

机械行业|公司深度研究报告

证券研究报告

2026/5/17

山推股份深度报告——

推土机行业龙头，迈向高端化、智能化、国际化新征程

证券分析师： 崔文娟
分析师登记编号： S1190520020001
证券分析师： 张凤琳
分析师登记编号： S1190523100001

报告摘要

国内推土机龙头，背靠山东重工集团。公司前身是成立于1952年的烟台机器厂，1993年成立山推工程机械股份有限公司，并于1997年1月在深交所挂牌上市，是山东重工集团权属子公司。截至2025年，公司已构建起涵盖推土机、挖掘机、装载机、道路机械、混凝土设备、矿卡六大系列、930余款主机产品，覆盖核心零部件及三大智慧施工平台的完整产品矩阵。近年来公司收入利润持续增长，2021-2025年，公司收入规模从91.60亿元增长至146.20亿元，CAGR达12.40%，归母净利润从2.09亿元增长至12.11亿元，CAGR达55.15%。

国内市场企稳向上，海外市场空间广阔。1) 国内市场：挖机2024、2025年连续两年行业需求正增长，且行业向上景气延续至非挖产品，装载机、压路机、汽车起重机等产品2025年销售也迎来同比回正。我们认为，行业在政策端支持下、以及更新周期启动，有望继续取得不错表现，看好内需进入向上周期。2) 海外市场：根据公司港股招股书披露数据，海外市场规模约为中国市场的4-8倍左右，年销售额超千亿美元，市场空间广阔。目前有色金属价格高位运行，利好矿企资本开支意愿，提升设备购买需求。根据海关出口数据，海外南美、非洲、东南亚等矿山需求相关市场表现很好、欧美市场需求也呈复苏态势，海外整体需求较好。根据KHL发布数据，2026全球工程机械制造商50强总销售额达2465.28亿美元，其中中国企业上榜13家，13家合计销售总额达到488.62亿美元，占全球市场份额约20.4%，提升空间依旧广阔。

深耕工程机械主业，发展迈向高端化、智能化、国际化。1) 推土机：公司深耕推土机行业多年，于2012年推出中国首台最大马力推土机SD90-5，打破了国外对大马力推土机市场的垄断地位，2025年，公司推土机销量排名全球第三、中国第一，全球市场份额为10.2%，中国市场份额达63.0%。2) 挖掘机：收购山重建机，挖机业务快速发展，2025年已成为公司第一大收入贡献来源，公司挖掘机涵盖1-200吨型谱，型号完善。3) 矿卡：公司矿卡主要由刚性矿卡和宽体矿卡两大类组成，载重覆盖70-220吨，2025年公司以TEH260刚性矿卡为代表的大型矿山装备重磅发布，强化矿山领域战略布局。4) 公司托管雷沃重工及潍柴青岛，期限三年，核心目的是解决集团内部同业竞争、整合工程机械业务。5) 智能化：公司智能化工程机械主要包括智能推土机、智能装载机、智能平地机及智能压路机，2025年公司推出全球首款AI智能推土机，迈向智能化新阶段。6) 国际化：公司海外收入持续向上，2025年海外市场实现收入87.41亿元，同比增长17.94%，海外收入占公司总收入比例达59.8%，较上年提升7.7pct。公司全球产业布局逐步完善，有望受益山东重工集团海外渠道网络渠道优势，加速海外市场布局。同时公司拟发行H股上市，2026年4月30日，公司第二次向港交所递表，若能港股上市成功，有助于提升公司国际品牌影响力、加速国际化布局。

报告摘要

盈利预测与投资建议： 预计2026年-2028年公司营业收入分别为163.01亿元、181.76亿元和201.31亿元，归母净利润分别为14.94亿元、18.25亿元和21.96亿元，对应PE分别为12倍、10倍、8倍，维持“买入”评级。

风险提示： 国内市场需求不及预期；海外市场开拓不及预期；市场竞争加剧；汇率波动风险等。

财务摘要

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	14620	16301	18176	20131
营业收入增长率(%)	2.8%	11.5%	11.5%	10.8%
归母净利（百万元）	1211	1494	1825	2196
净利润增长率(%)	9.9%	23.4%	22.1%	20.4%
摊薄每股收益（元）	0.81	1.00	1.22	1.46
市盈率（PE）	14.7	11.9	9.7	8.1

资料来源：携宁，太平洋证券整理

第一章：国内推土机龙头，背靠山东重工集团

第二章：国内市场企稳向上，海外市场空间广阔

第三章：深耕工程机械主业，发展迈向高端化、智能化、国际化

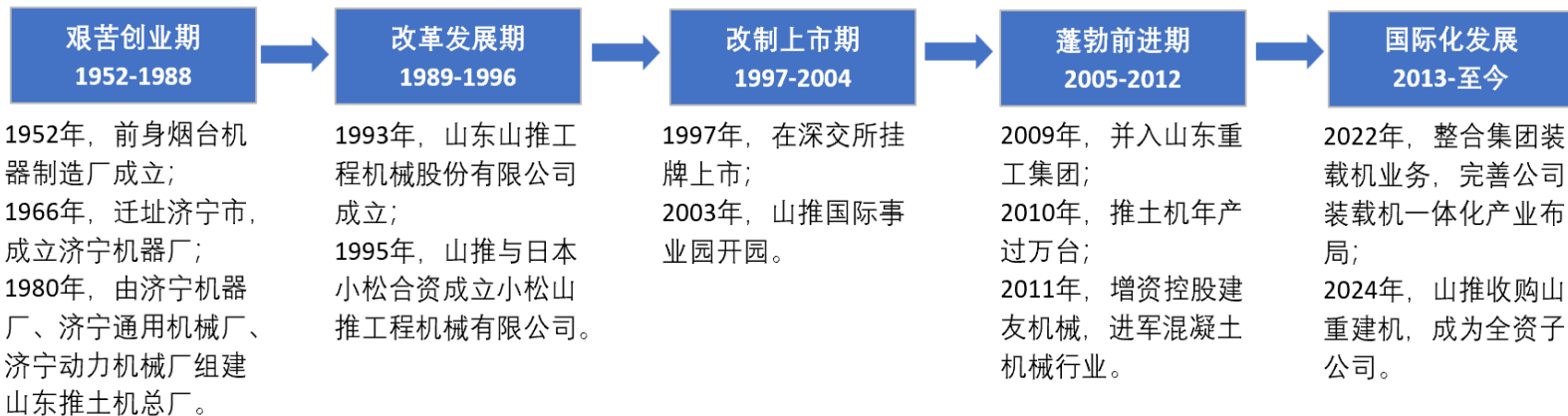
第四章：盈利预测与投资建议

第五章：风险提示

1.1 国内推土机龙头企业，产品矩阵完整

国内推土机龙头企业，深耕行业七十余载。公司前身是成立于1952年的烟台机器厂，1966年烟台机器厂迁址济宁市改名济宁机器厂；1980年，济宁机器厂、济宁通用机械厂和济宁动力机械厂三家企业合并组建山东推土机总厂。1993年成立山推工程机械股份有限公司，并于1997年1月在深交所挂牌上市，属于国有股份制上市公司，是山东重工集团权属子公司。公司全系工程机械产品在全球享有盛誉，获得客户广泛认可，是全球建设机械制造商50强、中国制造业500强。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司微信公众号，太平洋证券整理

1.1 国内推土机龙头企业，产品矩阵完整

公司产品矩阵完整，具备强劲的体系化竞争优势。截至2025年，公司已构建起涵盖推土机、挖掘机、装载机、道路机械、混凝土设备、矿卡六大系列、930余款主机产品，覆盖核心零部件及三大智慧施工平台的完整产品矩阵，形成了强劲的体系化竞争优势。

工程机械：包括（1）推土机；（2）挖掘机；（3）装载机；（4）道路机械，主要为压路机、平地机、摊铺机及铣刨机；（5）矿卡，主要为刚性矿卡及宽体矿卡；（6）混凝土设备，主要为混凝土搅拌站及混凝土搅拌车。同时公司也提供新能源工程机械产品。

