

山推股份

000680

报告日期

2026-04-29

前收盘价(元)

¥11.6

前收盘市值(亿元)

¥174

所属行业

机械

我们认为山推股份是一家具备成长型投资逻辑（海外扩张+矿山高端化），但当前处于需要观察等待状态的标的。其核心成长故事在于海外收入目标105亿（2026年）及挖掘机成为第一大收入来源的结构性变化。然而，当前市值174亿元显著高于报告中性情景估值138.4亿元，显示市场预期已较乐观。同时，公司存在应收账款占比过高（41%）、融资租赁逾期等信用风险。我们需要观察海外收入目标兑现及高端矿山产品（如300吨级矿挖）商业化验证的明确信号。仅供参考，不构成投资建议。

公司估值报告

■ 经营概况

一、核心业务一句话总结

该公司通过设计、制造和销售推土机、挖掘机等工程机械主机及履带底盘、传动部件等核心零部件，并辅以配件销售、设备租赁及技术服务的综合模式，实现营收和利润。

二、主要产品竞争力深度剖析

核心产品：推土机是公司的绝对核心和行业名片，是其利润的主要来源（主机产品毛利率24.80%）。挖掘机、装载机、压路机等土石方和路面机械构成了其产品矩阵。零部件业务（尤其履带底盘）是重要的协同和利润补充。

主要竞争对手：国内同行包括三一重工、中联重科、徐工机械等。

优势与不足分析：

1. **公司 vs. 三一重工：**公司在推土机细分领域具有绝对统治地位，市场份额和品牌口碑是行业“领头羊”，强于三一。不足在于产品线远不及三一重工广泛（后者在挖掘机、混凝土机械、起重机等大品类中占据头部），且在综合营收、净利润规模及全球品牌知名度上存在巨大差距。三一更强的规模效应使其在核心零部件（如发动机、液压件）的垂直整合上更具成本优势。

2. **公司 vs. 徐工机械：**公司在推土机领域的专业性和口碑优于徐工。徐工的优势在于其产品线完整度（塔吊、矿业机械、道路机械等）和国企背景带来的重大项目资源和融资能力。公司则在灵活性和市场化机制上更优，这在海外市场拓展中体现尤为明显。

行业地位及数据验证：

公司是国内推土机行业的绝对龙头，长期占据国内60%以上的市场份额，毛利率水平（主机24.80%）在业内处于中等偏上，体现了其推土机产品的定价权。相比三一（整体毛利率约27%），公司因产品结构更依赖单个品类，整体毛利率略低；相比徐工（整体毛利率约22%），公司在推土机这一优势品类的毛利率更高。

三、商业模式深度剖析

公司实行“代理经销制为主+直销为辅”的销售模式，并深度嵌入金融服务（保兑仓、按揭、融资租赁）以撬动销售。

优势：

渠道杠杆效应：通过遍布全国的代理商网络，以较低的自有资本实现了广泛的市场覆盖和终端触达。

金融助推销售：通过提供按揭、融资租赁等金融支持，有效降低了客户的购机门槛，尤其在价格高昂的大型设备销售中，是促成交易的关键工具。

不足：

潜在信用风险：公司承担了巨大的终端客户信用风险。年报已明确披露，在客户逾期时公司须承担回购义务，这导致应收账款风险和潜在的资产减值损失。2025年融资租赁逾期余额高达7573.71万元，是财务健康度的持续“暗雷”。

对渠道的控制力：过度依赖代理商可能削弱对终端市场、价格和客户服务的直接控制力。

国内外商业模式比较：

与卡特彼勒、小松等国际巨头相比，公司（及多数国内工程机械企业）的商业模式更侧重“销售驱动”和“规模扩张”，主要依靠代理-金融模式铺开市场。国际巨头则更强调“全生命周期服务”，通过全球化的后市场（配件、维修、翻新、租赁）和数字化管理，形成远超设备销售收入的循环利润，且客户黏性极高。公司的后市场收入（配件及其他）占比仅18%，毛利率仅9.04%，远低于国际巨头的后市场业务（普遍高于30%），反映出公司在服务化转型和持续价值创造上仍有显著差距。

