



机械行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

机械组

分析师：满在朋（执业 S1130522030002） 分析师：倪赵义（执业 S1130524120001） 联系人：刘民喆

manzaipeng@gjzq.com.cn

nizhaoyi@gjzq.com.cn

liuminzhe@gjzq.com.cn

工程机械：降息周期已至，看好全球工程机械需求共振复苏

内外销共振将是工程机械厂商增长主旋律

- **国内：**25H1 土方内销表现仍然强势，工程起重机等非土方板块回暖的板块开始增多，25H1 三一重工、柳工、徐工、中联重科内收入增速分别为 21.4%、15.7%、5.5%、-11.6%。头部主机厂 25H1 国内毛利率相对 20 年高点低 5%-10%，预计随着非土方上行，内销有望为工程机械厂商贡献更多业绩弹性。
- **海外：**海外仍是主机厂利润释放的核心环节。从毛利率角度分析，工程机械主机厂海外毛利率远高于国内市场，25H1 三一重工、徐工机械、中联重科、柳工海外与国内毛利率差值为 9.1%、3.7%、7.3%、13.9%，高毛利的海外仍是主机厂利润释放的关键。
- **看好内外销共振带动公司规模增长、利润释放、经营质量持续提升。**25H1 头部主机厂经营性现金流持续增长，其中徐工、中联均实现翻倍以上增长，四大主机厂 25H1 存货周转天数均同比降低。看好内外销持续共振带动工程机械厂商规模增长、利润释放、经营质量持续提升。

看好全球工程机械需求共振复苏

- **更新周期支撑土方增长，非土方有望筑底向上。**1) 土方：在 6-8 月份开工率明显下滑的情况下，挖机内销增速分别为+6.2%、+17.2%、+14.8%，二手机出口消纳国内存量，挖机更新需求有望持续释放，我们测算 23-27 年挖掘机械更新需求分别为 7.9、9.2、14.3、19.5、24.9 万台，预计明年还会加速增长。2) 非土方：25 年 7、8 月三类工起内销同频增长，其中 8 月汽车起重机、随车起重机内销加速扩张；长周期角度来看，起重机、混凝土等非土方产品启动滞后挖机 2 年左右，目前挖机已经领先非土方 1 年半增长，看好非土方内销逐步进入上行期。3) **大基建推进，看好内需向上：**7 月总投资 1.2 万亿的雅江水电站项目、8 月 30 万公里农村公路新建改建项目、新藏铁路等多个大型基建项目陆续开工，有望拉动土方、混凝土、起重机等多类工程机械需求，看好大基建抬升工程机械需求中枢。
- **降息周期下，看好海外工程机械需求向上。**根据小松财报，23、24 年全球工程机械需求分别下滑 3%、5%，到今年 6 月海外需求已经连续下滑两年半，去库进入尾声，看好降息周期背景下，欧美需求复苏带动海外需求回暖。1) **北美：**从长周期角度来看，24 年受大选滞后的需求，有望在 25 年开始陆续释放；短期来看卡特 Q2 销量转正、连续两个季度补库是重要欧美拐点信号，并且 9 月 18 日美联储降息 25 个基点，并在年底有望迎两次降息，或将进一步推动市场回暖。2) **欧洲：**纵向角度来看，受房地产领域需求下行，24 年欧洲工程机械需求大幅承压，降至 20 年水平，位于底部区域；短期来看，25 年 4 月-7 月中&日对欧洲挖机出口额实现连续 4 个月正增长，并且 6、7 月增速为 34.6%、53.1%，加速增长。考虑到 2023-24 年库存消耗、降息拉动建筑市场需求、基建政策推动，看好欧洲进入上行期。3) **新兴市场景气度有望维持：**东南亚经济增长、城市化、矿业开采，共同拉动工程机械需求；沙特等国基建政策、铜铝等资源品价格维持高位，中东、拉美、非洲等地基建和开采需求有望维持高景气。

投资建议

- 站在当下，多家主机厂对应 26 年估值在 12X 及以下，工程机械板块迎来全球大周期复苏的叙事拐点，建议长周期板块性配置，建议关注徐工机械、三一重工、恒立液压、中联重科、柳工。

风险提示

- 国内需求增长不及预期、海外市场竞争环境恶劣风险、海外需求增长不及预期、原材料上涨风险、汇率波动风险。



内容目录

一、内外销共振将是未来工程机械增长主旋律.....	5
1.1 工程机械主机厂国内收入逐步回暖，海外收入持续增长.....	5
1.2 内外销共振将是主机厂利润释放的主旋律.....	6
二、更新周期支撑、大基建项目托底，看好国内长周期增长.....	8
2.1 土方：二手机出口倒逼更新周期演绎.....	8
2.2 非土方：7月、8月加速增长，长周期内需迎拐点.....	9
2.3 大型基建项目发力，持续抬升需求中枢.....	11
三、降息周期下，看好海外工程机械需求进入上行期.....	12
3.1 全球化向纵深挺进，主机厂海外收获颇丰.....	12
3.2 工程机械行业出口保持稳健.....	13
3.2.1 分产品：土方出口稳健，起重机出口波动上行.....	13
3.2.2 工程机械出口加速，北美、欧洲地区出口改善.....	13
3.3 降息周期下，看好海外工程机械需求进入上行期.....	14
3.3.1 北美：短期企稳信号已显，北美有望企稳复苏.....	15
3.3.2 欧洲：库存消耗、基建发力，欧洲或已进入上行区间.....	16
3.3.3 东南亚等新兴市场区域需求景气度有望维持.....	17
四、盈利预测与估值.....	19
五、风险提示.....	19

图表目录

图表 1： 25H1 主机厂国内收入持续向好.....	5
图表 2： 25H1 中联重科混凝土、起重机合计占比超 50%.....	5
图表 3： 柳工、三一重工土方收入占比较高.....	5
图表 4： 25H1 头部主机厂海外收入增速在 10%-17%.....	6
图表 5： 25H1 头部主机厂海外收入占比均高于 45%.....	6
图表 6： 国内外共振推动主机厂归母净利润释放顺畅.....	6
图表 7： 25H1 主机厂扣非归母净利润高增长.....	6
图表 8： 四家主机厂存货周转提速.....	7
图表 9： 四家主机厂经营性现金流净额均有明显改善.....	7
图表 10： 多数主机厂 25H1 国内毛利率相对 2020 年高点仍有 5%-10%提升空间.....	7
图表 11： 25H1 四家主机厂海外毛利率均明显高于国内毛利率.....	8
图表 12： 四家主机厂 25H1 海外毛利率保持高位.....	8
图表 13： 25 年 1-8 月挖机内销保持高增长.....	8



图表 14:	6 月-8 月国内挖机开工率承压	8
图表 15:	更新需求有望支撑国内挖掘机中长期需求	9
图表 16:	老旧设备有望加速出清	9
图表 17:	二手挖机出口销量持续扩张	9
图表 18:	三类工程起重机 7 月、8 月均实现正增长	10
图表 19:	汽车起重机内销位于历史底部	10
图表 20:	塔式起重机内销位于历史底部	10
图表 21:	挖机是每一轮周期的先行产品，后续非土方有望启动	11
图表 22:	全球最大水电站项目-“雅下水电站”开工	11
图表 23:	30 万公里农村公路新改建项目实施	11
图表 24:	大基建工程发力，持续抬升工程机械内需中枢	11
图表 25:	主机厂海外收入持续提升	12
图表 26:	主机厂海外收入占比均提升至 45%以上	12
图表 27:	海外业务持续带动利润释放	12
图表 28:	主机厂海外毛利占比均提升至 50%以上	12
图表 29:	25 年 1-8 月挖机出口同比+12.8%	13
图表 30:	25 年 6 月-8 月装载机出口重回正增长	13
图表 31:	7 月三类工起出口销量均正增长，8 月受基数影响汽车、随车起重机出口同比下滑	13
图表 32:	25 年 1-8 月工程机械出口额达 386.0 亿美元	14
图表 33:	25H1 行业对非洲、亚洲、拉美、大洋洲出口工程机械额保持增长	14
图表 34:	6 月行业对北美、欧洲（除俄罗斯）工程机械出口增速为正	14
图表 35:	海外工程机械需求已下行超 2 年	15
图表 36:	大选压制需求有望陆续释放	15
图表 37:	美联储降息有望催化工程机械需求	15
图表 38:	25 年卡特彼勒代理商连续两个季度补库	16
图表 39:	25Q2 卡特零售增速结束 5 个季度下行	16
图表 40:	ABI 与卡特彼勒收入呈现正相关性	16
图表 41:	7 月中日对北美挖机出口额同比+16.9%	16
图表 42:	24 年欧洲工程机械需求大幅下滑	17
图表 43:	25Q2 欧洲工程机械需求降幅大幅收窄	17
图表 44:	中国&日本对欧洲挖机出口额连续 4 个月同比正增长	17
图表 45:	降息、基建政策有望拉动欧洲工程机械需求	17
图表 46:	东南亚需求连续 4 个季度正增长	18
图表 47:	中&日对东南亚挖机出口从 24 年 8 月开始增长	18
图表 48:	东南亚正在经济增长、城市化推进阶段	18



图表 49: 铝金属维持高位有望支撑开采需求.....	18
图表 50: 中&日对中东北非挖机出口维持高景气.....	18
图表 51: 沙特“2030 愿景”将拉动工程机械需求.....	18
图表 52: 25 年 5-7 月中日对拉美挖机出口维持高增长.....	19
图表 53: 铜金属期货价格维持历史高位水平.....	19
图表 54: 公司估值.....	19



