

机械设备

报告日期：2025 年 09 月 16 日

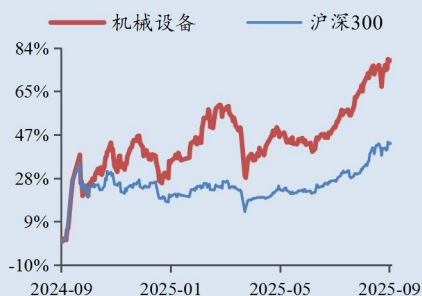
业绩持续改善，经营质量显著提升

——工程机械行业 2025 年半年报业绩综述

华龙证券研究所

投资评级：推荐（维持）

最近一年走势



分析师：邢甜

执业证书编号：S0230521040001

邮箱：xingt@hlzq.com

相关阅读

《关注工程机械、叉车等板块投资机会——机械设备行业周报》2025.07.22

《6月内外销高增长，关注叉车投资机会——叉车销量数据点评报告》2025.07.16

《把握“高科技+低估值”双主线，攻守兼备布局下半年——机械设备行业 2025 年中期策略报告》2025.07.06

摘要：

- **指数表现优于沪深 300。**2025 年初至 9 月 10 日，工程机械（801077.SI）指数上涨 27.76%，同期沪深 300 指数上涨 16.36%，相对收益 11.4%，整体表现优于沪深 300。指数区间最高涨幅 37.95%，高于沪深 300 区间最高涨幅 29.45%。区间最大跌幅 -6.71%，低于沪深 300 区间最大跌幅 -4.87%，行业指数较沪深 300 波动更大。
- **成长能力：营收利润双增长，行业延续复苏态势。**2025 年上半年工程机械行业共实现营业收入 2055.65 亿元，同比+7.52%；实现归母净利润 209.99 亿元，同比+21.59%。行业整体利润增速高于营收增速，主要是整机公司积极拓展海外市场，优化产品结构、提升内部经营效率，盈利能力提升所致。
- **盈利能力：盈利能力保持平稳，企业内控能力增强。**2025 年上半年，工程机械行业整体毛利率 25.2%，较 2024 年全年微降 0.13pct，盈利能力基本保持平稳；行业整体净利率 10.4%，较 2024 全年 +1.95pct。毛利率微降，净利率提升说明工程机械上市企业经过多年发展，具备较强的内部管控能力，净利润转化效率提升。
- **营运能力：整体现金流有所改善，企业表现有所分化。**2025 年上半年，五大主机厂合计经营活动现金流 16298.17 百万元，同比 +33.4%，经营现金流量有所改善。工程机械行业净现比为 0.83，表现良好。五大主机厂中联重科、徐工机械、柳工、山推股份、三一重工净现比分别为 0.6、0.84、0.4、0.4、1.92，三一重工净现比较高，徐工机械次之。
- **偿债能力：合同负债金额增加，负债率处于健康水平。**2025 年上半年工程机械行业合同负债 161.32 亿元，预收账款 2.37 亿元，合计 163.69 亿元，基本与 2024 年全年持平（-3.63 亿元）。工程机械行业整体资产负债率为 54.02%，同比 -0.8pct，处于健康水平。
- **后市展望及投资建议：**工程机械行业 2025H1 业绩持续改善，营收利润双增，且利润增速高于营收增速。我们认为：行业内需受益于新一轮集中换新周期到来，以及雅下水电站、新藏铁路等大型项目开工，以工代赈有望助力行业内需向好。海外结构性景气，“一带一路”沿线国家的基础设施建设需求持续增长，带动出口增长。龙头企业凭借“技术升级+全球化布局”双引擎，海外市占率持续提升，中长期增长动能强劲。目前行业基本面右侧趋势

明显，维持“推荐”评级。

个股方向，我们认为以全球布局较为完善的龙头上市公司更具竞争力。建议关注：徐工机械（000425.SZ）、三一重工（600031.SH）、柳工（000528.SZ）、山推股份（000680.SZ）、恒立液压（601100.SH）、中际联合（605305.SH）、杭叉集团（603298.SH）、安徽合力（600761.SH）。

➤ **风险提示：**经济波动风险、市场竞争风险、原材料价格风险、国际贸易政策趋紧风险、汇率波动风险等。

表：重点关注公司及盈利预测

股票代码	股票简称	2025/09/15	EPS（元）				PE				投资评级
		股价（元）	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
000425.SZ	徐工机械	9.76	0.51	0.68	0.83	1.04	17.6	14.4	11.8	9.4	增持
000528.SZ	柳工	11.07	0.68	0.95	1.26	1.61	28.1	11.5	8.7	6.8	未评级
000680.SZ	山推股份	9.48	0.73	0.90	1.08	1.27	19.0	10.7	9.0	7.6	未评级
600031.SH	三一重工	20.66	0.71	1.02	1.27	1.55	30.9	20.7	16.6	13.6	未评级
600761.SH	安徽合力	20.75	1.59	1.85	2.22	2.03	12.3	11.2	9.4	10.2	买入
601100.SH	恒立液压	91	1.87	2.16	2.43	2.66	28.3	42.1	37.5	34.2	增持
603298.SH	杭叉集团	25.09	1.54	1.70	1.91	2.15	13.6	14.8	13.2	11.7	未评级
605305.SH	中际联合	37.51	1.48	2.14	2.65	3.19	29.1	17.9	14.5	12.0	未评级

数据来源：Wind，华龙证券研究所（未评级个股盈利预测数据来自 Wind 一致预期，安徽合力 2027 年盈利预测来自 Wind 一致预期）

内容目录

1 回顾：2025H1	1
1.1 市场表现：指数表现优于沪深 300	1
1.2 业绩表现：2025 年中报业绩分析	2
1.2.1 成长能力：营收利润双增长，行业延续复苏态势	2
1.2.2 盈利能力：盈利能力保持平稳，企业内控能力增强	5
1.2.3 营运能力：整体现金流有所改善，企业表现有所分化	7
1.2.4 偿债能力：合同负债金额增加，负债率处于健康水平	9
2 展望：内需延续复苏，出口结构性景气	10
2.1 我国挖机销量数据跟踪	10
2.2 国内：以工代赈，内需有望延续复苏态势	13
2.3 出口：结构性景气，下半年有望增长 10%+	13
3 投资建议	14
4 风险提示	15
4.1 经济波动风险	15
4.2 市场竞争风险	15
4.3 原材料价格风险	15
4.4 国际贸易政策趋紧风险	16
4.5 汇率波动风险	16

图目录

图 1：2025 年初至今（2025 年 9 月 10 日）工程机械股价走势	1
图 2：行业营业收入及增速	3
图 3：行业单季度营业收入及增速	3
图 4：行业归母净利润及增速	4
图 5：行业单季度归母净利润及增速	4
图 6：2025 年上半年行业归母净利润前 15 个股营业收入及归母净利润增速	4
图 7：工程机械行业毛利率/净利率	5
图 8：工程机械子行业毛利率	5
图 9：工程机械单季度毛利率/净利率	5
图 10：工程机械子行业单季度毛利率	5
图 11：工程机械行业期间费用率	6
图 12：工程机械主要公司经营活动现金流量净额（百万元/%）	8
图 13：工程机械上市公司净现比	9
图 14：2025H1 合同负债+预收账款增加（亿元）	9
图 15：2025H1 存货增加（亿元）	9
图 16：工程机械公司资产负债率及同比变化（%）	10
图 17：2020-2025M1-8 我国挖机月度销量（台）	11
图 18：我国挖机累计销量（台）	11
图 19：2020-2025M1-8 我国挖机月度内销销量（台）	11
图 20：2019-2025M1-8 我国挖机内销累计销量（台）	11

图 21: 2020-2025M1-8 我国挖机月度出口销量 (台)	12
图 22: 2019-2025M1-8 我国挖机出口累计销量 (台)	12
图 23: 欧洲 2021 年-2025 年 1-7 月开工小时数 (h/m)	14
图 24: 北美 2021 年-2025 年 1-7 月开工小时数 (h/m)	14
图 25: 日本 2021 年-2025 年 1-7 月开工小时数 (h/m)	14
图 26: 印尼 2021 年-2025 年 1-7 月开工小时数 (h/m)	14

表目录

表 1: 工程机械个股 2025 年上半年涨跌幅 (%) 及机构持股情况	2
表 2: 工程机械个股 2025H1 期间费用率 (%)	7
表 3: 我国挖机销量 (台) 及同比变化 (%)	11
表 4: 我国挖机内销销量 (台) 及同比变化 (%)	12
表 5: 国挖机出口销量 (台) 及同比变化 (%)	12
表 6: 重点关注公司及盈利预测	15

