

【工程机械】2026年度策略： 国内外共振向上，重点关注海外行业景气度复苏

首席证券分析师：周尔双
执业证书编号：S0600515110002
zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师：黄瑞
执业证书编号：S0600525070004
huangr@dwzq.com.cn

2025年12月8日

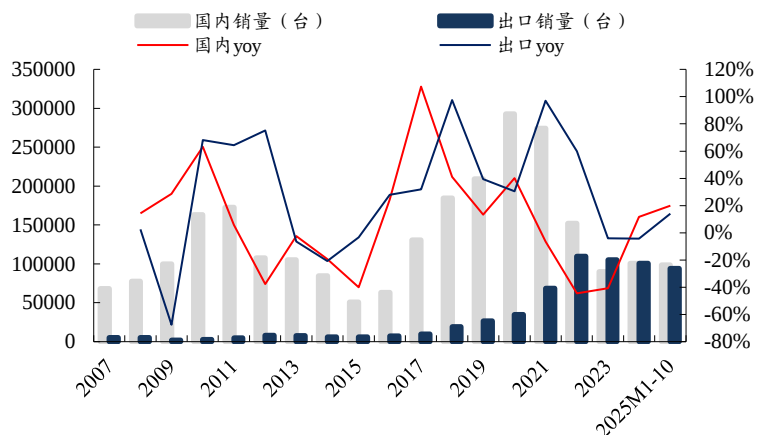
请务必阅读正文之后的免责声明部分

- ◆ **2025年工程机械板块国内全面复苏&出口温和复苏，收入端逐步加速。** 2025年1-10月国内挖机累计销量同比+19.6%，1-10月国内汽车/履带/随车/塔吊起重机累计销量同比分别-2.8%/+22.9%/+5.9%/-30.6%，相较于2024年明显好转，国内工程机械进入全面复苏阶段。海外来看，2025年1-10月挖掘机出口累计销量同比+14.5%，开始温和复苏。国内外共振作用下，板块收入端加速回暖，2025年前三季度，工程机械板块收入端同比增长12%。
- ◆ **规模效应显现&降本增速持续推进，板块盈利能力继续提升。** 上一轮周期中板块整体产能扩张，因此周期底部阶段板块产能利用率较低，以三一重工为例，2024年公司挖掘机产能利用率仅42%。25年以来随着行业需求回暖，板块产能利用率回升，固定成本摊薄对利润的正面提升作用开始显现。且板块降本增效持续推进，板块盈利能力明显提升。2025年前三季度三一重工/徐工机械/中联重科销售净利率同比分别+2.4/+0.1/+0.8pct。
- ◆ **展望2026年：（1）国内市场：**根据保有量测算&周期更新替换理论，2025-2028年国内挖机需求年均同比增速在30%以上，本轮周期应于2028年见顶，顶部销量达到25万台。但2025年实际销量表现不如理论值，我们判断主要系资金到位率影响了需求到销量的转化。2025年国内挖机销量仍以小挖为主，主要系小挖对应的中央特别国债充裕，但中大挖对应的地方债的开工到位情况较差。因此我们判断，在资金到位的扰动下，此轮周期将呈现斜率较低但周期较长的特征，整体呈现温和复苏态势。**（2）出口市场：**海外挖机销量同样存在周期扰动，海外需求自2021年见顶后已连续下滑4年（2022-2025年），主要扰动因素为美联储利率周期。我们判断，在美联储降息周期下，海外需求有望于2026年进入新一轮上行周期，行成国内外共振局面。
- ◆ **投资建议：**工程机械为典型周期行业，判断周期位置为核心。当前国内外正处于上行周期起点，我们判断未来2-3年板块利润增速约20%+，核心标的2026年利润对应当前估值仅10-16X，建议重点配置。
- ◆ **风险提示：**行业周期波动；基建及地产项目落地不及预期；政策不及预期；地缘政治加剧风险

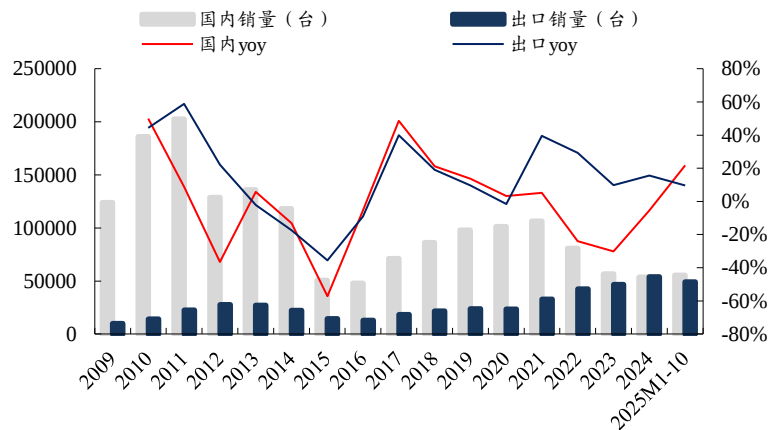
1. 2025年回顾：国内全面复苏&出口回暖，收入提速

- ◆ 行业端表现：①分品类：挖机开始加速回暖，非挖底部拐点向上；②分地区：国内外共振，海外需求尚未转正但凭借市占率提升获得超预期增长。

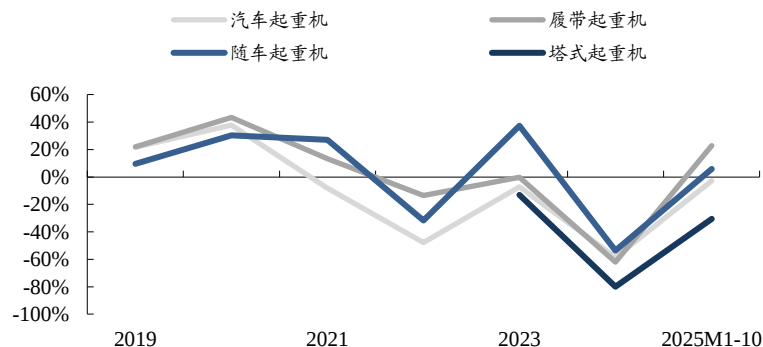
图：2007-2025M1-10挖掘机国内外销量



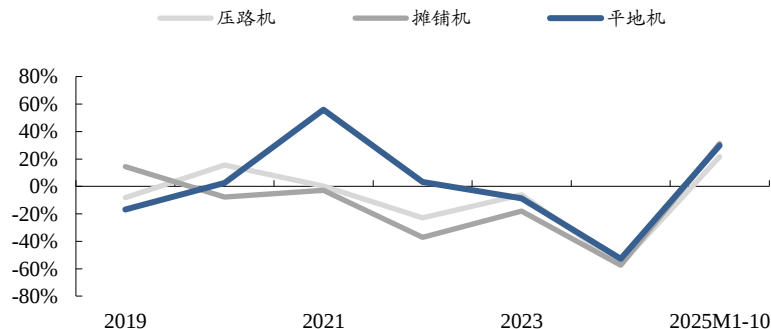
图：2007-2025M1-10装载机国内外销量



图：2007-2025M1-10起重机销量增速情况



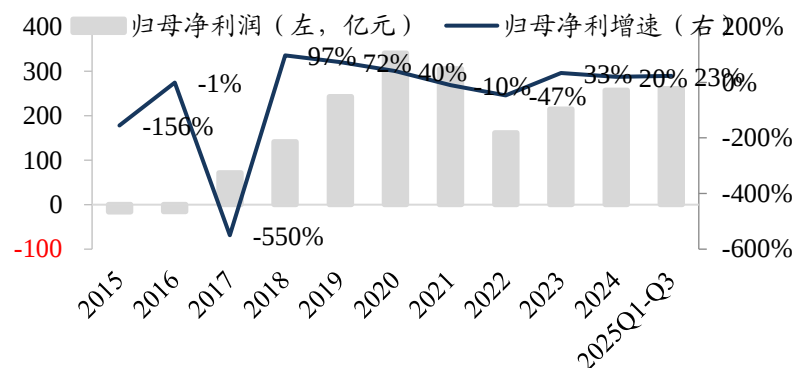
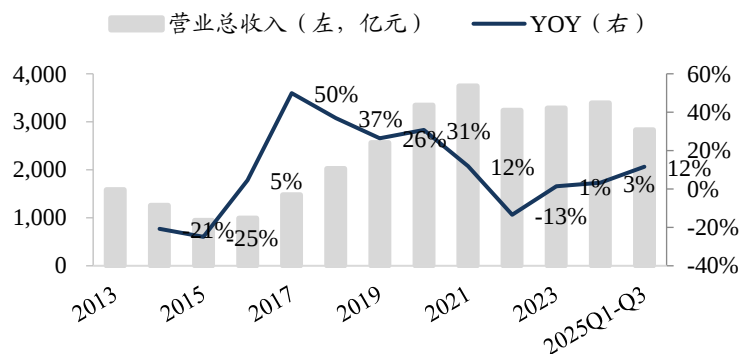
图：2007-2025M1-10路面机械销量增速情况



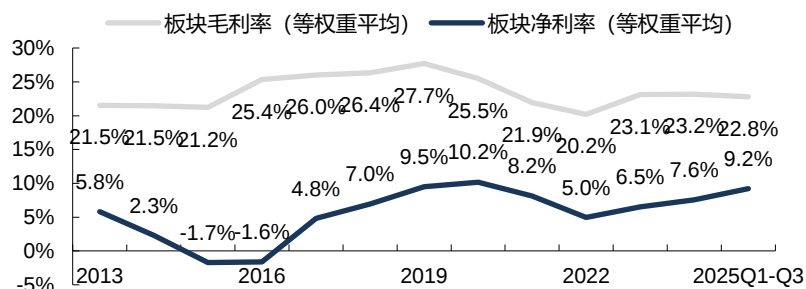
1. 2025年回顾：板块收入提速，盈利能力持续提升

- 收入端：国内外周期共振，板块收入端增速持续提升，2023/2024/2025Q1-Q3板块收入增速分别为1%/3%/12%。
- 利润端：2025Q1-Q3板块归母净利润同比+24%，毛利率/净利率同比分别-0.7/+0.9pct，盈利能力持续提升（毛利率下滑主要系会计准则影响）。费用率下降体现出上行周期中，经营杠杆带来的规模效应。