零部件：主要包括（1）履带底盘件，主要为托轮、链轮、支重轮、引导轮及履带总成；（2）传动件，主要为变矩器及变速箱。

智慧施工一体化解决方案：包括（1）具备智能系统的智能化工程机械；（2）智慧施工平台，包括昆仑平台、盘古平台及轩辕平台。

1.1 国内推土机龙头企业，产品矩阵完整

图表2：公司主要产品

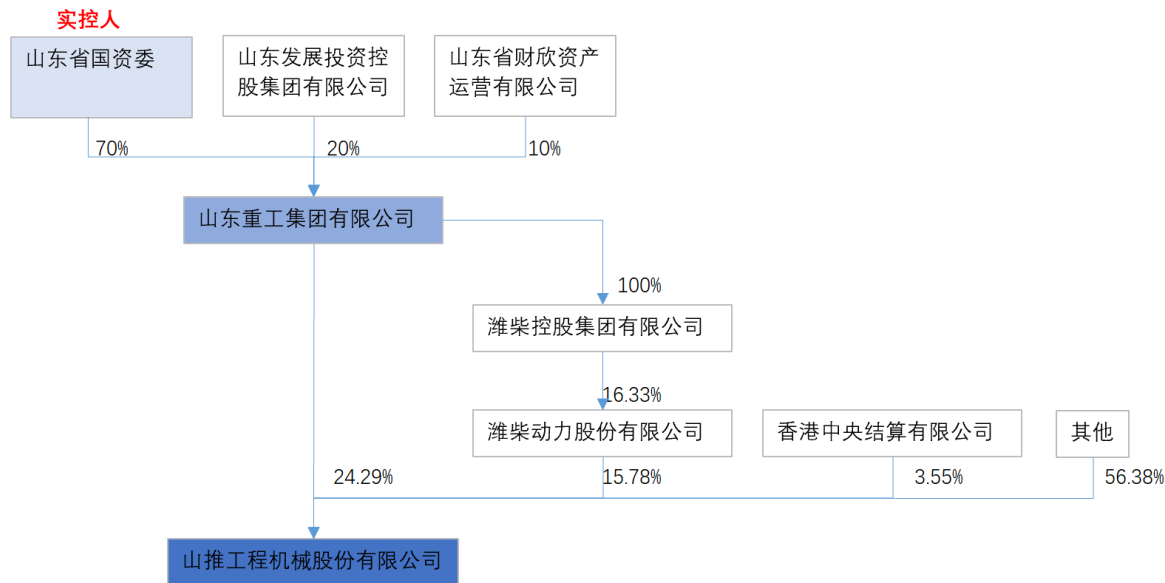


资料来源：公司港股招股书，太平洋证券整理

1.2 背靠山东重工集团，打造黄金内核优势

公司最大控股股东为山东重工集团，实控人为山东省国资委。山东重工集团为公司最大控股股东，截至2025年12月31日，山东重工集团直接持股24.29%，通过潍柴动力间接持股2.58%。公司实际控制人为山东省国资委，直接持有山东重工集团70%股份。

图表3：股权结构图（截至2025年12月31日）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

1.2 背靠山东重工集团，打造黄金内核优势

背靠山东重工集团，具有全球影响力的高端装备跨国集团。山东重工集团总部位于山东济南，是中国领先、在全球具有重要影响力的高端装备跨国集团。拥有潍柴动力、中国重汽、陕汽重卡、山推、潍柴雷沃智慧农业、中通客车、法士特、汉德车桥以及德国凯傲、意大利法拉帝、美国PSI、法国博杜安等知名品牌，上市公司11家、股票14支，全球员工16万人，2025年营业收入6045亿元。主营业务涵盖动力系统、商用车、工程机械、农业装备、智慧物流、海洋交通装备、电力能源等七大板块。重型卡车、重型发动机、重型变速器销量全球第一，工业叉车、豪华游艇全球领先，农业装备、推土机销量中国第一，产品销往全球170多个国家和地区。

图表4：山东重工集团旗下品牌



资料来源：山东重工官网，太平洋证券整理

图表5：山东重工集团7大主营业务



资料来源：山东重工官网，太平洋证券整理

1.2 背靠山东重工集团，打造黄金内核优势

依托集团黄金内核产业链优势，省油提效优势显著。黄金内核是由集团内山推股份、潍柴动力、林德液压三大公司海内外六个研究中心协同，在潍柴发动机、林德液压件、山推传动件基础上专业匹配、改进、验证的动力传动系统总成，其核心竞争优势就是更省油、更高效、更可靠，最大提升客户价值。

图表6：公司黄金内核产业链

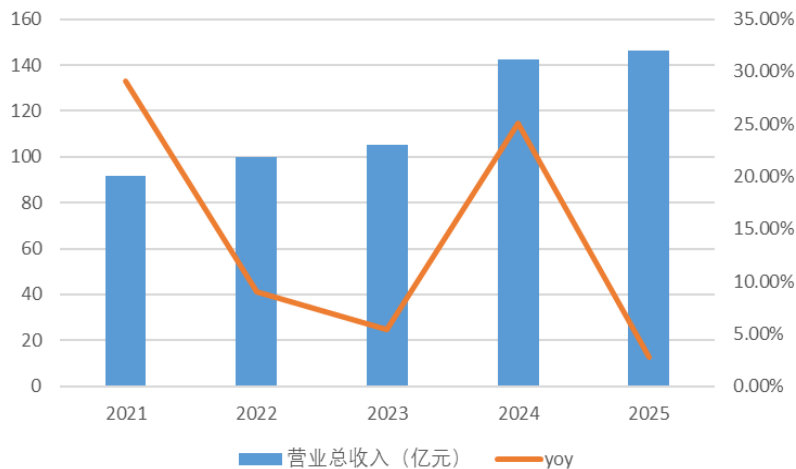


资料来源：山推股份微信公众号，太平洋证券整理

1.3 收入利润持续增长，经营质量不断提升

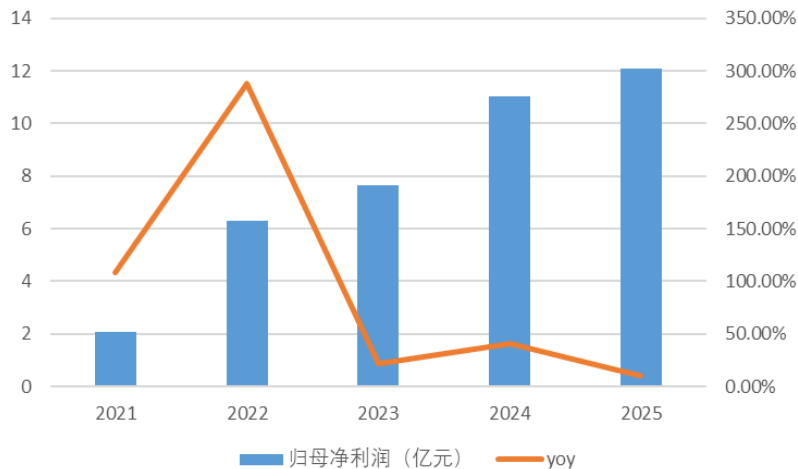
公司收入、归母净利润持续增长。公司近年来收入利润持续增长，2021-2025年，公司收入规模从91.60亿元增长至146.20亿元，CAGR达12.40%，归母净利润从2.09亿元增长至12.11亿元，CAGR达55.15%。公司利润增速快于收入增速，主要得益于国际化持续开拓、大推大挖等高附加值产品带来的销售结构优化以及公司持续推进降本增效工作等。

图表7：公司营收及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表8：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）

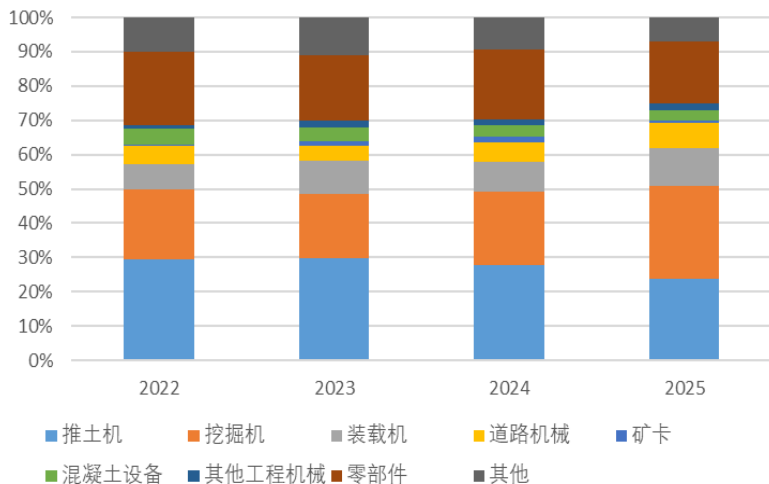


资料来源：Wind，太平洋证券整理

1.3 收入利润持续增长，经营质量不断提升

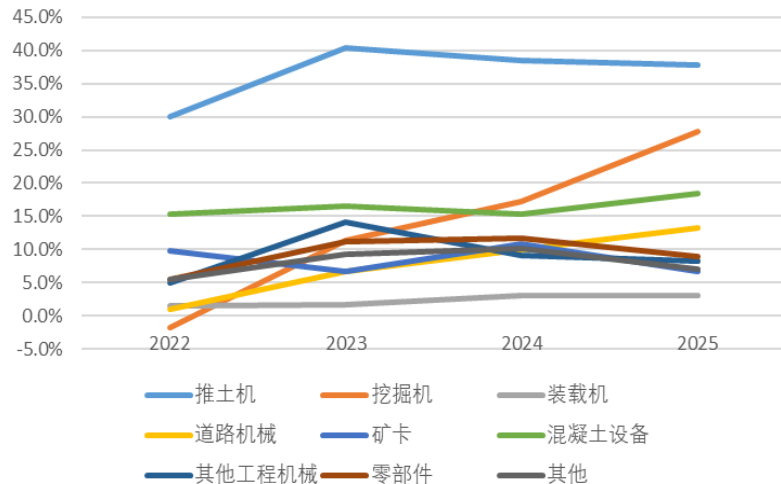
推土机+挖掘机贡献公司主要收入及利润。从产品收入结构来看，推土机与挖掘机贡献公司主要收入来源，2022-2025年，两者合计营收占比稳定维持在50%左右。毛利率方面，推土机是公司核心利润来源，其毛利率显著高于其他业务板块，2023-2025年期间其毛利率维持在35%-40%区间，同时挖掘机产品毛利率改善明显，由2022年的-1.7%提升至2025年的27.8%，目前其毛利率水平仅低于推土机，已成为公司第二高毛利率产品。