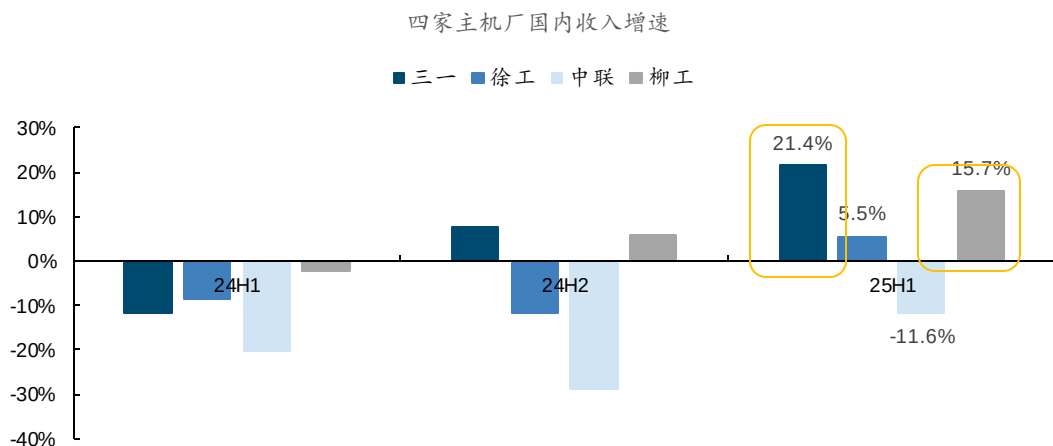
一、内外销共振将是未来工程机械增长主旋律

1.1 工程机械主机厂国内收入逐步回暖，海外收入持续增长

25H1 头部主机厂国内收入持续向好。25H1 三一重工、柳工、徐工机械、中联重科国内收入增速分别为 21.4%、15.7%、5.5%、-11.6%。以挖机为首的土方板块保持增长，带动土方占比高的公司上半年国内收入增长，徐工机械终于实现 3 年来国内收入正增长，进入拐点。

25H1 非土方占比高的公司国内收入下滑收窄，看好下半年非土方表现。25H1 中联重科混凝土、起重机板块收入占比分别为 19.6%、33.7%，24H1、24H2、25H1 中联重科国内收入增速分别为-20.5%、-28.6%、-11.6%，降幅收窄。

图表1：25H1 主机厂国内收入持续向好

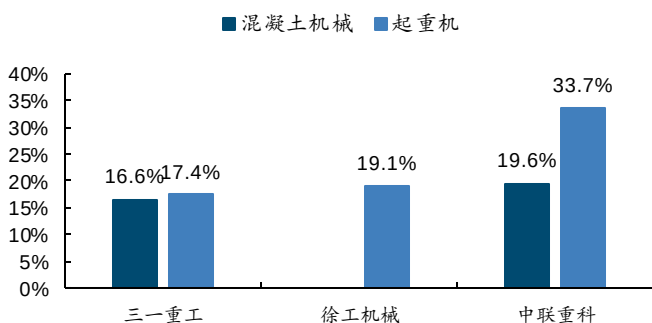


来源：iFinD，国金证券研究所

图表2：25H1 中联重科混凝土、起重机合计占比超50%

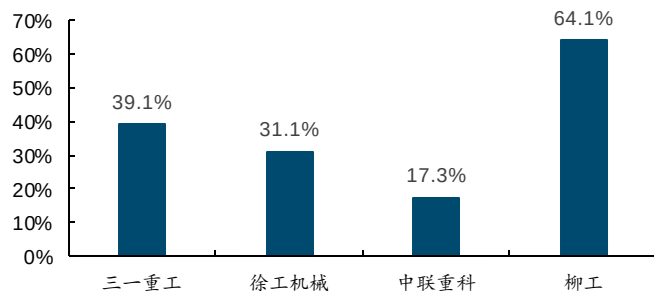
图表3：柳工、三一重工土方收入占比较高

25H1主机厂混凝土、起重机收入占比



来源：iFinD，国金证券研究所

25H1主机厂土方收入占比

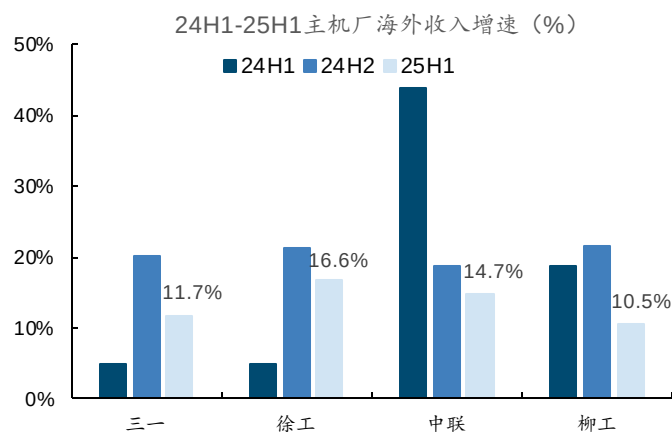


来源：iFinD，国金证券研究所

海外收入稳健增长。25H1 头部主机厂海外收入增速在 10%-17%，整体增速环比略下滑，主要原因或为俄罗斯市场需求大幅下行影响，往下半年看，欧美市场向好，有望带动主机厂海外增长加速。

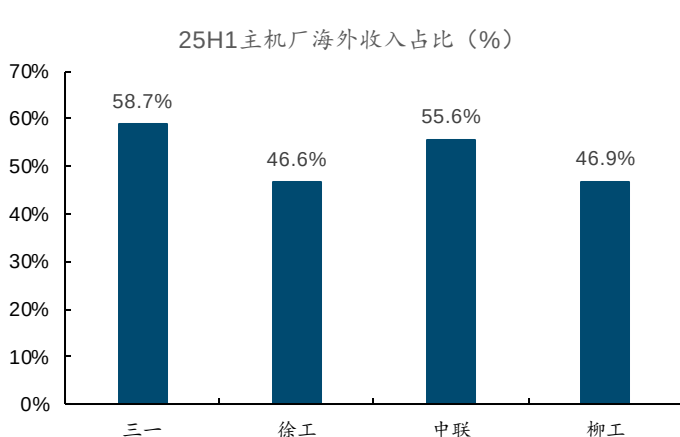


图表4: 25H1 头部主机厂海外收入增速在 10%-17%



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表5: 25H1 头部主机厂海外收入占比均高于 45%

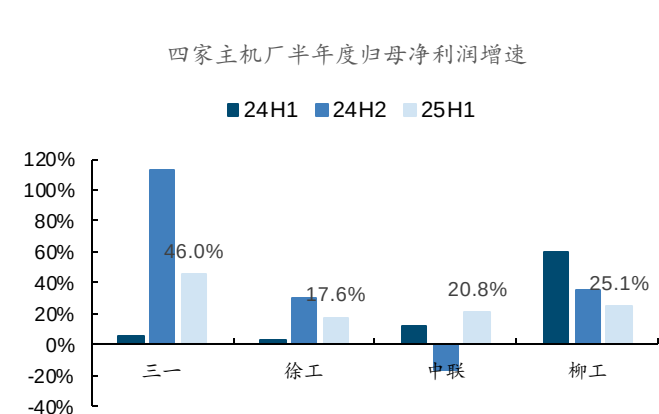


来源: iFinD, 国金证券研究所

1.2 内外销共振将是主机厂利润释放的主旋律

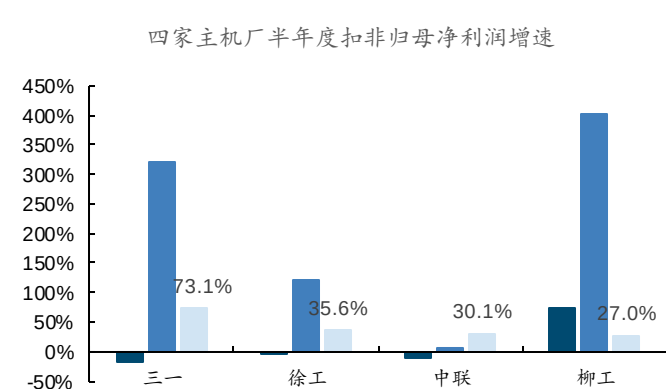
内外销共振带动利润释放。1) 国内: 三一重工、柳工国内持续增长, 徐工机械国内转正、中联重科国内降幅收窄, 从主机厂上半年表现来看, 工程机械国内拖累减少, 并开始贡献利润增量。2) 海外: 上半年四家头部主机厂海外收入增速在 10%-17%, 高毛利业务带动利润释放。25H1 三一重工、徐工机械、中联重科、柳工扣非归母净利润增速分别为 73.1%、35.6%、30.1%、27.0%。

图表6: 国内外共振推动主机厂归母净利润释放顺畅



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表7: 25H1 主机厂扣非归母净利润高增长

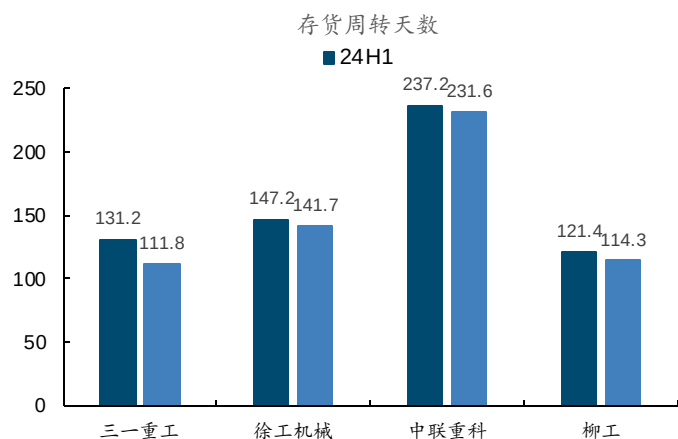


来源: iFinD, 国金证券研究所

内外销共振下, 工程机械厂商存货周转和现金流向好。1) 存货周转加速: 25H1 三一重工、徐工机械、中联重科、柳工存货周转天数均同比降低 19.4 天、5.5 天、5.6 天、7.1 天, 存货周转效率提升; 2) 现金流改善: 24 年以来, 行业需求回暖, 叠加头部主机厂控风险、抓回款、提利润, 多家主机厂经营性现金流持续改善, 其中徐工、中联均实现同比翻倍以上增长。