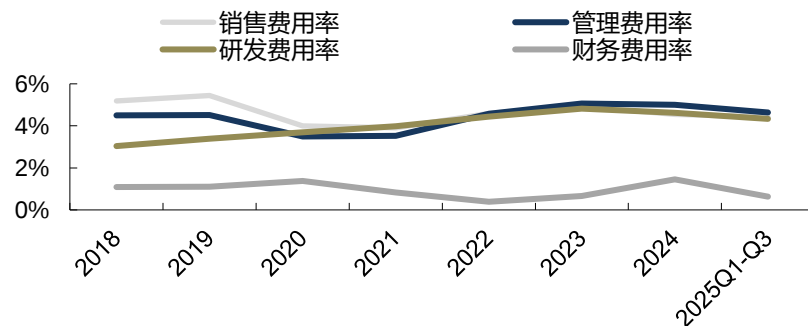
图：2025Q1-Q3工程机械板块收入2834亿元，同比+12% 图：2025Q1-Q3工程机械板块净利润261亿元，同比+23%



图：2025Q1-Q3工程机械板块毛利率/净利率同比分别-0.7/+0.9pct



图：2025Q1-Q3工程机械板块期间费用率为14.0%，同比下降1.0pct



1. 2025年板块总结：头部厂商国内毛利率明显提升

- ◆ 国内客观情况：①小挖占比高；②竞争没有加剧但并没有缓解；③原材料价格稳定。
- ◆ 国内毛利率提升原因：销量提高带来的规模效应，例如某挖机龙头2025H1国内挖机毛利率同比+1.6pct。
- ◆ 往后展望，国内应重视产能利用率提升带来的利润弹性。

图：三一、徐工、中联的国内毛利率开始上行

国内毛利率	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
三一重工	31.37%	26.73%	21.92%	22.96%	20.78%	21.91%
徐工机械	16.93%	16.02%	19.32%	21.16%	20.19%	20.29%
中联重科	29.42%	23.62%	21.77%	24.66%	24.06%	24.11%
柳工	20.14%	16.60%	13.07%	15.88%	17.38%	15.82%
山推股份	11.38%	12.35%	8.01%	10.92%	10.76%	10.34%
恒立液压	44.69%	44.85%	42.02%	42.71%	42.74%	/
艾迪精密	40.47%	33.82%	28.15%	31.75%	27.75%	25.31%

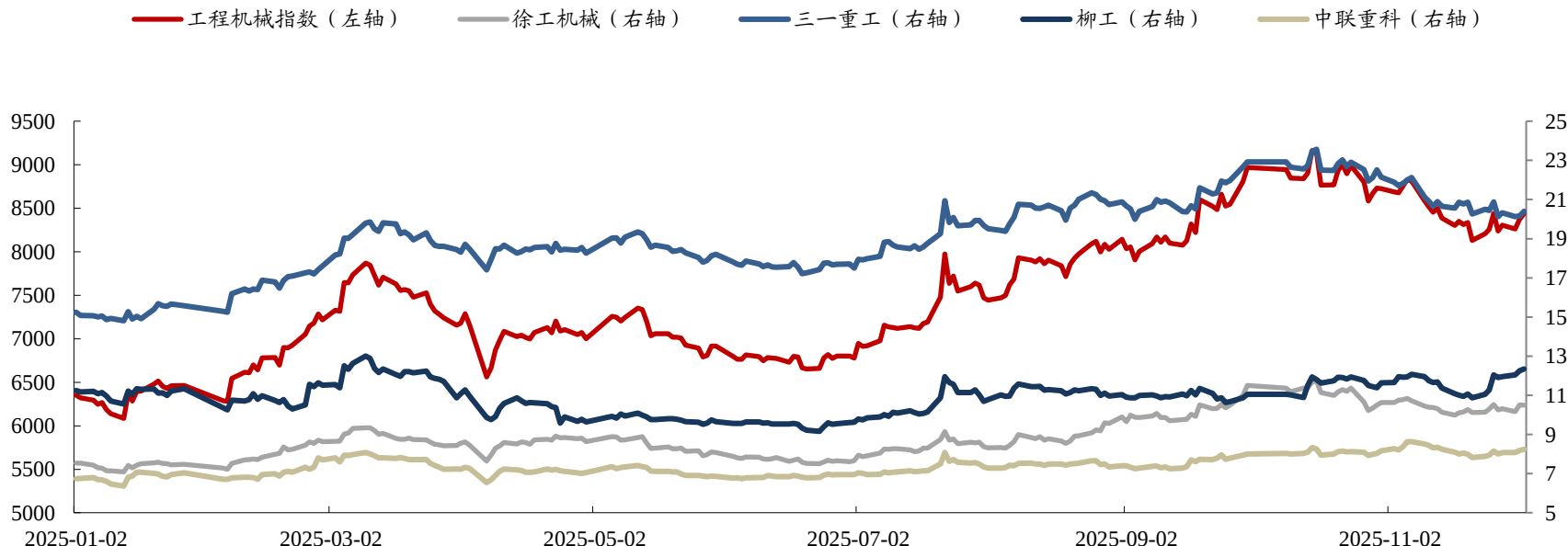
图：三一重工各产品产能及利用率情况

	截至12月31日止年度								
	2022年			2023年			2024年		
	设计产能(台)	实际产量(台)	利用率(%)	设计产能(台)	实际产量(台)	利用率(%)	设计产能(台)	实际产量(台)	利用率(%)
挖掘机械	112,000	84,435	75.4	125,000	44,589	35.7	150,000	62,517	41.7
混凝土机械	44,000	24,373	55.4	45,000	21,691	48.2	49,000	17,563	35.8
起重机械	26,400	9,985	37.8	29,400	9,341	31.8	29,400	7,647	26.0
桩工机械	3,000	1,003	33.4	3,000	538	17.9	3,000	719	24.0
路面机械	8,400	4,767	56.8	8,400	4,173	49.7	8,400	3,786	45.1
总计/合计	193,800	124,563	64.3	210,800	80,332	38.1	239,800	92,232	38.5

1. 2025年回顾：板块涨幅和利润增幅匹配，龙头领涨

- 2025/1/1-2025/11/20，板块涨幅30%，与板块利润增幅基本一致。年内行情主要集中在2月以及8-9月，2月行情主要由“春季躁动”驱动，8-9月主要系业绩驱动。
- 个股涨幅分化较大，龙头领涨：2025/1/1-2025/11/20，三一重工/徐工机械/中联重科/柳工涨跌幅分别为+37%/+36%/+19%/-2%，相应地四家前三季度利润增速分别为+47%/+12%/+25%/+10%，其中徐工机械呈现出超出业绩表现的涨幅，主要系股权激励&矿山业务拔估值。

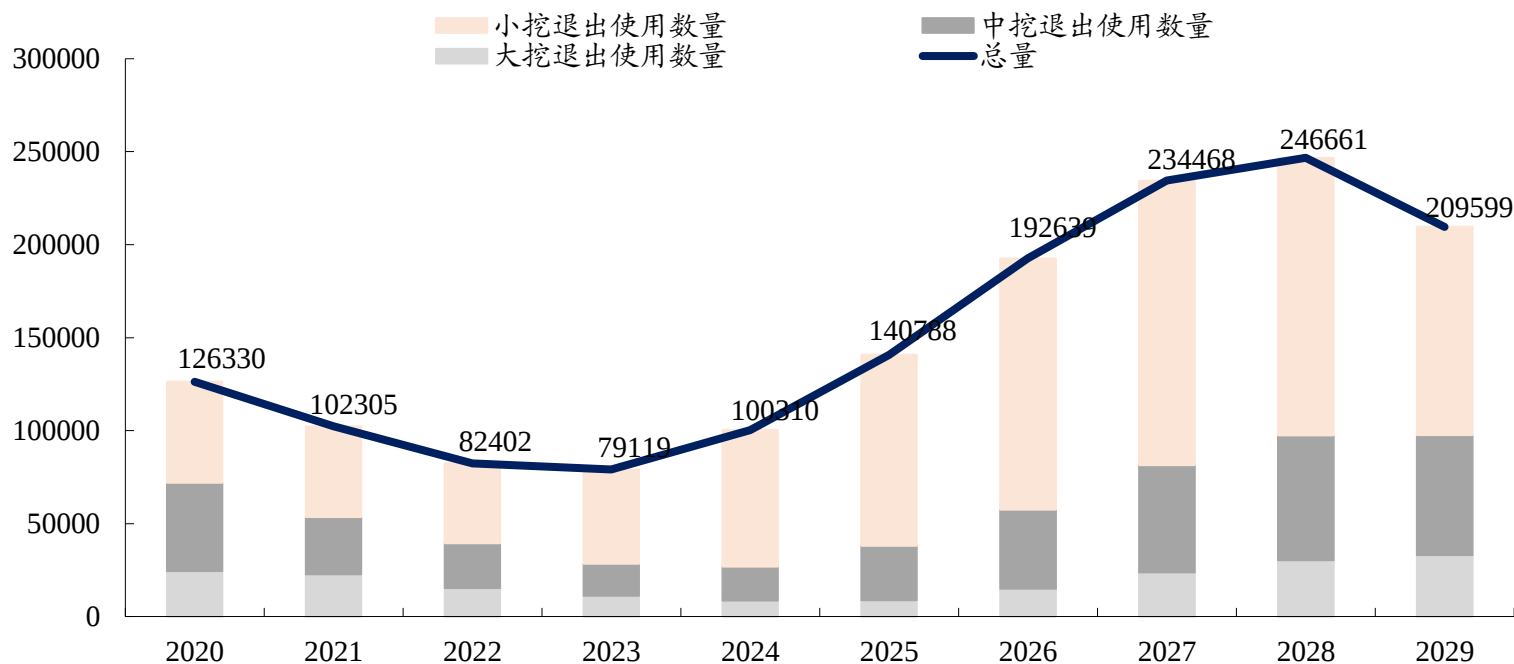
图：年初至今板块股价表现



2.1 2026年国内预测：挖机温和复苏，资金到位率是关键

- ◆ 根据周期更新替换理论，本轮周期将于2028年到达周期高点，高点挖机销量将达到25万台。考虑到不同规格挖机在获得成本及使用寿命上有所不同，我们按照小/中/大挖平均寿命分别为6-8年、7-9年、8-10年来进行测算，并假设退出比例为30%/30%/40%，例如小挖在使用6年后退出30%，使用7年后退出30%，使用8年后退出40%。挖机退出使用数量就约等于新增需求，按照以上测算，我们认为本轮周期将于2028年达到周期高点，高点的挖机销量约25万台，与2024年内销10万台相比还有150%上行空间。

