场份额，传统市场地位较为稳固；后续增量或更多来自大马力矿山设备、高端海外市场以及智能化、新能源产品商业化。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2. 并购整合山重建机，挖掘机业务成长可期

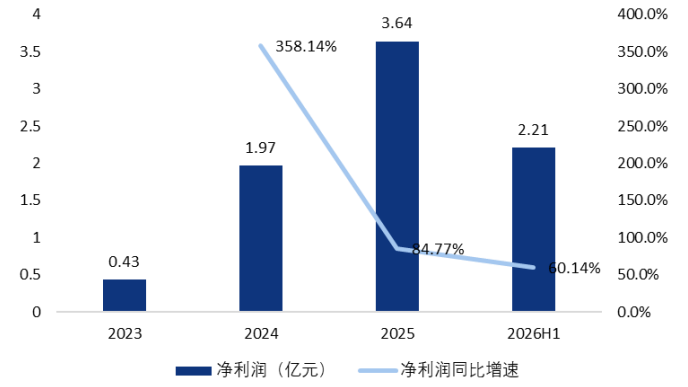
并购山重建机补齐挖掘机业务，集团产业链协同加快落地。2024 年 11 月，公司公告以现金 18.41 亿元收购临沂山重工程机械有限公司持有的山重建机 100%股权，同年 12 月完成交割，山重建机成为公司全资子公司。山重建机成立于 1999 年，收购时拥有临沂、济宁两处生产基地，合计具备 2 万台挖掘机年产能，产品覆盖 1.2—125 吨，据中国工程机械工业协会，2024 年 1—9 月国内市场占有率为 4.03%。我们认为，此次收购将山重建机的挖掘机研发制造能力、公司原有的履带底盘和结构件等零部件能力，以及山东重工集团在发动机、液压和电控系统等方面的资源纳入协同体系，有助于提升核心部件供应保障及整机匹配能力，同时减少公司与山重建机之间的整机及零部件关联交易。

图 11：山重建机 2023-2026H1 营业收入及同比增速



资料来源：iFind，公司公告，德邦证券研究所

图 12：山重建机 2023-2026H1 净利润及同比增速



资料来源：iFind，公司公告，德邦证券研究所

产品型谱持续完善，挖掘机业务已成为公司第一大收入板块。完成对山重建机的收购后，公司依托山重建机及其子公司的研发、制造和销售能力，形成覆盖 1—200 吨的全吨位挖掘机产品体系，工况全域覆盖率 99%，应用场景涵盖基建土石方、露天矿山、水利水电及资源开采等领域，并可针对高原、高寒、高温、林区和井下矿山等特殊工况开发专用机型。大型矿用产品方面，200 吨级挖掘机已完成五千多小时实地工况验证，300 吨级大型矿用挖掘机已完成试制，产品结构由通用型施工设备向大型化、矿用化方向延伸。经营业绩方面，山重建机 2026 年上半年实现营业收入 21.01 亿元、净利润 2.21 亿元。**我们认为，挖掘机业务已成为核心主机业务之一，并有望成为公司未来收入增长的重要组成部分。**