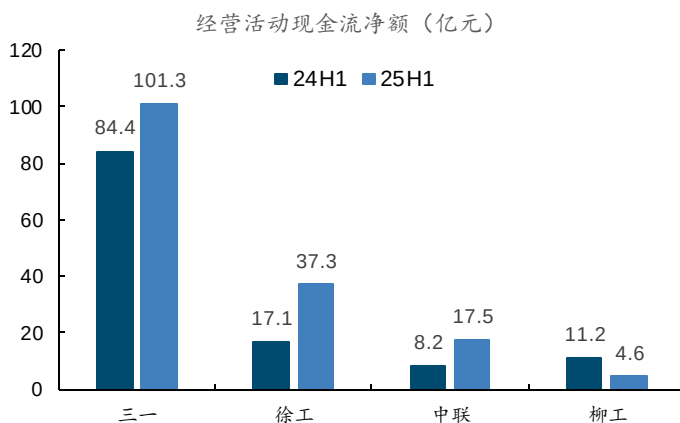


图表8：四家主机厂存货周转提速



来源：iFinD，国金证券研究所

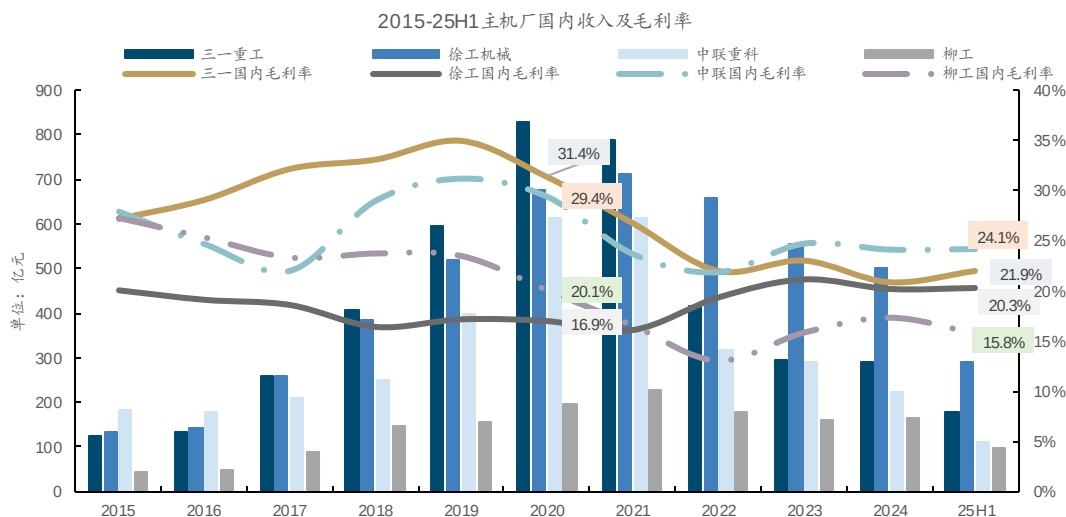
图表9：四家主机厂经营性现金流净额均有明显改善



来源：iFinD，国金证券研究所

头部主机厂 25H1 国内毛利率相对 20 年高点低 5%-10%，内销上行有望推动利润加速释放。25H1 三一重工、徐工机械、中联重科、柳工国内毛利率 21.9%、20.3%、24.1%、15.8%，相对于 2020 年，分别-9.5%、+3.4%、-5.3%、-4.3%。工程机械作为规模效应较为显著的行业，若内销上行，国内毛利率有望持续向上，带动国内利润释放加速。

图表10：多数主机厂 25H1 国内毛利率相对 2020 年高点仍有 5%-10%提升空间



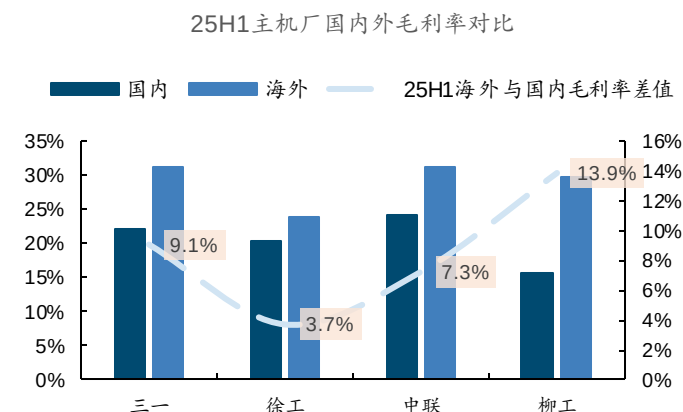
来源：iFinD，国金证券研究所

海外仍是主机厂利润释放的核心环节。从毛利率角度分析，工程机械主机厂海外毛利率远高于国内市场，仍保持高位水平。25H1 三一重工、徐工机械、中联重科、柳工海外与国内毛利率差值为 9.1pct、3.7 pct、7.3 pct、13.9 pct，高毛利的海外仍是主机厂利润释放的关键。

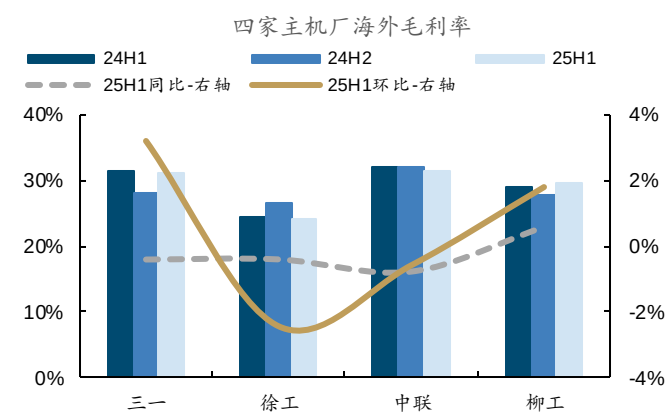


图表11: 25H1 四家主机厂海外毛利率均明显高于国内毛利率

图表12: 四家主机厂 25H1 海外毛利率保持高位



来源: iFinD, 国金证券研究所



来源: iFinD, 国金证券研究所

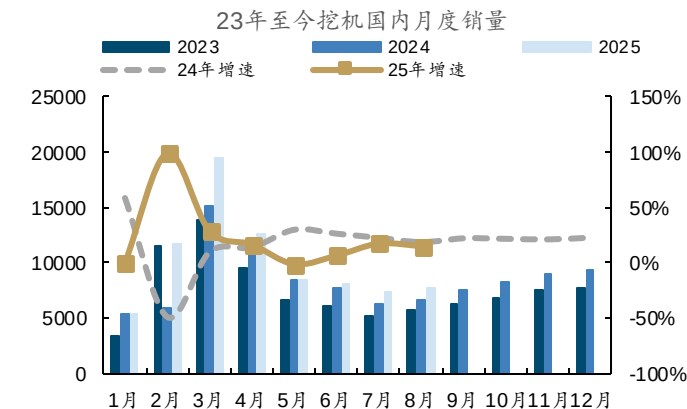
二、更新周期支撑、大基建项目托底，看好国内长周期增长

2.1 土方：二手机出口倒逼更新周期演绎

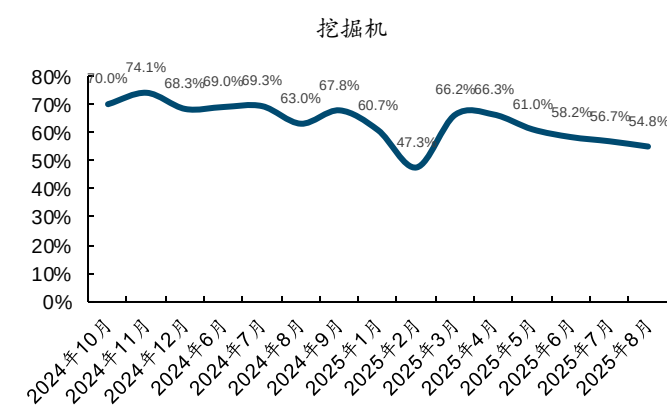
开工率承压背景下，更新周期在演绎。从高频的开工率来看，6月-8月国内挖机开工率分别为58.2%、56.7%、54.8%，同比-10.8pct、-12.6pct、-8.2pct，开工率持续承压；25年1-8月挖机内销为8.06万台，同比+21.5%，8月挖机内销为7685台，同比+14.8%，在开工承压背景下，挖机内销维持高增长，看好更新周期支撑下，挖机内销长周期稳健上行。

图表13: 25 年 1-8 月挖机内销保持高增长

图表14: 6 月-8 月国内挖机开工率承压



来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所



来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所

更新周期: 根据挖掘机更新周期为8年左右测算, 25、26、27年国内挖掘机更新需求为14.3、19.5、24.9万台。核心假设:

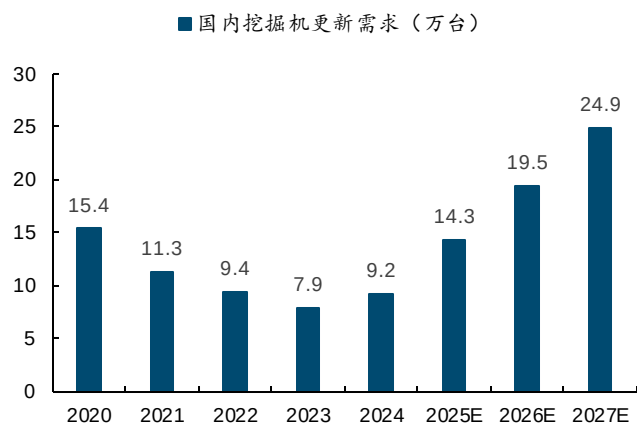
(1) 更新周期: 挖掘机更新周期为8年左右, 假设T+7、T+8、T+9更新比例为30%、30%、40%;

(2) 历史销量: 考虑到国内2020年及之前进口挖掘机数量均保持1万台/年以上, 纳入计算更新周期的挖机存量=工程机械行业挖掘机内销+挖掘机进口, 在不考虑设备淘汰的情况下进行计算。

设备更新政策推进, 有望加速老旧设备出清, 带动更新需求向新机订单传导。今年住房城乡建设部印发《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》, 提到重点任务之一是建筑施工设备更新, 按照《施工现场机械设备检查技术规范》(JGJ160)等要求, 更新淘汰使用超过10年以上高污染、能耗高、老化磨损严重、技术落后的建筑施工工程机械设备, 包括挖掘机、装载机、混凝土搅拌车、升降机、推土机等设备(车辆)。