图表9：公司收入结构（单位：%）



资料来源：公司港股招股书，太平洋证券整理

图表10：公司分产品毛利率（单位：%）

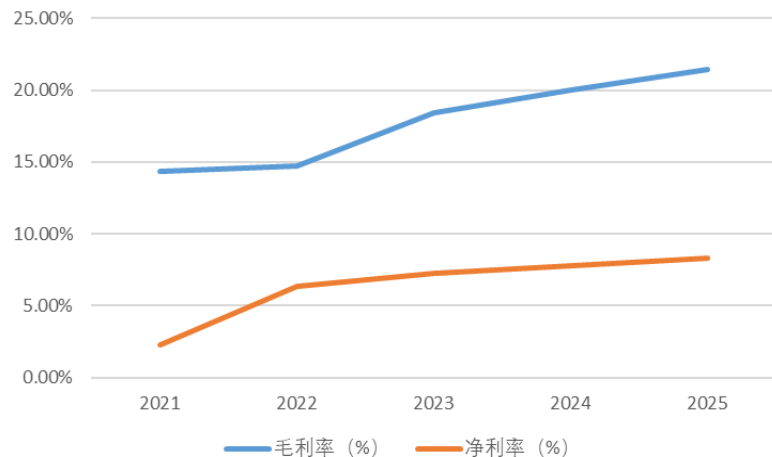


资料来源：公司港股招股书，太平洋证券整理

1.3 收入利润持续增长，经营质量不断提升

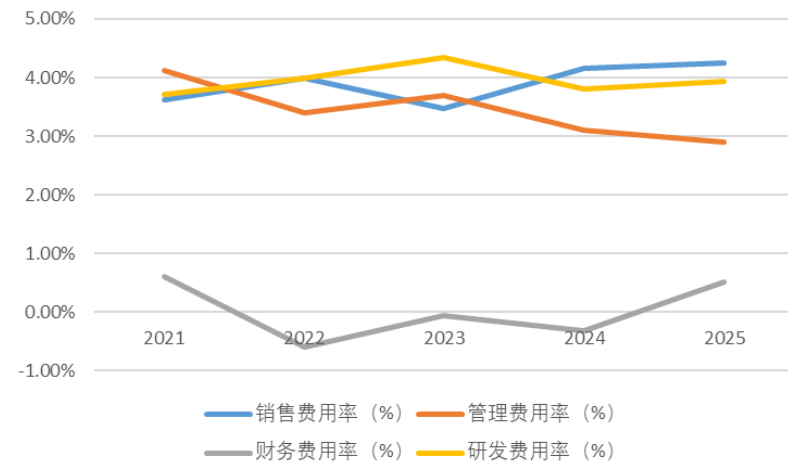
毛利率和净利率持续改善，费用率相对稳定。得益于公司海外市场持续开拓、产品结构优化、降本增效工作持续推进，公司盈利能力持续改善，2025年公司毛利率达21.48%，较2024年提升1.43pct，净利率达8.28%，较2024年提升0.53pct。费用率方面，公司各项费用率相对较稳定，费用管控能力整体表现良好。

图表11：公司毛利率、净利率（单位：%）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表12：公司期间费用率（单位：%）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

第一章节：国内推土机龙头，背靠山东重工集团

第二章节：国内市场企稳向上，海外市场空间广阔

第三章节：深耕工程机械主业，发展迈向高端化、智能化、国际化

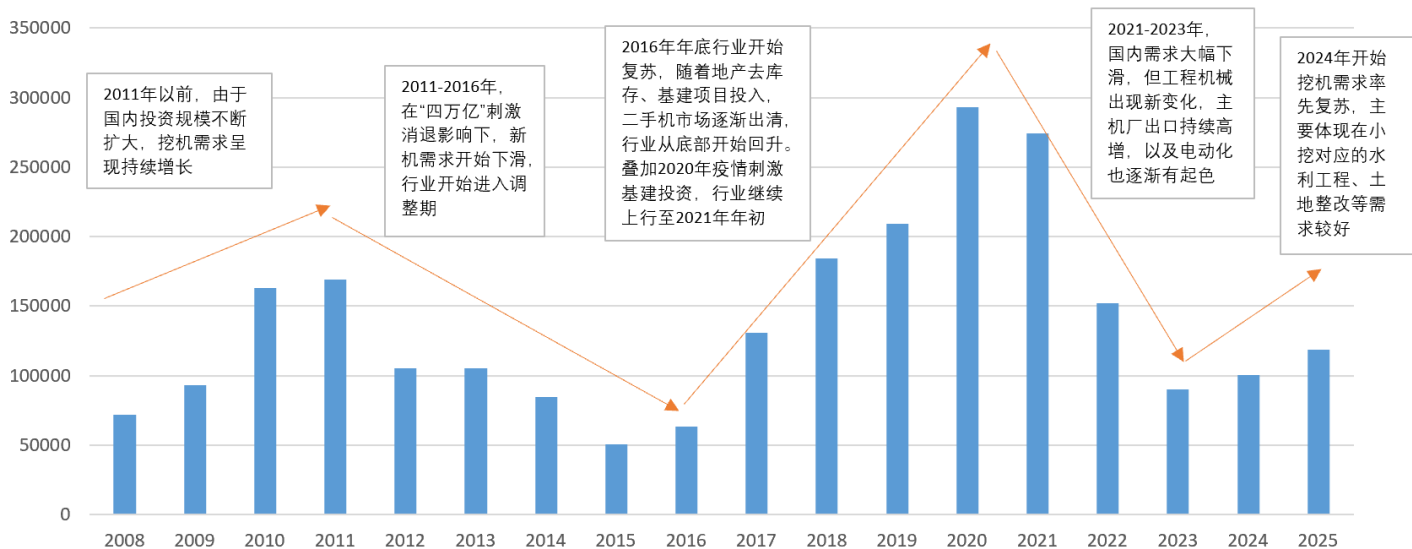
第四章节：盈利预测与投资建议

第五章节：风险提示

2.1 政策支持叠加更新周期，内需进入新一轮上升通道

挖机内需同比回正，进入新一轮上升通道。挖机是工程机械行业的核心产品，其应用范围广，是所有品类中的先导产品，2024、2025年连续两年需求正增长，2026年1-4月国内共销售5.65万台挖机，同比增长15%，其中单4月实现1.69万台销量，同比增长34.9%，行业进入新一轮上升通道，预计后续随着基建、地产系列政策落地，以及叠加更新周期，需求有望继续企稳向上。

图表13：挖机历年内销销量（单位：台）

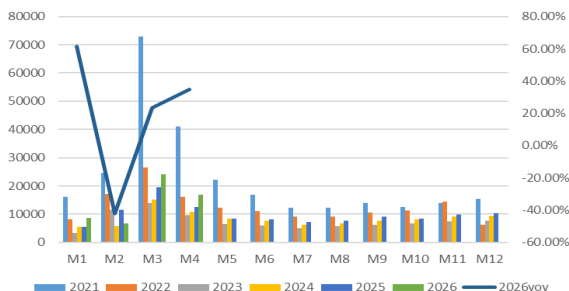


资料来源：iFind、工程机械工业协会，太平洋证券整理

2.1 政策支持叠加更新周期，内需进入新一轮上升通道

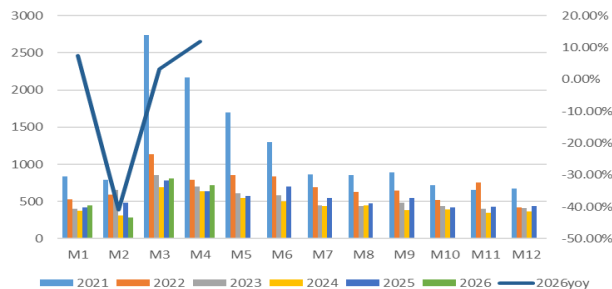
工程机械各品类内需整体向好，景气度由挖机传导至非挖。从工程机械各品类销售数据看，行业向上景气已从挖机延续至非挖产品，装载机、压路机、汽车起重机等产品2025年销售迎来同比回正。