图 13：山推股份典型挖掘机产品



资料来源：山推股份官网，德邦证券研究所

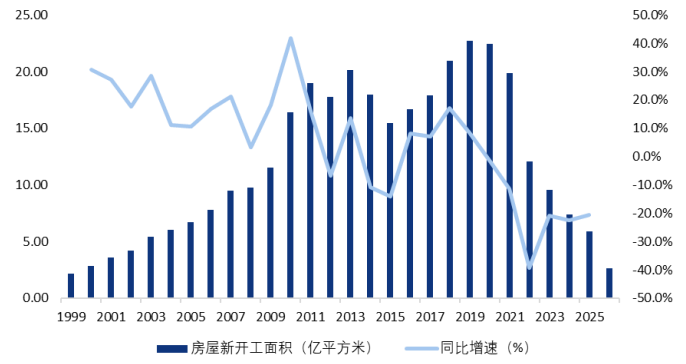
下载日志已记录，仅供内部参考

3. 内销周期持续修复，出海拔高未来增长曲线

3.1. 国内工程机械周期修复

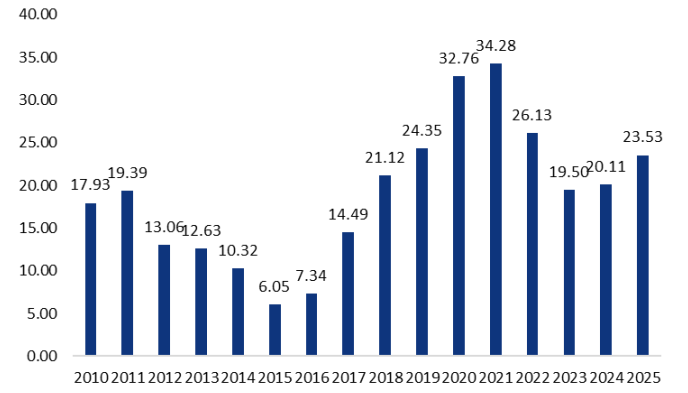
2021 年行业高景气阶段结束后，受房地产投资下行、存量设备基数较高及排放标准切换等因素影响，国内工程机械市场进入调整期。2024 年，随着设备更新等政策落地，挖掘机等土方机械需求呈现触底回升态势。**2025 年至 2026 年上半年，主要产品销量增速进一步提升，工程机械行业逐步走出周期底部，进入内需修复与出口增长共同驱动的新阶段。**根据中国工程机械工业协会数据，2026 年上半年重点企业营业收入同比增长 15.5%，高于 2024 年的 1.91%和 2025 年的 11.1%，行业经营规模延续恢复性增长。

图 14：房屋新开工面积（亿平方米）



资料来源：iFind，国家统计局，德邦证券研究所

图 15：挖掘机年度销售量（万台）



资料来源：中国工程机械工业协会，iFind，德邦证券研究所

挖掘机销量持续回升，国内土方施工需求改善趋势进一步得到验证。2025 年，主要制造企业共销售挖掘机 23.53 万台，同比增长 17.0%；其中，国内销量 11.85 万台，同比增长 17.9%，出口销量 11.67 万台，同比增长 16.1%。2026 年上半年，挖掘机销量增至 15.23 万台，同比增长 26.4%；其中，国内销量 7.9 万台，同比增长 20.4%，出口销量 7.33 万台，同比增长 33.5%。整体销量增速较 2025 年进一步加快，**国内需求延续复苏态势，出口市场保持较快增长。**

本轮国内市场复苏或主要由存量设备更新与新增工程需求共同推动。2024 年 3 月，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》，提出到 2027 年，工业、农业、建筑、交通等领域设备投资规模较 2023 年增长 25%以上，并通过财税、金融及投资政策支持设备更新。住房城乡建设部随后进一步明确，更新淘汰使用超过 10 年以上、高污染、高能耗、老化磨损严重或技术落后建筑施工工程机械设备，包括挖掘、起重、装载、混凝土搅拌、升降机、推土机等设备（车辆），并鼓励更新购置新能源、新技术设备。我们认为，相关政策直接覆盖公司主要产品，有望对挖掘机和推土机的存量替换及产品升级形成中期支撑。

3.2. 工程机械出海拔高未来增长曲线

2025 年以来，我国工程机械出口在较高基数上延续增长，海外市场已成为行业扩张的重要驱动力。根据中国工程机械工业协会整理的海关数据，2025 年我国工程机械出口额为 601.69 亿美元，同比增长 13.8%；2026 年上半年出口额达到 343.73 亿美元，同比增长 21.7%。其中，整机出口额为 250.49 亿美元，同比增长 23.5%，占出口总额的 72.9%。我们认为，出口规模与整机占比同步提升，表

下载日志已记录，仅供内部参考

明我国工程机械企业的海外竞争力正由单一价格优势逐步转向产品、技术及服务能力的综合竞争。

海外需求呈现多区域扩张特征，非洲、南美洲及东南亚是当前增长较快的市场。2026 年上半年，我国工程机械对非洲出口 60.27 亿美元，同比增长 50.7%；对南美洲出口 40.51 亿美元，同比增长 35.3%；对东盟出口 55.61 亿美元，同比增长 23.6%。同期，对亚洲、欧洲、北美洲及大洋洲的出口额分别同比增长 10.4%、16.2%、23.1%和 32.4%，出口增长动力由单一区域驱动逐步转向多市场协同。我们判断，非洲、拉美及东南亚仍处于工业化、城镇化和资源开发阶段，基础设施建设、矿山开采及能源项目持续带来新增设备需求；欧美等成熟市场的需求则更多来自基础设施更新、排放标准升级及新能源设备替代。