四、未来持续盈利的关键因素

关键因素1：海外市场深化及高端化突破。

公司海外收入同比增长17.94%（远超总营收2.82%的增速），已成为增长主引擎。未来能否在印尼、澳大利亚、秘鲁等关键市场，从设备销售商升级为品牌、技术、服务、管理全面扎根的本地化实体，是摆脱国内“内卷”、打开可持续盈利空间的关键。海外高毛利市场（如欧美、澳洲）的成功渗透，将直接提振整体盈利水平。

关键因素2：新能源及智能化产品的差异化竞争力。

公司已发布AI推土机并全线推进纯电、混动、换电技术。在全球碳减排和国内环保政策趋严背景下，谁能率先推出兼具经济性和高效能的新能源产品，谁就能在下一个市场周期中占据主导。这不仅是技术竞赛，更是定义未来行业“价格锚”和客户价值标准的机会。这是解决产品同质化、突破价格战的关键。

关键因素3：对信用风险的有效管控。

2025年公司通过金融信贷（保兑仓、按揭、融资租赁）的销售占比接近10%。虽然当前逾期风险“可控”，但宏观经济波动或工程机械行业下行周期，都可能引爆坏账。公司能否通过贷前严审、贷中监控和贷后催收精细化，将坏账率和回购风险控制极低水平，将直接决定公司的主营业务利润能否真实落袋，而非变成“纸面富贵”。这是财务稳健的基石。

五、主营业务及财务数据周期对比分析

年份周期	业务类别	收入规模(元)	占比	毛利率水平
2025年	工程机械主机	10,950,090,088.51	75%	24.80%
2025年	工程机械配件及其他	2,667,606,715.58	18%	9.04%

年份周期	业务类别	收入规模(元)	占比	毛利率水平
2024年	工程机械主机	9,763,400,377.39	69%	23.12%
2024年	工程机械配件及其他	3,145,133,631.13	22%	11.48%

周期变化对比分析:

1. **结构优化趋势显现:** 从2024年到2025年, 主机产品收入占比显著提升(从69%升至75%), 而附加值较低的配件及其他业务收入占比则相应收缩(从22%降至18%)。这反映了公司主动优化业务结构, 聚焦核心主业(主机)的战略意图, 形成了更高毛利的收入结构。

2. **利润率分化显著:** 尽管总营收仅增长2.82%, 但主机产品毛利率从23.12%提升至24.80%, 增长1.68个百分点。这得益于公司提到的“聚焦大客户、大项目”, 高端产品(如大吨位矿山产品、AI推土机)销售占比提升, 叠加“降本”举措(单台降本超万元)成效初显。与此同时, 配件毛利率从11.48%下滑至9.04%, 显示该业务面临更大的竞争压力和成本挑战。

总结

公司是推土机领域的绝对王者, 正借力海外扩张和高端化产品优化结构, 毛利率提升; 但配件业务疲软, 金融模式蕴含信用风险, 服务化转型远落后国际巨头。

■ 估值分析

山推股份(000680) 估值分析备忘录

我们现在对山推股份(代码000680)做简明的估值分析。该公司所属行业为机械, 昨收盘市值为174亿元。总体上, 我们认为这是一笔具备成长潜力的周期成长型投资。以下是我们的估值分析过程, 不构成投资建议, 仅供参考。

影响估值的核心因素

基础财务数据梳理: 公司2024年财务数据呈现典型的“杠杆驱动”特征: 金融资产52.7亿元, 股权投资5.5亿元, 带息负债高达84.8亿元, 净负债为26.6亿元。自由现金流5.2亿元, 相较于其174亿元的市值和庞大的资产规模, 现金流产出效率偏低。这暗示公司正处于资本密集投入期, 或存在营运资本占用较大的问题。高负债率和相对薄弱的自由现金流是估值中必须警惕的风险点。

商业模式与护城河分析: 山推股份的核心业务高度聚焦于工程机械领域, 尤其是推土机、道路机械及配件。其商业模式是典型的产品+服务型, 通过经销商网络覆盖国内外市场。

核心业务线一: 推土机业务。 作为国内推土机行业的绝对龙头, 该业务贡献了公司超过60%的收入。当前处于成熟期, 但受益于海外市场(尤其是俄罗斯、东南亚、非洲)基建需求, 呈现第二增长曲线。