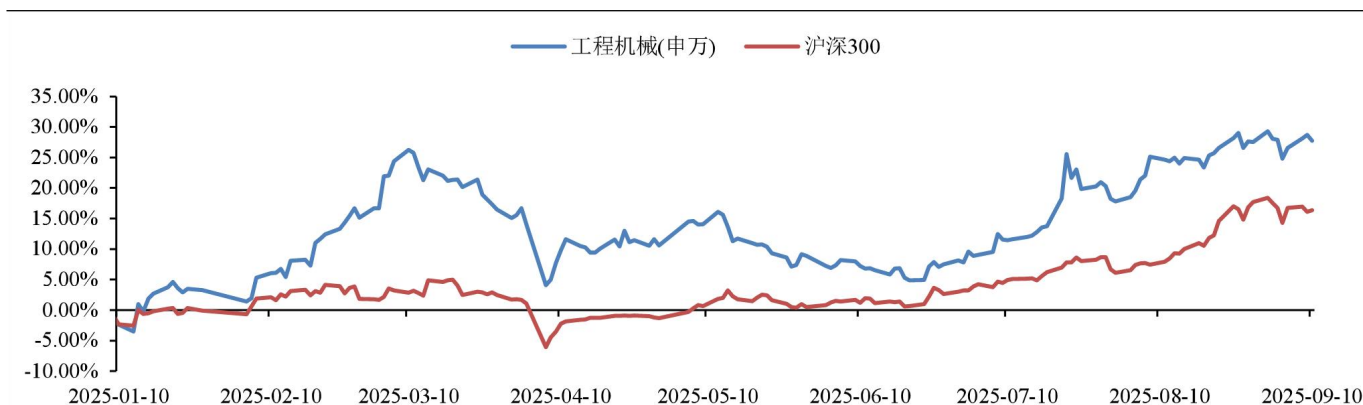
1 回顾：2025H1

我们以 SW 机械设备-工程机械行业作为研究对象。工程机械行业分整机与零部件两个子板块，共涉及个股 35 支，其中整机 23 支，器件 12 支。通过对行业 2025 年上半年及历史业绩进行对比分析，判断行业基本面变化，得出投资结论。

1.1 市场表现：指数表现优于沪深 300

2025 年初至 9 月 10 日，工程机械（801077.SI）指数上涨 27.76%，同期沪深 300 指数上涨 16.36%，相对收益 11.4%，整体表现优于沪深 300。指数区间最高涨幅 37.95%，高于沪深 300 区间最高涨幅 29.45%。区间最大跌幅-6.71%，低于沪深 300 区间最大跌幅-4.87%，行业指数较沪深 300 波动更大。

图 1：2025 年初至今（2025 年 9 月 10 日）工程机械股价走势



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2025 年一季度，涨幅居前的个股为邵阳液压（+85.37%）、万通液压（+61.02%）、恒立液压（+50.73%），主要与机器人、深海科技等概念相关；二季度涨幅居前的个股为长龄液压（+47.18%）、五新隧装（+39.89%），主要是机器人减速器低位个股的补涨，以及与重组概念相关；三季度（截至 9.10 日）涨幅居前的个股为恒立钻具（+115.29%）、南方路机（+74.67%）、山河智能（+68.87%），主要与雅下水电站开建相关。

2025 年一季度，机构重仓个股有恒立液压（80.58%）、杭叉集团（70.07%）、厦工股份（62.69%）、三一重工（52.58%）、中联重科（50.22%）等；2025 年中报机构重仓个股有恒立液压（83.82%）、铁建重工（77.94%）、杭叉集团（72.45%）、厦工股份（62.32%）、三一重工（59.12%）等。其中，铁建重工获得机构大幅加仓，中报机构持仓较一季度增加 66.93pct。

表 1：工程机械个股 2025 年上半年涨跌幅（%）及机构持股情况

	证券简称	区间涨跌幅（%）			机构持仓比例（%）	
		2025Q1	2025Q2	2025Q3 (截至9.10)	2025Q1	2025H1
601100.SH	恒立液压	50.73	-8.57	21.81	80.58	83.82
688425.SH	铁建重工	-3.64	-3.77	36.41	11.01	77.94
603298.SH	杭叉集团	16.43	3.25	21.91	70.07	72.45
600815.SH	厦工股份	3.02	0.00	0.73	62.69	62.32
600031.SH	三一重工	15.72	-3.97	17.83	52.58	59.12
000157.SZ	中联重科	4.01	-3.86	4.89	50.22	56.01
600761.SH	安徽合力	8.73	-4.00	16.97	50.20	55.01
000680.SZ	山推股份	-6.31	-0.99	9.38	47.11	54.31
835174.BJ	五新隧装	-2.39	39.89	45.45	48.27	52.66
000528.SZ	柳工	-7.30	-11.62	13.11	48.01	49.68
000425.SZ	徐工机械	8.70	-9.86	29.64	41.64	48.28
600984.SH	建设机械	7.84	-6.69	11.84	36.82	39.05
002097.SZ	山河智能	1.20	8.96	68.87	32.29	32.94
605305.SH	中际联合	-0.81	0.63	39.92	20.16	29.82
300201.SZ	海伦哲	4.37	0.92	-4.17	29.82	29.44
603338.SH	浙江鼎力	-8.42	-17.95	9.60	22.71	28.15
603638.SH	艾迪精密	33.69	-22.32	3.09	26.04	26.86
871245.BJ	威博液压	-9.14	-7.83	7.22	20.84	23.05
834599.BJ	同力股份	42.71	21.22	-1.21	13.25	22.56
001226.SZ	拓山重工	0.37	2.93	40.09	3.23	17.40
002685.SZ	华东重机	-8.02	21.65	8.50	19.78	15.49
301279.SZ	金道科技	31.25	8.39	6.85	17.65	14.37
603194.SH	中力股份	5.03	22.56	-12.49	2.09	13.83
830839.BJ	万通液压	61.02	26.33	26.83	6.37	9.88
301161.SZ	唯万密封	2.90	3.57	58.40	10.73	7.92
836942.BJ	恒立钻具	21.03	20.01	115.29	5.46	6.16
603611.SH	诺力股份	1.45	23.33	12.30	3.88	5.31
001239.SZ	永达股份	3.14	-1.26	15.13	4.70	3.94
301446.SZ	福事特	-0.64	7.98	20.60	0.94	3.49
605389.SH	长龄液压	13.44	47.18	0.62	3.64	3.09
603280.SH	南方路机	13.27	7.64	74.67	1.35	2.51
301079.SZ	邵阳液压	85.37	13.00	-12.92	7.53	1.89
873706.BJ	铁拓机械	35.99	19.44	25.62	4.38	1.54
603273.SH	天元智能	3.87	1.12	16.97	0.35	1.27
920101.BJ	志高机械			-13.94		

数据来源：Wind，华龙证券研究所

1.2 业绩表现：2025 年中报业绩分析

1.2.1 成长能力：营收利润双增长，行业延续复苏态势

整机收入占比较高，器件增速更快。2025 年上半年工程机械行业共实现营业收入 2055.65 亿元，同比+7.52%。其中，整机 22 家企业实现营业收入 1952.89 亿元，同比+7.17%；器件 12 家企业实现营业收入 102.76 亿元，同比+14.8%。单二季度实现营业收入 1070.41 亿元，同比+6.28%。其中，整机实现营收 1016.31 亿元，同比+5.78%；器件实现营收 54.1 亿元，同比+16.63%。

我国工程机械行业自 2022 年筑底后，逐年恢复。2022 年国内工程机械市场处于下行调整期，叠加宏观经济增速放缓、工程有效开工率不足等因素影响，市场需求大幅下降，行业营业收入下滑 26.03%。

2023 年我国工程机械行业仍处于筑底阶段，但下滑幅度明显收窄，行业上市企业营业收入同比实现由负转正；且在海外基建及矿业投资增长等利好因素的带动下，工程机械出口业务维持增长。

2024 年国内工程机械市场周期拐点确立，呈现企稳回升态势，高标准农田建设、水利工程、城中村改造、矿山投资等新兴需求占比提升。海外市场稳中有进，东南亚、非洲、拉美等新兴市场整体受益于基建地产开发、工业及矿山投资加速，保持较高增长。产品结构方面，高端、绿色、智能化产品占比明显增加，行业迈入“量质双升”阶段。行业上市企业营业收入同比增长 1.74%，较 2023 年进一步加快。

2025 年我国工程机械行业延续复苏态势。国内需求在超长期国债发行、设备更新政策深化落地及新能源转型加速的驱动下，挖掘机械、混凝土机械、起重机械等核心产品的国内销售全面实现增长；海外市场保持高景气度，尤其在矿产开发、能源基建领域需求旺盛，海外销售进一步增长。上半年，行业上市企业营业收入同比增长 7.52%，增速较去年进一步加快。