图：年初至今板块股价表现（单位：台）



2.1 2026年国内预测：挖机温和复苏，资金到位率是关键

- ◆我们对国内挖机保有量进一步进行测算：
- ◆结构分析：按照大挖90%矿山占比，小挖60%农村市政占比，基建地产需求基建60%，地产40%的结构拆分，2024年的152万挖掘机保有量中，纯地产需求保有量约32万台。
- ◆悲观假设：（1）地产假设未来投资量减半，矿山和基建维持年复合5%左右增速，农村市政保有量维持年复合10%增速。
- ◆结论：未来5年的维度来看，保有量依然会达到187万台左右（未考虑利用小时下降）。而此时，地产需求占比将会收缩至不到10%，这一比例和海外非常接近。

单位：台	大挖 90%矿山，10%基建		中挖 60%基建，40%地产	小挖 60%农村市政		总保有量
总保有量	200184		426173	894702		1521059
分离矿山需求	矿山 180166	基建 20018	基建+地产 426173	基建地产+农村市政 894702		
分离农村市政需求	矿山 180166	基建 20018	基建+地产 426173	基建地产 357881	农村市政 536821	
归集基建地产需求	矿山 180166	基建+地产 (小+中+大，基建60%，地产40%) 804072			农村市政 536821	
按下游场景分类 矿山+基建+地产+农村市政	矿山 180166	基建 482443	地产 321629		农村市政 536821	
地产悲观预期 (设地产挖机需求量减半)	180166	482443	160814		536821	
五年增量 (假设矿山&基建CAGR=5%，农村市政CAGR=10%)	229942	615734	160814		864556	1871046 CAGR=4.2%

2.1 26年国内预测：挖机温和复苏，资金到位率是关键

*以上更新替换利润+保有量测算均证明国内市场需求不缺，但销量表现没有理论展现的那么强劲，问题出在资金和开工上。

(1) 销量端：2025年1-10月国内挖机销量同比+20%，其中小中大挖销量同比分别+24%/+10%/+1%，结构上依然是以小挖带动为主，且中大挖没有展现强劲的替换需求。

图：2025年1-10月国内挖机销量同比+20%

	销量（台）				占比				yoy			
	小	中	大	合计	小	中	大	合计	小	中	大	合计
202401	4045	717	659	5421	75%	13%	12%	100%	73%	14%	41%	58%
202402	4379	856	602	5837	75%	15%	10%	100%	-45%	-61%	-55%	-49%
202403	11497	2169	1522	15188	76%	14%	10%	100%	21%	-16%	-17%	9%
202404	8229	1520	1033	10782	76%	14%	10%	100%	28%	-11%	-25%	13%
202405	6245	1387	886	8518	73%	16%	10%	100%	41%	20%	-13%	29%
202406	5414	1272	975	7661	71%	17%	13%	100%	36%	14%	-3%	26%
202407	4657	1006	791	6234	72%	16%	12%	100%	40%	-2%	5%	22%
202408	4675	1036	983	6694	70%	15%	15%	100%	26%	-6%	17%	18%
202409	5509	1129	972	7610	72%	15%	13%	100%	25%	9%	19%	22%
202410	6385	1027	854	8266	77%	12%	10%	100%	29%	3%	1%	22%
202411	7012	1160	848	9020	78%	13%	9%	100%	28%	3%	-3%	21%
202412	7046	1204	1062	9312	76%	13%	11%	100%	27%	6%	11%	22%
2024年合计	75093	14483	11187	100763	75%	14%	11%	100%	21%	-8%	-8%	12%
202501	4162	762	480	5405	77%	14%	9%	100%	3%	6%	-27%	1%
202502	9131	1616	895	11640	78%	14%	8%	100%	109%	89%	49%	99%
202503	15416	2547	1577	19540	79%	13%	8%	100%	34%	17%	4%	29%
202504	9630	1733	1184	12547	77%	14%	9%	100%	17%	14%	15%	16%
202505	6387	1094	911	8392	76%	13%	11%	100%	2%	-21%	3%	-1%
202506	6012	1156	968	8136	74%	14%	12%	100%	11%	-9%	-1%	6%
202507	5428	1074	804	7306	74%	15%	11%	100%	17%	7%	2%	17%
202508	5891	1036	767	7693	77%	13%	10%	100%	26%	0%	-22%	15%
202509	7123	1196	928	9247	77%	13%	10%	100%	29%	6%	-5%	22%
202510	6523	1095	850	8468	77%	13%	10%	100%	2%	7%	0%	2%
2025年1-10月	75703	13309	9363	98374	77%	14%	10%	100%	24%	10%	1%	20%

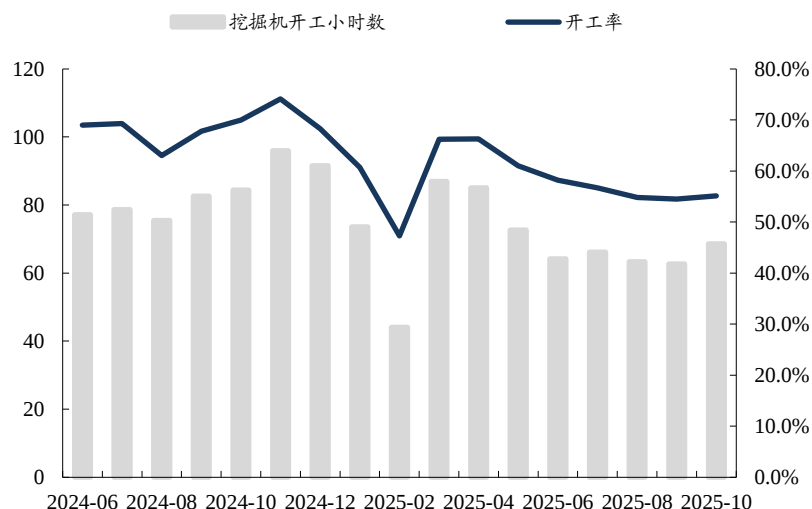
2.1 26年国内预测：挖机温和复苏，资金到位率是关键

■ （2）开工端：表现低迷，销量与开工之间的矛盾主要有以下几个原因：

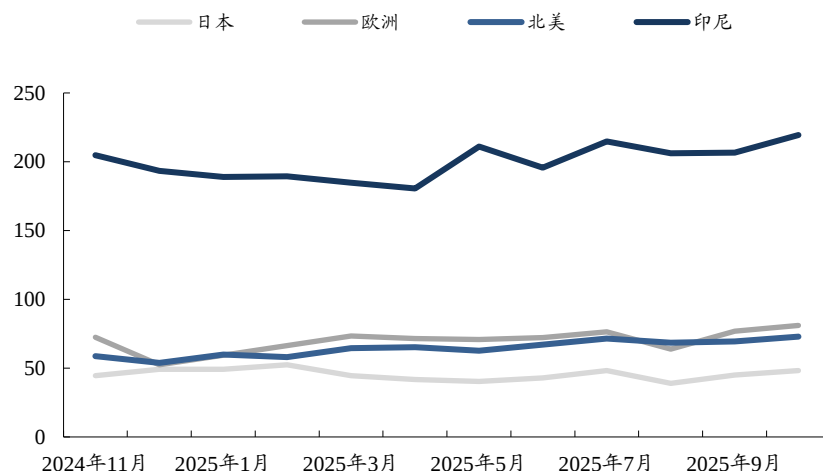
①挖机需求结构影响：小挖下游主要系零散工况，中大挖大多为地产、基建、矿山等集中开工场景，小挖开工小时数（约4-5h）天然低于中大挖（平均10h以上）。参考欧美日和印尼的月平均开工小时，小挖占比较高的欧美日开工小时远低于中大挖占比高的印尼。

②存量设备数量过多：存量设备数量远超实物工作量，主要受到排放法规/置换补贴/政策导向等方面影响，因此存量设备多并不影响新机销售。

图：国内挖掘机开工小时数不振



图：小松数据显示发达国家挖机开工天然低于欠发达市场（单位：小时）



2.1 26年国内预测：挖机温和复苏，资金到位率是关键

- 国内市场由资金主导：2024年以来京津冀地区平均增速远高于其他地区，主要系2023年底增发的万亿国债发挥作用。根据国务院新闻办的发言，23年底增发的万亿国债专门支持以京津冀为重点的华北地区等灾后恢复重建。具体领域来看，超过一半用于防洪排涝等相关水利设施建设，20%用于京津冀灾后重建，与小挖需求高相对应。