图表15：更新需求有望支撑国内挖掘机中长期需求



来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

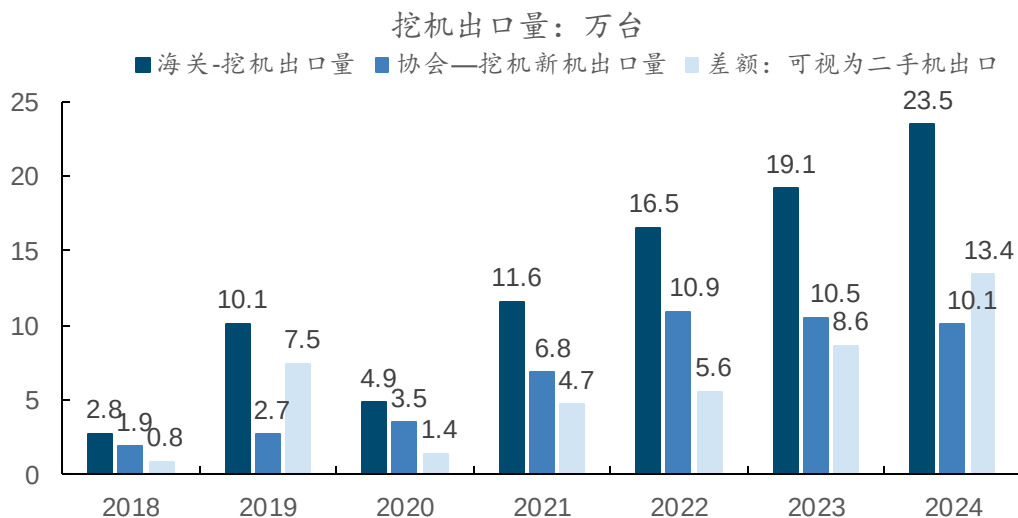
图表16：老旧设备有望加速出清

保有量(万台)	挖掘机	装载机	叉车	压路机
国二及以下	38.8	36.2	75.7	3.4
国三及以上	157.3	59.5	491.3	10.9
总计	196.1	95.7	567.0	14.3
国二及以下保有量占比	19.8%	37.8%	13.4%	23.8%
国三及以上保有量占比	80.2%	62.2%	86.7%	76.2%

来源：建筑机械杂志，国金证券研究所 注：统计时间为 2023 年

二手机出口消纳挖机保有量，倒逼更新需求释放。根据二手挖机出口销量=海关口径挖机出口销量-协会挖机出口销量进行计算，23、24 年二手挖机出口为 8.6、13.4 万台（与真实值或存在差异），二手挖机销量扩张，消纳了国内市场的挖机保有量。并且，行业对外出口的二手挖机主要是适龄的“优质机”，或将导致国内存量的优质机进一步减少，有望倒逼更新需求释放。

图表17：二手挖机出口销量持续扩张



来源：中国工程机械工业协会，海关总署，iFinD，国金证券研究所

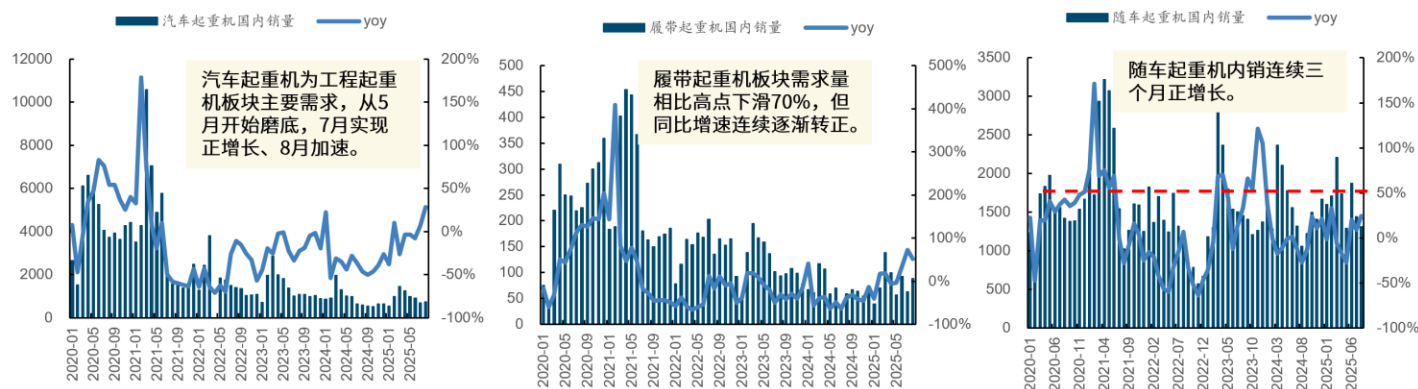
注：二手挖机出口销量=海关口径挖机出口销量-协会挖机出口销量计算，可能与实际值有所出入

2.2 非土方：7 月、8 月加速增长，长周期内需迎拐点

三类工程起重机 7 月、8 月均实现正增长，展现积极信号。7 月/8 月汽车起重机、履带起重机、随车起重机内销增速分别为+6.8%/+28.2%、+72.2%/+51.7%、+9.3%/+24.2%，汽车&随车起重机内销大幅加速，履带起重机内销保持 50%以上增长，工起内销显著向好，反映工程起重机板块下行期或基本结束，有望逐步开启上行。



图表18：三类工程起重机7月、8月均实现正增长

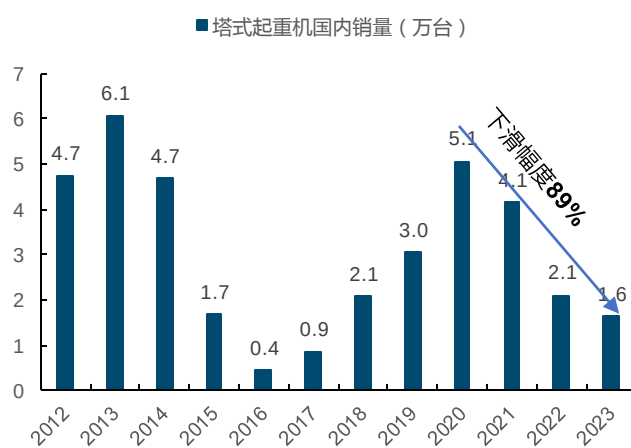
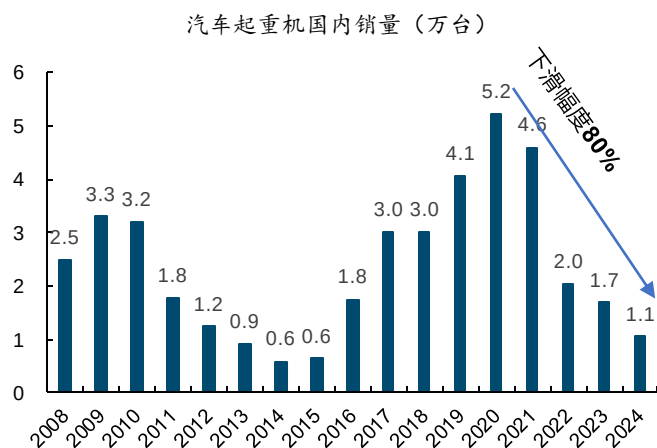


来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

非挖板块处于历史底部。根据工程机械工业协会数据，24年汽车起重机、塔式起重机内销分别为1.1万台、0.5万台，相对20年高点分别下滑80%、89%，接近历史底部区域，考虑到7、8月连续两个月工程起重机加速回暖、8月塔机内销下滑环比收窄，看好非挖板块逐步走出底部。

图表19：汽车起重机内销位于历史底部

图表20：塔式起重机内销位于历史底部



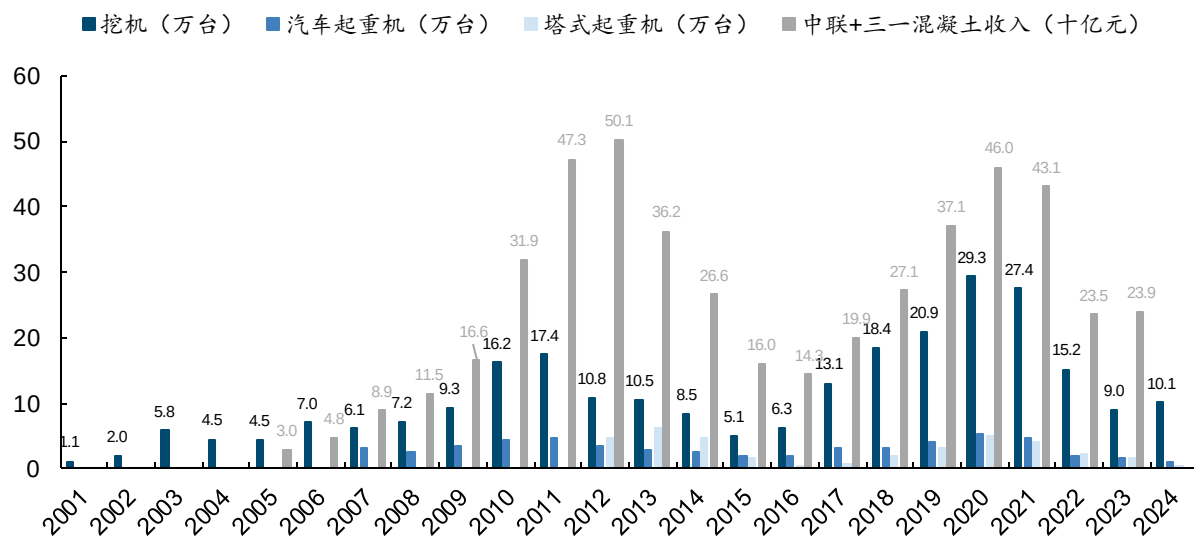
来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

从开工节奏来看，25年下半年非土方有望逐步开启上行。根据历史周期，挖机需求每轮最先启动，起重机、混凝土板块会在后续2年进入上行。行业挖机内销从24年3月出现拐点向上，目前已实现近1年半的正增长，非挖板块有望逐步开启上行。



图表21：挖机是每一轮周期的先行产品，后续非土方有望启动



来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

2.3 大型基建项目发力，持续抬升需求中枢

1.2 万亿雅江水电站投资，有望拉动 3000 亿整体设备投资。2025 年 7 月雅鲁藏布江下游水电工程开工，总投资 1.2 万亿元，装机容量达 7000 万至 8100 万千瓦，相当于 3 座三峡，项目建设周期为 10 年，是目前全球规划中最大的水电站项目，有望拉动 3000 亿元整体设备投资。

30 万公里农村公路新改建项目也将拉动工程机械需求。25 年 8 月交通部等多部分印发《新一轮农村公路提升行动方案》，到 2027 年，全国完成新改建农村公路 30 万公里，有望拉动工程机械需求。