图 2：行业营业收入及增速

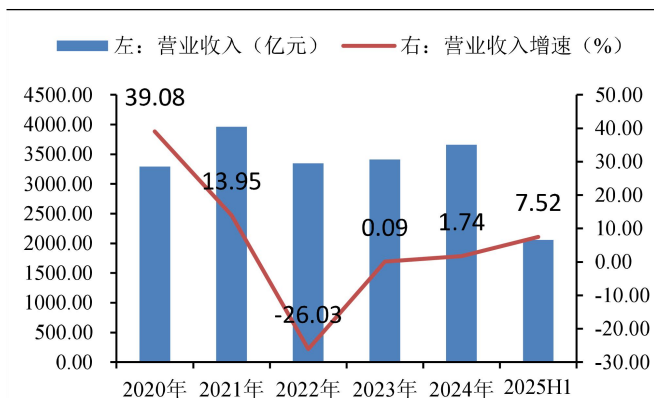
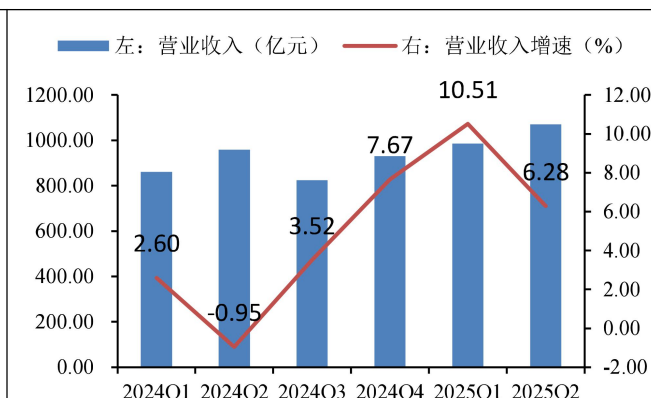


图 3：行业单季度营业收入及增速

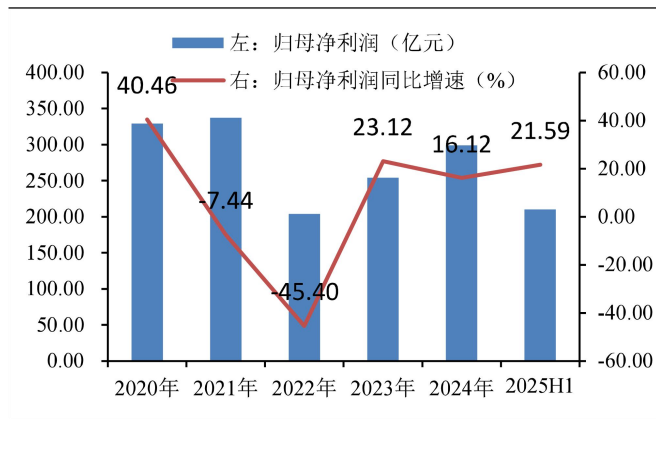


数据来源：Wind，华龙证券研究所

数据来源：Wind，华龙证券研究所

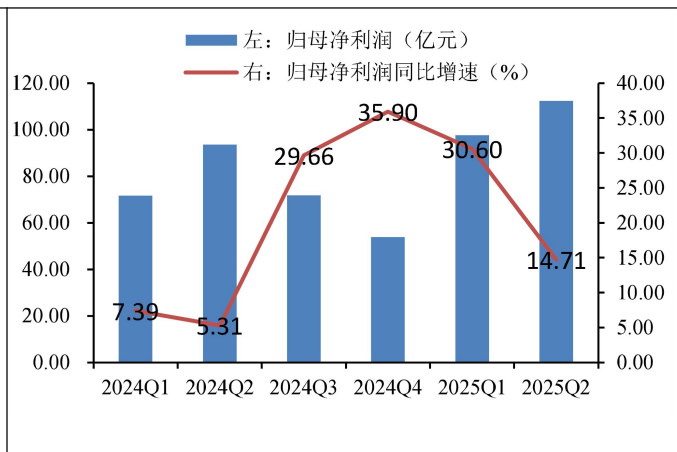
利润端显著修复，整机表现优于器件。2025 年上半年行业实现归母净利润 209.99 亿元，同比+21.59%。其中，整机实现 189.98 亿元，同比+22.69%；器件实现 20.01 亿元，同比+12.05%。单二季度，行业共实现归母净利润 112.39 亿元，同比+14.71%。其中，整机实现 101.31 亿元，同比+14.66%；器件实现 11.08 亿元，同比+15.22%。行业整体利润增速高于营收增速，主要是整机公司积极拓展海外市场，优化产品结构、提升内部经营效率，盈利能力提升所致。

图 4：行业归母净利润及增速



数据来源：Wind，华龙证券研究所

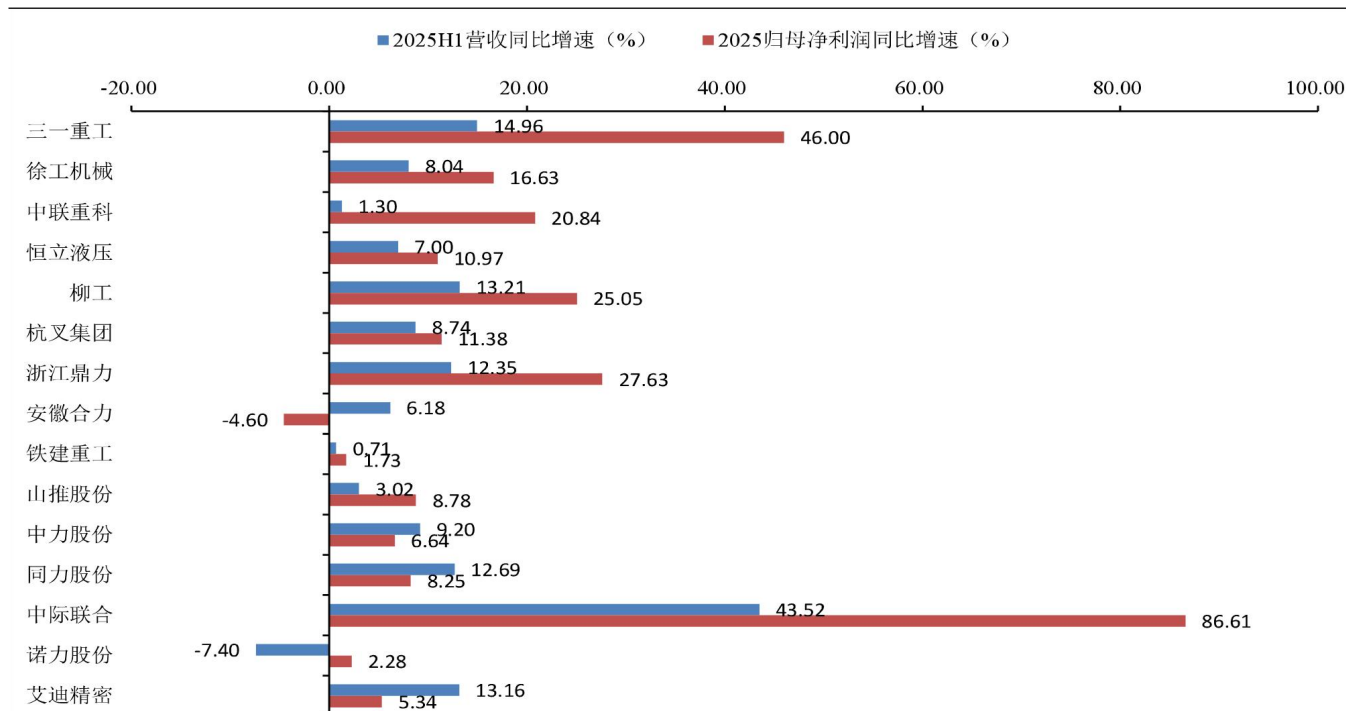
图 5：行业单季度归母净利润及增速



数据来源：Wind，华龙证券研究所

具体到个股：利润增速最高的是中际联合，营业收入/归母净利润同比增速分别为 43.52%/86.61%，公司产品主要为高空作业平台，应用于风力发电行业；其次为三一重工，上半年营业收入/归母净利润同比增速分别为 14.96%/46%，公司主要产品为挖掘机械，上半年实现销售收入 174.97 亿元，同比增长 15.00%，国内市场地位稳居第一；浙江鼎力上半年营业收入/归母净利润同比增速分别为 12.35%/27.63%，公司产品主要为高机且以出口为主，受美国加征关税影响公司股价受到一定影响，但公司灵活调整产线、产能安排，上半年海外仍实现 21.25% 的增长，展现出较强的韧性。