图：2024年以来国内各省份挖机销售情况

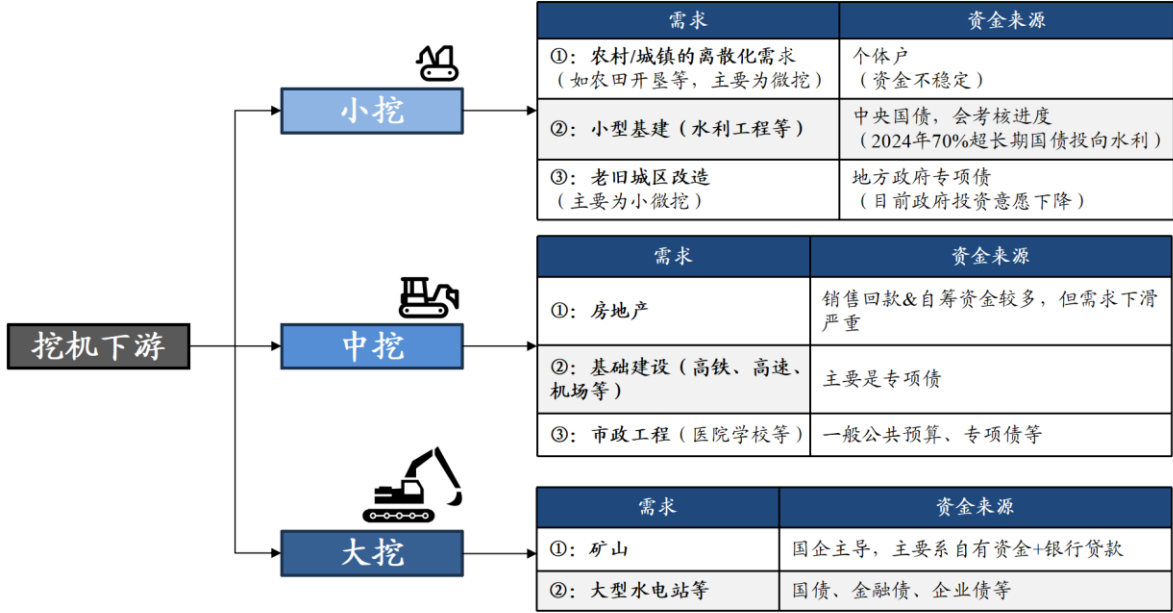
	2024M1	2024M2	2024M3	2024M4	2024M5	2024M6	2024M7	2024M8	2024M9	2024M10	2024M11	2024M12	2025M1	2025M2	2025M3	2025M4	2025M5
北京	469%	-14%	54%	91%	42%	56%	25%	45%	13%	66%	44%	68%	20%	133%	71%	21%	-6%
天津	111%	-54%	42%	97%	32%	325%	83%	70%	50%	54%	25%	156%	-37%	210%	76%	51%	86%
河北	70%	-29%	44%	42%	211%	191%	96%	37%	12%	4%	31%	25%	7%	111%	63%	22%	-52%
山西	28%	-62%	-9%	67%	47%	31%	-7%	6%	-3%	-3%	-8%	-17%	3%	104%	7%	-12%	-22%
内蒙古	6%	-61%	2%	-5%	3%	14%	4%	2%	26%	-6%	-14%	9%	-9%	66%	-7%	1%	-32%
辽宁	56%	-59%	-8%	-12%	-4%	-8%	45%	11%	6%	34%	70%	45%	39%	127%	49%	29%	33%
吉林	35%	-73%	-38%	26%	79%	1%	57%	24%	23%	21%	102%	49%	39%	125%	53%	15%	-23%
黑龙江	259%	-26%	51%	92%	202%	144%	156%	193%	115%	79%	117%	189%	-6%	217%	102%	39%	-1%
上海	100%	-57%	3%	29%	-6%	6%	26%	-16%	-17%	18%	36%	26%	13%	114%	11%	57%	0%
江苏	43%	-48%	4%	5%	0%	-15%	-5%	-18%	1%	9%	1%	13%	-5%	85%	3%	-12%	15%
浙江	34%	-63%	-1%	3%	8%	-7%	-5%	-11%	7%	-10%	-6%	-15%	-4%	103%	20%	27%	13%
安徽	-2%	-61%	0%	-1%	25%	34%	-6%	-1%	2%	21%	36%	46%	33%	133%	16%	13%	6%
福建	105%	-43%	1%	-9%	27%	-2%	18%	22%	1%	-4%	5%	31%	-22%	50%	39%	44%	24%
江西	76%	-50%	22%	-3%	41%	4%	46%	36%	7%	-5%	1%	1%	-35%	86%	-12%	-4%	-31%
山东	3%	-58%	-10%	-19%	26%	39%	10%	6%	34%	28%	18%	33%	30%	90%	36%	51%	13%
河南	32%	-53%	2%	14%	41%	27%	8%	2%	21%	42%	1%	18%	46%	110%	45%	15%	4%
湖北	44%	-59%	45%	38%	13%	25%	25%	26%	65%	25%	42%	72%	6%	146%	14%	-2%	2%
湖南	59%	-55%	-2%	19%	11%	15%	45%	57%	34%	43%	70%	2%	5%	102%	33%	17%	-1%
广东	136%	-58%	7%	-6%	2%	18%	17%	-12%	18%	8%	26%	29%	-34%	91%	45%	8%	4%
广西	100%	-32%	35%	50%	72%	78%	86%	112%	65%	50%	42%	25%	-7%	67%	-2%	-8%	-25%
海南	128%	-25%	-9%	41%	-8%	67%	66%	56%	187%	298%	93%	113%	12%	224%	136%	95%	105%
重庆	84%	-41%	2%	-15%	12%	39%	12%	60%	8%	6%	35%	1%	-14%	71%	16%	47%	53%
四川	27%	-48%	44%	7%	29%	31%	44%	43%	35%	30%	11%	1%	29%	114%	24%	29%	10%
贵州	32%	-53%	-16%	17%	-14%	-14%	3%	11%	24%	57%	29%	65%	-5%	125%	22%	3%	18%
云南	156%	-27%	8%	10%	19%	24%	-2%	26%	28%	46%	34%	43%	-4%	109%	44%	23%	29%
西藏	164%	27%	26%	27%	27%	1%	11%	-29%	-41%	-12%	-8%	-20%	-21%	-24%	24%	1%	0%
陕西	4%	-61%	7%	17%	43%	16%	28%	39%	21%	31%	4%	26%	7%	119%	23%	-1%	-23%
甘肃	19%	-53%	2%	9%	12%	27%	15%	45%	49%	21%	-12%	-16%	-3%	123%	31%	40%	33%
青海	67%	-42%	43%	20%	17%	5%	4%	16%	9%	11%	-6%	13%	83%	111%	49%	105%	44%
宁夏	173%	-8%	12%	3%	58%	26%	38%	40%	0%	34%	15%	31%	-27%	59%	49%	38%	7%
新疆	80%	-24%	8%	18%	11%	17%	29%	8%	22%	3%	11%	11%	-17%	87%	57%	20%	18%
出口	-1%	-32%	-16%	-13%	-9%	-8%	-1%	7%	3%	9%	15%	11%	2%	13%	3%	19%	5%
合计	19%	-41%	-2%	0%	6%	5%	9%	12%	11%	15%	18%	16%	1%	53%	18%	18%	2%
京津冀平均增速	217%	-32%	47%	77%	95%	191%	68%	50%	25%	41%	33%	83%	-3%	151%	70%	31%	9%
其他地区平均增速	73%	-45%	8%	16%	28%	23%	27%	27%	27%	31%	27%	29%	5%	105%	33%	24%	10%

数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

2.1 26年国内预测：挖机温和复苏，资金到位率是关键

- **资金如何影响销量：**根据草根调研，此轮周期承包商往往对预付款/进度款有较高要求，否则不会买设备进场。因此我们可以看出，2024年以来小挖的表现远好于中大挖，核心原因在于小挖的下游水利工程的资金方为中央下发的特别国债，下发后对资金投向、开工时间、资金使用进度等有较高的要求。但中大挖表现较差主要为**地方债从2023年开始加码用于偿还拖欠企业账款、PPP欠款、土地储备**。所以2025年看似是4.4万亿元的新增地方债，实际上能够形成实物工作量的部分只有2.3万亿元，截至到Q3使用了不到2万亿元。
- **后续如何判断资金状况：**如果宏观经济变化不大的话，最根本的还是要看政策支持。2024和2025年分别新增1万亿元和1.3亿元超长期特别国债，25年发行于10月结束，主要用于“两重两新”。根据新闻稿，以上资金主要用于支持沿**长江交通基础设施、农业转移人口市民化、高标准农田、城市地下管网、“三北”工程**等一批重大项目建设，因此2026年的小挖需求无需担忧。中大挖的弹性主要看房地产的复苏状况以及大型项目的开工进度。

图：挖机不同下游有不同的资金来源



2.1 26年国内预测：挖机温和复苏，资金到位率是关键

- 对比欧/美/日/印尼的人均挖机销量可以看出，国内挖机需求无忧，长期还有很大成长空间，但受制于短期资金面不到位因此只能是温和复苏态势。
- 总结来说国内挖掘机大行情需要宏观周期+产品周期共振，宏观周期指经济刺激，产品周期指更新替换/以旧换新等。2024-2025年为产品周期行情，尚未行成共振局面。因此在宏观经济没有明显变化情况下。我们判断此轮周期斜率更加平缓，但周期长度也更长。

图：不同国家挖掘机人均销量情况（单位：台/万人）

挖机人均销量	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
北美	1.99	2.30	2.32	1.83	2.52	3.05	3.50
日本	3.82	4.08	4.23	4.41	4.27	4.18	4.28
中国	0.93	1.31	1.48	2.07	1.94	1.08	0.64
印度	0.11	0.16	0.12	0.10	0.14	0.15	0.15
印度尼西亚	0.29	0.45	0.31	0.21	0.55	0.77	0.53

2.1 26年国内预测：非挖底部拐点向上，关注电动化渗透率提升

■ 非挖板块全面复苏，但细分仍有差异。

(1) **起重机**：汽车起重机和履带起重机表现优于随车起重机和塔式起重机，主要系下游应用景气度不同所致。汽车和履带下游约30%是风电，受益于风电抢装增速较快。随车下游应用较散，包括物流运输、小型基建、应急救援、农村作业等场景，与小挖应用类似，走势也更像挖掘机。塔吊下游主要为地产，因此尚未止跌，但拐点明显。

(2) **路面机械**：下游和挖机类似。

图：非挖不同种类2024年以来国内销量增速表现

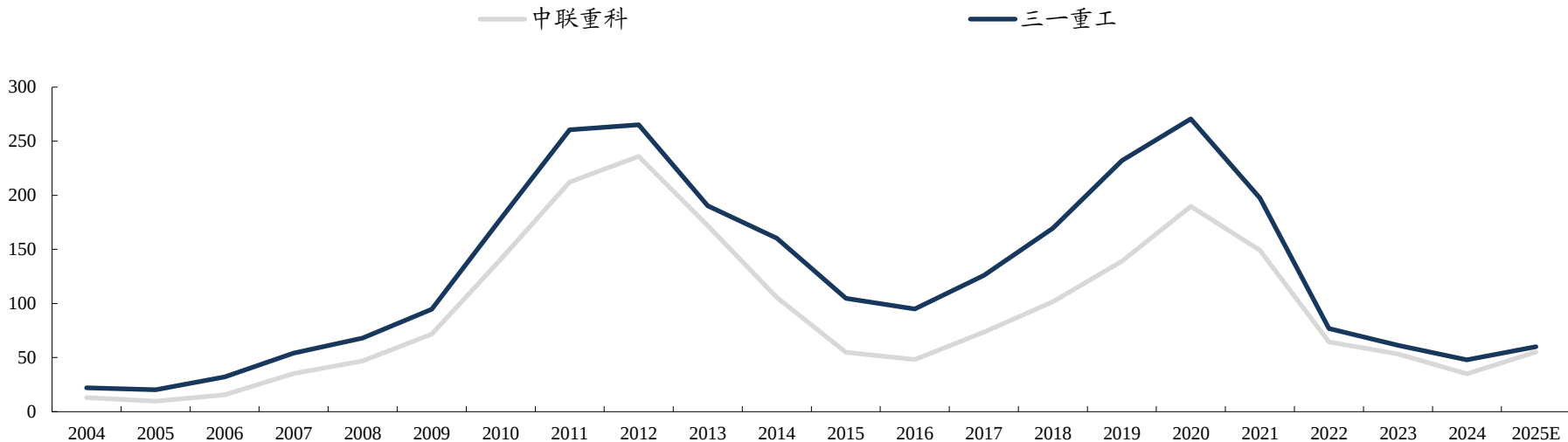
	汽车起重机	履带起重机	随车起重机	塔式起重机	压路机	摊铺机	平地机
2024M1	22%	40%	38%	-21%	-7%	-24%	74%
2024M2	-54%	-57%	-1%	-75%	-52%	-51%	-17%
2024M3	-31%	-40%	-17%	-59%	-19%	-16%	-1%
2024M4	-35%	-37%	-9%	-71%	-10%	-25%	7%
2024M5	-44%	-63%	-1%	-61%	-11%	-16%	9%
2024M6	-28%	-49%	2%	-70%	-14%	-34%	-1%
2024M7	-37%	-64%	-12%	-72%	-2%	-38%	38%
2024M8	-47%	-38%	-27%	-78%	3%	-9%	48%
2024M9	-50%	-32%	-13%	-70%	-21%	-16%	37%
2024M10	-47%	-41%	24%	-79%	-9%	-15%	22%
2024M11	-39%	-45%	11%	-67%	-13%	-5%	19%
2024M12	-27%	-13%	21%	-63%	-11%	40%	37%
2025M1	-38%	-41%	-2%	-68%	12%	37%	24%
2025M2	10%	17%	33%	-33%	55%	51%	62%
2025M3	-26%	18%	-6%	-59%	13%	20%	45%
2025M4	-3%	-7%	-18%	-52%	1%	55%	43%
2025M5	-3%	-3%	-28%	-58%	6%	34%	32%
2025M6	-8%	31%	20%	-60%	39%	96%	38%
2025M7	7%	72%	9%	-42%	24%	69%	8%
2025M8	28%	52%	24%	-29%	6%	38%	16%
2025M9	41%	67%	30%	-29%	45%	32%	6%
2025M10	42%	54%	2%	-17%	7%	9%	23%

