

全球化转型高效推进，海外营收占比超 50%

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收 454.8 亿元，同比-3.4%；归母净利润 35.2 亿元，同比+0.4%，扣非归母净利润 25.5 亿元，同比-5.7%；单 2024Q4，实现营收 110.9 亿元，同比-4.1%；实现归母净利润 3.8 亿元，同比-41.4%，扣非归母净利润 3.6 亿元，同比+4.9%。
- **海外业务拉动盈利能力提升，期间费用率受股份支付、汇率波动影响短期承压。**2024 年，公司综合毛利率为 28.2%，同比+0.6pp，毛利率提升主要系业务结构优化、高毛利海外业务占比提升至 51%；净利率为 8.8%，同比+0.8pp；期间费用率为 19.3%，同比+1.0pp；其中，销售、管理、研发和财务费用率分别为 8.2%、4.9%、6.1%、0.1%，销售、管理、研发和财务费用率分别同比+0.6pp、+0.9pp、-1.2pp、+0.7pp，管理和财务费用率提升主要系报告期内员工持股计划相关的股份支付费用增加、巴西雷亚尔、欧元等汇率波动汇兑收益减少。
- **全球化转型高效推进，24 年海外营收占比提升至 51%。**2024 年，公司海外、国内分别实现营收 233.8、221.0 亿元，分别同比+30.6%、-24.2%，其中，海外业务占比同比提升 13.4pp 至 51.4%，且高于国内业务毛利率 8.0pp，拉动公司盈利能力整体提升。公司是行业海外并购先驱，目前其产品和服务已经覆盖超 170 个海外国家，布局超 400 个海外网点，约 210 个海外备件仓库，在意大利、德国、印度、墨西哥、白俄罗斯、巴西、土耳其、美国等多个国家布局 11 个海外本地化制造工厂，产能超 100 亿，“端对端、数字化、本地化”的海外业务直销体系持续深化，有望保持业绩高增。
- **高机及农机等新板块增速高，产品多元化发展成效凸显。**分产品来看，2024 年公司混凝土机械、起重机械、土方机械、高空机械、农业机械、其他机械和产品、金融服务板块分别实现营收 80.1、147.9、66.7、68.3、46.5、40.5、4.7 亿元，分别同比-6.8%、-23.4%、+0.3%、+19.7%、+122.3%、-4.5%、-5.0%，毛利率分别为 22.7%、32.4%、30.2%、29.7%、12.3%、28.0%、96.4%，分别同比+0.03、+1.6、+2.7、+7.8、+2.5、+1.9、-0.1pp。目前公司传统产品竞争力较强，新板块农机、高机增长动能较足，且公司布局具身智能领域，开发了多款足式、轮式等具身智能人形机器人，新成长曲线积极培育中。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年归母净利润为 48.2、60.2、70.8 亿元，当前股价对应 PE 为 14、11、9 倍，未来三年归母净利润复合增长率 26%。给予公司 2025 年 20X 目标 PE，目标价 11.20 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观政策变动风险、市场竞争加剧风险、汇率波动风险、非经常性损益波动风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	454.78	520.35	597.68	688.62
增长率	-3.39%	14.42%	14.86%	15.22%
归属母公司净利润(亿元)	35.20	48.20	60.20	70.75
增长率	0.41%	36.92%	24.89%	17.53%
每股收益 EPS(元)	0.41	0.56	0.69	0.82
净资产收益率 ROE	6.70%	7.36%	8.53%	9.26%
PE	19	14	11	9
PB	1.17	1.07	0.99	0.91

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：邵桂龙
执业证号：S1250521050002
电话：021-58351893
邮箱：tjl@swsc.com.cn

分析师：张艺蝶
执业证号：S1250524070008
电话：021-58351893
邮箱：zydyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	86.78
流通 A 股(亿股)	70.70
52 周内股价区间(元)	5.75-9.35
总市值(亿元)	660.40
总资产(亿元)	1,237.46
每股净资产(元)	6.58

相关研究

1. 中联重科（000157）：全球化+多品类拓展，24H1 海外营收同比+43.9%（2024-08-30）
2. 中联重科（000157）：业绩符合预期，新业务、国际化提供增长动能（2024-04-01）