图 6：2025 年上半年行业归母净利润前 15 个股营业收入及归母净利润增速

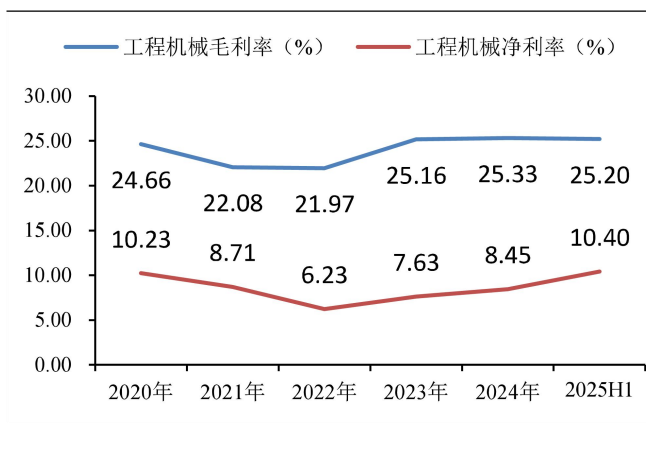


数据来源：Wind，华龙证券研究所

1.2.2 盈利能力：盈利能力保持平稳，企业内控能力增强

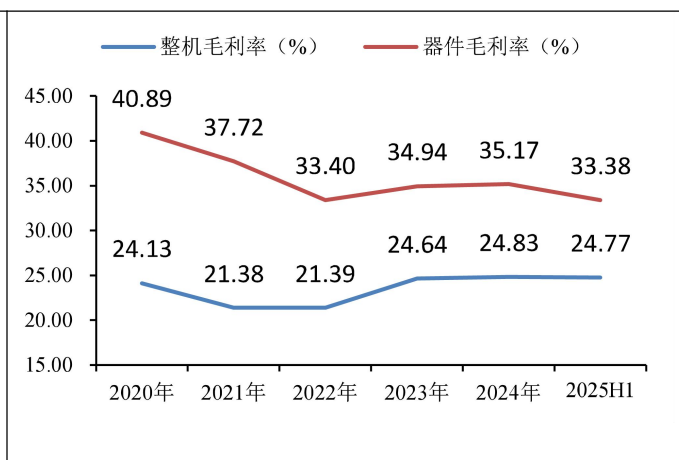
毛利率微降，净利率提升明显。2025 年上半年，工程机械行业整体毛利率 25.2%，较 2024 年全年微降 0.13pct，盈利能力基本保持平稳。分子行业看，整机毛利率 24.77%，较 2024 全年-0.06pct；器件毛利率 33.38%，较 2024 全年-1.8pct。器件毛利率较高，但下滑较多，整机毛利基本保持稳定。上半年行业整体净利率 10.4%，较 2024 全年+1.95pct。其中，整机净利率 9.89%，较 2024 全年+2pct；器件净利率 20.12%，较 2024 全年+0.8pct。毛利率微降，净利率提升说明工程机械上市企业经过多年发展，具备较强的内部管控能力，净利润转化效率提升。

图 7：工程机械行业毛利率/净利率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

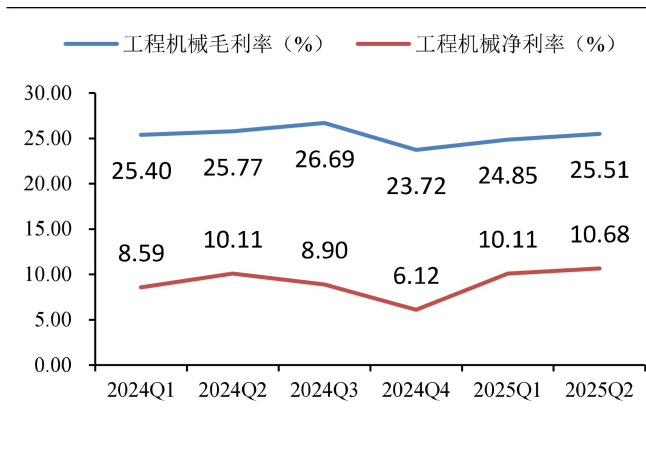
图 8：工程机械子行业毛利率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

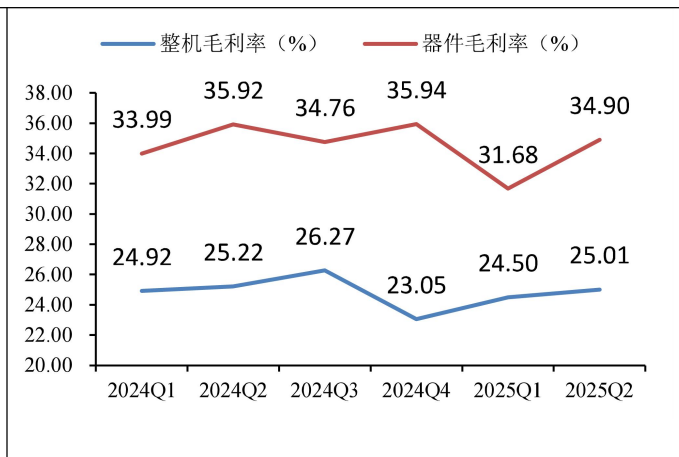
单二季度，工程机械行业整体实现毛利率 25.51%，同比-0.26pct，环比+0.66pct。其中，整机实现毛利率 25.01%，同比-0.21pct，环比+0.51pct；器件毛利率 34.9%，同比-1.01pct，环比+3.23pct。二季度行业整体盈利能力同比有所下降，但较一季度环比改善。单二季度行业净利率为 10.68%，同环比均+0.57pct。

图 9：工程机械单季度毛利率/净利率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

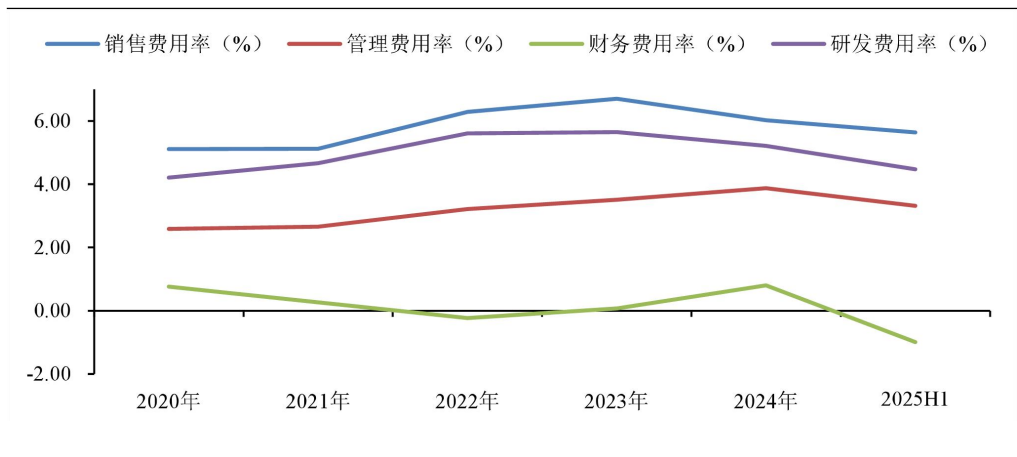
图 10：工程机械子行业单季度毛利率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

费用管控卓有成效，财务费用率下降幅度较大。2025 年上半年工程机械行业期间费用率为 12.44%，同比-3.06pct，期间费用率下降明显。其中管理费用率、财务费用率、研发费用率、销售费用率分别为 3.22%、-0.99%、4.47%、5.64%，分别同比-0.01pct、-2.07pct、-0.32pct、-0.66pct。

图 11：工程机械行业期间费用率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

财务费用率下降较多，主要受益于浙江鼎力、恒立液压、诺力股份、三一重工、中联重科等企业汇兑收益增加所致。

表 2：工程机械个股 2025H1 期间费用率（%）

证券代码	证券简称	销售费用率	管理费用率	财务费用率	研发费用率
000157.SZ	中联重科	8.44	4.11	-1.49	5.68
000425.SZ	徐工机械	4.77	2.79	-0.19	3.56
000528.SZ	柳工	6.92	2.41	-0.19	3.34
000680.SZ	山推股份	3.91	2.71	-0.08	3.39
001226.SZ	拓山重工	0.68	4.19	0.87	2.80
001239.SZ	永达股份	0.30	3.54	0.73	2.42
002097.SZ	山河智能	8.96	9.04	-0.36	3.51
002685.SZ	华东重机	2.86	12.14	-0.61	5.07
300201.SZ	海伦哲	10.32	4.56	0.35	4.69
301079.SZ	邵阳液压	3.51	7.22	1.15	4.00
301161.SZ	唯万密封	8.88	8.70	0.18	5.29
301279.SZ	金道科技	0.45	5.08	-0.08	4.29
301446.SZ	福事特	5.59	10.84	-0.94	4.35
600031.SH	三一重工	6.54	2.81	-1.91	4.83
600761.SH	安徽合力	4.96	2.83	-0.89	6.16
600815.SH	厦工股份	7.09	8.60	-1.18	4.27
600984.SH	建设机械	1.12	13.16	16.99	3.37
601100.SH	恒立液压	2.01	5.72	-5.17	6.89
603194.SH	中力股份	6.34	4.46	-1.83	3.90
603273.SH	天元智能	3.65	5.60	-1.50	2.15
603280.SH	南方路机	4.68	5.16	-0.53	8.77
603298.SH	杭叉集团	4.28	2.39	-0.49	4.53
603338.SH	浙江鼎力	3.98	3.49	-6.68	3.33
603611.SH	诺力股份	4.92	5.61	-2.96	4.01
603638.SH	艾迪精密	2.71	3.68	1.27	4.47
605305.SH	中际联合	5.98	7.59	-2.00	4.39
605389.SH	长龄液压	1.86	4.26	-0.58	4.27
688425.SH	铁建重工	3.08	2.87	0.03	8.49
830839.BJ	万通液压	1.28	2.74	-0.17	4.05
834599.BJ	同力股份	2.30	1.58	0.04	3.34
835174.BJ	五新隧装	8.47	4.39	0.01	4.93
836942.BJ	恒立钻具	6.04	6.89	-0.64	5.02
871245.BJ	威博液压	2.17	4.21	0.01	3.97
873706.BJ	铁拓机械	6.54	6.10	-0.32	3.53
920101.BJ	志高机械	4.96	3.35	-0.03	3.87