核心业务线二: 道路机械及其他工程机械。 包括压路机、平地机、装载机等, 收入占比约

25%。该业务面临三一、徐工等巨头的激烈竞争，处于成长期，但市场份额相对较小，增长依赖于差异化产品和渠道协同。

核心业务线三：配件及后市场服务。收入占比约15%，虽然体量较小，但毛利率高，且具有逆周期属性，是稳定公司现金流的重要补充。

护城河与竞争格局：山推的核心壁垒在于其推土机领域的**成本优势与技术积累**，形成了对中小企业的压倒性优势。但与行业巨头（如三一重工）相比，其产品线单一，在智能化、电动化以及整体解决方案能力上存在一定差距。公司的客户关系较为稳固，尤其在大型水利、矿山等专业领域。管理水平方面，作为国企，其战略执行力和激励机制（如股权激励）是需长期观察的变量。当前管理层团队稳定，但市场化程度不及民营企业。

三情景下的估值分析

乐观场景（概率20%）

宏观与行业：全球基建投资超预期，“一带一路”沿线国家需求爆发，国内矿山、水利投资维持高位。行业电动化、智能化进程平稳推进。

公司战略与地位：公司成功抓住海外市场机遇，推土机全球份额从当前的~15%提升至20%。同时，在电动推土机领域实现技术领先，带动产品均价提升。经营杠杆充分释放，海外高毛利业务占比显著提高。

财务成果：预计2025-2030年收入复合增速8%，其中海外业务增速15%。综合毛利率从当前约20%提升至25%，净利率达10%。自由现金流与净利润趋同，到2030年自由现金流达18亿元。永续增长g取2.5%。

折现率：考虑成长属性，取8%。

估值结果：经营资产价值约220亿元，加上非经营资产（ $52.7+5.5-84.8=-26.6$ 亿元），得出公司估值为193.4亿元。

中性场景（概率55%）

宏观与行业：国内房地产持续低迷，基建投资稳健增长，海外市场保持稳定增长，但竞争加剧，价格战有所抬头。

公司战略与地位：公司坚守推土机龙头地位，海外市场跟随行业增长，市占率保持稳定。在新能源转型上采取跟随策略，不具备定价权。资本开支因电动化转型有所增加。

财务成果：预计收入复合增速5%，综合毛利率维持在20%左右，净利率约7%。由于资本开支（CAPEX）与折旧基本持平，营运资本小幅增加，自由现金流与净利润接近，2030年自由现金流约12亿元。永续增长g取2.0%。

折现率：8%。

估值结果：经营资产价值约165亿元，减去净负债26.6亿元，得出公司估值为138.4亿元。

悲观场景（概率25%）

宏观与行业：全球经济衰退，海外需求断崖式下跌；国内基建投资疲软，行业进入深度调整期。

大客户（如矿山）资本开支计划大幅缩减。

公司战略与地位：公司市场份额虽能维持，但收入与利润均大幅下滑。电动化投入成为负累，应收账款和存货高企，占用大量资金。

财务成果：预计收入出现负增长或停滞，毛利率因价格战和固定成本摊销下降至17%，净利率跌至3%。因营运资本严重吞噬现金流，自由现金流将远低于净利润，甚至出现负值。2030年自由现金流预计仅5亿元。永续增长g取1.5%。

折现率：考虑强周期性风险，取10%。

估值结果：经营资产价值约70亿元，减去净负债后，得出公司估值为43.4亿元。

概率加权估值与赔率：基于上述概率分配（20%乐观，55%中性，25%悲观），概率加权后的公司估值为118.6亿元（ $193.4 \times 20\% + 138.4 \times 55\% + 43.4 \times 25\%$ ）。相对于当前174亿元的市值，赔率约为0.68（ $118.6/174$ ），即预期回报率为负，意味着当前市场价格已经透支了中性预期，并部分定价了乐观预期。

公司质量与概率调整：我们判定山推股份属于“良好”等级公司。其作为细分领域龙头，具备一定壁垒，但高负债率和国企业体制限制了上限。因此，我们给予中性场景55%的概率，同时将悲观概率调至25%，以反映其周期性和高杠杆特征。管理层及治理方面，公司历史分红尚可，但资本配置能力（如为何维持高负债率）需进一步观察，大股东质押风险目前较低，但国企的决策效率是潜在担忧点。

进一步思考

反思一：估值对永续增长率的敏感性。在乐观场景中，2.5%的永续增长率贡献了约50%的终值。如果公司未来无法在技术或商业模式上构建新护城河，这个假设过高。实际上，一个低增长的周期性公司，永续增长率可能需要下调至1%甚至0。

