

中联重科 (000157.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

海外收入占比超五成,全球化战略推进

业绩简评

公司 2025 年 3 月 24 日发布 24 年年报,实现营业收入 454.78 亿元,同比下滑 3.39%;实现归母净利润 35.20 亿元,同比增长 0.41%。其中 4Q24 实现营业收入 110.92 亿元,同比下滑 4.05%;实现扣非后归母净利润 8.51 亿元,同比增长 4.42%,业绩符合我们预期。

经营分析

海外占比超过 5 成,带动全年盈利能力持续提升。根据公告,24 年公司海外市场实现收入 233.8 亿元,同比+30.6%;24 年海外收入占比达到 51.41%,超过国内收入占比,公司全球化战略推进顺利。从盈利能力来看,24 年海外市场和国内市场毛利率分别为 32.05%、24.06%,海外市场比国内市场毛利率高近 8pcts;24 年公司全年毛利率为 28.17%,同比+0.63pcts;随着海外收入占比持续提升,公司整体利润率有望持续提升。我们预计 25-27 年公司毛利率有望达到 29.3%/29.6%/29.9%。

产品实现多元化发展,高机、农机发展迅速。根据公告,24 年公司高机、农业机械分别实现 68.3/46.5 亿元,同比+19.74%/+122.29%,推动农机、高机等产品多元化发展,降低周期影响。

快速推进具身智能发展,积极培育新兴产业发展。根据公司公众号,24 年公司快速推进具身智能等未来产业发展,开发了足式、轮式等多款具身智能机器人;此外,公司实现新产品下线 162 款、上市 506 款,其中 4.0 (国内领先)及 4.0A (国际领先)新产品上市 198 款。

坚持高质量发展,降应收、压存货、促回款。根据公司公众号统计,24 年公司应收账款敞口同比较一季度末减少 102.63 亿元、存货较一季度末减少 17.60 亿元、综合回款率 120.29% (同比+13.26pcts);从资产负债率来看,24 年公司资产负债率为 51.64%,较年初降低 3.15pcts;公司整体资产质量有所提升。

盈利预测、估值与评级

我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 532.35/622.32/729.83 亿元,归母净利润为 50.80/65.31/80.81 亿元,对应 PE 为 14/11/9X,维持“增持”评级。

风险提示

下游地产、基建需求不及预期、海外市场竞争加剧、原材料价格上涨风险、汇率波动风险。

机械组

分析师:满在朋 (执业 S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

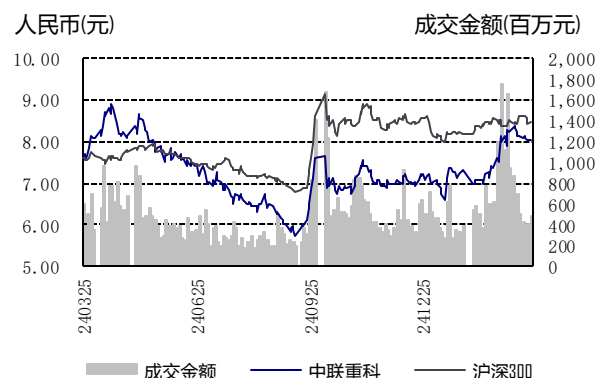
分析师:倪赵义 (执业 S1130524120001)

nizhaoyi@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 8.02 元

相关报告:

- 《中联重科公司点评:资产质量提升,盈利能力维持高位》, 2024.10.31
- 《中联重科公司点评:发布回购计划,彰显业绩长期增长信心》, 2024.10.18
- 《中联重科公司点评:出口持续增长,产品多元化推进》, 2024.8.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	47,075	45,478	53,235	62,232	72,983
营业收入增长率	13.08%	-3.39%	17.06%	16.90%	17.28%
归母净利润(百万元)	3,506	3,520	5,080	6,531	8,081
归母净利润增长率	52.04%	0.41%	44.32%	28.55%	23.74%
摊薄每股收益(元)	0.404	0.406	0.585	0.753	0.931
每股经营性现金流净额	0.31	0.25	1.99	0.78	1.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.22%	6.16%	8.49%	10.24%	11.78%
P/E	16.16	17.82	13.70	10.66	8.61
P/B	1.00	1.10	1.16	1.09	1.01