图表14：挖机内销月度销量及同比（单位：台，%）



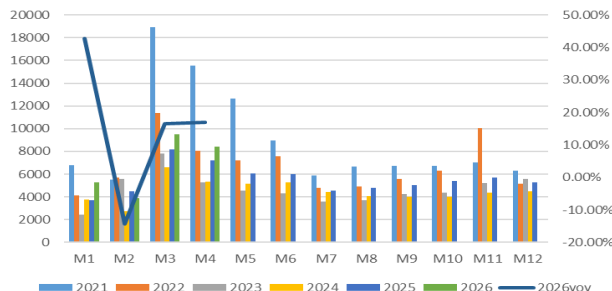
资料来源：工程机械工业协会，太平洋证券整理

图表16：压路机内销月度销量及同比（单位：台，%）



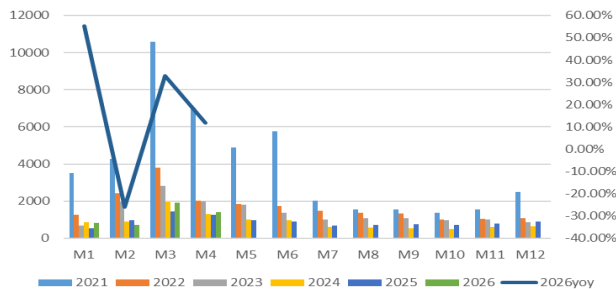
资料来源：工程机械工业协会，太平洋证券整理

图表15：装载机内销月度销量及同比（单位：台，%）



资料来源：工程机械工业协会，太平洋证券整理

图表17：汽车起重机内销月度销量及同比（单位：台，%）

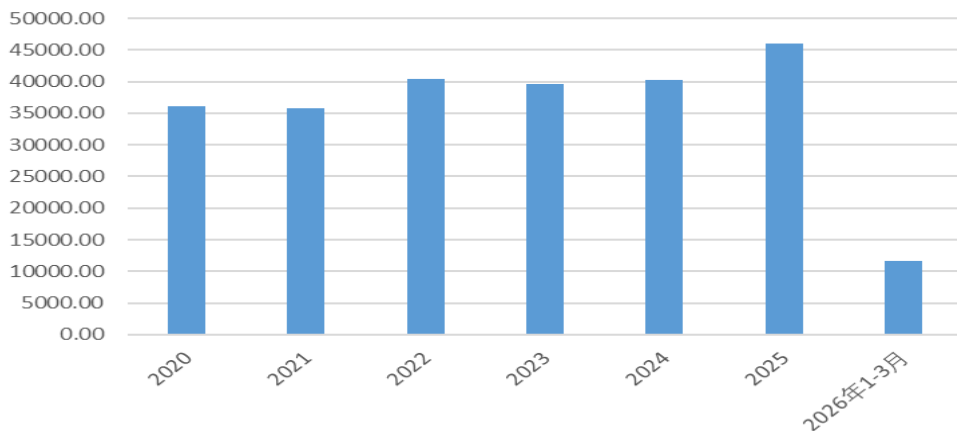


资料来源：工程机械工业协会，太平洋证券整理

2.1 政策支持叠加更新周期，内需进入新一轮上升通道

政策面支持+更新周期启动，工程机械内需具备向上动能。3月5日，国务院总理李强在政府工作报告中提出，今年要继续实施更加积极的财政政策，拟发行超长期特别国债1.3万亿元，持续支持“两重”建设、“两新”工作等，拟安排地方政府专项债券4.4万亿元，完善专项债券项目负面清单管理和自审自发试点，重点支持建设重大项目、置换隐性债务、消化政府拖欠账款等。同时提出要着力建设强大国内市场，坚持内需主导，统筹促消费和扩投资，拓展内需增长新空间，今年拟安排中央预算内投资7550亿元，安排8000亿元超长期特别国债资金用于“两重”建设。以及提到要优化提升传统产业，持续推进重点产业提质升级，新部署一批重大技术改造升级项目，安排2000亿元超长期特别国债资金支持大规模设备更新。我们认为，行业在政策端支持下、以及更新周期启动，有望继续取得不错表现，看好内需进入向上周期。

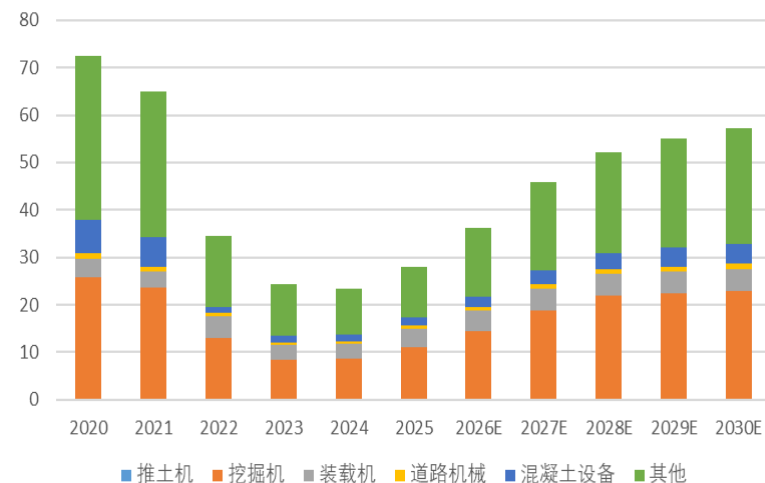
图表18：新增专项债券发行金额（单位：亿元）



2.1 政策支持叠加更新周期，内需进入新一轮上升通道

2025年中国工程机械市场规模达280亿美元，预计进入复苏轨道。根据公司港股招股书披露数据，中国工程机械市场规模预计将由2025年的280亿美元增至2030年的 573亿美元，2025年至2030年的年复合增长率为15.4%，进入复苏轨道。

图表19：中国工程机械销售额（按产品划分）（单位：十亿美元）



资料来源：公司港股招股书、《中国工程机械工业年鉴》、弗若斯特沙利

图表20：中国工程机械各产品销售额明细（单位：十亿美元）

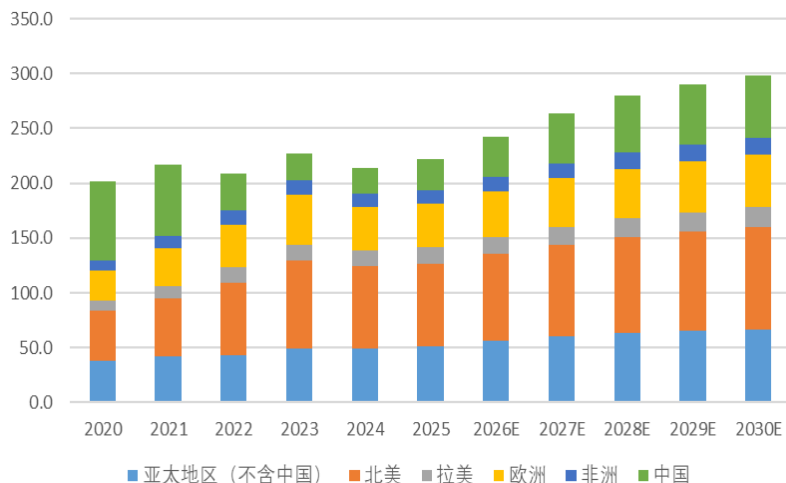
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
推土机	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
挖掘机	25.6	23.4	12.8	8.3	8.4	10.8	14.3	18.7	21.6	22.1	22.5
装载机	3.8	3.3	4.5	3.1	3.1	4.0	4.2	4.5	4.6	4.7	4.8
道路机	1.2	1.2	0.8	0.6	0.5	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0
混凝土	7.0	6.2	1.2	1.5	1.5	1.7	2.2	2.9	3.6	4.1	4.3
其他	34.6	30.6	14.9	10.8	9.7	10.7	14.4	18.7	21.1	22.9	24.3
合计	72.5	64.9	34.4	24.4	23.4	28.0	36.1	45.9	52.1	55.2	57.3

资料来源：公司港股招股书、《中国工程机械工业年鉴》、弗若斯特沙利

2.2 海外市场需求向好，看好国产主机厂出口机会

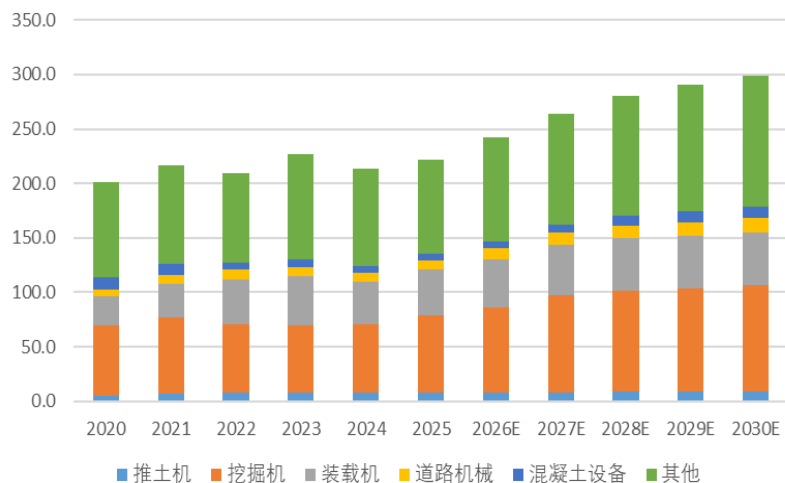
海外市场空间广阔，看好国产主机厂持续深耕。根据公司港股招股书披露数据，从金额口径来看，海外市场规模约为中国市场的4-8倍左右，年销售额超千亿美金，市场空间广阔。我们认为，中国品牌目前在亚太、拉美、非洲等市场已经具备一定竞争力，是当前出口重要的增长点，而欧美发达国家市场规模体量大，长期占据海外市场规模一半以上，目前中国企业份额低，长期来看具有核心竞争力的头部企业进军欧美市场潜力很大。