反思二：自由现金流转折点何时到来？公司当前自由现金流（5.2亿）与利润（约7-8亿）严重不匹配，主要原因是营运资本扩张（供应链金融、海外信贷销售等）吞噬了现金。我们需密切跟踪其营运资本周转天数。若营运资本管理没有改善，任何乐观的利润预测都是空中楼阁。

反思三：行业巨头的降维打击风险。三一重工、中联重科等巨头在综合成本、销售网络和品牌力上远超山推。若这些巨头决定在推土机领域通过价格战抢夺份额，山推的利润根基将瞬间瓦解。我们的悲观场景可能仍未充分体现这一风险。

基本结论

基于当前信息，山推股份估值缺乏安全边际。市场已给予其较高期望，但公司高负债与弱现金流的基本面尚未体现改善趋势，当前市值已超出我们中性假设下的内在价值，暂不建议买入。

■ 财务预警

山推股份-000680.SZ

监控指标	监控结果	指标说明
毛利率波动	正常	过去一年公司毛利率整体销售毛利率变化百分比大于行业2个标准差。 (简单讲就是比同行的公司波动大)
非经常性损益 依赖度	正常	营业利润同比增长率相对净利润同比增长率的波动大于50%。(因营业利润和净利润的核心差异来源于营业外收入与成本)
应收账款营收 占比	应收账款占比过 高	应收账款余额/营业收入>25%
经营活动现金 净额/净利润	净现比过低	经营性净现金流/净利润<100%
短期偿债缺口 率	正常	(货币资金+交易性金融资产)/短期借款<50%
速动比率	正常	
债务期限错配 度	正常	
担保杠杆率	正常	担保余额合计值/归属母公司股东的权益>50%
存货周转天数	85.92	
存货周转天数 偏离度	正常	公司存货周转天数与行业平均值的差, 超过行业1.5个标准差
固定资产周转 率	正常	固定资产周转率连续3年下降。
筹资依赖度	正常	筹资活动现金净流量大于0, 并且经营活动现金净流量与投资活动现金净流量的和小于0
在建工程沉淀 率	正常	在建工程/总资产>20%
其他应收款占 比	正常	
销售费用率异 常下降	正常	销售费用率下降, 同时营业收入上升

应付账款周转天数	应付账款周转天数连续三年上升	应付帐款周转天数连续3年上升。
毛利率波动值	0.47	
所属行业	机械	

■ 财务分析

说实话，看山推股份的这份财务数据，第一印象是它处在一个“高杠杆运营+强现金流回血”的典型工程机械企业状态。用表格概括核心观点，可能更直接一些：

核心财务维度	山推股份当前表现	核心解读
资产与负债结构	总资产190.6亿，总负债125.9亿，资产负债率约66%	杠杆偏高，但短期流动性充足（货币资金33.2亿 vs 短期借款7.6亿）
盈利与增长	2025年营收146.2亿（同比+2.8%），净利润12.1亿（同比+9.9%）	收入增速放缓，但利润增速高于营收，说明成本费用控制有效
现金流与自由现金流	经营活动现金流净额约57.2亿，企业自由现金流14.9亿	主营业务造血能力极强，现金流质量远超净利润账面数
运营效率	存货周转天数102天，固定资产周转率6.92次，但应付账款周转天数拉长至274天	挤压上游账期能力增强，但需注意存货周转偏慢的信号

我们先从最显眼的“杠杆”说起。山推66%的资产负债率，在工程机械行业里算偏高，坦白讲，这确实让人有点紧张。但如果拆开看短期流动性，它手里有33.2亿的货币资金，而短期借款只有7.6亿，短期偿债压力不大。再加上担保余额为零，也说明它在杠杆控制上留了一定安全垫。不过，真正值得聊的是它如何支撑这个杠杆——靠的是极强的上下游占款能力，也就是所谓“类金融”的经营模式。

这里有个数据很有意思：应付账款周转天数从2023年的217天，一路拉到2025年的274天。说白了，山推在向上游供应商“借”钱做生意，账期越拉越长，对采购款的支付越拖越久。反过来看，它的存货周转天数大概102天，应收账款加应收票据将近60亿（占营收比超40%），而下游回款显然没上游账期那么长。这种“占用上游、被下游占用”的结构，本质上是在用供应商的资金给自己垫资——如果行业景气度下行，供应商一旦收紧账期，山推的流动性压力就会陡增。这是它当前商业模式里最核心的风险点，远比单纯看资产负债率要致命。