出口区域结构与公司推土机、挖掘机产品的应用场景具有较高匹配度。非洲拥有较多矿产资源开发和大型基础设施项目需求，对大马力推土机、大型矿用挖掘机及成套土方设备形成较强需求。2026 年上半年，我国工程机械对非洲和拉美合计出口 100.8 亿美元，同比增长 44.1%。我们认为，矿山及大型土石方施工对设备可靠性、连续作业能力、复杂工况适应性和售后配件保障能力要求较高，山推股份具备大型化产品布局、核心零部件配套及成套设备供应能力，有望在相关市场形成更强的竞争优势。

随着出口规模持续扩大，国内工程机械企业的国际化模式正由整机贸易向渠道、服务及运营属地化延伸。中国工程机械工业协会指出，行业企业正持续优化海外布局、完善境外营销服务体系，出口产品逐步向大型化、高端化、高附加值及成套设备转型。

公司海外业务已进入区域拓展、品类扩张与经营模式升级并行推进的阶段。分区域看，非洲已成为公司海外业务的重要增量市场，2026 年上半年公司非洲地区收入同比增长 50%以上；在东南亚及澳大利亚市场，公司依托推土机传统渠道带动挖掘机、装载机等产品销售；拉美市场则持续推进本地化布局。截至 2026 年上半年，公司产品已覆盖全球 160 余个国家和地区，海外业务正由单一推土机出口向多品类协同销售转变。

我们认为，海外工程机械需求正由单一区域驱动和单机出口，逐步向多区域增长、成套设备采购及属地化服务演进，与公司大马力推土机、大型矿用挖掘机及多品类产品布局具有较高匹配度。公司已依托推土机业务建立海外渠道基础，并逐步将渠道优势复制至挖掘机、装载机等产品。随着产品结构由通用设备向大型化、智能化及新能源设备升级，公司海外业务的增长动力有望由渠道扩张进一步转向品类渗透与单机价值提升，持续支撑收入增长及盈利结构优化。

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测分析

我们认为，公司完成对于山重建机的整合之后，已形成以推土机和挖掘机为主的工程机械主机制造业务，在当前国内工程机械需求逐步复苏，海外市场持续增长的背景下，公司整体收入有望维持稳定增长。

1）工程机械主机业务

下载日志已记录，仅供内部参考

自 2024 年以来工程机械国内需求持续改善，叠加国家提振内需的政策扶持以及行业电动化和智能化的转型趋势，我们认为公司工程机械主机业务有望维持稳定增长，我们对于 2026-2028 年的营业收入增速预期分别为 20%、15%和 12%，考虑到工程机械行业景气度持续修复，我们预计公司工程机械主机业务毛利率稳中有升，2026-2028 年毛利率分别为 25%、25%和 26%。

2）工程机械配件业务

工程机械配件业务有望伴随工程机械行业的复苏实现增长，但我们认为其增速应低于行业增长，我们基于保守原则给予 5%的增速，毛利率采用前两年均值作为参考。

3）其他业务

整体保持相对稳定，且对业绩贡献率较低，我们采取保守预测给予 3%的增长，毛利率采用前两年均值作为参考。

综上，我们预计 2026 年至 2028 年公司营业收入分别为 169.74 亿元、191.16 亿元和 211.08 亿元，对应同比增幅分别为 16.10%、12.62%和 10.42%；归母净利润分别为 14.79 亿元、17.86 亿元和 21.93 亿元，对应同比增幅分别为 22.2%、20.7%和 22.8%。