图表21：全球工程机械销售额（按地区划分）（单位：十亿美元）



资料来源：公司港股招股书、弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

图表22：全球工程机械销售额（按产品划分）（单位：十亿美元）

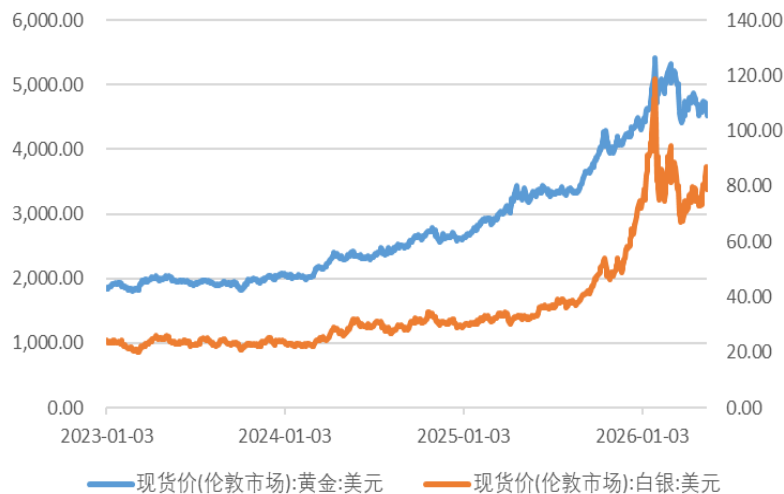


资料来源：公司港股招股书、弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

2.2海外市场需求向好，看好国产主机厂出口机会

有色金属价格高位运行，利好矿企资本开支向上。金属价格走高，有利于矿企盈利改善，进而提升矿企资本开支意愿，提升设备购买需求。目前全球主要有色金属价格整体价格高位运行，以金银铜为例，2025年年初以来，金价上涨70%以上、银价上涨150%以上、铜价上涨30%以上，整体看主要金属价格走高并高位运行，利好矿企资本开支向上。

图表23：金银价格走势（单位：美元/盎司）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表24：铜价走势（单位：元/吨）

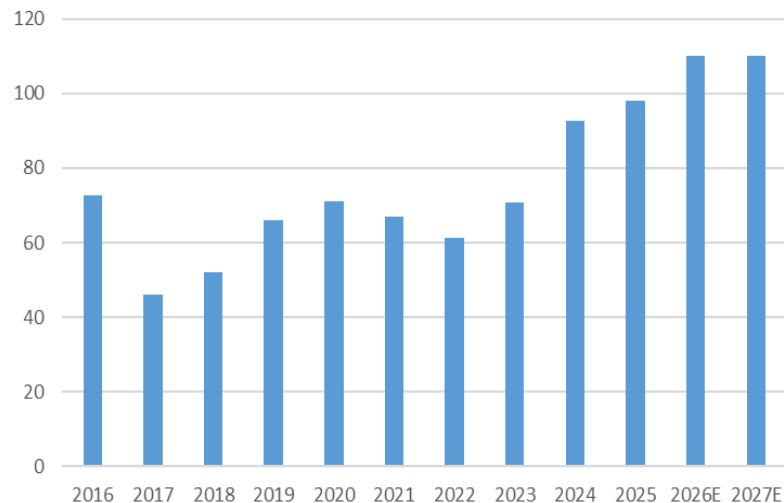


资料来源：Wind，太平洋证券整理

2.2 海外市场需求向好，看好国产主机厂出口机会

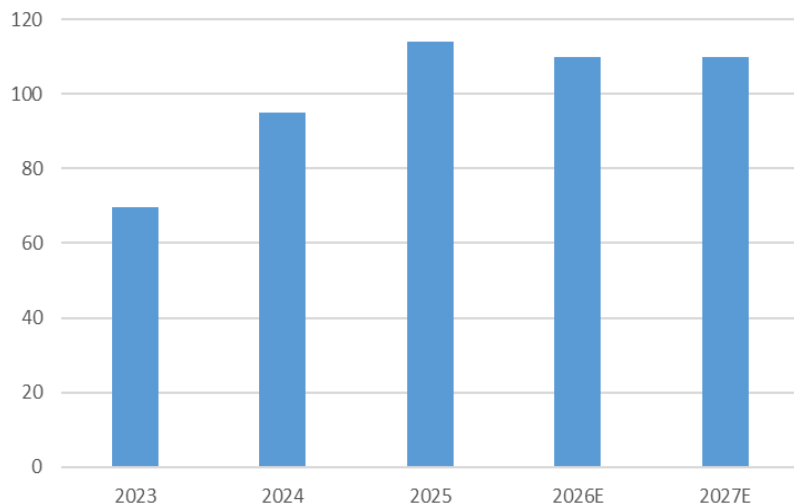
未来1-2年头部矿企资本开支计划维持高位水平。以两大矿企巨头必和必拓和力拓资本开支计划来看，必和必拓计划在接下来2026/2027的两个财年内，每年投入110亿美元用于资本支出和勘探工作，较2025年进一步提升；力拓2025年计划资本开支计划约为110亿美元，实际全年资本开支为114亿美元，主要得益于几内亚Simandou铁矿石项目的快速发展，公司2026/2027年资本开支计划为110亿美元，维持高位水平。

图表 25：必和必拓2026/2027财年资本开支提升（单位：亿美元）



资料来源：Wind、必和必拓，太平洋证券整理

图表 26：力拓2026/2027年资本开支维持高位（单位：亿美元）



资料来源：力拓，太平洋证券整理

2.2海外市场需求向好，看好国产主机厂出口机会

海外矿山相关市场景气延续，欧美市场需求呈复苏态势。根据海关数据，出口分下游区域看，南美、非洲等市场表现很好，整体上受益海外矿业资本开支需求旺盛同比持续向上；欧美市场需求呈复苏态势；东南亚市场今年以来同比增幅表现不错，主要系该区域基建、矿山需求带动；俄罗斯市场今年出口下滑较多，主要系报废税影响，出口需求前置。下游各主要区域整体上呈现良好趋势，我们认为，当前金银铜等价格高位运行，展望后续，全球矿业资本支出有望维持高位，进而有利于提升矿山机械需求，同时欧美发达市场需求呈复苏态势，随着国产品牌在海外渠道的持续开拓以及产品力的不断提升，国内主机厂有望加速抢占海外市场，出海空间广阔。

图表27：挖机海关出口金额（单位：亿元，%）

	202401	202402	202403	202404	202405	202406	202407	202408	202409	202410	202411	202412	202501	202502	202503	202504	202505	202506	202507	202508	202509	202510	202511	202512	202601	202602	202603
出口总金额（亿元）	39.64	38.11	54.56	49.98	50.85	50.96	50.93	47.74	46.81	52.25	50.82	52.5	57.72	42.36	62.81	60.75	64.06	64.17	67.7	62.29	66.41	62.56	64.97	90.49	65.78	64.01	70.46
同比	-25%	-14%	-20%	-16%	-9%	-3%	12%	5%	13%	29%	30%	22%	46%	11%	15%	22%	26%	26%	33%	30%	42%	20%	28%	72%	14%	51%	12%
其中分区域同比：																											
东南亚	0%	-26%	-23%	-26%	14%	-10%	11%	31%	47%	40%	66%	30%	36%	19%	8%	43%	25%	31%	36%	14%	-2%	-5%	-17%	21%	23%	51%	20%
美国	-38%	-47%	-63%	-45%	-59%	19%	-17%	-16%	-23%	0%	164%	82%	27%	10%	21%	-5%	-41%	-21%	3%	36%	-19%	32%	-5%	-24%	-13%	56%	30%
西欧12国	-67%	-46%	-49%	-49%	-21%	-42%	25%	-11%	37%	46%	55%	59%	94%	20%	-3%	17%	2%	13%	43%	15%	6%	2%	40%	39%	19%	67%	51%
俄罗斯	-63%	-50%	-62%	-37%	-51%	-13%	54%	19%	-13%	-17%	-12%	-14%	105%	7%	7%	-46%	-7%	-29%	-42%	7%	147%	103%	79%	443%	-86%	-63%	-68%
南美洲	-14%	148%	38%	56%	42%	27%	20%	-9%	2%	20%	17%	2%	13%	-20%	5%	21%	37%	25%	24%	31%	32%	8%	58%	129%	46%	98%	23%
非洲	64%	42%	128%	70%	51%	75%	14%	51%	72%	186%	74%	40%	87%	57%	60%	47%	67%	72%	131%	58%	83%	15%	34%	81%	43%	87%	30%