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	41,631	47,075	45,478	53,235	62,232	72,983
增长率	13.1%	-3.4%	17.1%	16.9%	17.3%	
主营业务成本	-32,543	-34,109	-32,668	-37,629	-43,782	-51,196
%销售收入	78.2%	72.5%	71.8%	70.7%	70.4%	70.1%
毛利	9,088	12,966	12,810	15,607	18,450	21,787
%销售收入	21.8%	27.5%	28.2%	29.3%	29.6%	29.9%
营业税金及附加	-289	-330	-324	-319	-373	-365
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%
销售费用	-2,635	-3,557	-3,721	-3,886	-4,543	-5,328
%销售收入	6.3%	7.6%	8.2%	7.3%	7.3%	7.3%
管理费用	-1,574	-1,904	-2,242	-1,970	-1,989	-2,354
%销售收入	3.8%	4.0%	4.9%	3.7%	3.2%	3.2%
研发费用	-2,507	-3,441	-2,769	-3,194	-4,045	-4,744
%销售收入	6.0%	7.3%	6.1%	6.0%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	2,082	3,734	3,755	6,237	7,499	8,996
%销售收入	5.0%	7.9%	8.3%	11.7%	12.1%	12.3%
财务费用	265	260	-56	-148	-67	23
%销售收入	-0.6%	-0.6%	0.1%	0.3%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-1,035	-884	-584	-430	-387	-307
公允价值变动收益	-11	-37	-38	20	20	20
投资收益	250	-187	-58	200	200	200
%税前利润	10.1%	n.a	n.a	3.4%	2.7%	2.2%
营业利润	2,386	4,152	4,326	5,879	7,265	8,932
营业利润率	5.7%	8.8%	9.5%	11.0%	11.7%	12.2%
营业外收支	84	75	58	90	90	90
税前利润	2,471	4,228	4,383	5,969	7,355	9,022
利润率	5.9%	9.0%	9.6%	11.2%	11.8%	12.4%
所得税	-86	-457	-374	-597	-515	-632
所得税率	3.5%	10.8%	8.5%	10.0%	7.0%	7.0%
净利润	2,385	3,771	4,009	5,373	6,840	8,391
少数股东损益	79	265	488	292	309	309
归属于母公司的净利润	2,306	3,506	3,520	5,080	6,531	8,081
净利率	5.5%	7.4%	7.7%	9.5%	10.5%	11.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,385	3,771	4,009	5,373	6,840	8,391
少数股东损益	79	265	488	292	309	309
非现金支出	2,196	2,282	1,937	1,647	1,698	1,709
非经营收益	340	83	-483	191	63	44
营运资金变动	-2,497	-3,424	-3,320	10,037	-1,811	636
经营活动现金净流	2,425	2,713	2,142	17,247	6,791	10,780
资本开支	-1,441	-1,803	-3,933	-2,908	-1,713	-1,515
投资	1,792	1,893	216	-1,180	-780	-580
其他	216	-368	796	200	200	200
投资活动现金净流	567	-278	-2,922	-3,888	-2,293	-1,895
股权募资	1,098	387	0	54	0	0
债权募资	2,751	194	3,969	-12,137	-1,000	0
其他	-6,343	-3,225	-4,649	-2,883	-2,985	-3,586
筹资活动现金净流	-2,494	-2,643	-679	-14,966	-3,985	-3,586
现金净流量	601	-185	-1,450	-1,607	512	5,299