数据来源：Wind，华龙证券研究所

1.2.3 营运能力：整体现金流有所改善，企业表现有所分化

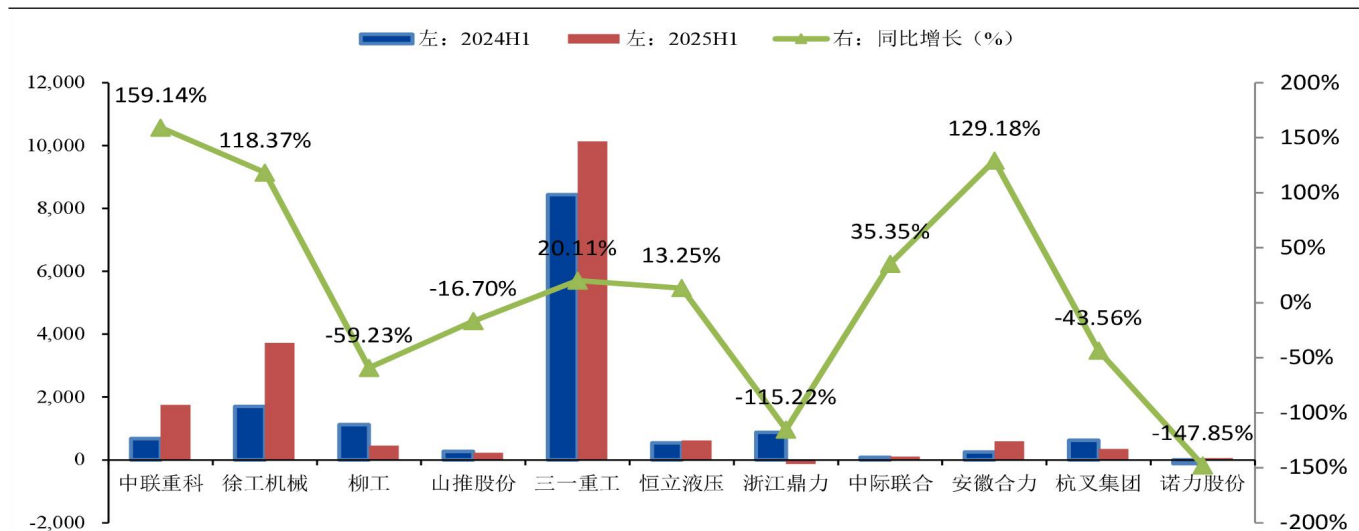
2025 年上半年工程机械主机厂中联重科、徐工机械、柳工、山推股份、三一重工五家公司经营活动现金流量净额分别为 1751.78、3725.05、457.34、229.72、10134.28(百万元)，分别同比+159.14%、+118.37%、-59.23%、-16.7%、+20.11%。五大主机厂合计经营活动现金流 16298.17(百万元)，同比+33.4%，经营现金流量有所改善。

零部件企业（恒立液压）经营活动现金流量净额为 618.51 百万元，同比+13.25%。主要产品为高空作业平台的浙江鼎力及中际联合经营活动现金流量净额分别同比-115.22%、+35.35%。

三大叉车企业经营现金流量净额 998.04 百万元，同比+31.59%，同比

改善。安徽合力、杭叉集团、诺力股份 2025 年上半年经营活动现金流量净额分别为 589.48、350.9、57.66(百万元),同比+129.18%、-43.56%、-147.85%。

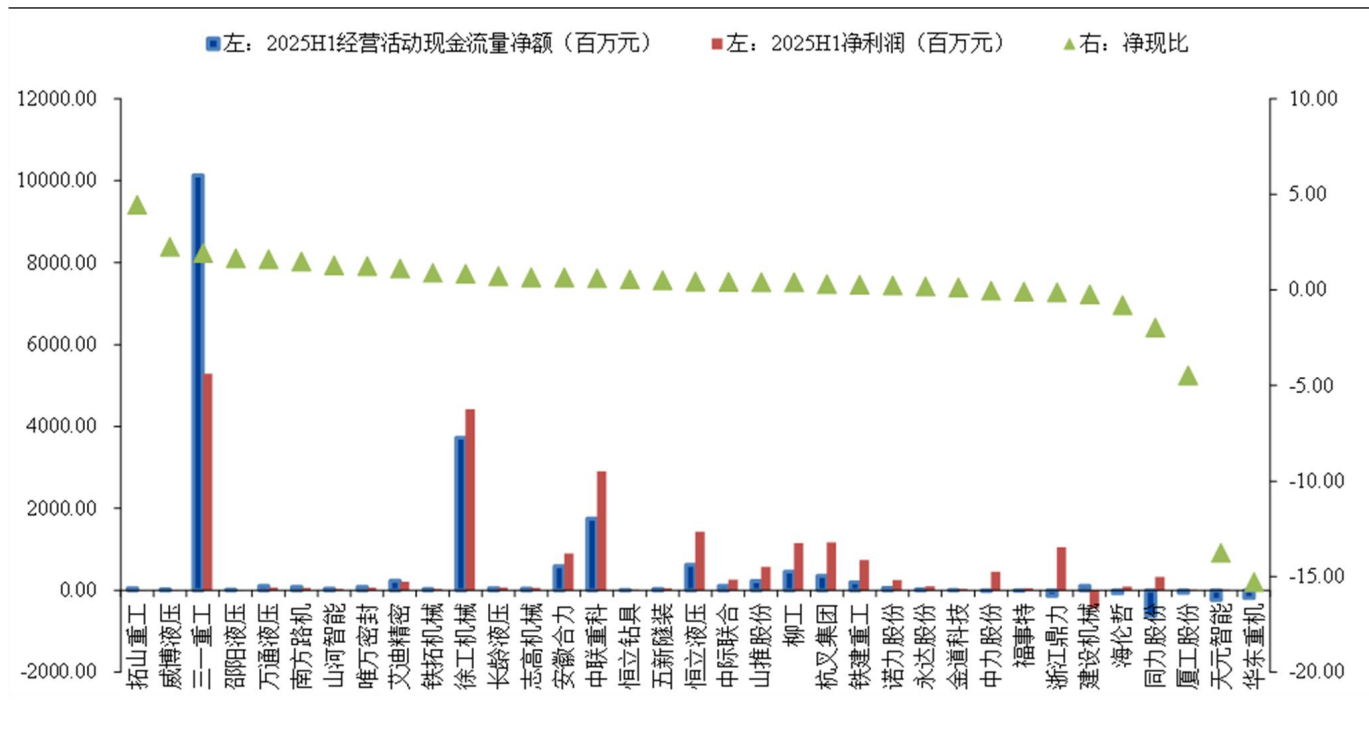
图 12：工程机械主要公司经营活动现金流量净额（百万元/%）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2025 年上半年，工程机械行业净现比为 0.83，表现良好。五大主机厂中联重科、徐工机械、柳工、山推股份、三一重工净现比分别为 0.6、0.84、0.4、0.4、1.92，三一重工净现比较高，徐工机械次之；零部件企业恒立液压净现比 0.43，高机企业浙江鼎力、中际联合净现比分别为 -0.13、0.41；叉车企业安徽合力、杭叉集团、诺力股份净现比分别为 0.65、0.3、0.24。其中浙江鼎力经营现金流量净额为负主要系销售商品收到的现金减少（营业收入+12.35，应收账款增加），以及非同一控制下企业合并子公司发放员工薪酬支付的现金增加所致。