资料来源：海关总署，太平洋证券整理

2.2海外市场需求向好，看好国产主机厂出口机会

国产主机厂全球份额仍有很大提升空间。根据KHL集团旗下《International Construction》杂志发布最新Yellow Table2026（2026全球工程机械制造商50强榜单），50强总销售额达2465.28亿美元，其中中国企业上榜13家，13家合计销售总额达到488.62亿美元，占全球市场份额约20.4%，近几年国产厂商在海外收入规模快速放大，份额也有所上升，但空间依旧广阔。

图表28：全球工程机械制造商50强排行榜

排名	变化	公司	销售收入（亿美元）	市场份额	排名	变化	公司	销售收入（亿美元）	市场份额
1	-	卡特彼勒	374.94	15.20%	26	↑1	法亚集团	24.83	1.00%
2	-	小松	271.20	11.00%	27	↑3	多田野	23.35	0.90%
3	↑1	徐工集团	142.07	5.80%	28	-	马尼托瓦克	22.41	0.90%
4	↓1	约翰迪尔	132.00	5.40%	29	-	山推	20.51	0.80%
5	-	利勃海尔	126.69	5.10%	30	↑2	希尔博	17.56	0.70%
6	-	三一重工	125.82	5.10%	31	↑2	竹内	16.04	0.70%
7	↑1	沃尔沃	104.69	4.20%	32	↑2	龙工	15.73	0.60%
8	↓1	日立建机	90.81	3.70%	33	↓2	临工重机	14.23	0.60%
9	-	杰西博	75.10	3.00%	34	↑2	艾斯泰克	14.07	0.60%
10	-	山特维克	69.18	2.80%	35	-	安迈	12.81	0.50%
11	↑2	中联重科	68.12	2.80%	36	↑2	浙江鼎力	12.81	0.50%
12	-	安百拓	63.30	2.60%	37	-	铁建重工	10.57	0.40%
13	↓2	斗山山猫	61.81	2.50%	38	↑1	同力重工	8.96	0.40%
14	-	美卓奥图泰	58.42	2.40%	39	↑1	斯凯杰科	8.96	0.40%
15	↑6	现代	56.58	2.30%	40	↑2	宝峨	8.24	0.30%
16	-	特雷克斯	54.00	2.20%	41	-	山河智能	8.23	0.30%
17	↑1	柳工	47.23	1.90%	42	↑3	雷沃	7.95	0.30%
18	↓3	捷尔杰	43.00	1.70%	43	↑1	海洛集团	7.56	0.30%
19	↓2	久保田	41.77	1.70%	44	↑5	星邦智能	7.09	0.30%
20	↓1	凯斯纽荷兰	29.56	1.20%	45	↓2	海德宝莱	7.06	0.30%
21	↑1	曼尼通	29.00	1.20%	46	-	洋马	7.01	0.30%
22	↑2	帕尔菲格	26.40	1.10%	47	↑3	贝尔设备	6.77	0.30%
23	-	住友重机	26.26	1.10%	48	-	森尼伯根	6.00	0.20%
24	↓4	神钢建机	25.47	1.00%	49	↓2	皓乐特集团	5.78	0.20%
25	↑1	维克诺森	25.05	1.00%	50	NEW	日本加藤	3.65	0.10%
全球前50强合计销售额								2465.28亿美元	
中国企业合计销售额								488.62亿美元	
中国企业份额								20.40%	

资料来源：KHL，太平洋证券整理

第一章节：国内推土机龙头，背靠山东重工集团

第二章节：国内市场企稳向上，海外市场空间广阔

第三章节：深耕工程机械主业，发展迈向高端化、智能化、国际化

第四章节：盈利预测与投资建议

第五章节：风险提示

3.1推土机：排名全球第三、国内第一，大马力推土机产品打破海外垄断

公司早期技术源于海外，现已成为全球第三、国内第一的推土机龙头。1980年山东推土机总厂在济宁正式成立，1981年，公司引进日本小松D85A-18推土机制造技术生产的第一台山推牌TY220推土机下线，成为山推的“功勋推土机”，此后公司持续深耕推土机行业，于2012年推出中国首台最大马力推土机SD90-5，打破了国外对大马力推土机市场的垄断地位。2025年，山推推土机销量排名全球第三、中国第一，全球市场份额为10.2%，中国市场份额达63.0%。

图表29：推土机2025年全球及中国市场排名（按销量）

全球市场				中国市场			
排名	公司名称	销量 (千台)	市场份额	排名	公司名称	销量 (台)	市场份额
1	公司E	10.7	27.3%	1	山推	855	63.0%
2	公司F	7.6	19.4%	2	公司D	195	14.4%
3	山推	4.0	10.2%	3	公司I	140	10.3%
4	公司G	2.1	5.4%	4	公司C	61	4.5%
5	公司H	1.4	3.6%	5	公司A	32	2.4%
	其他	13.4	34.0%		其他	75	5.5%
	合计	39.3	100.0%		合计	1358	100.0%

资料来源：公司港股招股书、弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

图表30：山推批量交付多台SD90-C5矿用推土机



资料来源：山东重工资讯，太平洋证券整理

3.2挖掘机：收购山重建机，挖机业务快速发展

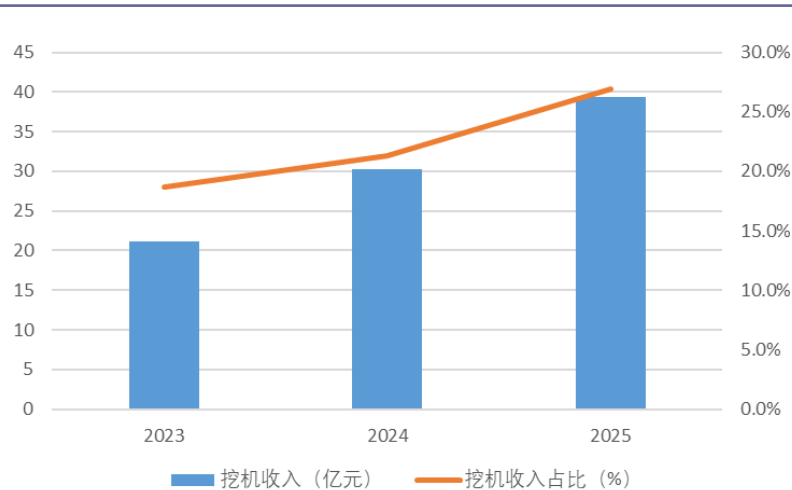
收购山重建机，挖机业务快速发展，已成为公司第一大收入贡献来源。2024年11月山推发布公告，拟以18.41亿元的价格收购山重建机100%的股权，并于2024年12月完成股权交割，山重建机成为公司全资子公司。山重建机成立于1999年，是集研发、生产、销售于一体的专业液压挖掘机制造商，拥有临沂、济宁两个生产基地，主要产品涵盖微挖、小挖、中挖、大挖、矿挖以及新能源挖掘机等。通过此次收购，山推在工程机械领域进一步拓展挖掘机业务，公司挖掘机业务实现了快速增长，2025年实现收入39.36亿元，同比增长30.25%，销售占比达26.9%，较上一年提升5.6pct，已超越推土机成为公司第一大收入贡献来源。

图表31：公司目前挖机主要类型（涵盖1-200吨产品型谱）

挖掘机类型	产品外观	整机重量（吨）	主要应用
微型挖掘机		低于4.5	道路修筑、农林水利、环卫、城市建设
小型挖掘机		4.5-19.9	市政园林、农田鱼塘、乡村建设、水利建设
中型挖掘机		20-29	房地产开发、农田改造、道路施工、水利、城建、园林绿化、小型矿山及大土方工况
大型挖掘机		30-64	小型矿山、大型土方、水利、城市建设及公路桥梁
矿用挖掘机		65及以上	大型金属矿及煤矿等矿山
新能源挖掘机		22.9-101	车间、港口、码头、隧道、矿山

资料来源：公司港股招股书，太平洋证券整理

图表32：公司挖机业务收入及占比（单位：亿元，%）



资料来源：公司港股招股书，太平洋证券整理

3.3矿卡：进一步拓展大型化矿卡，强化矿山领域战略布局

进一步拓展大型化矿卡，强化矿山领域战略布局。公司矿卡主要由刚性矿卡和宽体矿卡两大类组成，载重覆盖70-220吨，2025年，矿卡产品完成车辆智能能量管理系统以及工况自适应技术的研究，相关成果已成功应用于TEH160、TEH260刚性矿卡，显著提升了产品的动力性与经济性。2025年，公司发展迈入全新阶段，以TEH260刚性矿卡为代表的大型矿山装备重磅发布，进一步增强了市场竞争力。

图表33：公司矿卡产品

矿卡类型	主要规格			主要应用场景
	额定载荷（吨）	平装容积（立方米）	堆装容积（平方米）	
刚性矿卡	138-220	60-105	78-142	中大型露天矿山各种工况
	70-100	39-50	45-60	中大型露天矿山各种工况
宽体矿卡	70-100	39-50	45-60	中大型露天矿山各种工况
				