表 1：山推股份盈利预测（百万元）

收入项目	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**11,364.39**	**14,218.64**	**14,620.17**	**16,973.64**	**19,115.68**	**21,107.98**
增长率%	*13.67%*	*25.12%*	*2.82%*	*16.10%*	*12.62%*	*10.42%*
营业成本	**9,179.02**	**11,367.62**	**11,479.95**	**13,215.38**	**14,844.72**	**16,193.60**
增长率%	*7.62%*	*23.84%*	*0.99%*	*15.12%*	*12.33%*	*9.09%*
毛利率	**19.23%**	**20.05%**	**21.48%**	**22.14%**	**22.34%**	**23.28%**
工程机械主机						
收入	7,711.20	9,763.40	10,950.09	13,140.11	15,111.12	16,924.46
增长率%	23.99%	26.61%	12.15%	20.00%	15.00%	12.00%
毛利	1,737.63	2,257.00	2,715.76	3,285.03	3,777.78	4,400.36
毛利率	22.53%	23.12%	24.80%	25.00%	25.00%	26.00%
占总收入比重	67.85%	68.67%	74.90%	77.41%	79.05%	80.18%
工程机械配件及其他						
收入	2,415.45	3,145.13	2,667.61	2,800.99	2,941.04	3,088.09
增长率%	-11.39%	30.21%	-15.18%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利	276.73	360.95	241.17	287.38	301.75	316.84
毛利率	11.46%	11.48%	9.04%	10.26%	10.26%	10.26%
占总收入比重	21.25%	22.12%	18.25%	16.50%	15.39%	14.63%
其他业务						
收入	1,237.74	1,310.11	1,002.47	1,032.55	1,063.52	1,095.43
增长率%	17.61%	5.85%	-23.48%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利	171.06	233.07	183.30	185.86	191.43	197.18
毛利率	13.82%	17.79%	18.28%	18.00%	18.00%	18.00%

资料来源：公司年报，iFind，德邦证券研究所测算

4.2. 投资建议：公司当前市值对应 2026 年 PE 为 9.34 倍，给予“买入”评级

下载日志已记录，仅供内部参考

我们选取三一重工、中联重科、徐工机械为可比公司，与公司在工程机械主机及配件业务存在交集。我们看好公司当前国内工程机械板块周期性复苏，海外市场持续增长的背景下，依靠股东山东重工集团所提供的产业链协同体系，不断提升自身经营能力，有望在未来实现持续稳定增长。我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 169.74/191.16/211.08 亿元，营收同比增速分别为 16.1%/12.6%/10.4%，归母净利润分别为 14.79/17.86/21.93 亿元，同比增长 22.2%/20.7%/22.8%。2026 年 10 月 12 日市值对应 2026 年 PE 为 9.34 倍，低于可比公司均值（11.86 倍），考虑到公司作为推土机龙头，且工程机械行业景气度持续改善，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（数据截至 2026 年 10 月 12 日）

代码	简称	总市值	归母净利润（亿元）				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
000680.SZ	山推股份	138.16	12.11	14.79	17.86	21.93	11.41	9.34	7.73	6.30
	行业均值						14.15	11.86	9.29	7.73
600031.SH	三一重工	1,589.35	84.08	104.56	134.81	161.74	18.90	15.20	11.79	9.83
000157.SZ	中联重科	506.27	48.58	54.85	67.57	81.55	10.42	9.23	7.49	6.21
000425.SZ	徐工机械	863.12	65.72	77.37	100.41	120.66	13.13	11.16	8.60	7.15

资料来源：iFind，可比公司数据采用 iFind 一致预期，德邦证券研究所（数据截至 2026 年 10 月 12 日）

5. 风险提示

1）宏观环境及政策变动风险。

2）汇率波动风险

3）国内市场需求不及预期风险

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表分析和预测

主要财务指标	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(元)				
每股收益	0.81	0.99	1.19	1.46
每股净资产	4.11	4.76	5.59	6.62
每股经营现金流	0.52	1.91	1.44	1.47
每股股利	0.14	0.30	0.36	0.44
价值评估(倍)				
P/E	14.79	9.34	7.73	6.30
P/B	2.91	1.94	1.65	1.39
P/S	1.23	0.81	0.72	0.65
EV/EBITDA	10.30	5.58	4.07	2.81
股息率%	1.1%	3.2%	3.9%	4.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	21.5%	22.1%	22.3%	23.3%
净利润率	8.3%	8.7%	9.4%	10.4%
净资产收益率	19.6%	20.7%	21.3%	22.1%
资产回报率	6.5%	7.3%	7.8%	8.6%
投资回报率	14.3%	15.2%	15.9%	17.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	2.8%	16.1%	12.6%	10.4%
EBIT 增长率	19.3%	17.9%	18.4%	21.9%
净利润增长率	9.9%	22.2%	20.7%	22.8%
偿债能力指标				
资产负债率	66.0%	65.4%	64.2%	62.0%
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.2
现金比率	0.3	0.5	0.5	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	131.7	125.8	118.9	122.2
存货周转天数	101.1	94.8	93.9	92.9
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
固定资产周转率	6.9	8.2	10.3	13.0

