

山推股份 (000680.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

海外收入高增，业绩超预期

业绩简评

2025年4月22日，公司发布24年年报，24年公司实现收入142.19亿元，同比+25.12%；实现归母净利润11.02亿元，同比+40.72%。全年业绩超市场预期。其中单Q4实现收入43.8亿元、同比+14.27%，归母净利润4.28亿元，同比+52.46%。

经营分析

海外市场收入保持增长，24年海外收入占比超过55%，带动整体业绩释放。根据公告，24年公司海外收入为74.11亿元（同比+26.08%），海外收入占比达到52.12%。从毛利率来看，24年公司海外市场毛利率达到27.35%，同比+3.30pcts，海外市场已成为公司收入、利润的重要增长动力。

盈利能力持续提升，降本增效带动业绩增长。公司产品结构持续优化，2024年公司整体毛利率达20.05%，同比+1.61pcts。整体规模效应显现，2024年期间费用率为10.77%，同比-1.74pcts。公司积极开展“质量、创新、降本”管理提升活动，降本控费成效显著。

回购提议彰显长期增长信心。公司董事长提议以自有或自筹资金通过集中竞价方式回购1.5-3亿元，目标在未来合适时机用于股权激励、员工持股计划等，彰显管理层对公司长期业绩增长的信心。

资产质量向好，周转效率、ROE水平明显。根据公告，24年公司ROE（加权）为16.94%，同比+2.27pcts；从应收账款周转效率来看，24年公司应收账款周转天数102.64天，同比减少4.8天；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2024-2026年公司营业收入为161.08/187.31/218.27亿元，归母净利润为13.32/16.43/21.33亿元，对应PE为11/9/7X，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧风险、大马力产品销售不及预期、贸易摩擦及汇率波动风险、限售股解禁风险。

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）：9.38元

相关报告：

- 《山推股份公司点评：资产质量提升，三季度业绩保持高增》，2024.10.30
- 《山推股份公司点评：资产质量提升，24H1业绩高增》，2024.8.22
- 《山推股份公司深度研究：推土机龙头，受益下游矿山高景气》，2024.8.1



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,541	14,219	16,108	18,731	21,827
营业收入增长率	5.43%	34.89%	13.29%	16.29%	16.53%
归母净利润(百万元)	765	1,102	1,332	1,643	2,133
归母净利润增长率	21.16%	44.01%	20.88%	23.32%	29.78%
摊薄每股收益(元)	0.510	0.735	0.888	1.095	1.421
每股经营性现金流净额	0.23	0.34	0.24	1.34	2.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.74%	21.03%	22.27%	23.58%	25.85%
P/E	9.69	13.20	10.56	8.56	6.60
P/B	1.33	2.78	2.35	2.02	1.71

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	9,998	10,541	14,219	16,108	18,731	21,827
增长率	5.4%	34.9%	13.3%	16.3%	16.5%	
主营业务成本	-8,529	-8,597	-11,368	-12,814	-14,901	-17,226
%销售收入	85.3%	81.6%	79.9%	79.6%	79.6%	78.9%
毛利	1,469	1,944	2,851	3,293	3,830	4,602
%销售收入	14.7%	18.4%	20.1%	20.4%	20.4%	21.1%
营业税金及附加	-59	-59	-78	-81	-94	-109
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-399	-365	-592	-644	-749	-873
%销售收入	4.0%	3.5%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	-339	-390	-442	-515	-599	-611
%销售收入	3.4%	3.7%	3.1%	3.2%	3.2%	2.8%
研发费用	-398	-458	-542	-612	-656	-764
%销售收入	4.0%	4.3%	3.8%	3.8%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	274	672	1,197	1,441	1,732	2,244
%销售收入	2.7%	6.4%	8.4%	8.9%	9.2%	10.3%
财务费用	59	5	44	-88	-99	-95
%销售收入	-0.6%	0.0%	-0.3%	0.5%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-127	-93	-253	-56	-9	-10
公允价值变动收益	0	2	-6	0	0	0
投资收益	340	45	49	50	50	50
%税前利润	48.0%	5.6%	4.1%	3.6%	2.9%	2.2%
营业利润	699	800	1,199	1,397	1,724	2,239
营业利润率	7.0%	7.6%	8.4%	8.7%	9.2%	10.3%
营业外收支	9	7	2	6	6	6
税前利润	708	808	1,201	1,403	1,730	2,245
利润率	7.1%	7.7%	8.4%	8.7%	9.2%	10.3%
所得税	-72	-39	-97	-70	-86	-112
所得税率	10.1%	4.9%	8.0%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	636	768	1,105	1,332	1,643	2,133
少数股东损益	5	3	2	0	0	0
归属于母公司的净利润	632	765	1,102	1,332	1,643	2,133
净利率	6.3%	7.3%	7.8%	8.3%	8.8%	9.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	636	768	1,105	1,332	1,643	2,133
少数股东损益	5	3	2	0	0	0
非现金支出	311	295	515	317	291	316
非经营收益	-372	-15	-60	354	148	185
营运资金变动	-196	-699	-1,044	-1,638	-77	480
经营活动现金净流	380	349	515	365	2,004	3,114
资本开支	-61	18	-48	-165	-225	-225
投资	-106	90	150	0	0	0
其他	20	20	22	50	50	50
投资活动现金净流	-148	128	124	-115	-175	-175
股权募资	100	0	0	-14	0	0
债权募资	-83	-92	1,189	731	-367	1,505
其他	-623	-390	-2,307	-761	-861	-1,094
筹资活动现金净流	-606	-482	-1,118	-44	-1,228	410
现金净流量	-369	-20	-469	207	601	3,349

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,657	3,288	4,573	4,777	5,377	8,725
应收款项	3,492	3,840	5,446	5,234	6,086	6,494
存货	1,391	2,170	3,200	2,752	3,201	3,700
其他流动资产	824	894	787	1,018	1,120	1,216
流动资产	8,364	10,192	14,006	13,781	15,784	20,136
%总资产	72.6%	75.9%	76.6%	77.6%	80.1%	84.0%
长期投资	738	1,125	1,324	1,324	1,324	1,324
固定资产	1,657	1,540	2,178	2,095	2,040	1,961
%总资产	14.4%	11.5%	11.9%	11.8%	10.4%	8.2%
无形资产	609	423	537	542	546	551
非流动资产	3,159	3,235	4,283	3,969	3,919	3,844
%总资产	27.4%	24.1%	23.4%	22.4%	19.9%	16.0%
资产总计	11,523	13,427	18,288	17,751	19,703	23,980
短期借款	861	719	846	1,755	1,388	2,893
应付款项	4,729	5,938	9,335	7,820	9,092	10,508
其他流动负债	471	607	611	364	426	503
流动负债	6,061	7,263	10,791	9,938	10,906	13,905
长期贷款	0	50	1,449	1,449	1,449	1,449
其他长期负债	283	251	513	85	84	83
负债	6,344	7,564	12,753	11,472	12,439	15,436
普通股股东权益	4,892	5,571	5,240	5,983	6,969	8,249
其中：股本	1,501	1,501	1,500	1,500	1,500	1,500
未分配利润	1,519	2,170	2,661	3,461	4,447	5,726
少数股东权益	288	292	295	295	295	295
负债股东权益合计	11,523	13,427	18,288	17,751	19,703	23,980

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.421	0.510	0.735	0.888	1.095	1.421
每股净资产	3.259	3.712	3.493	3.988	4.645	5.498
每股经营现金净流	0.253	0.233	0.343	0.244	1.336	2.075
每股股利	0.010	0.015	0.076	0.355	0.438	0.569
回报率						
净资产收益率	12.91%	13.74%	21.03%	22.27%	23.58%	25.85%
总资产收益率	5.48%	5.70%	6.03%	7.51%	8.34%	8.89%
投入资本收益率	4.05%	9.62%	14.05%	14.44%	16.29%	16.55%
增长率						
主营业务收入增长率	9.15%	5.43%	34.89%	13.29%	16.29%	16.53%
EBIT增长率	22.81%	145.65%	78.13%	20.34%	20.19%	29.60%
净利润增长率	201.58%	21.16%	44.01%	20.88%	23.32%	29.78%
总资产增长率	7.23%	16.52%	36.21%	-2.94%	11.00%	21.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	86.0	108.9	104.1	100.0	100.0	90.0
存货周转天数	72.3	75.6	86.2	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	71.8	75.6	70.9	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	51.6	45.7	52.4	43.9	36.3	29.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-39.35%	-45.56%	-41.15%	-25.06%	-34.97%	-51.31%
EBIT利息保障倍数	-4.6	-139.9	-27.2	16.4	17.5	23.6
资产负债率	55.05%	56.34%	69.73%	64.63%	63.13%	64.37%

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	0	3	4	5	25
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	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	2024-08-01	买入	7.14	8.81~8.81
2	2024-08-22	买入	6.51	N/A
3	2024-10-30	买入	8.24	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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：北京市东城区建国内大街 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