盈利预测

关键假设：

1) 起重机械：目前得益于国内产业链供应能力韧性及国产品牌在海外市场长期发展，目前我国起重机出口持续强劲；2025M1-M2 国内汽车、履带、随车起重机销量同比分别-13%、-13%、+14%，下滑幅度相较 2024 年大幅好转，底部企稳趋势明显。中联重科作为起重机龙头之一，塔式起重机稳居全球第一，工程起重机市场份额保持行业领先，假设 2025-2027 年公司起重机各产品市占率保持稳中有升，叠加海外出口占比提升，预计 2025-2027 年该业务板块整体营收增速有望实现 10%、15%、15%；海外产品毛利率高，预计该板块毛利率稳中有升。

2) 混凝土机械：此前受房地产下行周期影响，国内混凝土机械销量大幅下滑，随着国内房地产、基建逐渐进入筑底期，混凝土机械行业整体有望实现回升。公司系混凝土机械全球龙头，随着工程机械进入上行周期和海外收入占比提升，假设公司 2025-2027 年该业务板块市占率保持稳定，叠加海外出口占比提升，预计 2025-2027 年该业务板块整体营收增速有望实现 10%、10%、10%；海外产品毛利率高，预计该板块毛利率略有提升。

3) 土方机械：①国内挖机 2025M1-M2 销量同比增长 27%，目前行业景气度持续回升筑底；②2025M1-M2 挖机外销同比增长 7.4%，整体来看国内出口绝对量仍保持较高水平。中联重科土方机械近年来增速高，且目前市占率仍较低，假设公司 2025-2027 年市场份额持续提升，预计 2025-2027 年该业务板块整体营收增速有望实现 15%、15%、15%。目前公司海外出口占比提升，海外产品毛利率高，预计该板块毛利率略有提升。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表1：公司分业务收入及毛利率预测

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
起重机械	收入	147.86	162.65	187.04	215.10
	增速	-23.35%	10.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	32.41%	33.00%	33.00%	33.00%
混凝土机械	收入	80.13	88.14	96.96	106.65
	增速	-6.71%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	22.68%	23.00%	24.00%	24.00%
高空机械	收入	68.33	78.58	90.37	103.92
	增速	19.73%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	29.71%	30.00%	31.00%	31.00%
土方机械	收入	66.71	76.72	88.22	101.46
	增速	0.35%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	30.18%	31.00%	32.00%	32.00%
农业机械	收入	46.50	60.45	78.59	102.16
	增速	122.28%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	12.26%	14.00%	16.00%	18.00%
其他业务	收入	45.24	53.82	56.51	59.33
	增速	-4.54%	18.96%	5.00%	5.00%

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	毛利率	35.08%	42.79%	42.79%	42.79%
	收入	454.78	520.35	597.68	688.62
	增速	-3.39%	14.42%	14.86%	15.22%
	毛利率	28.17%	29.36%	29.78%	29.78%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

我们选取和公司同属于工程机械领域的三一重工、柳工、恒立液压 3 家公司作为可比公司，3 家可比公司 2025-2026 年平均 PE 分别为 23、19 倍。国内工程机械行业更新需求向好，公司起重机械、混凝土机械等传统行业领先，中联重科为行业龙头有望形成较强业绩支撑；叠加挖机、高机、农机等新产品市占率提升、海外业务拓展等两大优势，业绩有望实现高增。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 48.2、60.2、70.8 亿元，当前股价对应 PE 为 14、11、9 倍，未来三年归母净利润复合增长率 26%。给予公司 2025 年 20X 目标 PE，目标价 11.20 元，维持“买入”评级。

表2：可比公司估值（截至 2025 年 3 月 26 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
600031.SH	三一重工	19.29	0.72	0.96	1.22	26.83	20.19	15.81
000528.SZ	柳工	12.20	0.73	1.03	1.32	16.73	11.87	9.23
601100.SH	恒立液压	82.90	1.92	2.25	2.70	43.14	36.89	30.75
可比公司平均值						28.90	22.98	18.60