2.1 26年国内预测：非挖底部拐点向上，关注电动化渗透率提升

■ 非挖板块全面复苏，但细分仍有差异。

（3）混凝土机械：2025年主机厂国内混凝土收入开始正增长，且转正时间节点&幅度优于起重机，混凝土25Q1部分企业就开始转正，但起重机到二三季度才开始显现。混凝土的超预期表现主要受益于电动混凝土搅拌车渗透率的提升，技术更新带来的更新换代需求旺盛。根据草根调研，2025年混凝土搅拌车的电动化率已经达到60%，油电差约20多万，不到一年即可回本。展望未来，当前混凝土搅拌车国内市场存量约30-33万台，存量电动化率仅有7%-8%，未来2-3年有望维持高增。

图：2025年主机厂国内混凝土收入开始正增长（单位：亿元）



2.2 26年出口预测：海外有望开启新一轮周期向上

- ◆ 10月挖机出口销量同比增长13%，1-10月挖机出口销量同比+14%，呈现加速回暖态势。分结构来看，出口挖机结构优于国内，中大挖占比高，尤其是非洲、印尼、南美等地区矿山对应的大挖需求旺盛，三一24年海外挖机毛利率比国内高10pct。
- ◆ 25年挖机出口结构的改善有望带来较大的利润预期差。

图：2025年1-10月出口挖机销量同比+14%

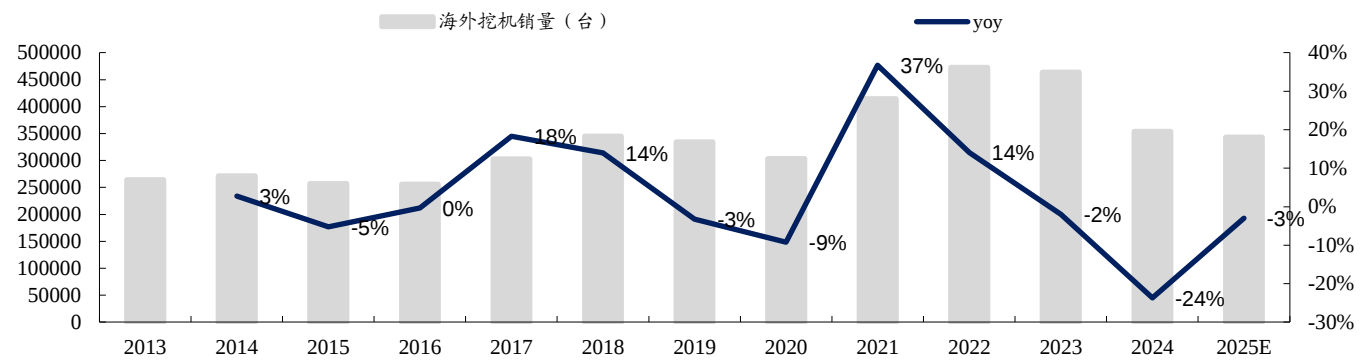
	销量（台）				占比				yoy			
	小	中	大	合计	小	中	大	合计	小	中	大	合计
202401	3277	2443	1235	6955	47%	35%	18%	100%	-4%	-2%	14%	0%
202402	3004	2519	1248	6771	44%	37%	18%	100%	-47%	-10%	-13%	-27%
202403	4694	3359	1739	9792	48%	34%	18%	100%	-28%	2%	-7%	-14%
202404	3653	2747	1640	8040	45%	34%	20%	100%	-23%	-3%	-4%	-12%
202405	4332	3262	1712	9306	47%	35%	18%	100%	-17%	-2%	1%	-8%
202406	4110	2964	1868	8942	46%	33%	21%	100%	-15%	-4%	5%	-7%
202407	3489	2684	1283	7456	47%	36%	17%	100%	-17%	31%	5%	4%
202408	3670	2683	1600	7953	46%	34%	20%	100%	-2%	19%	13%	8%
202409	3690	3173	1358	8221	45%	39%	17%	100%	-12%	33%	-6%	6%
202410	3665	3366	1493	8524	43%	39%	18%	100%	-2%	34%	-2%	12%
202411	3817	3180	1573	8570	45%	37%	18%	100%	13%	28%	1%	16%
202412	4139	4066	1852	10057	41%	40%	18%	100%	1%	33%	-3%	13%
2024年合计	45540	36446	18601	100587	45%	36%	18%	100%	-15%	12%	0%	-4%
202501	2796	2706	1460	6962	40%	39%	21%	100%	-15%	11%	18%	2%
202502	3535	2817	1420	7772	45%	36%	18%	100%	18%	12%	14%	15%
202503	4506	3608	1959	10073	45%	36%	19%	100%	-4%	7%	13%	3%
202504	3893	3624	2078	9595	41%	38%	22%	100%	7%	32%	27%	19%
202505	3871	3401	2312	9584	40%	35%	24%	100%	-11%	4%	35%	3%
202506	4192	3675	2801	10668	39%	34%	26%	100%	2%	24%	50%	19%
202507	4474	3166	2202	9832	46%	32%	22%	100%	28%	18%	72%	32%
202508	3743	2951	2112	8807	46%	32%	22%	100%	2%	10%	32%	11%
202509	4742	3236	2630	10609	46%	32%	22%	100%	29%	2%	94%	29%
202510	3823	3526	2279	9628	40%	37%	24%	100%	4%	5%	53%	13%
2025年1-10月	39574	32711	21254	93529	42%	35%	23%	100%	5%	12%	40%	14%

数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

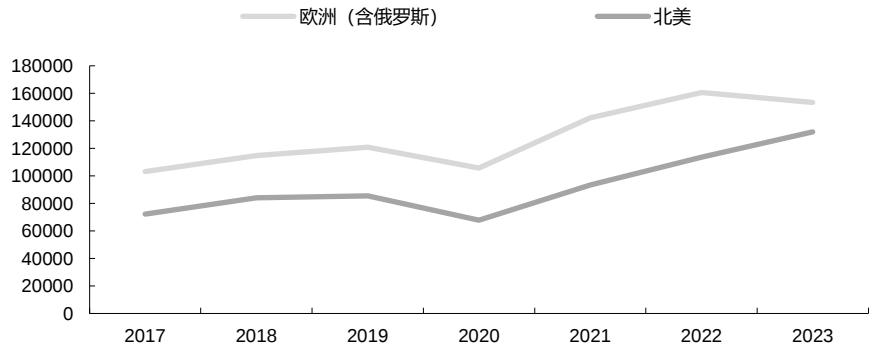
2.2 26年出口预测：海外有望开启新一轮周期向上

◆ 海外有望于2025年开启新一轮上行周期，与国内行成共振：复盘2013-2024年的挖机销量数据，过往并不存在非常明显的周期性。但2021-2022年疫情后的经济刺激和供应链重构导致除了中国以外的全球工程机械市场高度繁荣，但这也导致后续需求被提前透支。2022年下半年开始美联储加息导致的全球通胀导致基建投资放缓，经过23-24年的调整&美联储持续降息，全球需求有望底部向上。

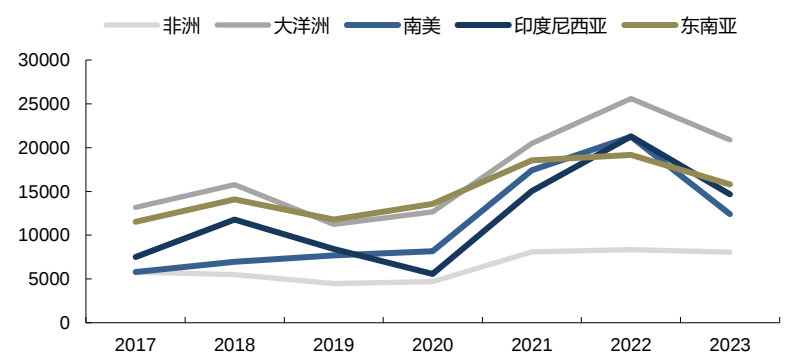
图：海外挖机销量于2022年见顶



图：欧美地区历史挖机销量情况（单位：台）



图：非欧美地区历史挖机销量情况（单位：台）



2.2 26年出口预测：海外有望开启新一轮周期向上

- ◆ 2025年以来海外需求变化：参考小松月度挖机销量增速情况，2025年非洲+中东非常好；欧洲、北美明显复苏，欧洲先于北美；东南亚、南美表现尚可；俄罗斯、澳大利亚表现较差。
- ◆ 预测2026年：①欧美：已经展现出较强的复苏信号，虽然北美在工程机械主机厂出口敞口较小，但欧洲普遍敞口在10%左右，我们预计26年会有不错贡献；②非洲、拉美、中东等矿区：煤炭&贵金属的价格持续走高，降息后美元走弱会进一步推高矿产品价格，我们预计以上地区2026年仍保持较快增速。