再来看盈利质量。2025年营收同比只增长了2.8%，但净利润增速接近10%，毛利率也从2023年的19.2%提升到2025年的21.5%左右（我们用毛利/营收反推），这个趋势不错。费用端，销售费用率

从3.35%升到4.25%，说明市场竞争加剧，公司需要花更多钱推广，但好在绝对值还在可控范围内。这里我们对比一下行业龙头三一重工——同样在2025年，三一的销售费用率大概在3.8%，毛利率约28%。山推的毛利率低了6个百分点，但费用率只略高一点，核心差异在于定价权：三一在大型挖掘机等高端产品上溢价能力更强，而山推的主打产品推土机、装载机更偏中低端，原材料成本一旦上涨，毛利率就很容易被压缩。所以，山推要维持利润增速，其实更依赖两点：一是规模效应摊薄固定成本，二是有效控制销售和管理费用。目前看这两点做得不错，但天花板也比较明显。

说到现金流，这是山推数据里最让人舒服的部分。经营活动现金流净额是净利润的将近4.7倍（57.2亿 vs 12.1亿），这太惊人了。企业自由现金流高达14.9亿，说明扣掉资本支出之后，公司依然能产生充足的现金。这背后主要是应付账款占用的资金被“沉淀”在经营过程中。投资活动净流出3.1亿，筹资活动净流出6.6亿（偿还债务或分红），说明公司正在利用手头富余现金去杠杆和回馈股东，而不是激进扩张。在建工程只有1.5亿，相对于总资产来说规模很小，显示它短期扩产意愿不强，更像在吃存量产能的红利。

但是，这里有一个但书：应收账款太高。2025年应收总额（含票据）将近60亿，占当年营收的41%，而2023年这个数字是34%左右。坦白讲，这个趋势不太健康。工程机械行业有个特点，客户以建筑公司、矿山企业为主，信用账期普遍长，加上近年来基建回款变慢，应收账款的回收风险在积累。虽然山推目前没有明显坏账计提激增的迹象，但周转天数如果继续拉长，迟早会侵蚀利润。我了解到同行中联重科2025年应收账款周转天数大概在110天左右（不算票据），山推加上票据后的天数只会更长。如果去横向对一下，这可能是它少数比行业龙头差的地方。

总结一下我的肤浅认知：山推股份当前是一个“高杠杆但强现金流”的生意，核心优势在于其品牌和渠道沉淀下的上下游占款能力，这支撑了自由现金流的持续增长。但也正因其依赖账期杠杆，一旦宏观或行业政策收紧，供应商端的中小企业可能率先要求回款，届时山推的流动性会面临考验。对于投资来说，如果你相信未来两年基建和矿业需求维持平稳，那它当前的估值和现金回报率可能都还说得过去；如果你担心下游回款恶化和上游账期压缩，那么它的财务弹性其实是偏弱的。最后提醒一下，以上只是针对近期财务的思考，不构成投资建议。

■ 近期事件

近期重要公告摘要

2026-04-23：山推股份公告，2025年4月启动的股份回购方案已实施完毕，累计回购14,842,772股，占总股本0.9894%，金额约1.5亿元，用于股权激励或注销。

2026-03-16：山推股份发布2025年度关于山重建机有限公司业绩承诺实现情况的专项审核报告及内部控制审计报告，涉及财务及内控审核。

2026-03-16：山推股份2025年度审计报告显示，财务报表公允反映财务状况，审计意见为标准无保留意见，关键审计事项涉及收入确认及存货跌价准备。

2026-04-03：山推股份披露截至2026年3月31日回购进展，累计回购股份14,842,772股（占总股本

0.99%)，金额约1.5亿元，3月未实施回购，回购价格上限调整为不超过13.79元/股。

2026-04-11：北京市环球律师事务所上海分所就山推股份2025年度股东会出具法律意见书，确认股东会程序及表决合法有效，审议通过年度报告、利润分配预案等议案。

■ 机构调研

最新调研（2026-03-20）

2026年海外收入目标：力争实现105亿的海外销售收入。

地区策略：非洲地区可能继续保持较高水平；东南亚及澳大利亚利用推土机优势带动其他产品；拉美地区确保实现较大收入增幅；欧洲地区完善零部件仓库与品牌建设，拓宽高端核心零部件进入渠道。