现金流量表(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,211	1,479	1,786	2,193
少数股东损益	3	4	5	6
非现金支出	529	506	507	509
非经营收益	-41	3	7	3
营运资金变动	-921	873	-150	-509
经营活动现金流	781	2,866	2,156	2,202
资产	-66	-1	-1	-1
投资	-261	-39	0	0
其他	17	199	40	44
投资活动现金流	-310	159	39	43
债权募资	-19	42	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-641	-520	-583	-705
融资活动现金流	-660	-478	-583	-705
现金净流量	-170	2,513	1,612	1,541

利润表(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	14,620	16,974	19,116	21,108
营业成本	11,480	13,215	14,845	16,194
毛利率%	21.5%	22.1%	22.3%	23.3%
营业税金及附加	80	93	105	115
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	621	714	808	890
营业费用率%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
管理费用	424	510	564	629
管理费用率%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	575	688	760	843
研发费用率%	3.9%	4.1%	4.0%	4.0%
EBIT	1,328	1,567	1,854	2,261
财务费用	74	-3	-40	-65
财务费用率%	0.5%	0.0%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-114	-90	-100	-100
投资收益	30	35	40	44
营业利润	1,281	1,569	1,895	2,326
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	1,284	1,569	1,895	2,326
EBITDA	1,644	1,851	2,141	2,550
所得税	70	86	104	127
有效所得税率%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
少数股东损益	3	4	5	6
归属母公司所有者净利润	1,211	1,479	1,786	2,193

资产负债表(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,316	5,829	7,441	8,982
应收账款及应收票据	5,987	5,882	6,756	7,592
存货	3,249	3,714	4,028	4,325
其它流动资产	1,938	1,765	1,995	2,264
流动资产合计	14,490	17,191	20,220	23,164
长期股权投资	798	837	837	837
固定资产	2,184	1,971	1,742	1,501
在建工程	151	106	74	52
无形资产	502	476	450	424
非流动资产合计	4,566	4,328	4,041	3,753
资产总计	19,057	21,519	24,261	26,916
短期借款	760	760	760	760
应付票据及应付账款	8,668	9,891	11,273	12,215
预收账款	3	3	4	4
其它流动负债	1,839	2,107	2,212	2,384
流动负债合计	11,270	12,762	14,249	15,363
长期借款	1,059	1,059	1,059	1,059
其它长期负债	257	257	257	257
非流动负债合计	1,316	1,316	1,316	1,316
负债总计	12,586	14,078	15,565	16,679
实收资本	1,500	1,500	1,500	1,500
普通股股东权益	6,173	7,139	8,390	9,925
少数股东权益	298	302	307	313
负债和所有者权益合计	19,057	21,519	24,261	26,916

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 12 日
资料来源：公司年报（2024-2025），德邦证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

分析师与研究助理简介

丁健，德邦证券高端制造研究中心负责人、首席，曾在民生证券、国金证券、中金公司担任机械行业资深分析师，10 年卖方行研工作经验，对高端制造行业建立了自上而下完整的深度研究框架，经历过多轮产业和金融周期，具备全产业链和全球视角。曾在新财富团队担任核心成员，获 2019-2020 年水晶球机械行业第三名，所在团队获 ASIA MONEY 工业组（2020-2025）大中华区第一名。

周天昊，德邦证券高端装备研究中心高级分析师，6 年行业研究经验，曾在富荣基金、中海基金担任机械分析师。

杨安东，德邦证券研究所高端装备制造高级分析师，3 年卖方经验，曾任职于国金证券、东方财富证券，深耕具身智能与新能源高端装备产业，擅长产业策略及个股深度挖掘。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； **2. 市场基准指数的比较标准：** A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	**类 别**	**评 级**	**说 明**
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
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。
市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。
根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。