图表22：全球最大水电站项目-“雅下水电站”开工



图表23：30 万公里农村公路新改建项目实施

《新一轮农村公路提升行动方案》

- 27年完成新改建农村公路30万公里
- 实施修复性养护工程30万公里
- 实施安全生命防护工程15万公里，改造危旧桥梁（含生命通道渡改桥、漫水桥）9000座
- 建制村通公交率达到55%以上

来源：工程机械品牌网，国金证券研究所

来源：中国政府网，国金证券研究所

大基建工程发力，持续抬升工程机械内需中枢。25 年国内陆续推动多个大基建项目建设，除了雅江水电站、30 万公里农村公路新改建项目，还包括中吉乌铁路、新藏铁路、浙赣粤运河等多个大基建工程陆续开工，有望抬升工程机械内需中枢。

图表24：大基建工程发力，持续抬升工程机械内需中枢

项目名称	时间	建设周期	投资额 (亿元)	建设内容
雅鲁藏布江下游水电站工程	2025 年 7 月	10 年	12000	通过截弯取直、隧洞引水方式规划建设 5 座梯级电站，总装机容量达 6000 万千瓦，年发电量近 3000 亿度。
中吉乌铁路	2025 年 4 月	-	46.65 亿美元	铁路全长约 523 公里，建成后将成为从中国运输货物到欧洲和中东的最短路线，货运路程将缩短 900 公里，时间节省 7 至 8 天。建设总成本估计为 46.65 亿美元。



项目名称	时间	建设周期	投资额 (亿元)	建设内容
新藏铁路	2025 年 11 月	10 年	-	新藏铁路北起新疆和田，向南途经西藏日喀则，最终抵达西藏拉萨，全线总长约 2000 公里。
长赣高铁	2025 年 8 月	5 年	-	长赣高铁是厦渝通道的重要组成部分，正线全长 429.459 公里（湖南 131.886 公里、江西 297.573 公里）。
浙赣粤运河	2025 年 6 月	10 年	3200	总投资 3200 亿元，全长 1237 公里，连接杭州与广州，贯穿浙江、江西、广东三省，预计 2035 年全线通航。
引大济岷	2025 年内	8 年	574	工程从大渡河向成都平原引水，输水线路总长 304.4 公里，静态总投资 574 亿元，施工总工期为 96 个月。

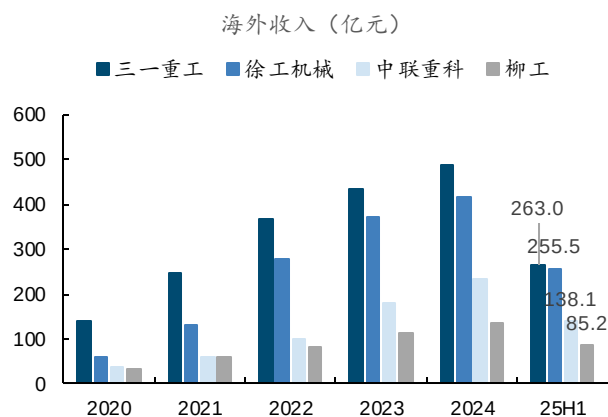
来源：工程机械品牌网，三一重工，中核华瑞资本，国金证券研究所

三、降息周期下，看好海外工程机械需求进入上行期

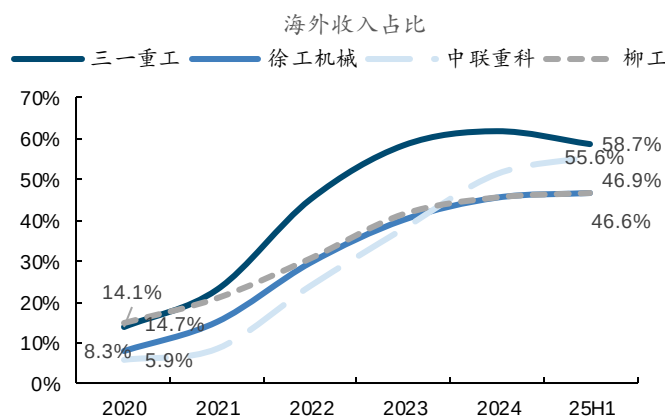
3.1 全球化向纵深挺进，主机厂海外收获颇丰

全球化纵深挺进，主机厂海外收入规模持续扩张，海外收入占比均提升至 45% 以上。近年来，国内工程机械厂商持续推进全球化战略，海外收入持续扩张，海外收入占比大幅提升，从 20 年的 5%-15% 提升至 25H1 的 45% 以上，其中三一重工 25H1 海外收入占比提升至 58.7%。

图表25：主机厂海外收入持续提升



图表26：主机厂海外收入占比均提升至 45% 以上

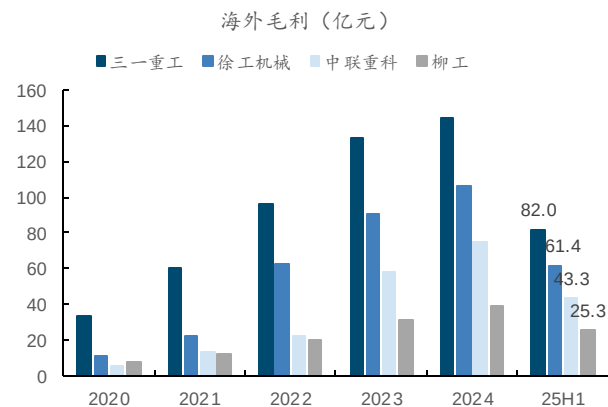


来源：iFind，国金证券研究所

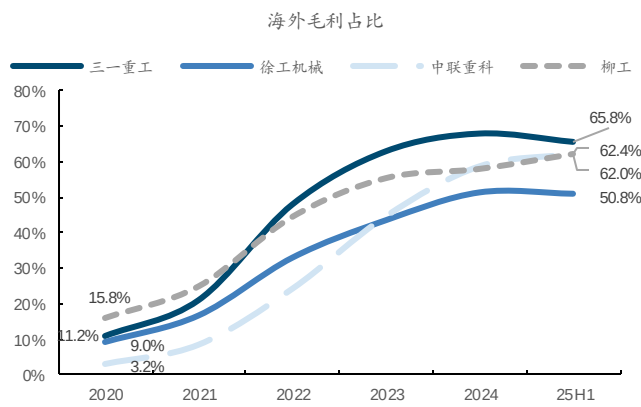
来源：iFind，国金证券研究所

海外业务增长带动利润释放。25H1 三一重工、徐工机械、中联重科、柳工海外毛利占比分别为 65.8%、50.8%、62.0%、62.4%，相对海外收入占比分别高 7.1pct、4.2pct、6.4pct、15.5pct，海外是工程机械厂商利润释放的核心环节之一。

图表27：海外业务持续带动利润释放



图表28：主机厂海外毛利占比均提升至 50% 以上



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所



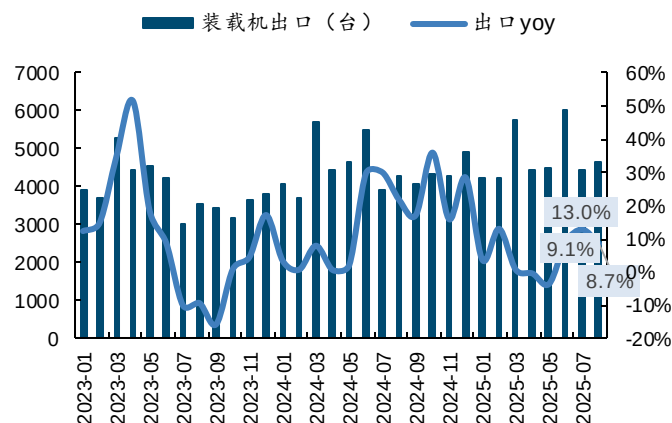
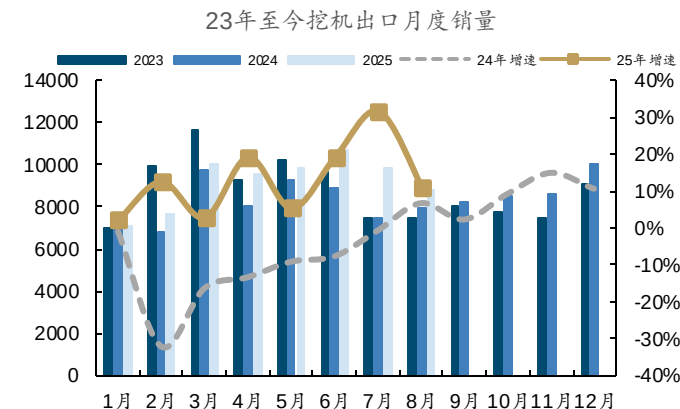
3.2 工程机械行业出口保持稳健

3.2.1 分产品：土方出口稳健，起重机出口波动上行

挖机、装载机出口保持稳健。东南亚、中东、非洲、欧洲等区域需求拉动，25年1-8月挖机出口销量为7.36万台，同比+12.8%，其中8月出口为8838台，同比+11.1%，保持双位数增长。25年1-8月装载机出口销量为3.83万台，同比+5.3%，其中7月、8月增速分别为13.0%、8.7%。

图表29：25年1-8月挖机出口同比+12.8%

图表30：25年6月-8月装载机出口重回正增长

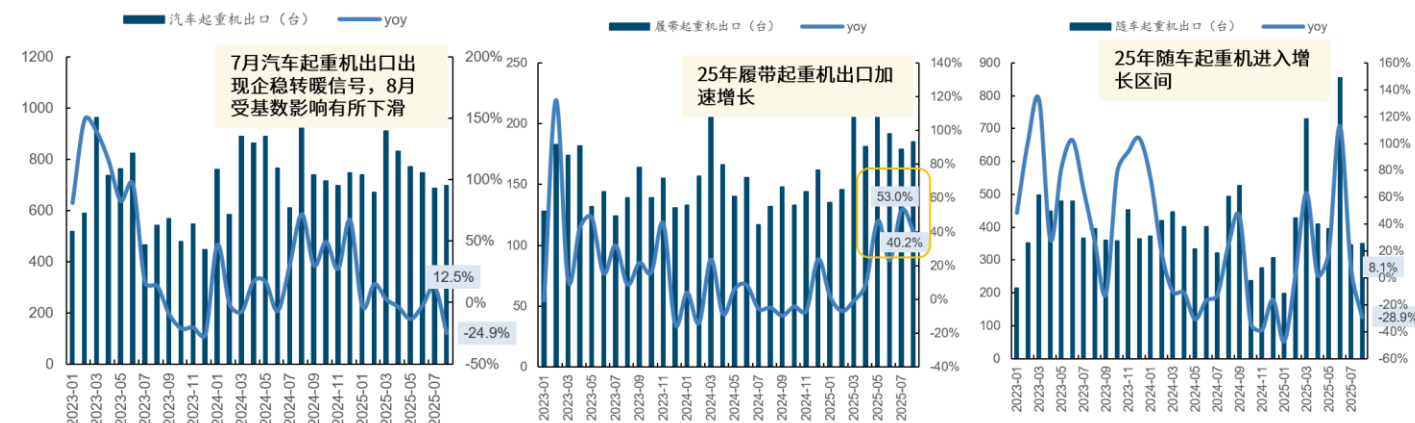


来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

25年1月-8月履带起重机、随车起重机出口保持高增长。25年1月-8月汽车起重机、履带起重机、随车起重机出口销量增速分别为-3.8%、+18.1%、+16.4%，履带起重机、随车起重机出口保持高增长。