风险防范：确保前置仓或库存合理水平，依单排产、合理库存，确保交付效率。

美元定价与汇率影响：根据汇率情况随时调整价格，确保毛利水平稳定；汇兑损益未对核心经营指标构成较大影响。

外汇风险管理措施：运用套期保值、远期结售汇等金融衍生工具进行风险对冲，整体风险可控。

直营子公司与代理商模式配合：严格区分子公司定位（投资平台、销售服务平台、品牌展示平台）。

销售服务公司原则：坚持信保覆盖、保障应收账款风险可控，保证原有经销体系不变，利用海外子公司优势引导经销商多元化转型。

港股IPO进展：正在积极筹备港股IPO的加期工作，有序推进赴港上市工作。

股权激励进展：持续关注政策动态，在外部环境条件具备后，适时推进。

2025年产品收入结构：挖掘机业务增长迅猛，成为第一大收入贡献来源；推土机保持盈利能力；道路机械出口增速较快；装载机电动化渗透率进一步提高，呈现“内电外油”结构；刚性矿卡部分海外区域实现销售。

2026年收入目标：挖掘机收入增幅及体量有望延续2025年态势；装载机电动化渗透率有望进一步提高；推土机、道路机械等产品继续向矿山化迈进；260吨级刚性矿卡逐步推向市场。

挖掘机内外销趋势：中国品牌挖掘机全球市场占有率稳步提升，尤其是大型化矿山产品。

公司挖掘机2026年战略：瞄准高端小型化、矿山大型化两头发力，做好高端微挖、两头忙

等小型化设备重点市场布局，坚定不移推进矿山业务战略。

非洲地区业务布局：非洲地区已跃升至公司海外出口最大的单一市场，销售实现全域铺开。

非洲挖掘机销售结构：以中大型设备为主，矿用挖掘机实现销售突破，产品以中大型化为主。

十五五规划：各主要产品在保证合理结构基础上继续上量进位，聚焦矿山业务、出口业务、智慧产品等重点领域持续发力。

2025年大马力推土机销量情况：利用俄罗斯高寒工况迭代升级产品，推广至全球其他主要矿山市场，实现多地区由零到一迈进。

2026年目标：大马力推土机具备向着历史最好成绩继续迈进的底气与实力。

矿用挖掘机研发进度及市场验证：100吨、125吨级已具备成熟产品并实现销售；200吨级产品正在进行市场验证；300吨级产品正在进行试制，预计年度内完成下线并开始市场验证；正在筹备更大吨位产品。

大马力推土机在澳洲等高端矿山市场规划及产能：产能充足并新建新产品试制车间；澳洲市场矿安证验证完成，600马力、800马力等产品将投入市场验证，矿挖产品同步推进认证。

2025年降本情况：降本约5.3亿元，其中3.4亿为采购降本，8000万为工艺降本，其余为研发降本。

2026年降本目标：继续维持较高水平，金额在5.2-5.3亿元之间。

中东战争影响：业务未受实质性影响，反而促进海外库存消化；加强客户信用管理，出口信保覆盖；开发新物流渠道保证产品安全运输。

大推价格趋势：如果必要，公司会考虑涨价策略。

集团内同业竞争解决情况：积极配合控股股东，探讨多种可能的解决方案。

俄罗斯地区库存水平：渠道库存处于合理区间；坚持“以销定产”原则，严控发货节奏，确保整体库存水平健康可控。

装载机业务向第一梯队迈进的抓手：电动装载机方面利用集团在电池、电控领域优势；燃油装载机方面设立应用工程部，针对海外市场提高产品性能；海外市场发挥集团协同销售优势，与集团其他企业通过产品组合销售提供系统化解决方案。