图：2025年1-9月小松海外各地区需求情况

主要区域	2024M4	2024M5	2024M6	2024M7	2024M8	2024M9	2024M10	2024M11	2024M12	2025M1	2025M2	2025M3	2025M4	2025M5	2025M6	2025M7	2025M8	2025M9
日本	7%	-4%	-11%	8%	-4%	-4%	-8%	-6%	-23%	-17%	-15%	-9%	-38%	-16%	-3%	-27%	-19%	-9%
北美	2%	-8%	-20%	-6%	-18%	-12%	6%	-9%	2%	-8%	-10%	-3%	0%	-11%	4%	7%	3%	12%
欧洲	-4%	-18%	-17%	-19%	-23%	-20%	-19%	-15%	-13%	-19%	-11%	-8%	1%	9%	-1%	7%	1%	16%
中国	11%	30%	28%	24%	20%	23%	20%	19%	24%	2%	98%	26%	15%	-8%	1%	10%	8%	14%
南亚	-8%	-10%	-7%	0%	8%	10%	10%	13%	34%	4%	30%	20%	33%	6%	22%	14%	5%	5%
大洋洲	-10%	-25%	-39%	-13%	-17%	-28%	-25%	-30%	-20%	-25%	-15%	-18%	-20%	-15%	4%	1%	-8%	29%
拉美	3%	-5%	-3%	-15%	-9%	-1%	-1%	-3%	11%	-9%	16%	11%	-2%	-6%	-1%	18%	5%	35%
独联体	6%	-17%	29%	26%	-15%	20%	-15%	-10%	36%	-20%	-37%	-20%	-22%	-25%	-33%	-22%	1%	-10%
中东	-18%	-4%	4%	23%	-14%	-1%	43%	-9%	18%	6%	-24%	41%	30%	19%	10%	-6%	27%	27%
非洲	35%	28%	58%	18%	28%	45%	53%	39%	25%	32%	21%	67%	53%	52%	30%	56%	49%	64%

2.2 26年出口预测：海外有望开启新一轮周期向上

- ◆ 过去两年出口非挖表现优于挖机：2023-2024年非挖出口增速好于挖机，我们判断可能有两个原因：
- ①国内品牌型谱的完善抵消了周期下行，以起重机为例，不同于国内以汽车起重机为主要市场，海外起重机市场主力品类是全地面起重机和履带起重机；
 - ②海外非挖的下游应用并不局限于土方领域，和挖机周期相关性并不完全一致。

图：出口非挖表现相较于挖机更有韧性

	汽车起重机	履带起重机	随车起重机	塔式起重机	压路机	摊铺机	平地机	挖掘机
2019	23%	-9%	3%		-9%	-28%	-13%	39%
2020	-21%	-24%	-13%		9%	11%	0%	31%
2021	55%	114%	35%		68%	28%	93%	97%
2022	73%	55%	83%		25%	13%	13%	60%
2023	35%	24%	64%	141%	16%	56%	-6%	-4%
2024	24%	0%	-6%	1%	11%	95%	17%	-4%
2025M1-10	-3%	24%	17%	28%	26%	16%	3%	14%

2.2 26年出口预测：海外有望开启新一轮周期向上

◆ 2025年出口非挖仍保持较高景气度，2026年有望随海外经济好转继续保持向好态势。

图：2025年1-10月非挖出口延续较高景气度（单位：台）

出口非挖	汽车起重机		履带起重机		塔式起重机		压路机		摊铺机		平地机	
	销量	增速	销量	增速	销量	增速	销量	增速	销量	增速	销量	增速
2024/1	761	47%	133	4%	117	29%	604	-19%	17	55%	480	2%
2024/2	583	-1%	157	-14%	126	-18%	641	-14%	22	22%	438	24%
2024/3	889	-8%	215	24%	164	84%	888	4%	32	129%	608	-11%
2024/4	863	17%	166	-9%	145	-18%	624	-14%	35	94%	524	-4%
2024/5	890	17%	140	6%	147	-38%	814	10%	34	100%	586	3%
2024/6	766	-7%	156	8%	252	-14%	1006	39%	35	106%	757	57%
2024/7	609	31%	117	-6%	175	-29%	701	28%	50	178%	522	32%
2024/8	930	72%	132	-5%	161	-7%	703	18%	40	186%	687	85%
2024/9	738	30%	148	-10%	219	40%	674	27%	46	283%	427	-6%
2024/10	716	49%	133	-4%	113	-16%	580	-1%	27	4%	526	29%
2024/11	697	27%	144	-7%	155	23%	652	50%	35	59%	435	-3%
2024/12	747	67%	162	24%	236	95%	700	41%	34	55%	617	30%
2025/1	738	-3%	135	2%	112	-4%	990	64%	30	76%	584	22%
2025/2	671	15%	146	-7%	141	12%	750	17%	29	32%	523	19%
2025/3	911	2%	213	-1%	341	108%	1043	17%	36	13%	643	6%
2025/4	832	-4%	181	9%	216	49%	1072	72%	50	43%	616	18%
2025/5	770	-13%	205	46%	246	67%	1012	24%	42	24%	537	-8%
2025/6	748	-2%	192	23%	220	-13%	978	-3%	51	46%	622	-18%
2025/7	685	13%	179	53%	188	7%	866	24%	25	-50%	527	1%
2025/8	698	-25%	185	40%	205	27%	836	19%	38	-5%	575	-16%
2025/9	797	8%	175	18%	280	28%	841	25%	50	9%	535	25%
2025/10	684	-4%	239	80%	130	15%	741	28%	40	48%	532	1%
2025年1-10月	7534	-3%	1850	24%	2079	28%	9129	26%	391	16%	5694	3%

2.2 26年出口预测：海外有望开启新一轮周期向上

- ◆ 中长期来看，我们把全球分为以下区域：
- ◆ （1）欧美：全球最大的工程机械市场，品牌粘性较强。随着三一/徐工当地工厂的逐步爬产以及销售渠道的逐步开拓，我们预计2030年中国品牌市占率能够达到15%；（2）非洲、东南亚、中亚等：“一带一路”沿线国家，国家层面合作持续加深。随着该类地区城镇化进程与中国对外矿产投资的逐步推进，我们预计2030年中国品牌市占率能够达到60%。（3）南美：由于卡特等欧美龙头在南美的市场开拓较早，市占率较为稳定。我们预计2030年中国品牌市占率能够达到33%。
- ◆ 综上所述，根据我们测算，国内主机厂海外收入远期增长空间超200%。

图：国内主机厂海外收入市场空间测算

	欧美	非洲	南美	其他地区 (东南亚、中亚等)
2024年中国品牌收入（亿元）	333	176	235	622
2024年市场空间（亿元）	5300	830	1400	1589
2024年中国品牌市占率	6%	21%	17%	39%
2030年市场空间（亿元）	5500	1545	3000	3000
2030年中国品牌市占率	15%	60%	33%	60%
2030年中国品牌海外收入	825	927	990	1800
预计收入增长空间	200%+			

注：市场空间数据来自Off-Highway，国内主机厂分地区收入为东吴证券研究所测算

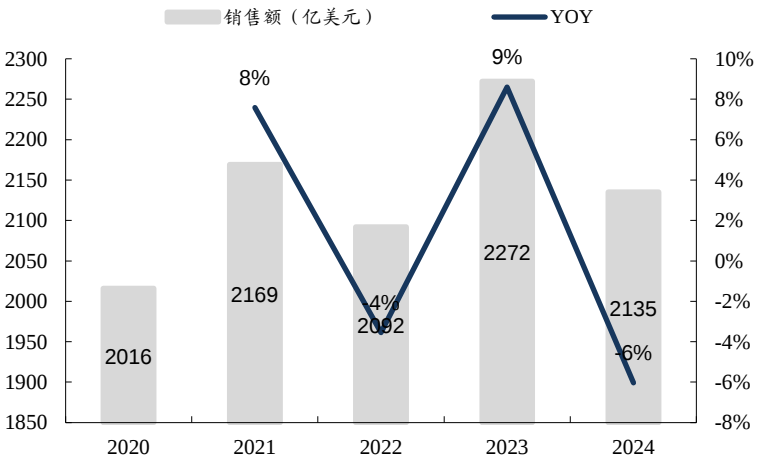
数据来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所

21

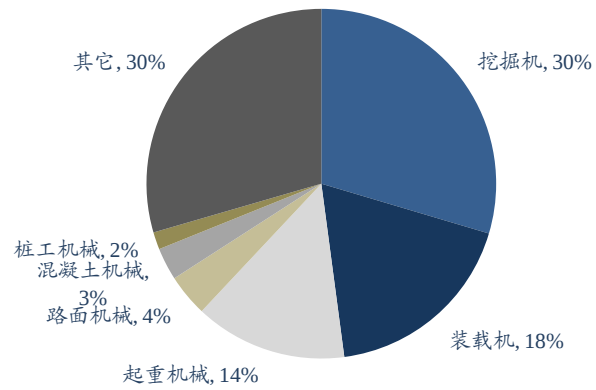
2.2 26年出口预测：市占率问题讨论

- ◆ 我们将以以下几个维度探讨
- ◆ （1）收入维度：2024年全球工程机械行业市场规模约1.5万亿元，扣除中国占比20%，中国以外的海外市场空间约1.2万亿元。按照设备价值量计算，挖掘机/装载机/起重机/路面机械/混凝土机械的价值量占比分别约30%/18%/14%/4%/3%，中国企业的产品主要为以上五种，总市场空间为8000亿元。**2024年三一重工/徐工机械/中联重科/柳工/山推股份海外收入分别为485/417/234/138/74亿元，五家主机厂海外收入市占率约17%。**