资料来源：公司港股招股书，太平洋证券整理

3.4 托管雷沃重工及潍柴青岛，进一步整合工程机械资源

托管雷沃重工及潍柴青岛，进一步整合工程机械资源。除公司外，山东重工集团旗下雷沃重工与潍柴青岛，两者主营产品涉及挖掘机、装载机、宽体矿卡等，与公司产品有所重叠，存在一定同业竞争。自2026年4月底起，山推股份受托管理雷沃重工100%股权、潍柴（青岛）智慧重工100%股权，期限三年，核心目的是解决集团内部同业竞争、整合工程机械业务。托管后，公司与雷沃重工在研发资源、生产资源、渠道资源等充分协同，有望进一步增强土方机械产品市场竞争力，同时借助于山推的经营管理，有助于提升雷沃重工经营质量，待雷沃重工经营质量得以提升后有望在未来注入山推体内。

图表34：雷沃重工与潍柴青岛情况

公司名称	成立日期	与山推重叠产品	2025年收入 (亿元)	2025年毛利 (亿元)
雷沃重工	2013年11月13日	挖掘机产品覆盖 1.5 吨 - 120 吨，装载机产品覆盖 2 吨 - 10 吨，宽体矿卡覆盖 70 吨 - 160 吨产品，包含纯电动、无人驾驶等高科技产品。	56.83	0.77
潍柴青岛	2022年11月10日	挖掘机产品覆盖 1.5 吨 - 120 吨。	19.09	1.26

资料来源：公司港股招股书，太平洋证券整理

图表35：山推与雷沃重工、潍柴青岛重叠业务收入情况

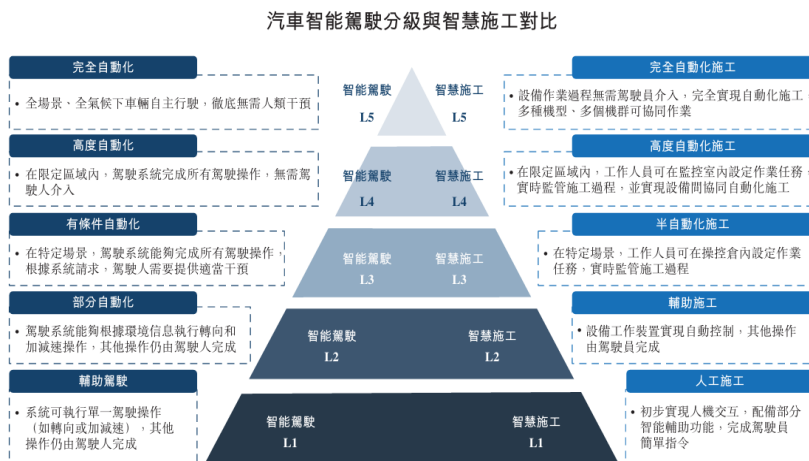
	挖掘机		装载机		矿卡	
	收入（百万元）	贡献	收入（百万元）	贡献	收入（百万元）	贡献
山推股份	3935.70	26.9%	1647.68	11.3%	89.33	0.6%
雷沃重工	2550.67	44.9%	1485.41	26.1%	907.03	16.0%
潍柴青岛	潍柴青岛生产的全部产品均独家销售给雷沃重工用于转售，因此上述所列的雷沃重工产品销售收入，已包含潍柴青岛所生产产品对应的收入，潍柴青岛主要从事挖掘机制造业务，2025年挖掘机业务收入达人民币 18.59亿元，占潍柴青岛总收入约 97.4%。					

资料来源：公司港股招股书，太平洋证券整理

3.5智能化：推出全球首款AI智能推土机，迈向智能化新阶段

推出全球首款**AI智能推土机**，迈向智能化新阶段。公司智能化工程机械主要包括智能推土机、智能装载机、智能平地机及智能压路机，智慧施工平台包括昆仑矿山智慧施工服务平台、盘古土方智慧施工服务平台及轩辕道路智慧施工服务平台，可服务于矿山、土方、道路三大施工场景。2025年，公司面向全球发布**AI战略**，推出全球首款**AI智能推土机**及**SSC山推智驾系统**，推动业务体系向**AI全面进化**，进一步强化了公司的产品核心竞争力，山推**AI智能推土机**产品涵盖智能整机与**AI智能助手**两大模块，并围绕客户需求打造了**9大智能系统**，覆盖动力优化、施工安全、协同作业等核心场景，山推目前技术已达**L3级**，未来将向完全无人化的**L5级**迈进。

图表36：汽车智能驾驶分级与智慧施工对比



资料来源：公司港股招股书，太平洋证券整理

图表37：山推首台AI智能推土机



资料来源：山推股份微信公众号，太平洋证券整理

3.6国际化：海外收入持续向上，国际化战略深入推进

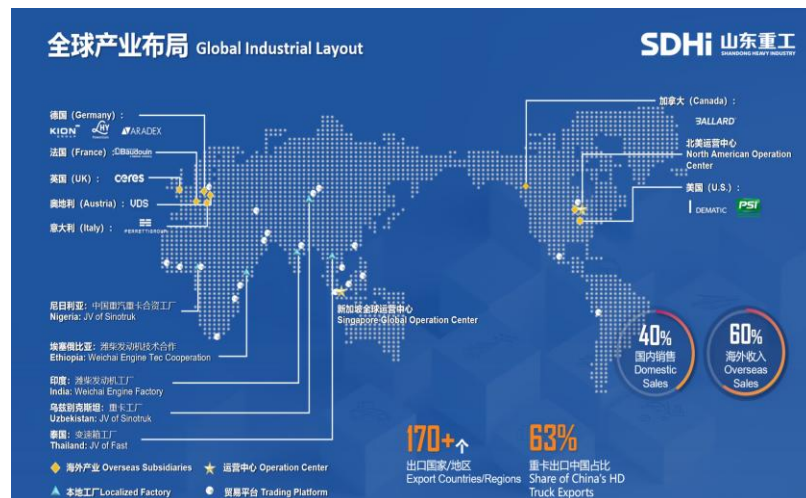
全球产业布局逐步完善，有望受益山东重工集团渠道优势。公司在全球拥有80家办事机构，1100个服务网点，163个专营店及产品经销商，2700余名服务工程师，1300余辆服务车辆。同时，公司控股股东山东重工集团全球布局覆盖范围宽泛、本地化运营日趋深入，其产品销往全球170多个国家，拥有38个海外贸易平台、30余个海外办事处、超1000家销售渠道及40余座海外生产制造基地。公司有望依托山东重工在海外渠道网络优势，加速海外市场布局。

图表38：公司全球布局版图



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表39：山东重工集团全球产业布局

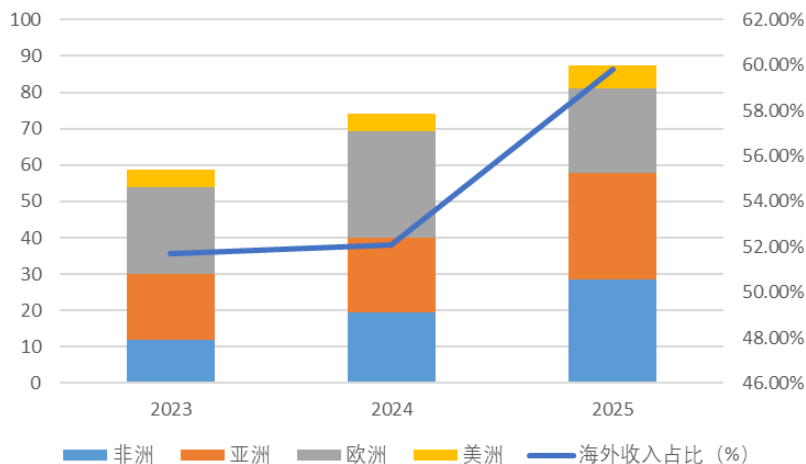


资料来源：山东重工官网，太平洋证券整理

3.5国际化：海外收入持续向上，国际化战略深入推进

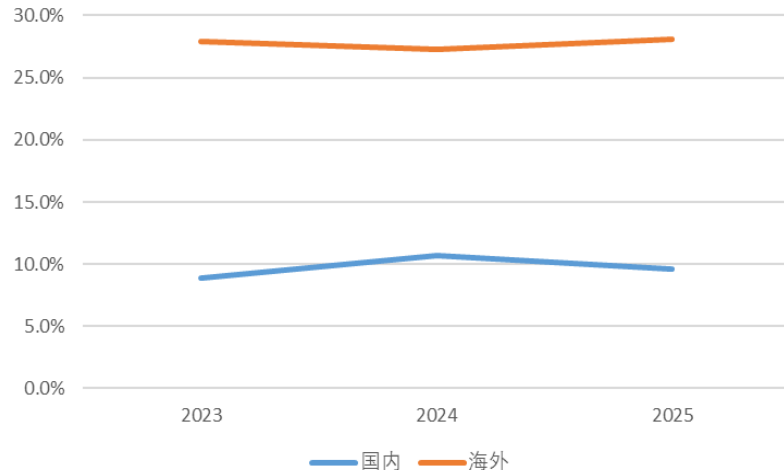
海外收入规模、盈利能力均高于国内。公司近年来海外市场持续增长，2025年海外市场实现收入87.41亿元，同比增长17.94%，海外收入占公司总收入比例达59.8%，较上年提升7.7pct。从下游区域结构来看，2025年非洲、亚洲、欧洲、美洲分别实现收入28.46亿元、29.41亿元、23.17亿元、6.38亿元，同比分别增长46.40%、43.57%、-20.84%、29.54%，其中非洲市场同比表现亮眼，营收占比逐年提升，从2023年10.4%提升至2025年19.5%。从盈利能力来看，海外市场盈利能力显著高于国内，2025年海外市场毛利率为28.1%、国内市场毛利率为9.6%，海外较国内高出18.5pct。