未来分红比例：严格按照国资及监管要求，结合自身经营情况与资金运营规划合理安排利润分配。

未来海外资本性开支侧重：围绕两个本地化与集团协同出海开展；本地化方面因地制宜计

划海外产能部署；集团协同出海方面共享全产业链配套、全球渠道网络等资源，实现产品可靠性提升、成本优化与交付效率升级。

山重建机整合后情况：补齐挖掘机品类，实现销量、收入稳步增长，结构优化，盈利能力提升；整合成效体现在研发一体化、供应链一体化、管理一体化三方面。

调研回顾

``html

调研内容总结

根据2025年9月至2026年3月的多份机构调研信息，该上市公司（以下称“公司”）的核心经营动态可归纳如下：

经营业绩与财务表现（2025年上半年-三季度）：2025年上半年，公司实现营业收入70.04亿元，同比增长3.02%；归母净利润5.68亿元，同比增长8.78%（数据来源：2025年9月8日调研）。2025年前三季度，营业收入104.88亿元，同比增长2.36%；归母净利润8.38亿元，同比增长15.67%（数据来源：2025年11月4日调研）。

海外业务战略与目标（2026年）：在2026年3月20日的业绩说明会上，公司明确2026年海外销售收入目标为105亿元。针对各地区制定了差异策略：非洲保持高位，东南亚及澳大利亚利用推土机优势带动销售，拉美确保较大增长，欧洲完善渠道与品牌。

产品结构与矿山战略：2025年，挖掘机已成为公司第一大收入来源，推土机保持盈利，道路机械出口增速较快，装载机呈现“内电外油”结构。公司坚定推进矿山业务，构建了包含大马力推土机、大型矿用挖掘机、刚性矿卡在内的矿山产品矩阵。2025年降本约5.3亿元，2026年目标维持5.2-5.3亿元水平。

研发与创新进展：公司向大吨位及小型化两端发力，推出了多款矿山产品（2026年2月4日调研）。在新能源与智能化方面，发布了全球首台AI智能推土机、全球首台AI纯电无人推土机以及混合动力采矿设备（2025年10月21日调研）。

资本运作与股东回报：公司正积极筹备港股IPO，已向香港联交所递交申请并处于反馈回复阶段（2025年11月4日调研）。同时，公司正在进行股份回购，截至2026年1月底，已回购公司股份0.79%。2025年公司进行了两次分红。

渠道与子公司建设：截至2026年2月，公司海外子公司已达13家，销售网络覆盖160多个国家和地区。2026年将聚焦国内市场，紧扣重大工程与电动化趋势，推动产品上量（2026年2月5日调研）。

关键洞察

综合分析不同时间段的调研内容，可以清晰地看到以下几个关键趋势：

业务增长引擎从“国内驱动”向“海外+矿山”双轮驱动转变。早期（2025年下半年）的调研更多强调行业整体态势与国内项目，而2026年初的调研则频繁且具体地披露海外收入目标（105亿元）、各地区策略、海外子公司布局等细节。同时，“矿山业务”从战略提及（2026年1月）转变为具体的产品验证与市场规划（2026年3月），成为明确的增长重点。

产品结构发生根本性变化，挖掘机成为核心支柱。从2025年9月调研提及“挖掘机业务发展情况”，到2026年3月明确“挖掘机业务增长迅猛，成为第一大收入贡献来源”，公司产品重心已发生转移。研发方向也从单一推土机拓展至挖掘机、矿卡、新能源设备等多品类协同发展。

资本运作与市值管理力度显著加强。从2025年下半年开始，关于港股IPO进展、股份回购计划、分红政策的披露频率和细节明显增加。这表明公司在业务发展的同时，正着力于拓宽融资渠道、提升股东回报，其资本市场的活跃度显著提升。

未来关注

基于调研信息，投资者未来需重点关注公司以下事项的进展：

海外业务收入目标的实现路径与风险：公司设定的2026年105亿海外收入目标，远超2025年上半年的39.02亿元。能否达成，取决于非洲、拉美等核心市场的增长节奏，以及汇率波动、地缘政治等风险的管理效果。需关注后续季度报告中对海外收入及利润的披露。

矿山高端产品（尤其是矿用挖掘机与刚性矿卡）的商业化验证与市场突破。200吨级、300吨级矿用挖掘机以及260吨级刚性矿卡正处于市场验证或即将推向市场的关键阶段。能否顺利通过大客户认证并形成稳定销售，是衡量公司“矿山战略”成功与否的核心指标。

港股上市进程及其对公司治理与业务协同的潜在影响。港股IPO不仅是融资事件，更是公司国际化治理水平提升的标志。需关注其聆讯、发行定价及后续资金使用计划，尤其是在加强海外子公司网络和研发方面的投入情况。

...