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,499	15,870	13,720	12,014	12,454	17,701
应收款项	29,839	26,889	26,862	39,204	43,928	47,470
存货	14,203	22,504	22,564	16,247	19,984	23,249
其他流动资产	14,323	13,276	11,751	10,775	11,698	12,446
流动资产	73,862	78,539	74,897	78,240	88,064	100,866
%总资产	59.8%	60.0%	60.5%	61.6%	64.1%	67.1%
长期投资	25,186	24,258	17,131	17,131	17,131	17,131
固定资产	13,792	16,609	19,963	20,652	21,001	21,060
%总资产	11.2%	12.7%	16.1%	16.3%	15.3%	14.0%
无形资产	7,958	7,814	7,703	8,091	8,263	8,433
非流动资产	49,691	52,323	48,849	48,809	49,302	49,504
%总资产	40.2%	40.0%	39.5%	38.4%	35.9%	32.9%
资产总计	123,553	130,862	123,746	127,049	137,366	150,370
短期借款	11,191	7,545	11,035	3,500	3,500	3,500
应付款项	27,818	29,690	22,554	35,252	42,223	49,383
其他流动负债	9,382	12,761	9,396	9,981	10,170	10,909
流动负债	48,391	49,996	42,985	48,733	55,894	63,792
长期贷款	10,937	14,944	15,412	12,412	11,412	11,412
其他长期负债	7,249	6,754	5,510	3,053	2,981	2,929
负债	66,578	71,695	63,908	64,198	70,287	78,133
普通股股东权益	54,741	56,407	57,137	59,858	63,777	68,625
其中：股本	8,678	8,678	8,678	8,678	8,678	8,678
未分配利润	24,902	25,734	26,477	29,526	33,444	38,293
少数股东权益	2,234	2,760	2,701	2,993	3,302	3,612
负债股东权益合计	123,553	130,862	123,746	127,049	137,366	150,370

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.266	0.404	0.406	0.585	0.753	0.931
每股净资产	6.308	6.500	6.584	6.898	7.349	7.908
每股经营现金净流	0.279	0.313	0.247	1.987	0.783	1.242
每股股利	0.210	0.320	0.320	0.234	0.301	0.372
回报率						
净资产收益率	4.21%	6.22%	6.16%	8.49%	10.24%	11.78%
总资产收益率	1.87%	2.68%	2.84%	4.00%	4.75%	5.37%
投入资本收益率	2.51%	4.04%	3.95%	7.13%	8.51%	9.60%
增长率						
主营业务收入增长率	-37.98%	13.08%	-3.39%	17.06%	16.90%	17.28%
EBIT增长率	-67.78%	79.30%	0.57%	66.10%	20.24%	19.96%
净利润增长率	-63.22%	52.04%	0.41%	44.32%	28.55%	23.74%
总资产增长率	1.26%	5.92%	-5.44%	2.67%	8.12%	9.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	311.0	203.6	197.1	250.0	240.0	220.0
存货周转天数	155.4	196.4	251.8	160.0	170.0	170.0
应付账款周转天数	155.8	130.0	112.0	160.0	170.0	170.0
固定资产周转天数	91.3	84.8	90.6	77.0	65.0	54.2
偿债能力						
净负债/股东权益	4.64%	8.20%	18.56%	1.71%	-1.74%	-9.71%
EBIT利息保障倍数	-7.9	-14.3	66.6	42.1	111.5	-389.1
资产负债率	53.89%	54.79%	51.64%	50.53%	51.17%	51.96%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	7	15	57
增持	0	1	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.22	1.21	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-08-31	增持	6.31	N/A
2	2023-10-31	增持	6.56	N/A
3	2024-01-24	增持	7.04	N/A
4	2024-03-29	增持	8.03	N/A
5	2024-04-29	增持	8.62	N/A
6	2024-08-29	增持	6.35	N/A
7	2024-10-18	增持	6.72	N/A
8	2024-10-31	增持	6.81	N/A

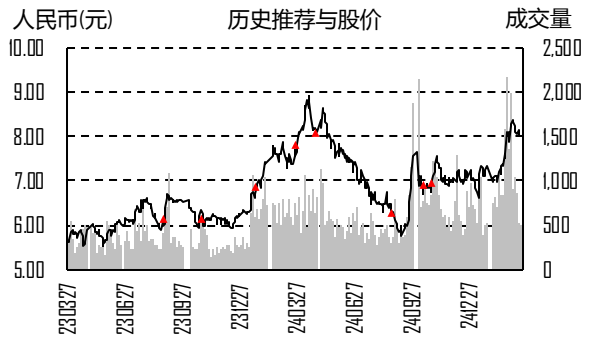
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806