图 13：工程机械上市公司净现比

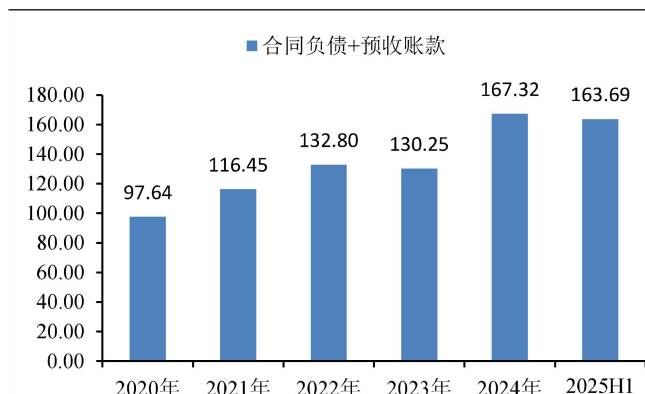


数据来源：Wind，华龙证券研究所

1.2.4 偿债能力：合同负债金额增加，负债率处于健康水平

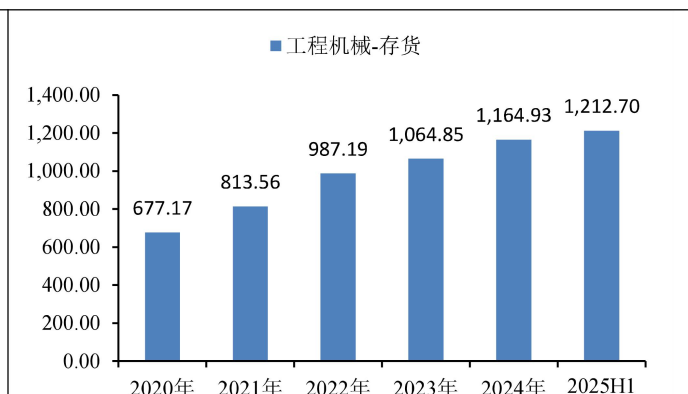
合同负债金额增加，后续确认收入有望增加。2025 年上半年工程机械行业合同负债 161.32 亿元，预收账款 2.37 亿元，合计 163.69 亿元，基本与 2024 年全年持平 (-3.63 亿元)。其中，整机合计 160.36 亿元，器件 3.32 亿元。2025 年上半年行业整体存货金额为 1212.7 亿元，较 2024 年全年增加 47.77 亿元。

图 14：2025H1 合同负债+预收账款增加（亿元）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 15：2025H1 存货增加（亿元）



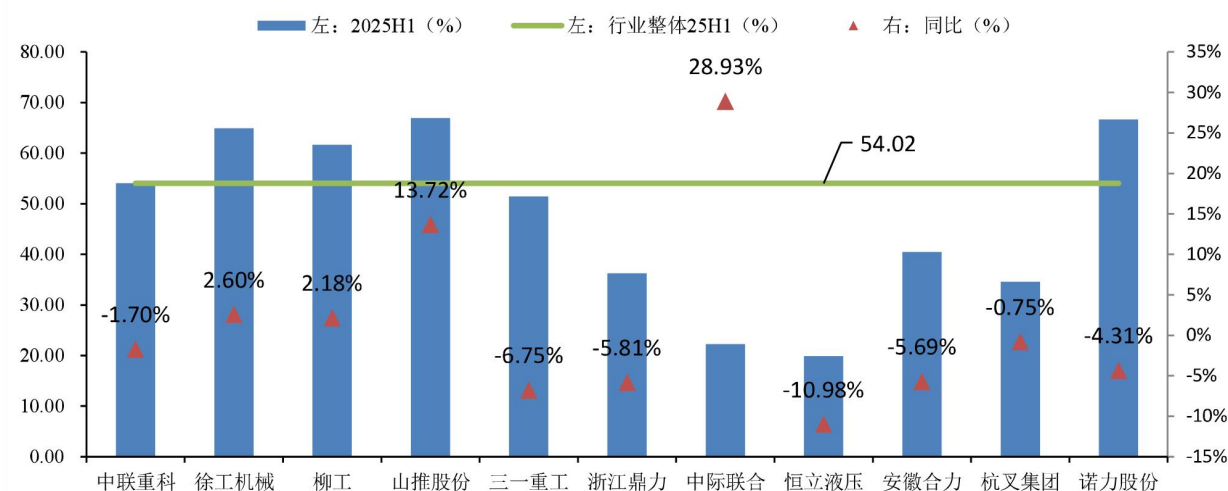
数据来源：Wind，华龙证券研究所

2025 年上半年,工程机械行业整体资产负债率为 54.02%,同比-0.8pct,处于健康水平。主机厂中联重科、徐工机械、柳工、山推股份、三一重工 2024 年前三季度负债率分别为 54.06%、64.92%、61.66%、66.96%、51.44%,同比-0.93pct、+1.65pct、+1.32pct、+8.08pct、-3.72pct。三一重工、中联重科资产负债率同比下降,其余主机厂资产负债率同比提升。其中,山推股份资产负债率上升较多。整体看,主机厂负债率相对行业较高,但仍然处于健康水平。

浙江鼎力、中际联合以及零部件企业恒立液压资产负债率保持较低水平,分别录得 36.25%、22.23%、19.85%,同比-2.24pct、+4.99pct、-2.45pct。

叉车企业安徽合力、杭叉集团、诺力股份 2025 年上半年资产负债率分别为 40.48%、34.63%、66.68%,同比-2.44pct、-0.26pct、-3pct,除诺力股份外,另外两家叉车主机厂负债率均<50%。

图 16: 工程机械公司资产负债率及同比变化 (%)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

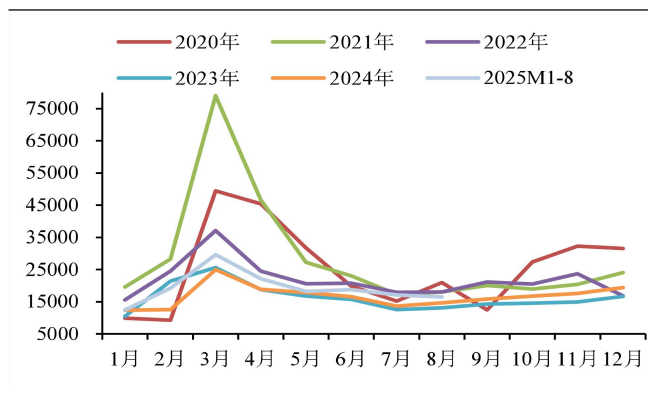
2 展望: 内需延续复苏, 出口结构性景气

2025 年上半年,工程机械行业延续复苏态势。下半年,内销设备更新政策深化落地及新能源转型加速的驱动下有望进一步恢复;海外继续保持结构性景气。

2.1 我国挖机销量数据跟踪

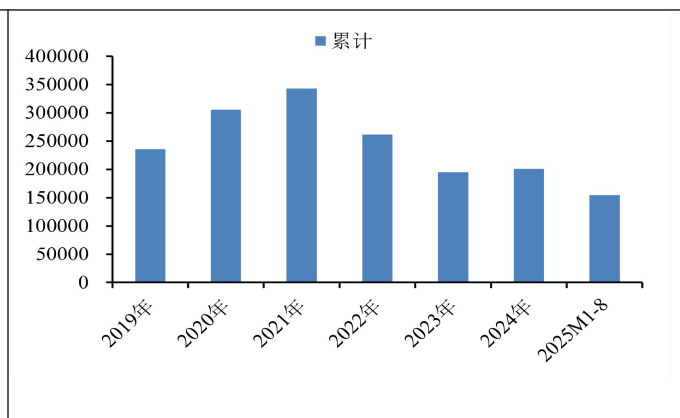
2025 年 8 月我国挖机销量 16523 台,同比+12.81%,整体销量增速自 2024 年 4 月转正以来,连续十七个月同比正增长。2025 年 1-8 月,我国挖机销量合计 154181 台,同比+17.2%,保持较高增速。

图 17：2020-2025M1-8 我国挖机月度销量（台）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 18：我国挖机累计销量（台）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

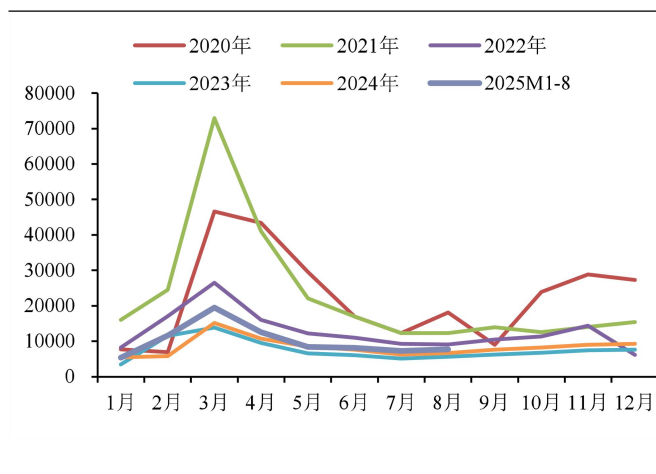
表 3：我国挖机销量（台）及同比变化（%）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	累计	同比
2019 年	11756	18745	44278	28410	18897	15121	12346	13843	15799	17027	19316	20155	235693	--
2020 年	9942	9280	49408	45426	31744	19866	15186	20939	12477	27331	32236	31530	305365	29.56%
2021 年	19601	28305	79035	46572	27220	23100	17335	18075	20085	18964	20444	24038	342774	12.25%
2022 年	15603	24483	37085	24534	20624	20761	17939	18076	21187	20501	23680	16869	261342	-23.76%
2023 年	10443	21450	25578	18772	16809	15766	12606	13105	14283	14584	14924	16698	195018	-25.38%
2024 年	12376	12608	24980	18822	17824	16603	13690	14647	15831	16791	17590	19369	201131	3.13%
2025M1-8	12512	19270	29590	22142	18202	18804	17138	16523	--	--	--	--	154181	17.20%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