图：2020-2024年全球工程机械销售额



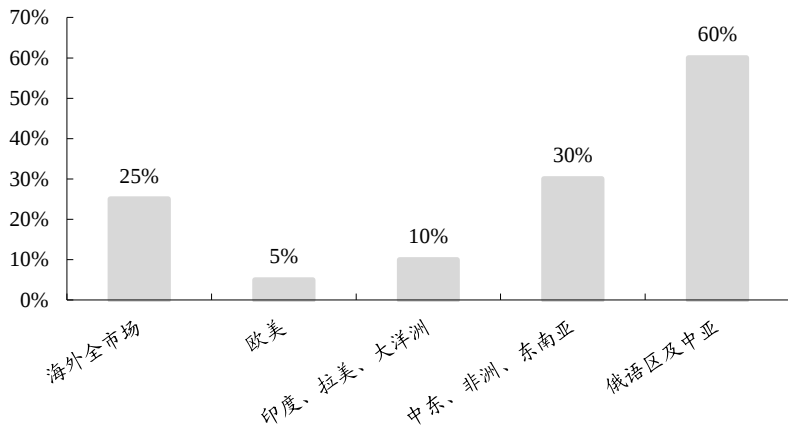
图：2024年全球工程机械分产品销售额占比



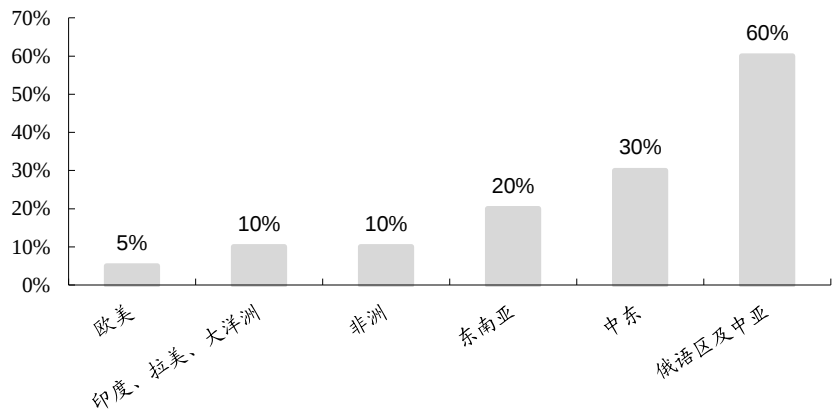
2.2 26年出口预测：市占率问题讨论

- ◆ 我们将以以下几个维度探讨
- ◆ （2）销量维度：以挖机为例，2024年海外挖掘机销量约35-40万台，中国24年出口挖机10万台，市占率25%-30%。其中分区域来看，中国品牌在欧美的市占率约5%，在印度、拉美、大洋洲等区域市占率约10%，在中东、非洲、东南亚市占率约30%-40%，在俄语区及中亚市占率约60%以上。
- ◆ 考虑到二手机，则中国品牌份额仍有较大提升空间：2024年，中国品牌市占率超过30%的市场中，非洲、东南亚、中东、俄语区及中亚的二手机占比分别约70%/40%/5%/5%。**若考虑到二手机更新替换市场，中国品牌在非洲和东南亚实际的市占率分别为10%/20%。**俄罗斯和中亚虽然市占率已经较高，但该区域战后空间较大。

图：中国品牌挖掘机2024年海外各地区市占率（不考虑二手机影响）



图：中国品牌挖掘机2024年海外各地区实际市占率（考虑二手机影响）



2.2 26年出口预测：分地区未来空间展望

- ◆ 按照上文中国品牌分区城市占率可以看出，中国品牌海外拓展分成三大区域：
- ①欧美区：对售后、品牌力、渠道等各方面要求较高，为成长慢变量，长期靠电动化/无人化/智能化弯道超车；
- ②印度+拉美：印度主要系国内存在较强的本地品牌马恒达、塔塔日立等；拉美则主要受到地理位置、受美国影响更大、当地金融环境复杂等因素影响，以上两个区域中资品牌的渗透速度不如其他非发达市场，未来主要靠产品升级、大型化产品成熟实现进一步渗透；
- ③东南亚+俄语区&中亚+中东+非洲：以上四个地区构成了我国挖机出口的重要支撑，主要系中国一带一路基建投资是本轮挖机海外市场需求的基石，基于矿产投资需求拉动。展望未来，非洲的矿山、俄乌战后重建都有望带动较大需求增量。

图：中国品牌海外挖机主要增长市场分析

	基建	矿业	地产	其他
东南亚	15%	55%	10%	20%
	一带一路+国家投资	煤、镍、铜、金	经济增长	农业需求
非洲	15%	75%	5%	
	一带一路	铜、金、锂电	经济增长+农林等	
中东	40%	5%	30%	25%
	新能源、经济转型	铜、铁、油气	民用地产&商业地产	沙漠治理、战后重建等
俄语区&中亚	10%	50%	15%	25%
	一带一路	煤、铝、铜	民用	战后重建

2.2 26年出口预测：分地区未来空间展望

图：中国企业在非洲矿产投资参与度高

在非洲投资的大型矿业企业			
国家	头部企业	项目	资方
刚果（金）	洛阳钼业	滕凯丰古鲁美铜钴矿项目/基桑富铜钴矿项目	中国
	紫金矿业	穆索诺伊矿业	
	华刚矿业	穆索诺伊矿业	
	中国有色集团	迪兹瓦矿业	
	嘉能可	穆坦达铜钴矿项目	瑞士
	欧亚资源集团		
加纳	紫金矿业	阿基姆金矿	中国
	山东黄金	纳穆蒂尼金矿	
	赤峰黄金	瓦萨金矿	
	纽蒙特矿业	阿哈弗北金矿	美国
	金田	塔克瓦金矿	南非
南非	五矿集团		中国
	金川集团		
	英美资源集团	布什维尔德铂矿带	英国
	西班牙耶-斯蒂尔瓦特		南非

3.1 重视上行周期经营杠杆带来的利润弹性

- ◆ 上一轮高点2021年时四家公司经营杠杆最高不超过11%，行业下行期间经营杠杆最高达到18%，截至2025H1三一重工经营杠杆仍有17%，看好上行周期内经营杠杆带来的利润弹性。

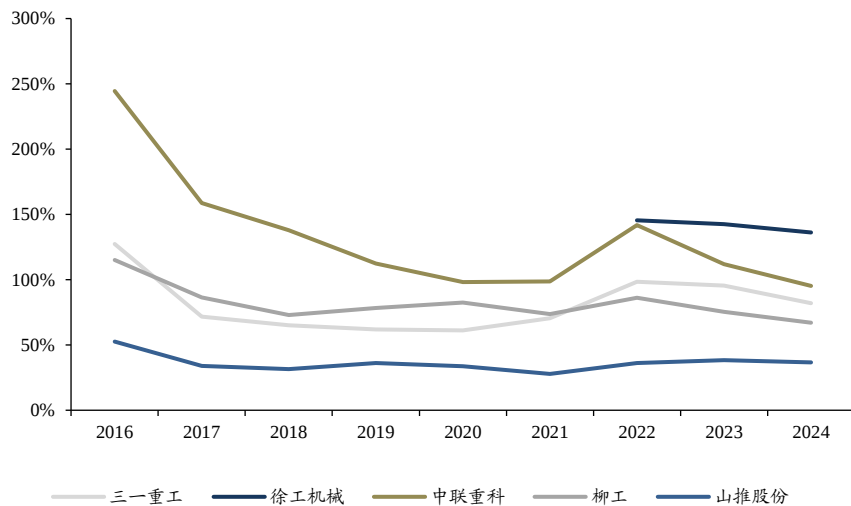
图：四家主机厂经营杠杆分析

	2021				2022				2023				2024				2025H1			
	三一重工	徐工机械	中联重科	柳工	三一重工	徐工机械	中联重科	柳工	三一重工	徐工机械	中联重科	柳工	三一重工	徐工机械	中联重科	柳工	三一重工	徐工机械	中联重科	柳工
营业总收入（亿元）	1,068.7	843.3	671.3	287.0	808.2	938.2	416.3	264.8	740.2	928.5	470.7	275.2	783.8	916.6	454.8	300.6	447.8	548.1	248.5	181.8
营业总收入YOY	6.8%	14.0%	3.1%	10.5%	-24.4%	-19.7%	-38.0%	-7.7%	-8.4%	-1.0%	13.1%	3.9%	5.9%	-1.3%	-3.4%	9.2%	14.6%	8.0%	1.3%	13.2%
归母净利润（亿元）	120.3	56.1	62.7	10.0	42.7	43.1	23.1	6.0	45.3	53.3	35.1	8.7	59.8	59.8	35.2	13.3	52.2	43.6	27.6	12.3
归母净利润YOY	-22.0%	50.6%	-13.9%	-30.9%	-64.5%	-47.5%	-63.2%	-39.9%	5.5%	23.5%	52.0%	44.8%	32.0%	12.2%	0.4%	52.9%	46.0%	16.6%	20.8%	25.1%
归母净利率	11.3%	6.7%	9.3%	3.5%	5.3%	4.6%	5.5%	2.3%	6.1%	5.7%	7.4%	3.2%	7.6%	6.5%	7.7%	4.4%	11.6%	8.0%	11.1%	6.8%
经营杠杆（员工薪酬+折旧摊销）贡献	11%	6%	8%	11%	15%	11%	14%	12%	18%	11%	14%	13%	18%	12%	16%	12%	17%	11%	17%	12%
员工薪酬（亿元）																				
支付给职工以及为职工支付的现金	93.3	36.9	43.9	25.4	97.2	68.4	44.8	25.6	102.8	66.2	52.9	28.0	104.1	71.2	60.4	30.0	56.7	38.8	35.5	17.7
折旧与摊销（亿元）	20.3	14.0	10.0	5.0	25.8	35.7	11.5	6.0	31.5	39.7	13.9	6.6	35.9	41.1	13.3	6.9	17.6	21.6	7.5	3.6
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	17.0	11.9	6.7	4.1	20.7	31.6	7.9	5.1	24.8	33.6	10.0	5.8	27.8	33.7	9.2	6.1	13.6	17.1	5.6	3.2
无形资产摊销	2.9	1.9	2.3	0.8	3.2	3.9	2.4	0.8	3.9	5.8	2.6	0.7	4.2	7.0	2.3	0.7	2.2	4.3	1.5	0.3
使用权资产折旧	0.7	0.0	1.0	0.3	1.7	0.0	1.2	0.4	2.5	0.0	1.4	0.3	3.3	0.0	1.9	0.4	1.7	0.0	0.8	0.2