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	454.78	520.35	597.68	688.62	净利润	40.09	2.00	60.19	70.74
营业成本	326.68	367.56	419.69	483.59	折旧与摊销	11.68	16.18	16.18	16.18
营业税金及附加	3.24	3.67	4.22	4.87	财务费用	0.56	3.50	2.53	3.37
销售费用	37.21	39.03	44.23	50.27	资产减值损失	-0.13	0.00	0.00	0.00
管理费用	22.42	54.12	60.96	68.86	经营营运资本变动	-96.49	-32.10	-44.31	-59.11
财务费用	0.56	3.50	2.53	3.37	其他	65.72	59.36	5.52	9.76
资产减值损失	-0.13	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	21.42	48.93	40.11	40.93
投资收益	-0.16	0.43	0.16	0.20	资本支出	-32.75	-30.00	-15.00	-15.00
公允价值变动损益	-0.38	-0.33	-0.35	-0.35	其他	3.54	36.16	-0.19	-0.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-29.22	6.16	-15.19	-15.15
营业利润	43.26	52.58	65.85	77.52	短期借款	-42.28	0.74	0.00	0.00
其他非经营损益	0.58	0.68	0.66	0.65	长期借款	4.68	5.00	5.00	5.00
利润总额	43.83	53.25	66.51	78.17	股权融资	4.70	0.00	0.00	0.00
所得税	3.74	5.06	6.32	7.43	支付股利	27.77	-7.04	-9.64	-12.04
净利润	40.09	48.20	60.19	70.74	其他	-1.66	-84.15	-2.53	-3.37
少数股东损益	4.88	0.00	-0.01	-0.01	筹资活动现金流净额	-6.79	-85.45	-7.17	-10.41
归属母公司股东净利润	35.20	48.20	60.20	70.75	现金流量净额	-14.50	-30.36	17.75	15.38
资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	137.20	106.84	124.59	139.97	成长能力				
应收和预付款项	286.43	333.49	376.91	436.10	销售收入增长率	-3.39%	14.42%	14.86%	15.22%
存货	225.64	252.90	290.77	334.80	营业利润增长率	4.17%	21.55%	25.26%	17.71%
其他流动资产	95.01	49.23	54.14	59.91	净利润增长率	6.31%	20.22%	24.89%	17.53%
长期股权投资	44.84	44.84	44.84	44.84	EBITDA 增长率	7.70%	30.21%	17.03%	14.79%
投资性房地产	0.56	0.56	0.56	0.56	获利能力				
固定资产和在建工程	199.63	221.03	227.43	233.83	毛利率	28.17%	29.36%	29.78%	29.78%
无形资产和开发支出	76.56	69.02	61.49	53.95	三费率	13.23%	18.57%	18.02%	17.79%
其他非流动资产	171.58	171.54	171.49	171.44	净利率	8.81%	9.26%	10.07%	10.27%
资产总计	1237.46	1249.46	1352.22	1475.40	ROE	6.70%	7.36%	8.53%	9.26%
短期借款	14.26	15.00	15.00	15.00	ROA	3.24%	3.86%	4.45%	4.79%
应付和预收款项	181.82	231.97	260.28	296.59	ROIC	9.39%	9.72%	10.97%	11.88%
长期借款	154.12	159.12	164.12	169.12	EBITDA/销售收入	12.20%	13.89%	14.15%	14.10%
其他负债	288.87	188.39	207.29	230.46	营运能力				
负债合计	639.08	594.48	646.69	711.17	总资产周转率	0.36	0.42	0.46	0.49
股本	86.78	86.78	86.78	86.78	固定资产周转率	4.09	4.79	5.98	7.54
资本公积	191.95	191.95	191.95	191.95	应收账款周转率	1.54	1.64	1.63	1.65
留存收益	308.62	349.78	400.33	459.04	存货周转率	1.43	1.52	1.53	1.53
归属母公司股东权益	571.37	627.97	678.53	737.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	120.29%	—	—	—
少数股东权益	27.01	27.00	27.00	26.99	资本结构				
股东权益合计	598.38	654.97	705.53	764.23	资产负债率	51.64%	47.58%	47.82%	48.20%
负债和股东权益合计	1237.46	1249.46	1352.22	1475.40	带息债务/总负债	26.35%	29.29%	27.70%	25.89%
					流动比率	1.73	1.95	1.98	1.99
					速动比率	1.21	1.29	1.30	1.31
					股利支付率	-78.88%	14.61%	16.01%	17.02%
					每股指标				
					每股收益	0.41	0.56	0.69	0.82
					每股净资产	6.58	7.24	7.82	8.50
					每股经营现金	0.25	0.56	0.46	0.47
					每股股利	-0.32	0.08	0.11	0.14
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	55.50	72.26	84.56	97.07					
PE	19.01	13.88	11.11	9.46					
PB	1.17	1.07	0.99	0.91					
PS	1.47	1.29	1.12	0.97					
EV/EBITDA	10.94	7.57	6.32	5.40					
股息率	—	1.05%	1.44%	1.80%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn