



工程机械深度报告：

出海持续提速，看好工程机械板块业绩长虹

【华西机械团队】

分析师：黄瑞连

SACNO: S1120524030001

邮箱: huangr1@hx168.com.cn

分析师：石城

SAC NO: S1120524080001

邮箱: shicheng@hx168.com.cn

2026年4月20日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

更多免费行业报告

并购家

www.ipoiipo.cn

- **工程机械板块业绩持续兑现，迎来内外共振上行周期。**2025Q1-3主机厂业绩持续兑现，随着海外市场整体β的修复，主机厂有望持续贡献利润增量；对于国内市场，更新周期有望持续拉动内需触底反弹。从长期视角看，工程机械板块迎来收入结构的变迁，盈利能力及估值中枢有望持续上行。海外与国内毛利率差值趋于稳定。主机厂出海，实现增收且增利。2025H1主机厂海外毛利率均高于国内市场，且柳工已经比国内市场高13.9pct，三一和中联海外市场比国内毛利率分别高出9.3pct和7.3pct。从边际看，出海对整体业绩的增厚效果明显，趋势端随着海外规模效益的建立以及国内市场的修复，国内及海外毛利率的差值逐步趋于稳定。
- **板块的盈利能力及利润的波动率在下降，估值中枢有望抬升。**1) **净利率波动率下降、中枢提升：**从2022年主机厂出海提速以后，四大主机厂出现了共性的季度净利率波动规律，即季度净利率波动率下降，且净利率中枢稳健且逐步抬升。这背后是海外利润率的确定性，尽管由于国内价格战影响，国内毛利率无法修复至前期高点，但是综合净利率仍有望持续受益于海外利润率的提升。2) **净利润增速波动率下降：**2022年主机厂出海提速后，季度净利率增速波动率逐渐下降，没有再出现前期利润增速大开大合的情况，业绩的清晰度及确定性正在提升。
- **出海的深刻意义：下游需求不再具有周期属性，国内企业也逐步具备海外龙头的财报特征。**1) **宏观层面：**从协会的出口增速看，近年出口增速最快的区域有所分化，但是整体构成了中国工程机械的海外收入逐年增长。25年，非洲市场以50.5%的增长，在所有区域中出口增速最快，出口的占比接近了15%。2) **微观层面：**以三一重工近年的财报看，与行业数据吻合。重视非洲市场，连续两年宏观及微观表现强势，背后或是大宗商品价格景气周期下的强需求，看好该区域的持续高景气。从趋势看，三一非洲市场25年的出口金额已经与美洲逐步缩小，且与欧洲市场的金额差距持续缩小。
- **投资建议：**看好板块业绩随着出口增长而稳健增长，利润率中枢上行。重点推荐工程机械头部企业三一重工、徐工机械、中联重科、柳工、等，零部件企业推荐核心龙头恒立液压。
- **风险提示：**海外市场拓展不及预期、汇率波动影响利润率地缘政治影响阶段性需求等。

一

工程机械板块持续兑现业绩

二

从周期到成长，工程机械走向全球

三

重点公司梳理

四

投资建议与风险提示

◆工程机械板块业绩持续兑现，迎来内外共振上行周期。2025Q1-3主机厂业绩持续兑现，随着海外市场整体β的修复，主机厂有望持续贡献利润增量；对于国内市场，更新周期有望持续拉动内需触底反弹。从长期视角看，工程机械板块迎来收入结构的变迁，盈利能力及估值中枢有望持续上行。

表：工程机械重点公司25Q1-3业绩表现

		2025Q1-3营收（亿元）	同比	2025Q1-3归母净利润（亿元）	同比	2025Q1-3毛利率	同比（Pct）	2025Q1-3净利率	同比（Pct）
综合主机厂	三一重工	661.0	13.3%	71.4	46.6%	27.6%	-0.65	11.0%	2.4
	徐工机械	781.6	11.6%	59.8	11.7%	22.3%	-1.30	7.8%	0.0
	中联重科	371.6	8.1%	39.2	24.9%	28.1%	-0.27	11.1%	0.9
	柳工	257.6	12.7%	14.6	10.4%	22.3%	-1.23	4.9%	-1.0
佳士机、高机、 叉车	山推股份	104.9	2.4%	8.4	15.7%	20.5%	3.83	8.0%	1.1
	浙江鼎力	66.8	8.8%	16.0	9.2%	35.9%	-0.28	23.9%	0.1
	安徽合力	149.3	10.9%	11.2	-4.9%	23.8%	2.28	8.6%	-0.2
	杭叉集团	139.7	8.7%	17.5	11.2%	23.5%	0.81	13.0%	0.1
	诺力股份	50.3	-2.3%	4.0	9.2%	22.4%	-0.84	7.9%	0.9
零部件	恒立液压	77.9	12.3%	20.9	16.5%	42.0%	0.50	26.9%	1.0
	艾迪精密	23.7	16.5%	3.2	14.5%	28.6%	-1.87	13.5%	-0.2

1.2 主机厂海外收入占比中枢提升，海外市场贡献利润基本盘

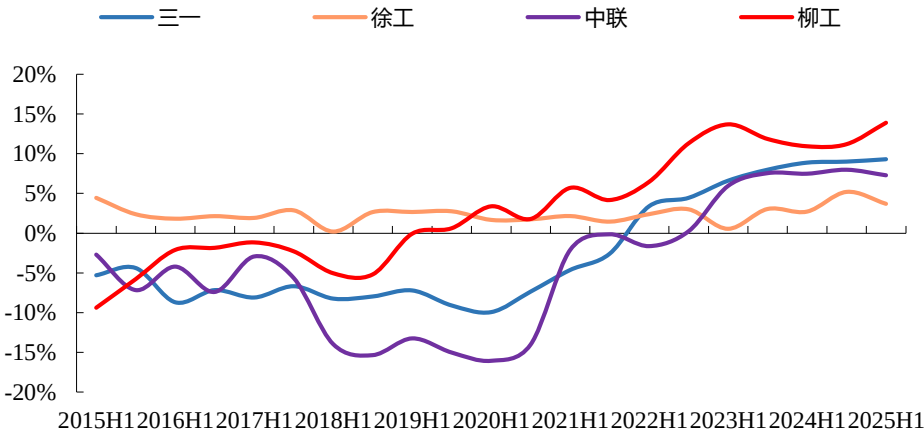
◆**底层逻辑在于：**海外收入保持正增长，海外收入占比中枢继续提升。25H1五家主要的主机厂出口收入均保持正向增长。结构端，主机厂海外收入占比中枢均已经来到了45%以上。徐工及柳工由于国内收入体量略大导致海外收入占比略低，三一的海外收入占比中枢来到了60%。25H1三一的海外收入占比环比24年略降，实际上更印证了国内及海外共振的逻辑。

◆**海外与国内毛利率差值趋于稳定。主机厂出海，实现增收且增利。**2025H1主机厂海外毛利率均高于国内市场，且柳工已经比国内市场高13.9pct，三一和中联海外市场比国内毛利率分别高出9.3pct和7.3pct。从边际看，出海对整体业绩的增厚效果明显，趋势端随着海外规模效益的建立以及国内市场的修复，国内及海外毛利率的差值逐步趋于稳定。

表：工程机械重点公司海外收入增长及占比情况

	25H1海外收入 (亿元)	YOY	24年海外 收入占比	25H1海外 收入占比	Δ海外收入占 比 (pct)
三一	264.9	11.6%	62.4%	59.2%	-3.2
徐工	255.5	16.6%	45.5%	46.6%	1.1
中联	138.2	14.7%	51.4%	55.6%	4.2
柳工	85.2	10.5%	45.8%	46.9%	1.1
山推	39.0	7.7%	52.1%	55.7%	4.6

图：四家主机厂近年海外与国内毛利率差值



1.2 主机厂海外收入占比中枢提升，海外市场贡献利润基本盘

◆**利润拆解与市值拆解**：板块内的主机厂，利润和市值贡献，核心在于海外市场

1) 利润拆解：按照三一重工2025年收入897亿元计算，参考国内海外毛利润。假设公司国内和海外的三费费率一致，假设EBIT至公司净利率期间的费用率国内与海外一致，得到公司国内及海外的净利润分别为22.5亿元、61.5亿元，说明公司海外利润占比远大于收入占比，海外利润占比约为73%。**2) 市值拆解**：按照**2025年利润**，对于上述拆解利润结构，测算海外市场预计利润约为61.5亿元，给予25X PE，对应市值为1537亿元市值；按照2026.4.19日收盘市值，国内部分给予市值约为316亿元，海外市值占比约为83%。

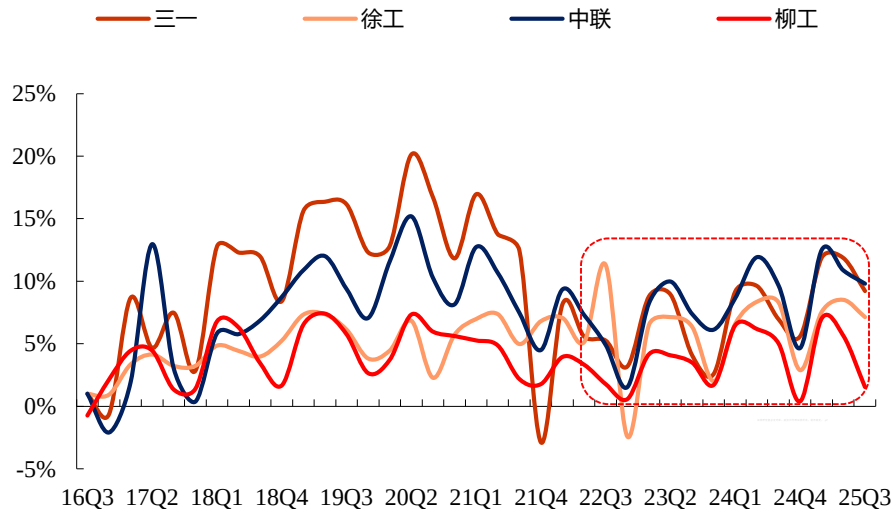
图：三一重工2025年利润及市值拆解



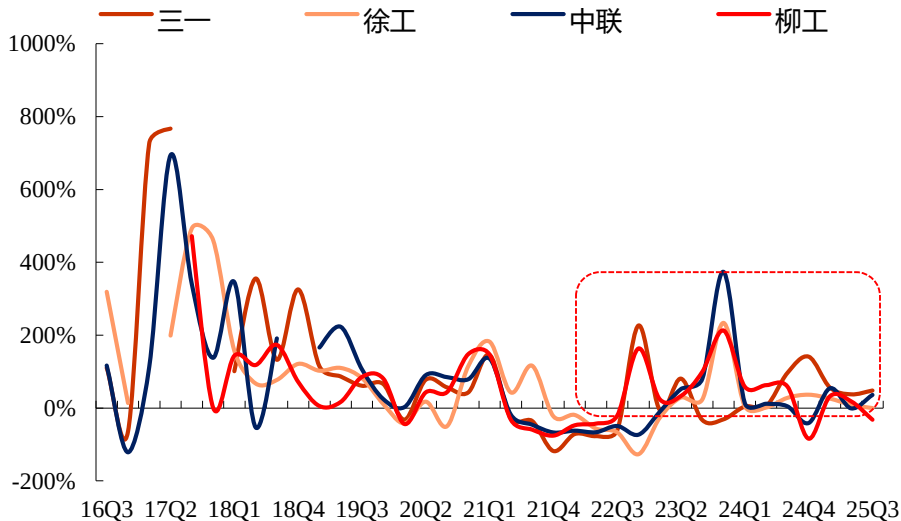
1.2 主机厂海外收入占比中枢提升，海外市场贡献利润基本盘

◆**盈利能力及利润的波动率在下降，估值中枢有望抬升。**
1) 净利率波动率下降、中枢提升：从2022年主机厂出海提速以后，四大主机厂出现了共性的季度净利率波动规律，即季度净利率波动率下降，且净利率中枢稳健且逐步抬升。这背后是海外利润率的确切性，尽管由于国内价格战影响，国内毛利率无法修复至前期高点，但是综合净利率仍有望持续受益于海外利润率的提升。
2) 净利润增速波动率下降：2022年主机厂出海提速后，季度净利率增速波动率逐渐下降，没有再出现前期利润增速大开大合的情况，业绩的清晰度及确定性正在提升。

图：四家主机厂近十年主机厂季度净利率情况



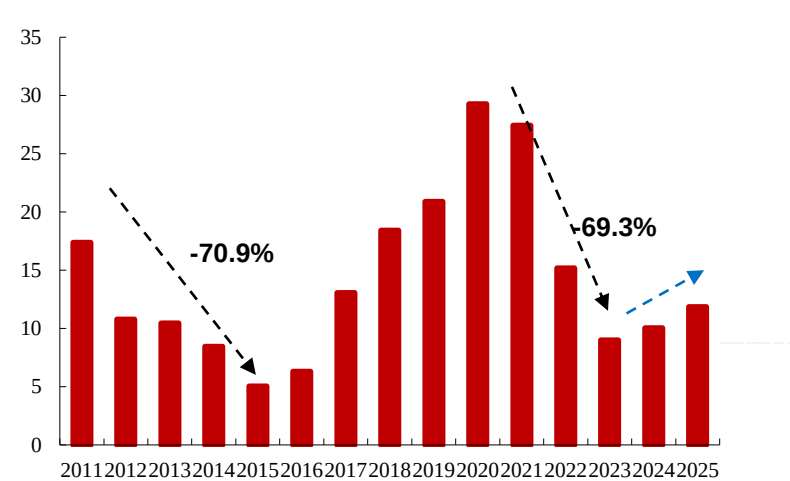
图：四家主机厂近十年季度利润增速



◆与2015年的底部特征对比：行业特征及个股特征均给出了底部信号。

- 1) 行业特征：从销量、保有量、实际内销与理论更新差异，三个角度展开。本轮国内挖机销量的降幅已追上一轮，内销较理论更新值降幅也追上，本轮地产开工面积降幅更大。新增需求已降无可降，更新替换的需求基数在变大。
- 2) 企业特征：以三一重工为例，本轮三一利润降幅超过70%。公司2025年海外收入占比超过70%，预计海外利润占比接近了80%，国内利润绝对值已降无可降，出现底部特征。同时，现金流已经开始出现大幅改善，三一2024年经营性净现金流远超同期净利润。

图：国内挖机销量台数（万台）



表：两轮底部特征下行业及公司数据变化

		2011年—2015年			2020年-2023年		
		2011	2015	变动幅度	2020	2023	变动幅度
行业特征	挖机保有量（万台）	98	120	22.4%	150	190	26.7%
	地产开工面积（亿平方米）	19.12	15.44	-19.3%	22.44	9.54	-57.7%
	挖机内销数量（台）	17.39	5.06	-70.9%	29.29	9.00	-69.3%
	年理论更新台（按10年）	12			19		
	实际销量与理论更新值	5.06/12-1=-57.8%			9.0/19-1=-52.6%		
公司特征 (三一重工)	净利润（亿元）	86.5	1.4	-98.4%	154.3	45.3	-70.6%
	海外收入占比	6.75%	42.93%	36.2pct	14.1%	57.0%	43.0pct
	市场份额	11.86%	19.68%	7.8pct	31.28%	30%	-1.3pct
	净现比	0.24	15.46	波动剧烈	0.84	1.24	>1且波动小

1.4 持续看好板块—宏观视角：国内市场修复，出海竞争力增强

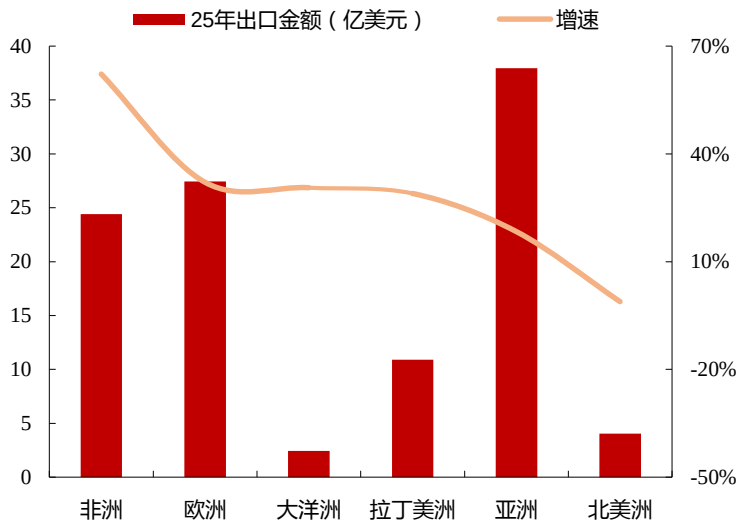


- ◆**海外市占率持续提升，竞争力增强**：25年除了高空作业平台及塔机内销下滑较大，其余主要的工程机械产品均迎来了内销和出口的共振修复性增长。持续看好挖机内外销的修复，以及非挖产品的出口。
- ◆**抢占新兴市场，从挖机到非挖**：2025年，非洲及欧洲市场表现较好；2026年继续看好该区域的景气度上行。同时，我们看好国内主机厂的出口从挖机到非挖的演绎，挖机的产品力和渠道成熟，助力非挖进一步出海。

表：工程机械产品25年内销及出口情况

产品	总销量（台）		出口（台）		内销（台）	
	25年	同比	25年	同比	25年	同比
挖掘机	235257	17%	116739	16%	118518	17.9%
装载机	128067	18.4%	61737	14.6%	66330	22.1%
平地机	8360	8.4%	6892	4.3%	1468	32.4%
汽车起重机	19974	1.4%	9315	1.4%	10659	1.4%
履带起重机	3415	30.1%	2324	28.9%	1091	32.9%
塔式起重机	5178	-30.7%	2452	21.9%	2726	-50.0%
工业车辆	1451768	12.9%	544956	13.4%	906812	12.6%
压路机	17434	23.0%	10952	26.2%	6482	17.9%
摊铺机	1547	24.8%	465	12.9%	1082	30.7%
高空作业平台	165171	-28.6%	101285	-16.0%	63886	-42.4%

图：挖机2025年各区域出口金额及增速（亿美元，%）



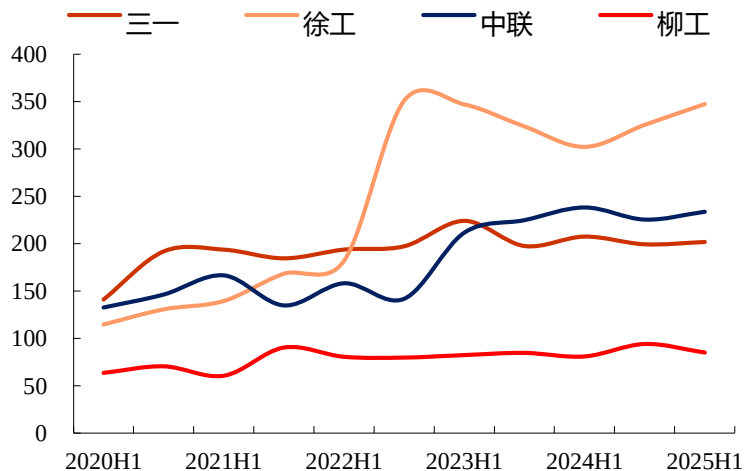
1.4 持续看好板块——微观视角：主机厂实现了高质量发展

◆**从风险敞口及存货看高质量发展：1)**取三家综合型主机厂进行风险敞口分析，三一重工、中联重科近3年年报的风险敞口整体下降，徐工机械整体保持平稳，三家综合型主机厂的风险敞口与收入比均稳中有降，注重高质量发展。**2)** **存货管控良好**，主机厂整体的存货管控良好，三一25H1存货202亿元，同比持续下降，压降存货效果显现。其他主机厂的存货整体稳健。

表：三家主机厂的风险敞口变动情况（亿元）

单位（亿元）	三一			中联			徐工		
	22	23	24	22	23	24	22	23	24
表内应收账款	241.7	255.2	267.8	279.2	246.1	245.1	404.6	400	397.8
长期应收款	118.7	125.4	128.1	182.9	170	105.7	41.5	43.8	47.4
一年内到期的非流动资产	117.2	120	108.4	48.9	51.2	36.1	29.2	26.7	17.3
分期	39.6	21.9	5.9	56.5	31.9	21.8	101	99.4	88.5
三方租赁	171.3	141.6	129	5.29	15.6	15	534	394.1	303
关联方租赁	14.6	24.1	25.1	-	-	-	138.7	235	264.5
ABS	127.3	75	79.5	31.2	21.6	22.2		112	118.6
风险敞口合计	830.4	763.2	743.8	603.99	536.4	445.9	1249	1311	1237.1
收入	808.2	740.2	783.8	416.3	470.8	454.8	938.2	928.5	916.6
敞口/收入	1.03	1.03	0.95	1.45	1.14	0.98	1.33	1.41	1.35

图：四家主机厂的存货（亿元）



一

工程机械板块持续兑现业绩

二

从周期到成长，工程机械走向全球

三

重点公司梳理

四

投资建议与风险提示

2.1 走向全球，工程机械下游需求摆脱单一市场的周期属性

◆出海的深刻意义：下游需求不再具有周期属性，国内企业也逐步具备海外龙头的财报特征。1)宏观层面：从协会的出口增速看，近年出口增速最快的区域有所分化，但是整体构成了中国工程机械的海外收入逐年增长。25年，非洲市场以50.5%的增长，在所有区域中出口增速最快，出口的占比接近了15%。2)微观层面：以三一重工近年的财报看，与行业数据吻合。重视非洲市场，连续两年宏观及微观表现强势，背后或是大宗商品价格景气周期下的强需求，看好该区域的持续高景气。从趋势看，三一非洲市场25年的出口金额已经与美洲逐步缩小，且与欧洲市场的金额差距持续缩小。

表：工程机械出口金额以及近年出口最快区域特征

	中国工程机械出口金额 (亿美元)	同比	中国工程机械 出口增速最快的 市场	该市场出口金额 (亿美元)	同比
2022	443.0	30.2%	沙特	9.0	122.7%
2023	485.5	9.6%	俄罗斯	60.6	66.5%
2024	528.6	8.9%	非洲	59.1	32.0%
2025	601.7	13.8%	非洲	88.9	50.5%

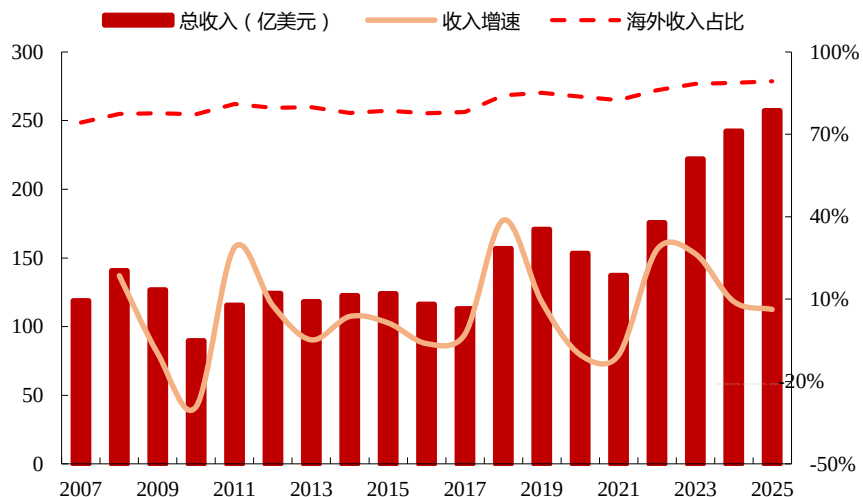
表：三一重工近年出口最快区域特征

	三一重工 出口增速最快的 市场	该市场出口金额 (亿元)	同比
2022	北美	40.3	85.8%
2023	欧洲	162.5	38.0%
2024	非洲	53.5	44.0%
2025	非洲	83.1	55.3%

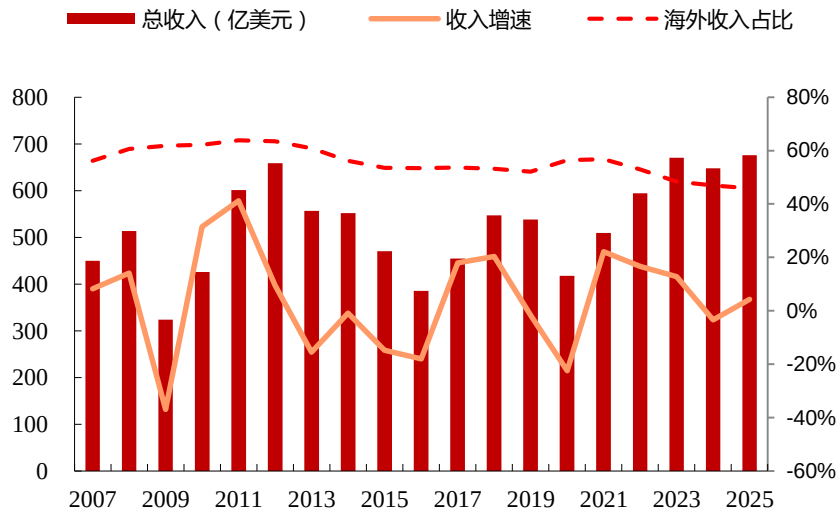
2.1 走向全球，工程机械下游需求摆脱单一市场的周期属性

◆**从海外龙头财报看：已经实现了跨越周期的成长。**从小松财报复盘，小松近20年海外收入占比中枢从早期的75%持续提升至90%，公司的收入值持续创历史新高。作为全球龙头，小松是海外收入占比最高、全球化最领先的企业，较高的海外收入占比平滑了公司的业绩波动，使具备全球竞争力的小松走出了业绩长虹。从卡特财报复盘，卡特近20年海外收入占比中枢变化不明显，由于卡特在本土大市场北美优势较为显著，公司长期收入波动较小。我们认为中国主机厂长期可比程度更接近卡特，对内可以享受国内市场的修复，对外可以逐步提升海外市占率。

图：小松二十年的收入、增速及海外占比（亿美元，%）



图：卡特彼勒二十年的收入、增速及海外占比（亿美元，%）



◆从产品出海到产能出海，工程机械企业持续完善全球布局。近年来工程机械企业持续进行全球化布局，从产品、产能、运营、营销服务等多个维度，持续提升全球竞争力。业绩持续兑现的背后，是更深层次的全球布局，看好工程机械企业持续布局下的海外收入持续增长，以及细分领域的市占率提升。

表：综合主机厂的全球化布局

	三一重工	徐工机械	中联重科	柳工
全球化布局	组织全球化：在全球设立 8 大海外大区及 32 个国区作为全球战略规划和赋能平台，全面深化“平台赋能+精兵作战”的组织形式，推动管理经营本地化以适配全球快速变化的经营环境。 制造全球化：截至 25 年末，公司在全球落成 37 个生产制造基地，并深度布局海外供应链，积极推动中国智能制造标准的应用与升级。 营销与服务全球化：公司已在全球 100 多个国家和地区深度合作了 400 余家优质海外经销商，布局了 1900 个营销与服务网点，超过 3000 名海外服务工程师，构筑了极具竞争力的全球销售与养体系，分类精准施策，打造“动力先锋”品牌，服务网络，为国际业务的增长提供了坚实保障。	全球发展模式：出口贸易、海外绿地建厂、跨国并购和全球研发“四位一体”的全球化发展模式，可为全球客户提供全方位产品营销服务、全价值链服务及整体解决方案。 海外布局：公司拥有 50 多家海外子公司，300 多个海外经销商，2000 多个海外服务备件网点，10000 余名当地化服务工程师，产品远销 190 多个国家和地区，覆盖“一带一路”沿线 95% 以上的国家和地区。2025 上半年公司在意大利、赞比亚、几内亚等国家成立了贸易类子公司。 打造强力平台：聚焦“精准赋能、实战育人”，构建覆盖全球 14 大区的“训战一体化”人才培养体系，开展 SRD 特训营等项目，建立“回国即参训”轮训机制，为海外业务跨越式发展注入强劲动能。	多元化市场布局与产品矩阵共进：公司 25 年海外业务延续高增长态势，同比增幅达 30.52%。随着全球化进程纵深推进，区域市场协同发力，销售结构进一步优化，业务发展步入“结构优化+本土深耕”的高质量新阶段。非洲、拉美、东南亚、中东等新兴区域高速增长。其中，非洲区域同比增长超 157%。 深化端对端体系变革，构建直销高效协同新生态：持续完善一体化管理体系。深度融合“品字型管理”与“前、中、后台点检运行机制”，建立 24 小时无缝对接的高效联动机制。25 年依托全球已建成的 30 余个一级业务航空港和 430 多个网点，公司已构建起高效的全球销服网络。海外本土化员工总人数约 6000 人，服务备件仓库 220 多个，产品广泛覆盖 170 多个国家和地区，销服能力大幅提升。 持续推进海外研发制造基地拓展升级：公司已完成全球研发制造网络的战略性布局，在意大利、德国、墨西哥、巴西、土耳其、美国、匈牙利等国家拥有生产基地。其中，高机匈牙利工厂建成投产，通过本地化生产推动业务深度发展；扩建升级德国威尔伯特工厂项目，并将其转型升级为综合性生产基地。公司借助海外研发制造基地的技术、资源及区位优势，形成支撑全球化进程的产业生态。	“产品组合+全面解决方案”双轮驱动：公司核心产品矩阵持续突破：装载机市占率稳步增长，东南亚、南亚市场领先优势持续扩大；挖掘机海外份额快速崛起、大型挖掘机单月发运量创历史新高；新兴板块矿山机械、高空机械、起重机、叉车等均实现超过 40% 的销量增长。分区域看，各营销区域营收结构均衡，整体业务稳健增长，新兴市场增长动能强劲，南亚、中东中亚、印尼及非洲等重点区域增速位居前列，最高达 80% 以上。经销商网络突破 400 家，服务网点超过 1300 个，全产品线在重点国家和地区渠道覆盖度显著提升；持续完善行业客户体系，在工程机械、矿山设备等领域形成多层次的市场渗透格局，大客户收入实现 15% 以上的增长。

2.2 从产品到产能出海，中国企业全球竞争力持续提升

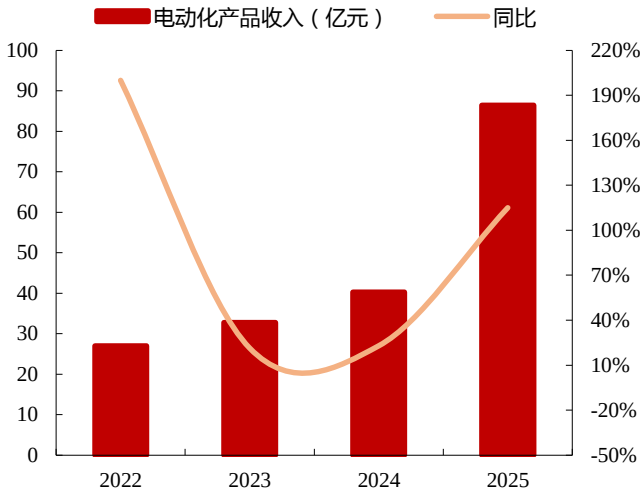
◆**中国企业的全球竞争力持续提升。**根据Yellow Table发布的年度报告，2025全球工程机械企业制造十强中，徐工和三一分别位居第四名和第六名，且逐步缩小与外资企业的差距；中联重科位居全球第13名，业绩持续增长中中国工程机械企业的全球竞争力持续提升。

◆**从电动化到智能化，企业产品力提升显著。**根据三一重工2025年财报，截至2025年底，公司已经建成灯塔工厂37座；且在智能产品及智能运营领域持续突破。从电动化产品收入规模看，2025年公司电动化产品收入达86.4亿元，同比增长115%，电动化产品收入占比接近了10%。

表：全球工程机械制造商十强（Yellow Table 2025）

排名	公司	国家	2024年销售额（百万美元）	占总份额
1	卡特彼勒	美国	37844	15.9%
2	小松	日本	26624	11.2%
3	约翰迪尔	美国	12956	5.5%
4	徐工	中国	12769	5.4%
5	利勃海尔	德国	12420	5.2%
6	三一重工	中国	10834	4.6%
7	日立建机	日本	9104	3.8%
8	沃尔沃建筑设备	瑞典	8353	3.5%
9	JCB	英国	7411	3.1%
10	山特维克矿山与岩石技术	瑞典	6974	2.9%

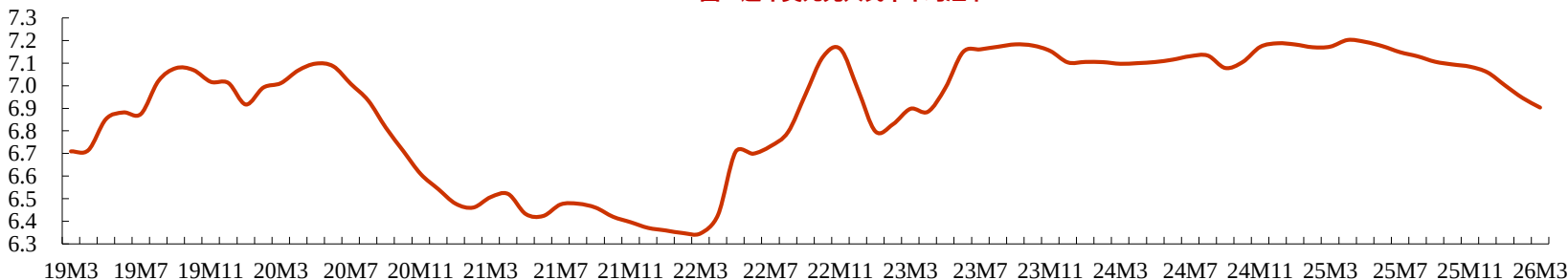
图：三一重工近年电动化产品收入及增速（亿元，%）



2.3 新的挑战：全球化进程中的未知因素或有发生

◆**全球化进程中新的挑战时有发生。**1) **地缘政治及关税**：随着中国企业出海进程的加快，以及地缘政治的影响，会受到关税因素的扰动。例如特朗普提出的对等关税、局部其他国家提出的关税影响等。随着中资企业产能走向全球，这部分的扰动会逐步减小。2) **汇率波动**：目前主机厂的海外收入占比较高，最近一年以来人民币对美元的升值幅度相对显著，这可能会对季度利润产生扰动，但是不改长期基本面趋势。3) **原材料成本变动等影响**：原材料成本、运费成本等变化，也会对部分需求和成本产生影响，可能会影响阶段性的利润。

图：近年美元兑人民币平均汇率



图：近年布伦特原油价格



一

工程机械板块持续兑现业绩

二

从周期到成长，工程机械走向全球

三

重点公司梳理

四

投资建议与风险提示

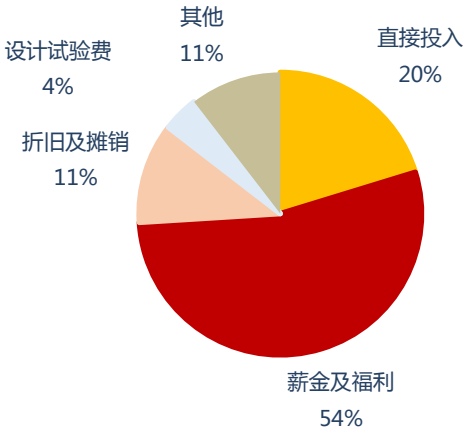
3.1 三一重工：研发费用逐步收窄，持续兑现利润

- ◆研发投入的转化迟滞：电动化领军者，研发费用阶段性影响逐步消退。
- ◆（1）研发投入及转化速率：三一重工前两年增加了人员的招聘，增加在电动化等研发投入，近年研发费用逐步收窄。三一核心产品的电动化难度较大，转化速率会慢于叉车、高机等产品。重点投入方向是新机型开发、新技术开发、电动化及智能化。
- ◆（2）研发费用的影响：研发投入高点已过，产品力及利润共振。公司2022年研发费用增长了6%，其中薪资和福利增速达到了20%。在这之后研发费用从2022年的69亿元下降至2025年的50亿元，且公司精细化了研发的投入方向，保证产品竞争力提升又释放了利润。

表：三一重工近年研发费用拆分

单位：亿元	2021	2022	2023	2024	2025
直接投入	24.30	21.49	12.70	12.13	10.20
薪金及福利	28.38	34.09	32.38	29.23	27.05
折旧及摊销	2.45	4.33	6.20	6.09	5.76
设计试验费	4.27	3.57	2.15	2.20	2.06
其他	5.69	5.75	5.21	4.15	5.26
总和	65.09	69.22	58.65	53.81	50.32

图：三一重工2025年研发费用结构



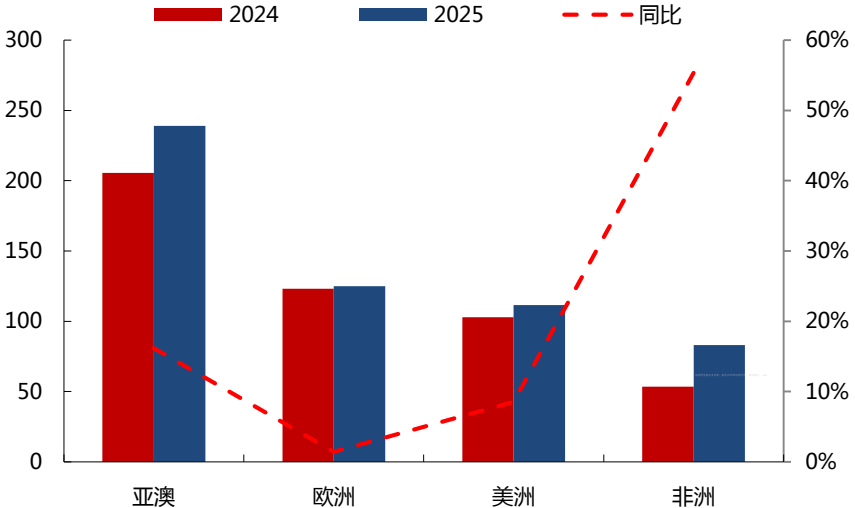
3.1 三一重工：海外市场均衡发展，持续兑现利润



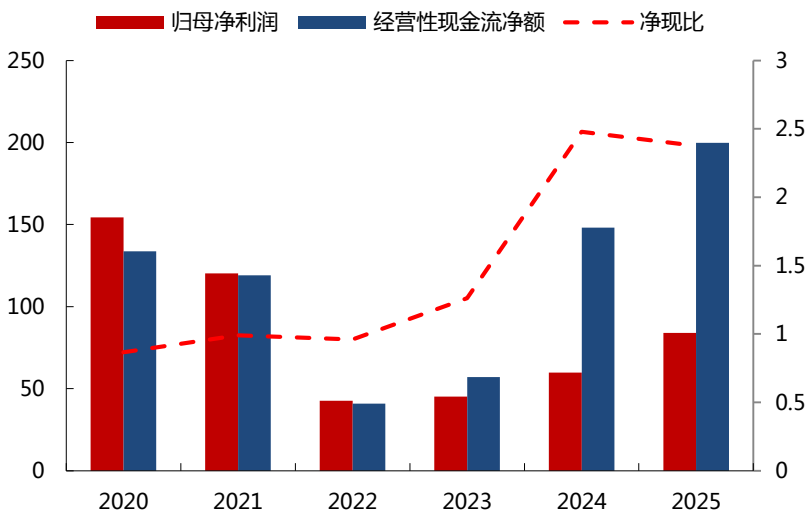
◆**海外市场均衡发展，海外收入占比较高。**根据三一重工2025年财报，公司海外收入占比达64%。从海外区域看，公司在亚澳、欧洲、美洲、非洲等区域收入绝对值差异在逐步缩小，各区域均衡发展。结合公司费用率的优秀管控，我们认为公司的出海将带来可持续的业绩增长。

◆**现金流表现优异，龙头实现了高质量发展。**从利润走势看，随着近年出海比例提升，三一重工的利润已经修复至2025年的84亿元；且从经营性现金流净额看，公司本轮出海实现了更高质量的发展，2024-2025年净现比持续接近2.5，远大于上一轮利润高点时的净现比。

表：三一重工2025年海外各区域收入及增速（亿元，%）



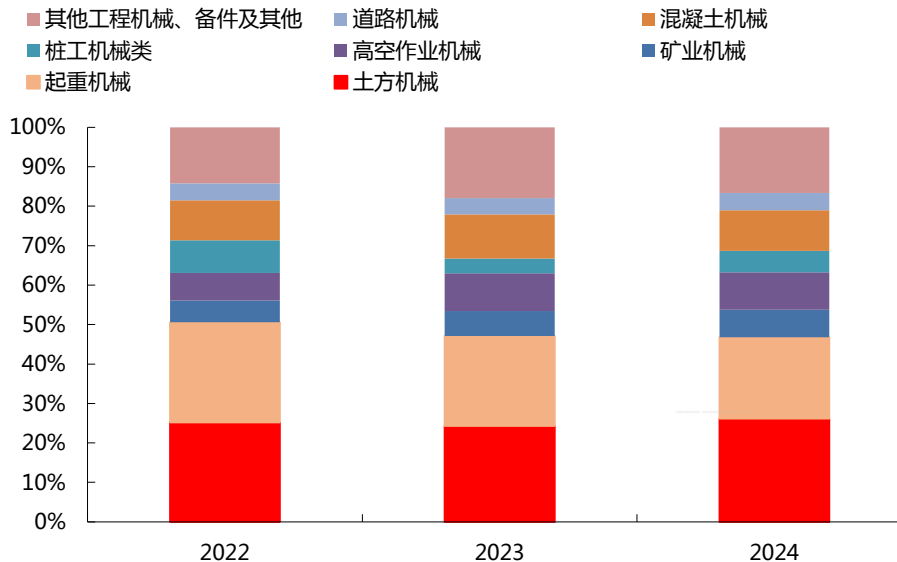
表：三一重工近年净利润、现金流及净现比（亿元）



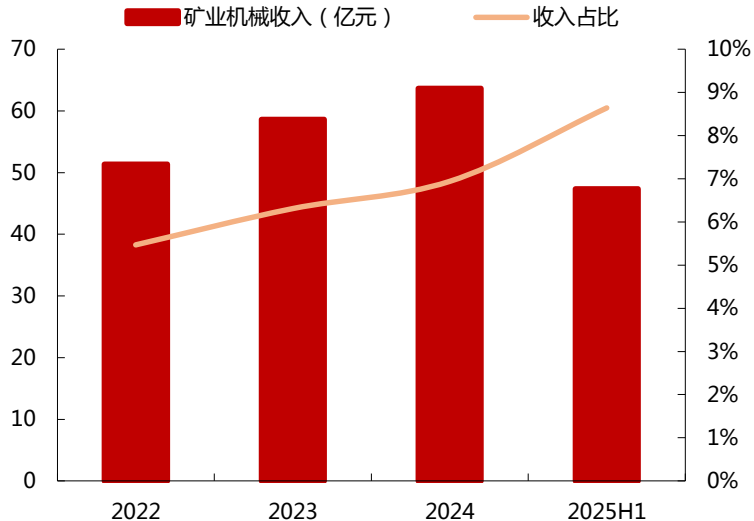
3.2 徐工机械：产品品类丰富，持续兑现利润

◆徐工的产品品类逐步完善，矿业机械带来无限可能。近年徐工的收入结构持续优化，各品类之间均衡发展。公司形成了土方、起重机、混凝土、矿山机械、高空作业机械等多品类发展的优势产品结构。从矿业机械看，公司25年上半年矿业机械实现营收47.3亿元，同比增长33.7%，且矿业机械的收入占比持续提升。2025年上半年，公司海外矿机大客户发展硕果累累，与必和必拓、力拓、淡水河谷、澳大利亚 FMG 等大客户持续深化合作，未来矿机业务潜力较大，看好矿山机械为徐工的收入和利润带来较大增量。

图：近年徐工产品收入结构



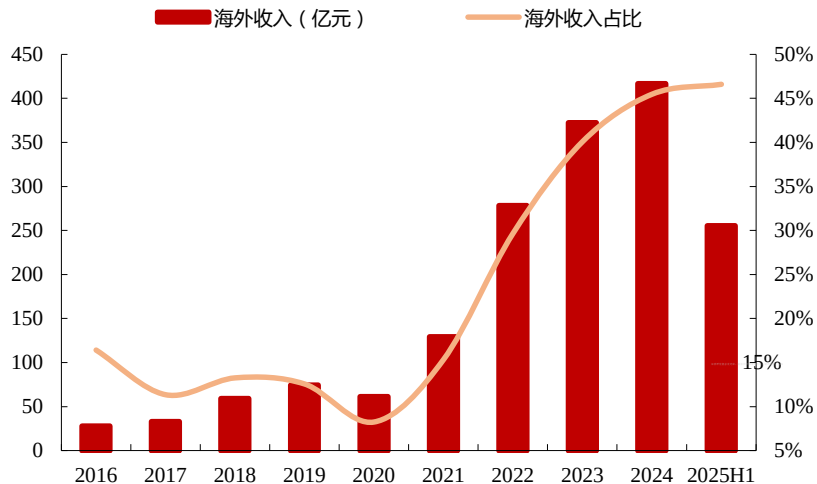
表：徐工近年矿山机械收入及占比（亿元，%）



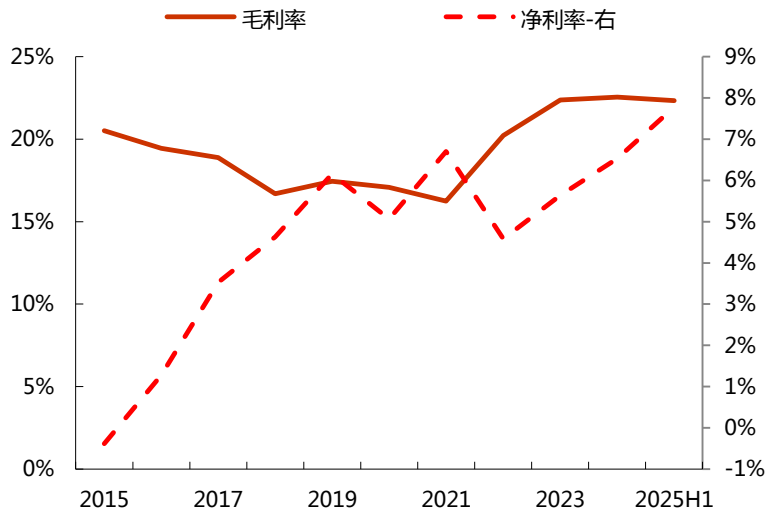
3.2 徐工机械：盈利能力提升，持续兑现利润

◆徐工机械近年盈利能力持续提升。1) 海外收入占比提升：徐工近年出海战略较为成功，海外收入占比逐步接近50%。出海占比提升，为徐工带来了毛利率的改善，带来了利润提升，持续看好公司海外收入占比进一步提升，拉动利润上行。2) 内部治理优化，净利率逐步提升：徐工在经历过期改革后，内部治理逐步优化，例如成本管控、智能制造、效率提升等方面均有体现，公司的利润率中枢逐步上行。近年公司的毛利率已经趋稳，但是净利率仍然在持续提升，徐工的净利率提升逻辑值得重视；看好矿山机械放量叠加自身净利率提升的共振。

图：徐工机械近年海外收入及占比（亿元，%）



图：近年徐工毛利率与净利率的表现

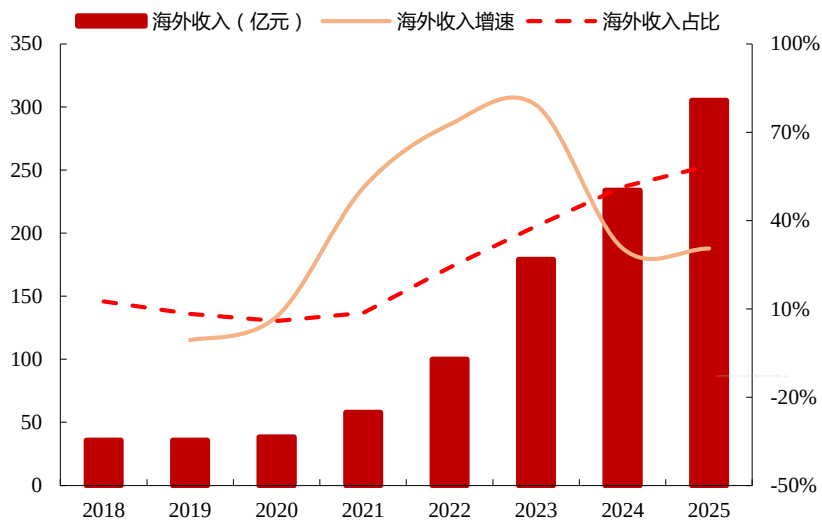


3.3 中联重科：出海提速业绩兑现，土方机械带来新动能

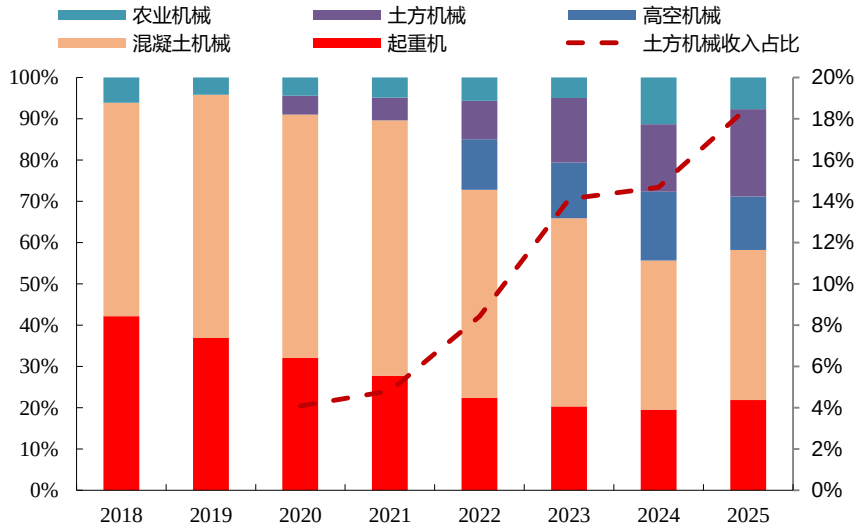
◆**海外收入高增，持续兑现**：公司2025年实现海外营收305亿元，同比增长超过30%。2025年公司海外收入占比已经达到58.6%，海外收入占比有望持续提速。与出口高对应的是公司业绩，2025年公司实现归母净利润48.6亿元，同比增长38%。

◆**产品线逐步完善，土方机械带来新动能**：25年公司的土方起重机、混凝土机械、土方机械均表现较好。最明显的趋势是，公司土方机械实现了跨越式增长，2025年土方机械收入接近100亿元，占比达到了18%，再创历史新高。土方机械的新动能，帮助中联重科弱化了地产影响，且加强了出海能力。

图：中联重科近年海外收入及增速（亿元，%）



图：中联重科近年收入结构及土方机械收入占比

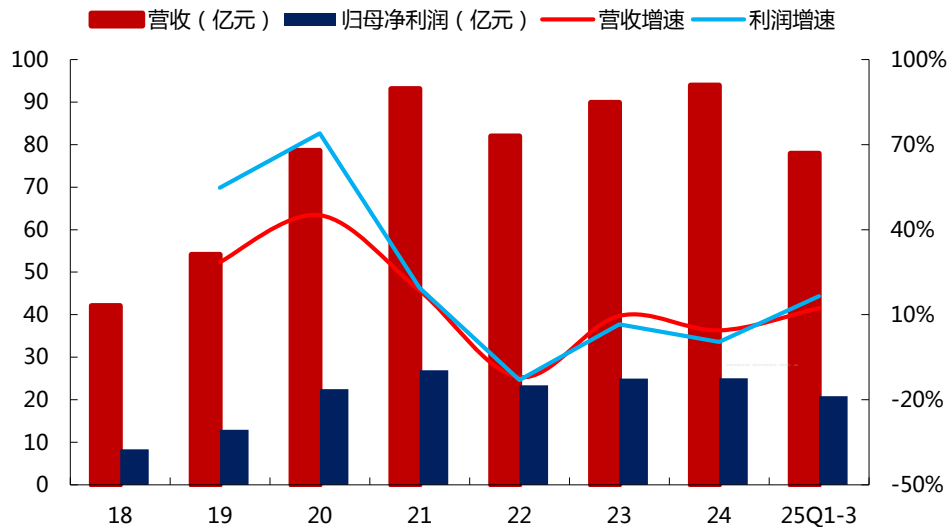


3.4 恒立液压：最确定的受益者，第三曲线继续强化壁垒

◆**恒立液压是工程机械出海最确定的受益者。**恒立的核心零部件竞争力极强，油缸、泵阀、马达等产品高度配套国内及海外头部主机厂，恒立既是本轮国内工程机械主机厂出海的最大的受益者，也是海外龙头迎来复苏周期的最大受益者，公司近年业绩稳健增长。

◆**公司持续拓展新产品，电缸及丝杠等产品可期。**根据公司财报，公司推动精密丝杠、直线导轨、电动缸等重点产品在更多应用场景的落地，持续提升公司在电传动、液压传动领域的领先地位。公司新产品的市场空间较大，有望带来第三曲线。

图：恒立液压近年营收、利润及增速（亿元，%）



图：恒立液压丝杠、电缸、导轨等产品



一

工程机械板块持续兑现业绩

二

从周期到成长，工程机械走向全球

三

重点公司梳理

四

投资建议与风险提示

4. 投资建议与风险提示

◆**投资建议：**重点推荐工程机械头部企业三一重工、徐工机械、中联重科、柳工等，零部件企业推荐核心龙头恒立液压。

◆**风险提示：**海外市场拓展不及预期、汇率波动影响利润率、地缘政治影响阶段性需求等。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本公司签约客户使用本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。