图表31：7月三类工起出口销量均正增长，8月受基数影响汽车、随车起重机出口同比下滑



来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

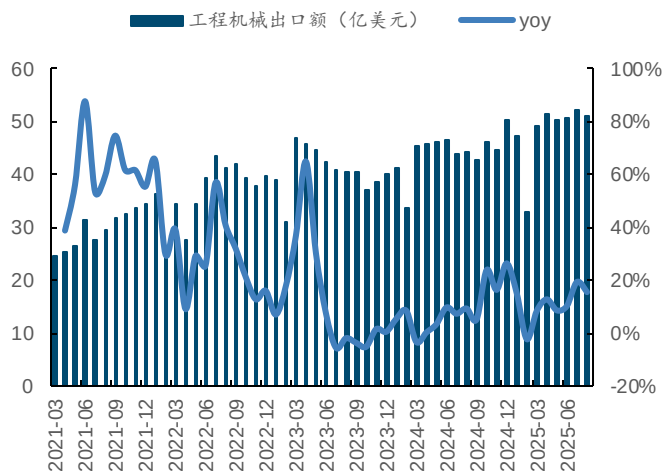
3.2.2 工程机械出口加速，北美、欧洲地区出口改善

1-8月工程机械出口累计增速达11.4%。25年1-8月工程机械出口额达386.0亿美元，同比+11.4%；月度角度来看，8月出口额达51.2亿美元，同比+15.4%，表现优于累计增速，工程机械出口增速在扩张。

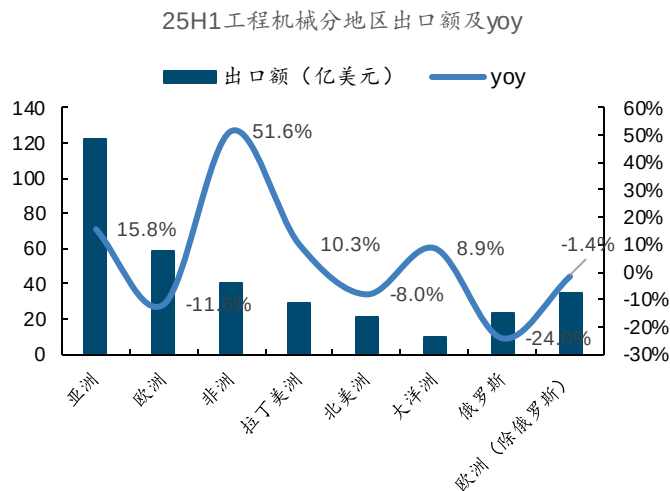
分区域来看，非洲、亚洲、拉美表现亮眼。25H1行业对非洲、亚洲、拉美、大洋洲出口工程机械额同比增速为51.6%、15.8%、10.3%、8.9%，维持正增长。



图表32：25年1-8月工程机械出口额达386.0亿美元



图表33：25H1行业对非洲、亚洲、拉美、大洋洲出口工程机械额保持增长

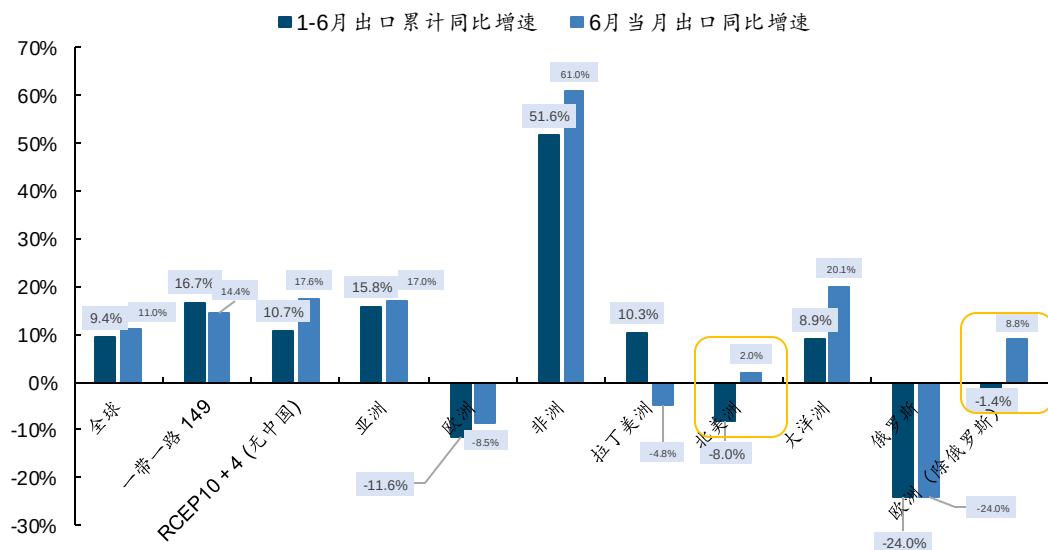


来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

6月北美、欧洲（除俄罗斯）出口向好，欧美市场或将助力海外市场增长。6月行业向北美、欧洲（除俄罗斯）地区出口额同比增速为+2.0%、+8.8%，单月表现扭转下行趋势。

图表34：6月行业对北美、欧洲（除俄罗斯）工程机械出口增速为正



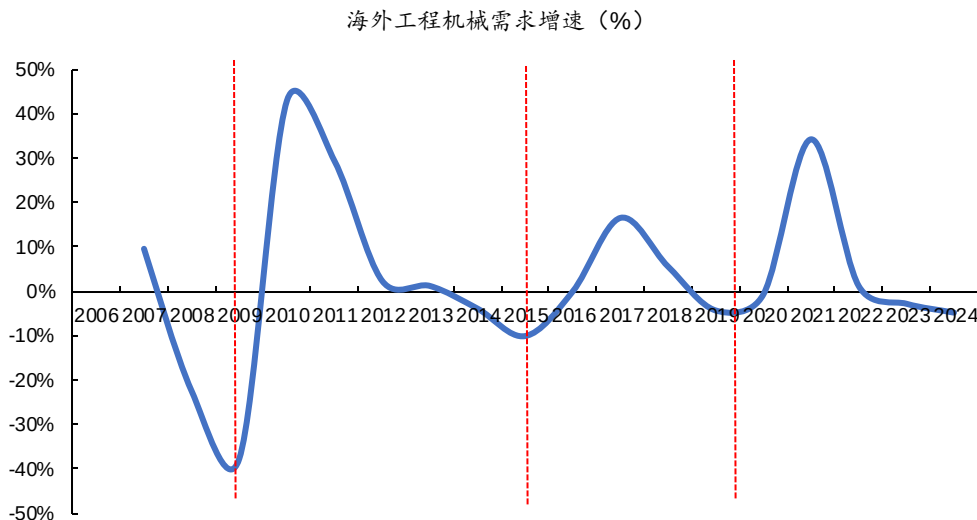
来源：海关总署，国金证券研究所 注：统计口径为工程机械设备及零部件

3.3 降息周期下，看好海外工程机械需求进入上行期

长周期角度来看，海外工程机械有望陆续开启上行。根据小松公告，海外工程机械周期约为4-5年，从23年开始海外工程机械需求已经下行2年半，海外需求或逐步向上。



图表35：海外工程机械需求已下行超2年

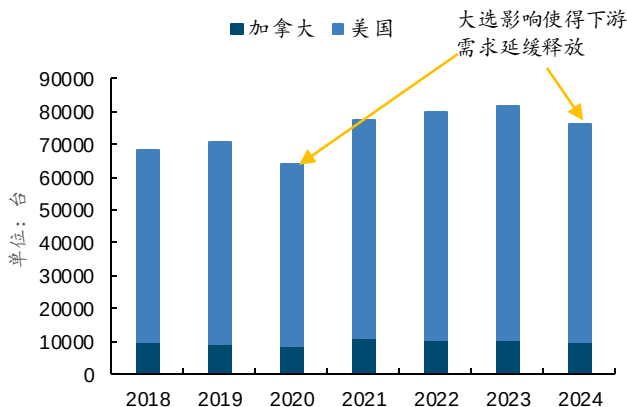


来源：小松公告，国金证券研究所

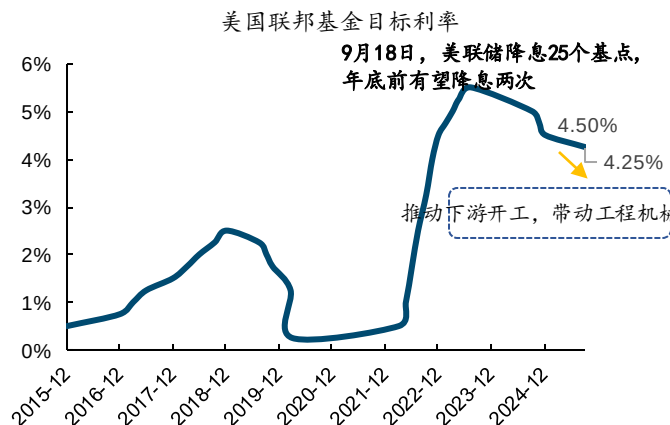
3.3.1 北美：短期企稳信号已显，北美有望企稳复苏

大选后需求释放和降息有望成为北美市场上行两大支撑。1) 大选后市场复苏：2020 年、2024 年为欧美大选年，下游客户或因大选滞后资本开支计划，一定程度延缓了工程机械需求，25 年大选后确定性增强，下游需求因大选延缓的需求有望陆续释放。2) 降息有望催化工程机械需求：9 月 18 日，美联储降息 25 个基点，联邦基金目标利率降至 4.25%，并暗示年底前还将再降息两次，降息有望拉动北美工程机械需求。