图表40：公司海外收入及营收占比（单位：亿元，%）



资料来源：公司港股招股书，太平洋证券整理

图表41：公司内外销毛利率（单位：%）



资料来源：公司港股招股书，太平洋证券整理

3.5国际化：海外收入持续向上，国际化战略深入推进

拟发行H股上市，国际化战略深入推进。2025年5月28日，公司公告正在筹划H股上市；2025年8月14日，公司H股发行方案获山东重工批复；2025年8月28日，公司首次向港交所递表，并于同日在香港联交所网站刊登了本次发行上市的申请资料；2025年9月15日，公司公告备案申请材料于近日获中国证监会接收；2026年4月30日，因首次递表满6个月招股书自动失效（港股规则），公司第二次向港交所递表（更新版招股书），根据公司招股书，关于港股上市募资用途，公司计划将所得款项用于：研发投入，以强化公司在智能化、新能源化与高端化领域的技术布局；全球销售与服务网络的高质量扩张；管理与运营的全面数智化升级；偿还银行贷款；以及补充营运资金及一般公司用途。若能港股上市成功，有助于提升公司国际品牌影响力、加速国际化布局。

图表42：公司H股上市进展梳理

时间	进展
2025年5月28日	山推股份公告正在筹划H股上市
2025年8月14日	山推股份H股发行方案获山东重工批复
2025年8月28日	首次向港交所递表，并于同日在香港联交所网站刊登了本次发行上市的申请资料
2025年9月15日	山推公告备案申请材料于近日获中国证监会接收
2026年4月30日	首次递表满6个月招股书自动失效（港股规则），山推第二次向港交所递表（更新版招股书），核心方案不变

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

第一章节：国内推土机龙头，背靠山东重工集团

第二章节：国内市场企稳向上，海外市场空间广阔

第三章节：深耕工程机械主业，发展迈向高端化、智能化、国际化

第四章节：盈利预测与投资建议

第五章节：风险提示

盈利预测与投资建议

我们对公司2026-2028年盈利预测做如下假设：

1) 工程机械主机：公司产品主要涵盖推土机、挖掘机、装载机、道路机械、混凝土设备、矿卡六大系列，受益于工程机械国内需求复苏，同时海外需求向好且国产主机厂份额提升空间广阔，公司深耕工程机械主业，业务发展向高端化、智能化、国际化迈进，假设2026-2028年收入增速分别为12.00%、12.00%、11.00%，对应毛利率分别为25.20%、25.50%、25.80%。

2) 工程机械配件及其他：随着工程机械主机需求复苏、以及后市场的持续开拓，假设2026-2028年收入增速为10.00%、10.00%、10.00%，对应毛利率分别为9.50%、10.00%、10.50%。

3) 其他业务，假设2026-2028年收入增速为10.00%、10.00%、10.00%，对应毛利率分别为18.00%、18.00%、18.00%。

同时假设公司2026-2028年销售费用率分别为4.40%、4.50%、4.60%；管理费用率分别为2.80%、2.70%、2.60%；研发费用率分别为4.10%、4.20%、4.30%。

图表43：公司分业务收入与毛利率预测

分业务	指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
工程机械主机	收入（亿元）	97.63	109.50	122.64	137.36	152.47
	增速（%）	44.30%	12.16%	12.00%	12.00%	11.00%
	毛利率(%)	23.12%	24.80%	25.20%	25.50%	25.80%
工程机械配件及其他	收入（亿元）	31.45	26.68	29.35	32.28	35.51
	增速（%）	14.41%	-15.17%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率(%)	11.48%	9.04%	9.50%	10.00%	10.50%
其他业务	收入（亿元）	13.10	10.02	11.02	12.12	13.34
	增速（%）	27.68%	-23.51%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率(%)	17.79%	18.28%	18.00%	18.00%	18.00%
公司整体	收入（亿元）	142.19	146.20	163.01	181.76	201.31
	增速（%）	25.12%	2.82%	11.50%	11.50%	10.76%
	毛利率(%)	20.05%	21.48%	21.89%	22.25%	22.58%

盈利预测与投资建议

基于以上假设，我们预计2026年-2028年公司营业收入分别为163.01亿元、181.76亿元和201.31亿元，归母净利润分别为14.94亿元、18.25亿元和21.96亿元，对应PE分别为12倍、10倍、8倍，维持“买入”评级。

财务摘要

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	14620	16301	18176	20131
营业收入增长率(%)	2.8%	11.5%	11.5%	10.8%
归母净利（百万元）	1211	1494	1825	2196
净利润增长率(%)	9.9%	23.4%	22.1%	20.4%
摊薄每股收益（元）	0.81	1.00	1.22	1.46
市盈率（PE）	14.7	11.9	9.7	8.1

资料来源：携宁，太平洋证券整理

盈利预测与投资建议

资产负债表 (百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	4,573	3,316	3,905	4,947	6,200
应收和预付款项	5,114	6,322	7,134	7,911	8,742
存货	3,200	3,249	3,528	3,904	4,312
其他流动资产	1,119	1,603	1,745	1,906	2,075
流动资产合计	14,006	14,490	16,312	18,668	21,329
长期股权投资	550	798	798	798	798
投资性房地产	477	466	466	466	466
固定资产	2,040	2,184	2,217	2,265	2,325
在建工程	139	151	154	157	159
无形资产开发支出	523	511	502	502	502
长期待摊费用	2	2	2	2	2
其他非流动资产	14,558	14,945	16,771	19,127	21,788
资产总计	18,288	19,057	20,910	23,317	26,040
短期借款	804	760	710	660	610
应付和预收款项	8,807	8,671	9,375	10,209	11,041
长期借款	1,449	1,059	959	909	859
其他负债	1,693	2,095	2,196	2,341	2,491
负债合计	12,753	12,586	13,240	14,119	15,002
股本	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
资本公积	562	551	551	551	551
留存收益	3,192	4,262	5,492	7,015	8,848
归母公司股东权益	5,240	6,173	7,367	8,890	10,723
少数股东权益	295	298	303	308	315
股东权益合计	5,535	6,471	7,670	9,198	11,038
负债和股东权益	18,288	19,057	20,910	23,317	26,040

利润表 (百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	14,219	14,620	16,301	18,176	20,131
营业成本	11,368	11,480	12,733	14,133	15,585
营业税金及附加	78	80	90	100	111
销售费用	592	621	717	818	926
管理费用	442	424	456	491	523
财务费用	-44	74	-23	-37	-57
资产减值损失	-106	-114	-82	-62	-52
投资收益	49	30	33	36	60
公允价值变动	-6	0	0	0	0
营业利润	1,199	1,281	1,591	1,943	2,340
其他非经营损益	2	3	4	4	4
利润总额	1,201	1,284	1,594	1,947	2,343
所得税	97	70	96	117	141
净利润	1,105	1,214	1,498	1,830	2,203
少数股东损益	2	3	4	5	7
归母股东净利润	1,102	1,211	1,494	1,825	2,196

预测指标					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	20.05%	21.48%	21.89%	22.25%	22.58%
销售净利率	7.75%	8.28%	9.16%	10.04%	10.91%
销售收入增长率	25.12%	2.82%	11.50%	11.50%	10.76%
EBIT 增长率	39.64%	19.28%	18.24%	21.62%	19.66%
净利润增长率	40.72%	9.86%	23.36%	22.13%	20.36%
ROE	21.03%	19.62%	20.28%	20.52%	20.48%
ROA	6.52%	6.50%	7.50%	8.28%	8.93%
ROIC	13.07%	14.35%	15.14%	16.06%	16.63%
EPS (X)	0.73	0.81	1.00	1.22	1.46
PE (X)	16.13	14.68	11.90	9.74	8.10
PB (X)	3.39	2.88	2.41	2.00	1.66
PS (X)	1.25	1.22	1.09	0.98	0.88
EV/EBITDA (X)	8.93	10.30	8.60	6.64	5.09

资料来源：携宁，太平洋证券整理

第一章节：国内推土机龙头，背靠山东重工集团

第二章节：国内市场企稳向上，海外市场空间广阔

第三章节：深耕工程机械主业，发展迈向高端化、智能化、国际化

第四章节：盈利预测与投资建议

第五章节：风险提示

风险提示

风险一：国内市场需求不及预期；

风险二：海外市场开拓不及预期；

风险三：市场竞争加剧；

风险四：汇率波动风险等；

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券

构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。