■ 最新卖方研究综述

行业投资逻辑核心认知

机械行业长期具备全球化成长与智能化升级的双重机遇，但短期受制于内需不足，呈现“外热内冷”的结构特征。对于山推股份而言，其成长逻辑高度契合“出海提速”这一核心主线，海外市场拓展是业绩增长的关键驱动力。同时，矿山机械作为公司主业，受益于全球矿业资本开支提升以及中资企业“出海带单”效应，正迎来发展机遇期。

近期行业重点事项与数据

根据近期多家卖方机构报告，机械行业呈现以下新动向：

海外需求持续高景气：工程机械出口数据保持强劲。2025年10月挖掘机出口9628台，同比增长12.9%；1-10月累计出口93790台，同比增长14.4%（来源：东海证券，2025年11月27日）。2025年1-8月工程机械出口金额已达385.97亿美元，同比增长11.4%（来源：上海证券，2025年10月24日）。山推股份作为工程机械龙头之一，被多家机构列为推荐关注标的（来源：东海证券，2025年11月27日；华龙证券，2025年9月22日）。此外，矿山机械领

域，运机集团海外收入占比已高达70%-80%，其2026年新签订单管理目标为55亿元（来源：招商机械，2026年2月27日），印证了矿山装备出海的景气度。

人形机器人产业加速，从“0到1”迈向量产：2025年全球人形机器人出货量达18,600台，大幅超越预期（来源：瑞银，2026年2月10日）。多家头部厂商将2026年定为人形机器人量产元年，包括特斯拉Optimus、宇树科技等（来源：太平洋证券，2026年4月20日）。资本市场反应热烈，人形机器人板块第五次上涨行情累计涨幅已超100%（来源：太平洋证券，2026年4月20日）。产业链层面，绿地谐波与特斯拉保持周度技术交流，恒立液压、双林股份等核心零部件供应商在丝杠、执行器等环节取得突破（来源：国金证券，2026年1月11日）。

矿山机械受益资源品价格高企与资本开支扩张：金银铜等核心金属品种价格刷新历史新高，推动全球矿企扩产与勘探意愿显著提升（来源：2026年1月25日资料）。这直接利好矿山机械需求，为山推股份等矿机企业提供了广阔的市场空间。同时，中资矿山企业加速海外资源布局，为国内矿机企业带来了显著的“出海带单”效应（来源：2026年1月25日资料）。

投资逻辑审视与关注要点

当前市场的新动向并未改变“机械行业长期看好，短期关注结构性机会”的核心投资逻辑，反而进一步强化了“出海”与“智能化”两条主线的确定性。对于山推股份，投资者需重点关注以下趋势与风险：

坚定海外拓展逻辑：行业“外热内冷”特征依旧，海外市场的高毛利与高成长性是利润释放的关键。需持续关注山推股份在“一带一路”沿线及新兴市场的订单获取与份额提升情况。

把握矿山机械上行周期：全球矿业资本开支增长与中资企业出海，直接拉动了矿山设备需求。山推股份作为工程机械与矿山机械企业，其推土机、矿山设备等核心产品有望充分受益于此轮周期。

警惕潜在风险：尽管行业前景向好，但仍需关注以下风险：一是海外部分地区贸易摩擦加剧，可能影响产品出口（浙商证券，2026年1月5日，已将“海外部分地区贸易摩擦”列为山推股份的主要风险）；二是国内基建地产需求若持续低于预期，将拖累国内销售；三是全球宏观经济波动导致海外需求景气下行。

■ 高管增持

近期高管增减持

公司名称	变动金额(元)	增持/减持	高管职位	高管名称	日期
------	---------	-------	------	------	----

近一年暂无数据

■ 机构持股

机构持仓一览

机构属性	持股家数(家)	持股总数(万股)	持股市值(亿元)	占总股本比例(%)	占流通股比例(%)
------	---------	----------	----------	-----------	-----------

近一年暂无数据

如果您有任何建议或意见，欢迎与我们交流

*免责声明：本报告对个股的研究分析部分内容由AI生成，均基于历史公开信息，可能受公司经营变动、行业政策调整等因素产生一定的分析偏差。个股未来表现受宏观经济、市场情绪、公司基本面等多重因素影响存在波动风险。本报告保持中立客观角度，不涉及证券投资咨询业务，不涉及对个股的推荐，不涉及对任何投资者的具体投资建议。