图表36：大选压制需求有望陆续释放



图表37：美联储降息有望催化工程机械需求



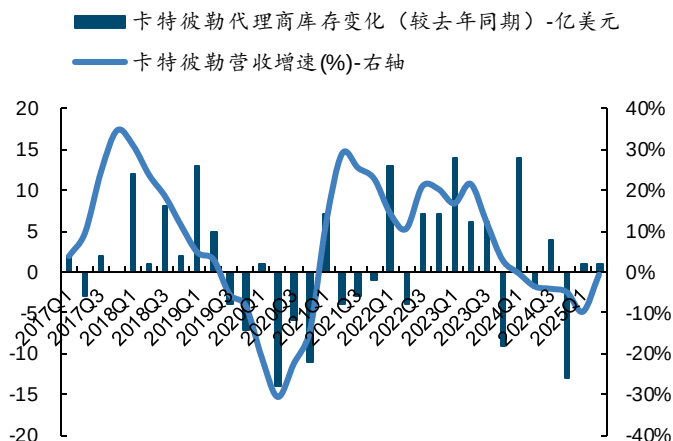
来源：小松公告，国金证券研究所

来源：美联储，国金证券研究所

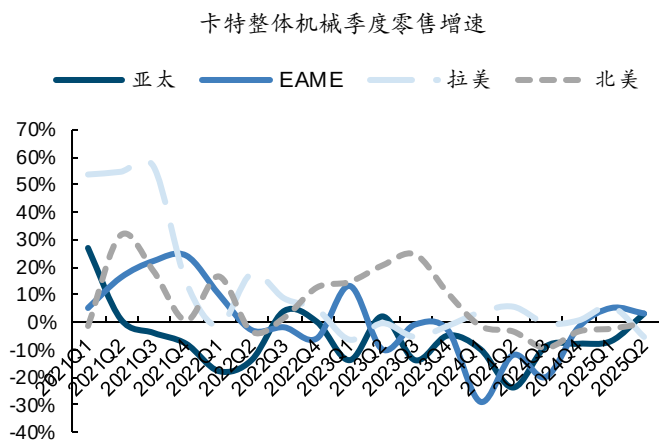
卡特视角——北美下行期或已结束。1) 代理商库存：发达地区市场需求波动受大选等政治活动影响，大选年后，25 年卡特彼勒连续两个季度补库；2) 零售：从零售端来看，25Q2 卡特北美地区零售实现同比持平，结束长达 5 个季度的下行。



图表38: 25 年卡特彼勒代理商连续两个季度补库



图表39: 25Q2 卡特零售增速结束 5 个季度下行



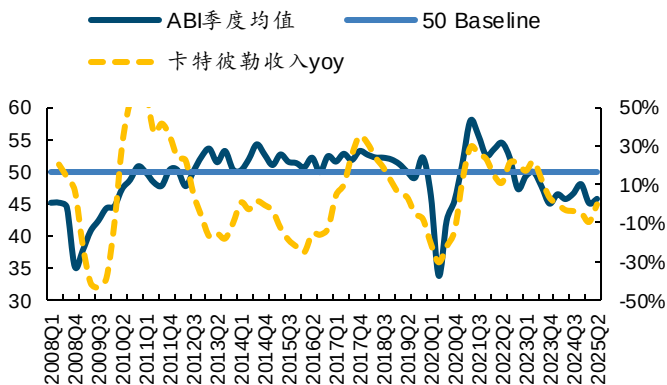
来源: 卡特彼勒财报, 国金证券研究所

来源: 卡特彼勒财报, 国金证券研究所

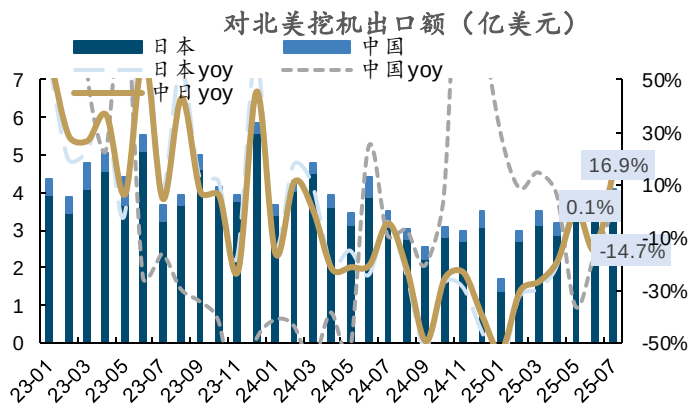
7 月中国&日本对北美出口挖机增速达 16.9%。中国&日本对北美出口额一定程度反映北美地区景气度, 中日对北美挖机出口额在 13 个月下行后, 25 年 5 月实现正增长, 显现出积极信号后, 6 月下滑有一定高基数的影响, 7 月同比增速达 16.9%, 增速显著扩张, 显示北美地区需求或已筑底回暖。

降息有望拉动建筑开支, 进而拉动工程机械需求。ABI (建筑开支指数) 与卡特彼勒收入呈现正相关性, 降息→房产需求→ABI 上升→工程机械需求提升, 看好北美明后年工程机械需求。

图表40: ABI 与卡特彼勒收入呈现正相关性



图表41: 7 月中日对北美挖机出口额同比+16.9%



来源: AIA, 卡特彼勒公告, 国金证券研究所

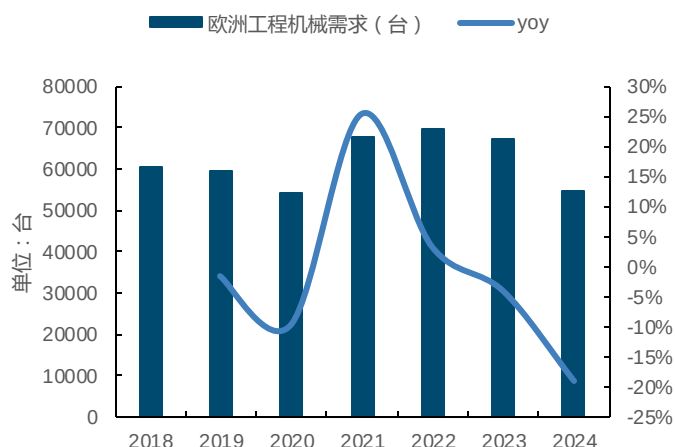
来源: 海关总署, 日本海关, 国金证券研究所

3.3.2 欧洲: 库存消耗、基建发力, 欧洲或已进入上行区间

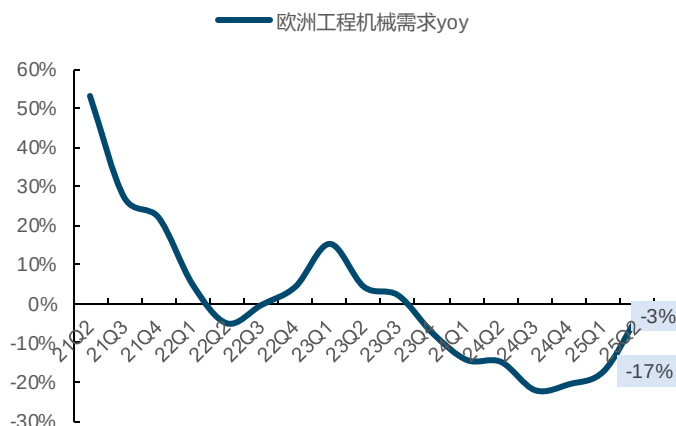
24 年需求大幅下滑后, 欧洲需求开始迎修复。受欧洲房地产领域需求下滑、大选影响, 24 年欧洲工程机械进一步大幅下滑, 跌至 2020 年的水平。在经历 2 年多的下行后, 25Q2 欧洲地区工程机械需求降幅环比 25Q1 大幅收窄, 显示积极信号。



图表42：24 年欧洲工程机械需求大幅下滑



图表43：25Q2 欧洲工程机械需求降幅大幅收窄



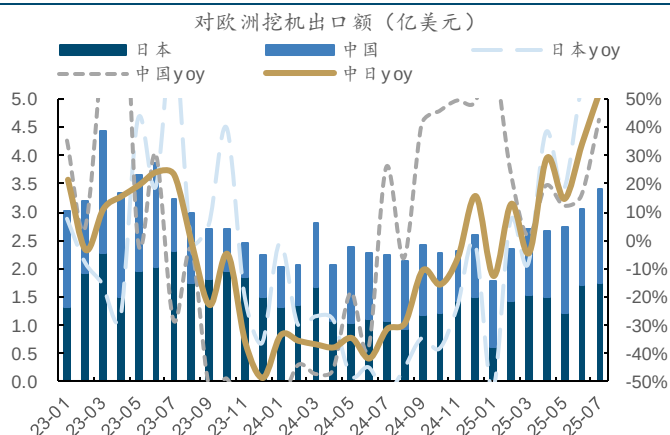
来源：小松公告，国金证券研究所

来源：小松公告，国金证券研究所

欧洲短期需求景气度或已进入上行期。中日对欧洲挖机出口额在 25 年 4 月-7 月实现连续四个月同比正增长，其中 6、7 月增速为 34.6%、53.1%，加速增长，反映出欧洲地区需求或已经拐点向上。2023-24 年下行期库存消耗+降息拉动建筑市场需求+基建政策，有望支撑欧洲工程机械中长期增长。

图表44：中国&日本对欧洲挖机出口额连续 4 个月同比增长

图表45：降息、基建政策有望拉动欧洲工程机械需求

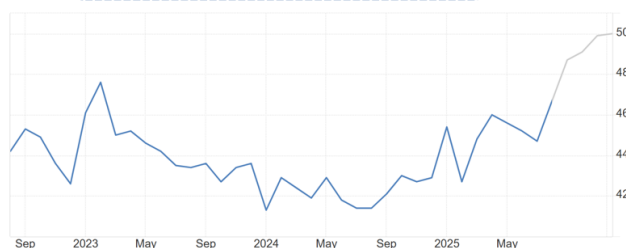


德国5000亿欧元基建基金

投资期12年，其中4000亿欧元直接用于联邦层面的基础设施投资，1000亿欧元用于联邦各州

降息有望拉动建筑业需求

图表：欧元区建筑业PMI



来源：海关总署，日本海关，国金证券研究所 注：挖机出口统计区域欧洲（除俄罗斯）

来源：DEULE 德乐新趋势，Trading Economics，国金证券研究所

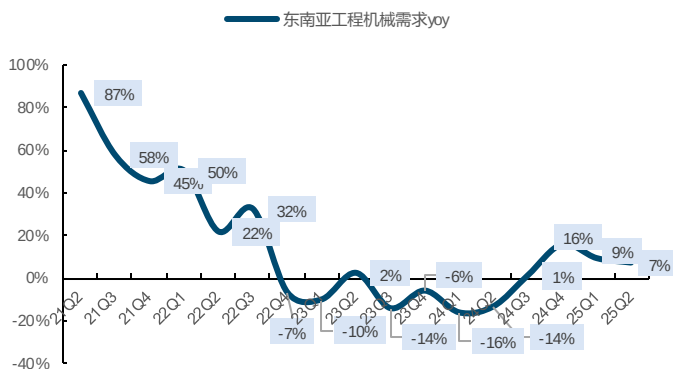
3.3.3 东南亚等新兴市场区域需求景气度有望维持

视角一小松财报：根据小松财报数据，随着 24 年上半年的下行结束，24Q3-25Q2 东南亚市场已经连续四个季度正增长，仍处于高景气区间。

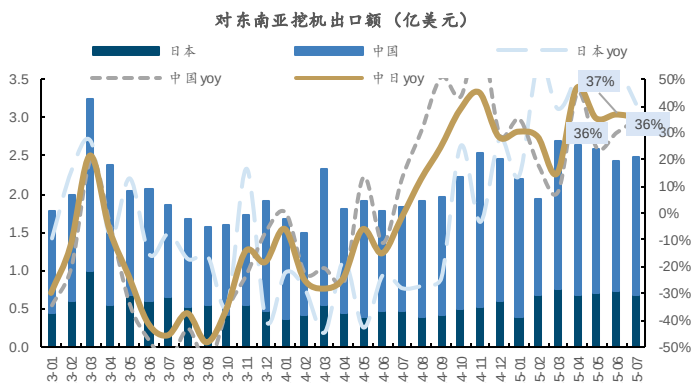
视角二出口数据：从中国&日本对东南亚出口挖机额来看，24 年 8 月出口额开始恢复增长，已经持续增长一年，并且 5 月-7 月增速分别为 36%、37%、36%，依然维持高增速，一定程度反映东南亚工程机械需求仍处于高景气区间。



图表46: 东南亚需求连续4个季度正增长



图表47: 中&日对东南亚挖机出口从24年8月开始增长



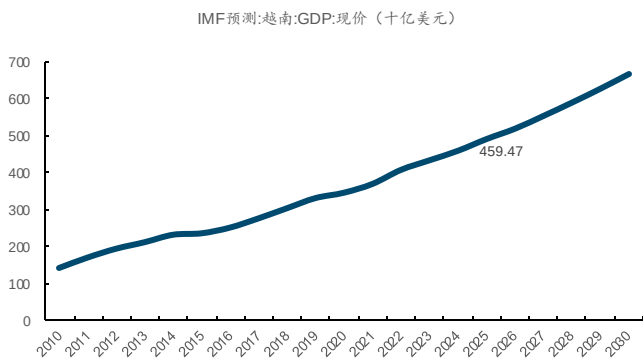
来源: 小松财报, 国金证券研究所 注: 海外工程机械销量增速根据小松统计的

来源: 海关总署, 日本海关, 国金证券研究所

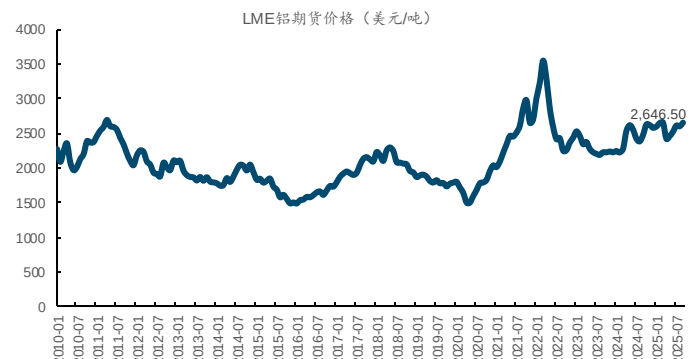
7大工程机械需求计算得出

城镇化、资源开采、基建三板斧有望持续拉动东南亚工程机械需求。1) 城镇化: 2023年东南亚五国平均城镇化率为55.7%, 与2014年的中国相当; 而中国2023年城镇化率为66.2%, 比东南亚五国的平均水平高出10%, 中长期看, 东南亚城镇化有望继续推进, 带动工程机械需求; 2) 资源品开采: 铝等资源品价格维持高位, 也将继续催化下游开采对工程机械的需求; 3) 基建政策: 印尼迁都工程在24年开始逐步建设、搬迁, 迁都带来的基建需求释放有望拉动工程机械需求。

图表48: 东南亚正在经济增长、城市化推进阶段



图表49: 铝金属维持高位有望支撑开采需求

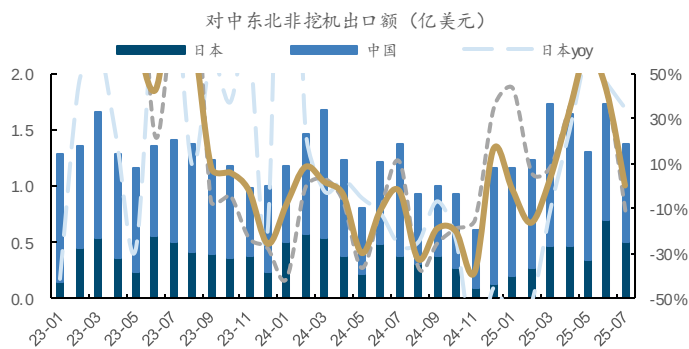


来源: IMF, 国金证券研究所

来源: AEM, 海关总署, 日本海关, 国金证券研究所

中东北非工程机械需求有望维持高景气。25年3月-7月中&日对中东北非挖机出口维持正增长, 中东地区受房地产开发、沙特“2030愿景”等拉动, 工程机械需求有望维持景气。

图表50: 中&日对中东北非挖机出口维持高景气



图表51: 沙特“2030愿景”将拉动工程机械需求

项目名称	投资体量	主要内容	进度
NEOM未来城	5000亿美元+	线性城市、科技园主体动工+招标区、工业区	中
红海旅游带	800亿美元+	酒店、机场、岛屿开发	开发初期
吉达经济城	200亿美元+	超高层建筑+中央商务区	重启施工
全国高铁网	1200亿美元	连接西部至海湾六国的高速干线	多段开建

来源: 海关总署, 日本海关, 国金证券研究所

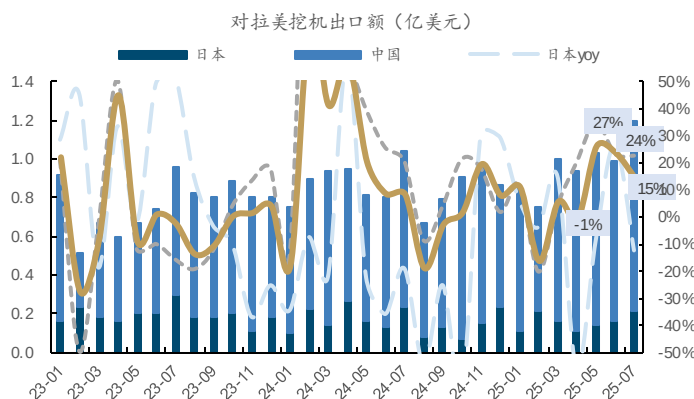
来源: 出海瞰中东, 国金证券研究所



铜价维持高位，拉美工程机械需求有望维持稳健增长。拉美地区为全球最大铜矿生产地之一，高位铜价是催化矿业公司加大开采的利益源头，25 年铜价维持历史高位水平，有望支撑拉美工程机械需求维持稳健增长。

图表52：25 年 5-7 月中日对拉美挖机出口维持高增长

图表53：铜金属期货价格维持历史高位水平



来源：海关总署，日本海关，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

四、盈利预测与估值

站在当下，多家主机厂对应 26 年估值在 12X 及以下，工程机械板块迎来全球大周期复苏的叙事拐点，建议长周期板块性配置，推荐徐工机械、三一重工、恒立液压、中联重科、柳工。

图表54：公司估值

股票代码	股票名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE				
				2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
000425.SZ	徐工机械	10.3	1,215.3	53.3	59.8	79.9	103.5	128.0	22.8	20.3	15.2	11.7	9.5
600031.SH	三一重工	21.6	1,833.0	45.3	59.8	90.4	124.7	159.0	40.5	30.7	20.3	14.7	11.5
601100.SH	恒立液压	91.8	1,230.7	25.0	25.1	29.0	33.7	41.1	49.3	49.1	42.4	36.5	29.9
000157.SZ	中联重科	7.8	674.6	35.1	35.2	50.9	67.5	83.7	19.2	19.2	13.3	10.0	8.1
000528.SZ	柳工	10.8	219.7	8.7	13.3	18.5	25.6	33.6	25.3	16.6	11.9	8.6	6.5

来源：Wind，国金证券研究所 注：估值日期为 2025.09.23

五、风险提示

国内需求增长不及预期。25H1 工程机械公司国内收入占比为 50%左右，板块公司收入、利润受国内影响较大，若国内需求增长不及预期，或对工程机械公司业绩产生不利影响。

海外市场竞争环境恶劣风险。25H1 工程机械公司海外收入占比均超 45%，收入占比较高，若海外市场竞争加剧，或对工程机械公司海外进展产生不利影响，进而影响板块公司业绩。

海外需求增长不及预期。海外业务是工程机械公司利润释放的核心环节之一，若欧美等地区工程机械需求不及预期，或对工程机械公司业绩产生不利影响。

原材料上涨风险。工程机械厂商原材料占营业成本的比重较高，若原材料价格上涨，或对工程机械公司盈利能力产生不利影响。

汇率波动风险。25H1 工程机械主机厂海外收入占比均超 45%，海外业务部分采用外币结算，若汇率产生大幅波动，或将对工程机械公司利润产生不利影响。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究