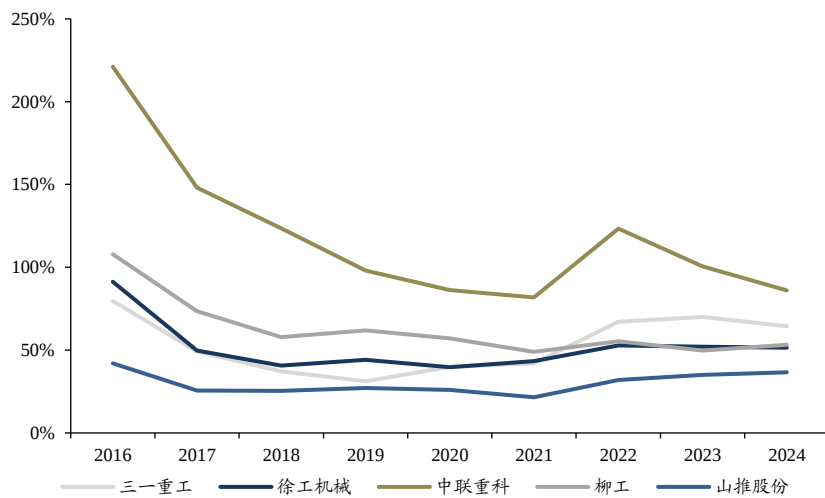
3.2 此轮周期经营质量大幅提升

◆ 此轮周期扩张中主机厂扩张较为克制，风险敞口明显下降。

图：五家主机厂风险敞口/营收明显下降



图：五家主机厂表内风险敞口/营收明显下降



3.3 电动化进程加快，无人化&智能化是未来方向

- **轮式工程机械电动化开始放量：**2025年装载机/混凝土搅拌车/重卡/矿车电动化率分别约23%/60%/25%/30%，近两年由于电池成本的下降&回本周期大幅缩短，渗透率提升速度较快。三一重工预计2026年电动化收入翻倍。
- **电动化是无人化和智能化的基础：**电动化本身较难产生高盈利的竞争力，但电动化是无人化和智能化解决方案的基础，在某些应用场景固定的领域（如矿山、码头等）无人化进展较快。

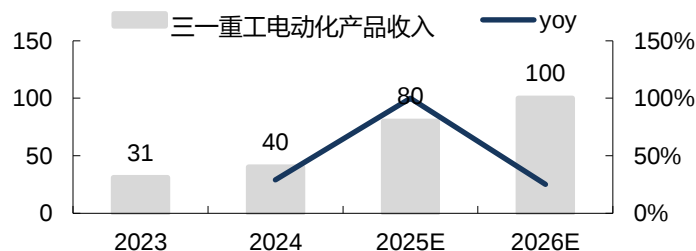
图：工程机械主要产品电动化率统计

		2025年新机电动化率	存量市场电动化率
轮式产品	装载机	23%	1%不到
	混凝土搅拌车	60%-70%	7%
	重卡	25%	5%
	矿车	30%-40%	约1%
履带类产品	挖掘机	均不到1%	
	起重机		

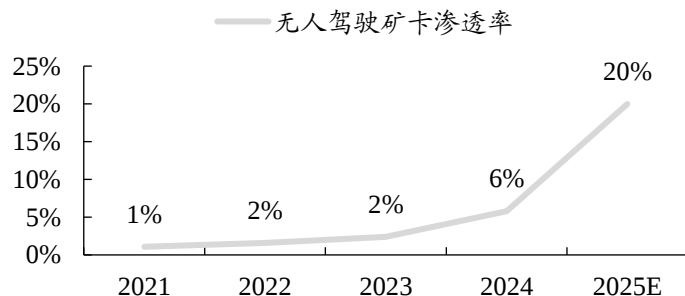
图：主机厂无人驾驶解决方案模式对比

	模式一：与无人驾驶解决方案商绑定合作	模式二：自研
主机厂	临工、同力和北方股份	徐工、三一
市场份额，截至2024.9	分别为30.4%、29.2%和7.9%	分别为7.2%和5.6%
形式	主机厂负责整车制造与系统集成，方案商提供算法与控制系统	主机厂拥有全链技术，包括线控底盘、控制系统和算法能力
优势	快速落地，利用方案商技术优势与资源协同	技术自主可控，产品迭代响应更快，打破依赖
挑战	系统兼容性难保、调试周期长	研发投入大，前期资金与人力成本高

图：三一重工电动化产品收入预期（单位：亿元）



图：中国无人驾驶矿卡渗透率（按销量计）



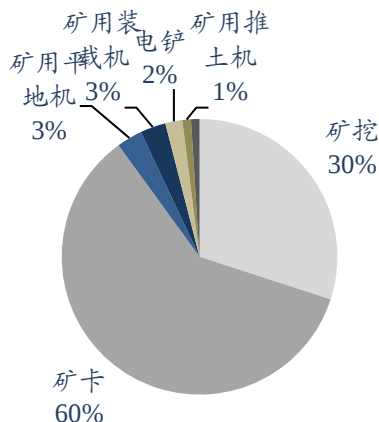
3.4 矿山机械有望成为新增长点

- 矿山设备空间大，2023年全球市场规模约1200亿美元，和工程机械市场规模相当。其中中国企业矿山设备的布局聚焦露天矿山装备，该市场在全球矿山装备中占比19%，2023年对应约240亿美元市场。国产露天矿山设备增长逻辑：国内设备更新+一带一路随矿主出海。

- 露天矿山装备需求主要为大吨位矿挖和大吨位矿车，矿车主要包括刚性自卸车和宽体自卸车（统称矿卡）。

*2023年全球露天矿山挖运设备收入构成：矿挖30%、矿卡60%、矿用平地机3%、矿用装载车3%、电铲2%、矿用推土机1%、其他辅助1%。

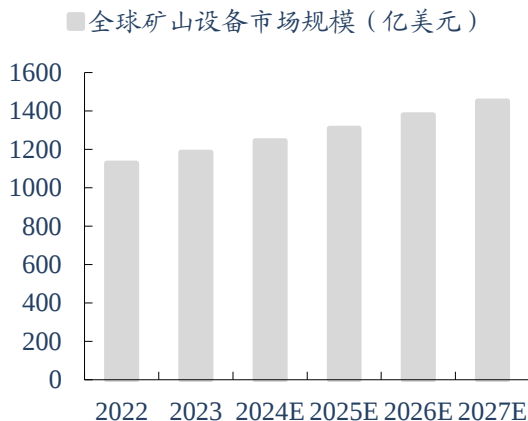
图：2023年露天矿山市场规模拆分



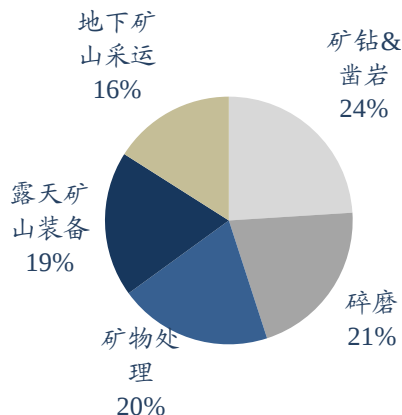
图：2023-2029年预计是矿山设备更新替换高峰



图：2023年全球矿山设备市场规模1183亿美元



图：2023年中国企业可触达矿山机械空间约240亿美元



3.4 矿山机械有望成为新增长点

- 2023年国内露天矿山设备竞争格局:

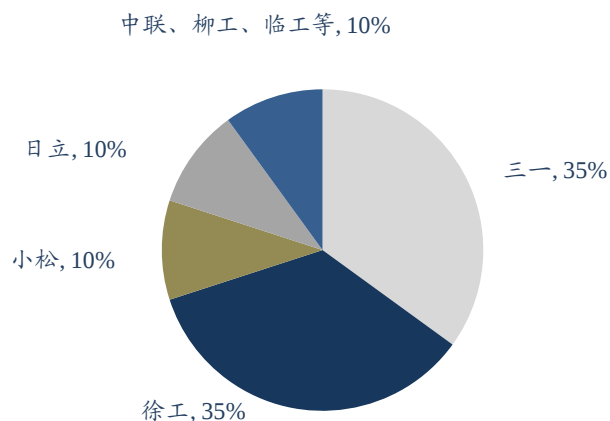
①刚性自卸车（2023年国内市场约40亿元）：北方股份占比约60%，徐工机械约25%，三一、中联、柳工起步较晚，市占率均为5%左右。

②宽体车（2023年国内市场约100-200亿元）：同力股份30%，临工30%，三一+徐工约20%。

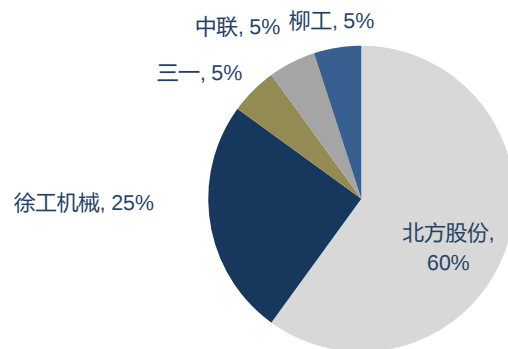
③矿挖（2023年国内市场约400亿元）：三一+徐工合计约70%，小松+日立各自10%，卡特基本没有市场份额，中联柳工临工等占据一部分份额。

- 海外露天矿山设备竞争格局：卡特小松为主，国内品牌在海外刚起步。徐工机械、三一国际已经拿到海外客户订单，未来有望持续放量。

图：2023年国内矿挖市场竞争格局



图：2023年国内刚性自卸车市场竞争格局



4.1 盈利预测

- ◆ 工程机械为典型周期行业，国内外都受到宏观经济周期的影响。当前工程机械仍处于周期上行的起步阶段，未来2-3年板块平均利润增速20%以上，当前看26年估值仅10-16X。

2025/12/8	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
		2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
三一重工	1,954	59.8	85	111	33	24	18
徐工机械	1,292	59.8	76	96	16	17	13
中联重科	732	35.2	50	61	20	14	11
柳工	259	13.3	16	23	17	15	10
山推股份	161	11.0	14	16	16	13	11
恒立液压	1,498	25.1	29	34	50	44	37

注：徐工机械预测来自Wind2025/12/8一致预期；三一重工、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压为东吴预测。

4.2 风险提示

（1）行业周期波动：受宏观经济波动影响，工程机械行业具有较强的周期性，若国内宏观经济大幅波动，将对工程机械行业平稳发展产生不利影响。

（2）基建及地产项目落地不及预期：基建及房地产为工程机械下游最大需求，若基建及房地产投资不足，将影响行业主要产品销售。

（3）政策不及预期：国内基建及房地产与国家政策相关度较高，若后续国内政策不及预期将对工程机械行业产生不利影响。

（4）地缘政治加剧风险：若国际贸易争端及地缘冲突加剧，全球政治黑天鹅事件或对国内工程机械企业全球化造成负面影响。

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园