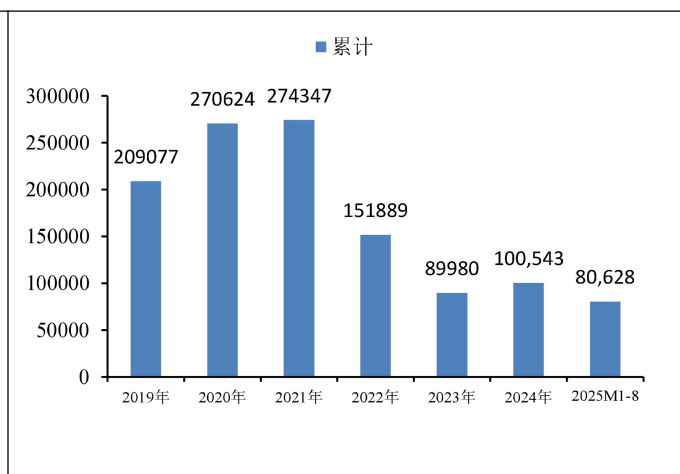
内销：2025 年 8 月我国挖机内销 7685 台，同比+14.8%；1-8 月我国挖机内销 80628 台，同比+21.55%。内销增速较 2024 年的 3.13%进一步加快，国内市场复苏动能进一步增强。

图 19：2020-2025M1-8 我国挖机月度内销量（台）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 20：2019-2025M1-8 我国挖机内销累计销量（台）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

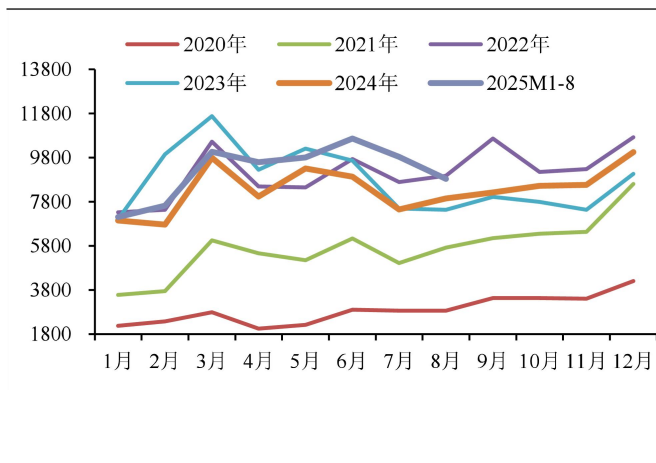
表 4：我国挖机内销量（台）及同比变化（%）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	累计	同比（%）
2019年	10142	17286	41901	26373	16744	12426	10190	11566	13182	14870	17159	17238	209077	--
2020年	7758	6909	46610	43371	29521	16965	12329	18076	9041	23892	28833	27319	270624	29.44%
2021年	16026	24562	72977	41100	22070	16965	12319	12349	13934	12608	14014	15423	274347	1.38%
2022年	8278	17052	26556	16032	12179	11027	9250	9096	10520	11350	14398	6151	151889	-44.64%
2023年	3437	11492	13899	9513	6592	6098	5112	5669	6263	6796	7484	7625	89980	-40.76%
2024年	5,421	5,837	15,188	10,782	8,518	7,661	6,234	6,694	7,610	8,266	9,020	9,312	100,543	11.74%
2025M1-8	5405	11640	19517	12547	8392	8136	7306	7685	--	--	--	--	80,628	21.55%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

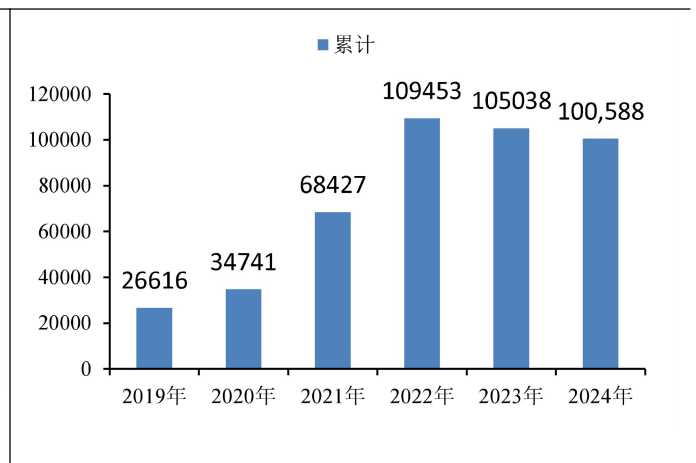
出口：2025年8月我国挖机出口8838台，同比+11.13%；1-8月挖机出口共73553台，同比+12.79%。挖机出口增速由负转正，海外市场景气进一步提升。

图 21：2020-2025M1-8 我国挖机月度出口销量（台）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 22：2019-2025M1-8 我国挖机出口累计销量（台）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 5：国挖机出口销量（台）及同比变化（%）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	累计	同比（%）
2019年	1614	1459	2377	2037	2153	2695	2156	2277	2617	2157	2157	2917	26616	--
2020年	2184	2371	2798	2055	2223	2901	2857	2863	3436	3439	3403	4211	34741	30.53%
2021年	3575	3743	6058	5472	5150	6135	5016	5726	6151	6356	6430	8615	68427	96.96%
2022年	7325	7431	10529	8502	8445	9734	8689	8980	10667	9151	9282	10718	109453	59.96%
2023年	7006	9958	11679	9259	10217	9668	7494	7436	8020	7788	7440	9073	105038	-4.03%
2024年	6,955	6,771	9,792	8,040	9,306	8,942	7,456	7,953	8,221	8,525	8,570	10057	100,588	-4.24%
2025M1-8	7,107	7,630	10,073	9,595	9,810	10,668	9,832	8,838	--	--	--	--	--	12.79%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

2.2 国内：以工代赈，内需有望延续复苏态势

我国工程机械行业在水利建设、高标准农田建设等国家战略级结构性基建项目驱动下，正逐渐走出周期底部。展望后续，伴随雅下水电站、新藏铁路等大型基建项目开工，国内需求有望延续复苏态势。

雅下水电站开工，贡献设备增量。2025年7月19日，国务院总理李强出席雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式，并宣布工程正式开工。雅下水电站工程主要采取截弯取直、隧洞引水的开发方式，建设5座梯级电站，总投资约1.2万亿元。同日，中国雅江集团有限公司获批组建，由国务院国有资产监督管理委员会代表国务院履行出资人职责，列入国务院国有资产监督管理委员会履行出资人职责的企业名单，用来保障雅下水电工程顺利建设运营。目前项目处于建设初期，主要以土方工程和隧洞建设为主，我们预计未来5-10年为设备采购和施工高峰期，将贡献大量的设备需求。

新藏铁路项目加速推进，有望直接拉动行业需求。2025年8月7日，新藏铁路有限公司成立，注册资本950亿元，由国铁集团全资持股。新藏铁路线路北起新疆维吾尔自治区和田地区藏桂站，南至西藏自治区拉萨市的拉萨站，是继青藏铁路、川藏铁路之后的第三条进藏战略通道。伴随项目开工建设，有望直接带动工程机械行业需求。

农村公路建设及升级，将有效带动工程机械需求。2025年8月6日交通运输部、财政部、自然资源部印发《新一轮农村公路提升行动方案》。方案指出到2027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、安全生命防护工程15万公里，改造危旧桥梁9000座，建制村通公交率达55%以上。农村公路建设及升级将带动挖掘机、重型设备等工程机械需求。

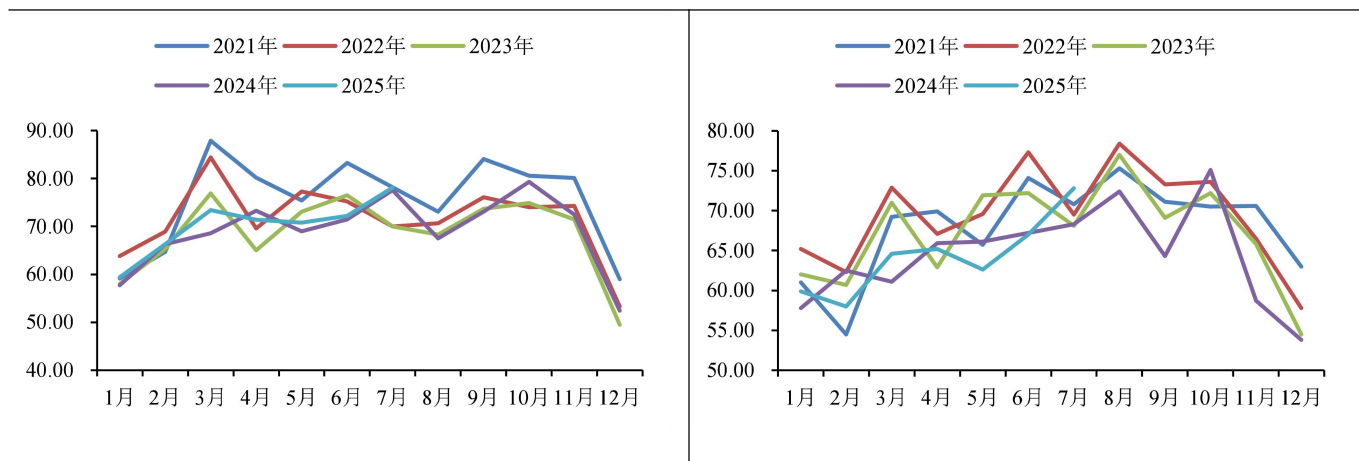
2.3 出口：结构性景气，下半年有望增长10%+

从出口数据看：2025年7月份我国工程及西俄出口额375.38亿元，同比增长20%。1—7月累计出口额2405.11亿元，同比增长12%。从主要工程机械产品进出口贸易情况来看，对俄罗斯、美国、印度尼西亚出口金额排名位列前三，其次为巴西、沙特阿拉伯、印度、阿联酋、澳大利亚、日本、越南。相较2025年1—6月的排名，巴西上升至第四。澳大利亚上升至第八，沙特阿拉伯下降至第五，日本下降至第九。

分市场看：2025年上半年，新兴市场受基础建设和能源矿业开采拉动需求影响，市场需求良好。欧洲市场自4月起行业量止跌回升，受欧洲基建加速和电动化渗透率提升的影响，预计下半年将继续小幅复苏。行业整体下半年出口有望保持10%以上增长。

从开工端看：欧洲2025年7月开工小时数为78.1，同比增长0.6%，开工小时数连续3个月保持同比增长；北美2025年7月开工小时数为72.8，同比增长6.6%，提升明显。

图 23：欧洲 2021 年-2025 年 1-7 月开工小时数（h/m） 图 24：北美 2021 年-2025 年 1-7 月开工小时数（h/m）

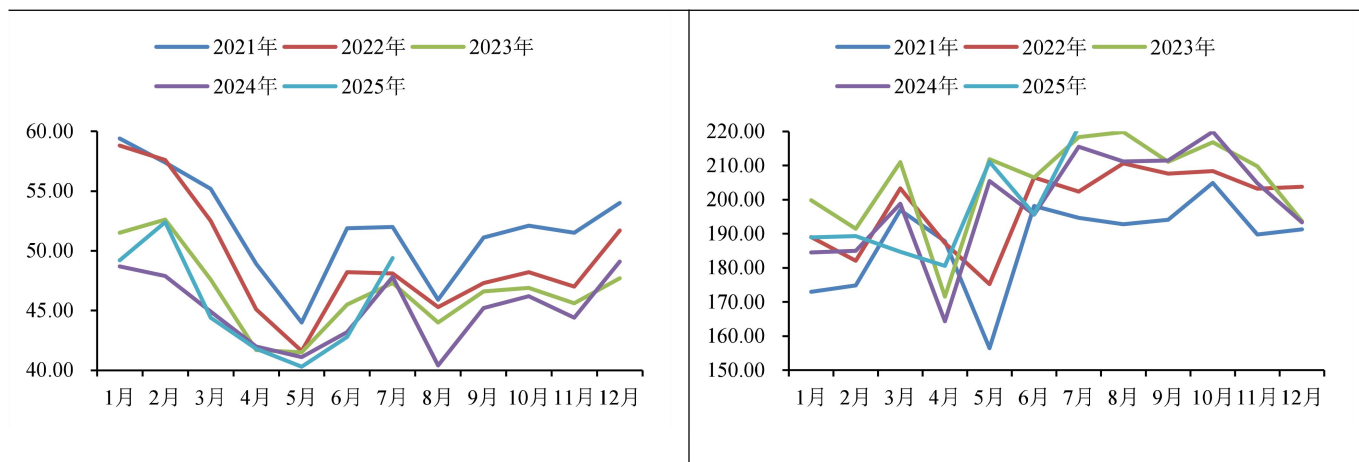


数据来源：Wind，华龙证券研究所

数据来源：Wind，华龙证券研究所

日本开工率低位运行，2025 年 7 月开工小时数为 49.4，同比+3.3%，仅次于 2021 年。展望四季度，伴随开工小时数季节性恢复，日本地区工程机械景气度有望提升；印尼开工小时数高位运行，2025 年 7 月开工小时数为 221.3，同比增长 2.7%，整体二季度开工小时数提升明显。

图 25：日本 2021 年-2025 年 1-7 月开工小时数（h/m） 图 26：印尼 2021 年-2025 年 1-7 月开工小时数（h/m）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

数据来源：Wind，华龙证券研究所

3 投资建议

工程机械行业 2025H1 业绩持续改善，营收利润双增，且利润增速高于营收增速。我们认为：行业内需受益于新一轮集中换新周期到来，以及雅下水电站、新藏铁路等大型项目开工，以工代赈有望助力行业内需向好。海外结构性景气，“一带一路”沿线国家的基础设施建设需求持续增长，带动出口增长。龙头企业凭借“技术升级+全球化布局”双引擎，海外市占率持续提升，中长期增长动能强劲。目前行业基本面右侧趋势明显，维

持“推荐”评级。

个股方向,我们认为以全球布局较为完善的龙头上市公司更具竞争力。建议关注:徐工机械(000425.SZ)、三一重工(600031.SH)、柳工(000528.SZ)、山推股份(000680.SZ)、恒立液压(601100.SH)、中际联合(605305.SH)、杭叉集团(603298.SH)、安徽合力(600761.SH)。

表 6: 重点关注公司及盈利预测

股票代码	股票简称	2025/09/15	EPS (元)				PE				投资评级
		股价 (元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
000425.SZ	徐工机械	9.76	0.51	0.68	0.83	1.04	17.6	14.4	11.8	9.4	增持
000528.SZ	柳工	11.07	0.68	0.95	1.26	1.61	28.1	11.5	8.7	6.8	未评级
000680.SZ	山推股份	9.48	0.73	0.90	1.08	1.27	19.0	10.7	9.0	7.6	未评级
600031.SH	三一重工	20.66	0.71	1.02	1.27	1.55	30.9	20.7	16.6	13.6	未评级
600761.SH	安徽合力	20.75	1.59	1.85	2.22	2.03	12.3	11.2	9.4	10.2	买入
601100.SH	恒立液压	91	1.87	2.16	2.43	2.66	28.3	42.1	37.5	34.2	增持
603298.SH	杭叉集团	25.09	1.54	1.70	1.91	2.15	13.6	14.8	13.2	11.7	未评级
605305.SH	中际联合	37.51	1.48	2.14	2.65	3.19	29.1	17.9	14.5	12.0	未评级

数据来源: Wind, 华龙证券研究所(未评级个股盈利预测数据来自 Wind 一致预期, 安徽合力 2027 年盈利预测来自 Wind 一致预期)

4 风险提示

4.1 经济波动风险

工程机械行业与宏观经济周期密切相关,若宏观经济低迷或出现较大波动,可能对行业发展不利。

4.2 市场竞争风险

工程机械行业竞争程度较为激烈,如相关公司不能在优势产品上持续保持核心竞争力,并及时调整产业布局,就有可能在未来市场竞争中处于不利地位。

4.3 原材料价格风险

产品销售定价和原材料采购之间存在时间差,若期间原材料成本大幅上涨,而相关公司又无法将上涨的成本及时向下游客户转移,则会对盈利能力产生不利影响。

4.4 国际贸易政策趋紧风险

国际贸易政策趋紧，尤其是北美、澳洲等地政策多变，工程机械行业的海外市场拓展亦面临一定不确定性。

4.5 汇率波动风险

随着上市公司国外业务规模的不断增长，海外市场汇率的变动将对公司的经营业绩产生影响。

免责及评级说明部分

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知道的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街 189 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层 邮编：518046