

山推股份（000680）

证券研究报告

2025 年 04 月 25 日

业绩表现优异，看好推挖产品持续贡献业绩增量

公司发布 2024 年年报，业绩表现优异！

2024 年公司实现收入 142.19 亿元，同比+25.12%；其中国内、国外收入同比分别+29.39%、+26.08%，海外出口收入达到主营业务收入占比的 57.41%，海外收入结构多极共振，抗风险能力显著增强，公司 25 年经营目标海外收入 90 亿元，同比+20%以上。

2024 年公司实现归母净利润 11.02 亿元，同比+40.72%，扣非归母净利润 9.87 亿元，同比+40.54%。盈利能力向上提升，2024 年公司销售毛利率、净利率分别为 20.05%、7.77%，同比+1.61pct、+0.48pct；其中国内外毛利率分别为 10.76%、27.35%，同比+0.51pct、+0.49pct。

费用管控能力提升，2024 年公司期间费用率 10.8%，同比-0.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.2%、3.1%、3.8%、-0.3%，同比变化 +0.7pct、-0.6pct、-0.5pct、-0.3pct。

业务结构更趋多元，战略产品转型提速：

2024 年公司进一步向高科技、高品质、高附加值产品转型升级，新产品平均开发周期大幅缩短，新品数量快速增长。滑移装载机、挖掘装载机等一批新型产品陆续问世，大马力推土机、矿用挖掘机、刚性矿卡等一批高端产品先后成功试制，极大丰富公司高端产品线。

2024 年公司全资收购山重建机，整合双方的渠道与品牌，加强公司业务完整性；根据收购时的业绩承诺，山重建机 24~26 年实现的扣非归母净利润承诺分别不低于 8,621.31 万元、12,590.50 万元及 16,740.89 万元，累计不低于 37,952.71 万元，2024 年山重建机业绩承诺超额完成，实际实现 1.98 亿元，后续有望持续增厚公司业绩。

集团优质资源有效整合，形成完整高效生产体系：

通过对不同事业部+子公司的专业化分工，公司形成了一套完善的生产体系，能够发挥规模经济优势；同时公司是山东重工集团旗下子公司，在集团强大的资本、技术、人才支持以及渠道协同支持下利用集团黄金产业链形成显著竞争优势。

董事长提议回购公司股份，彰显长远发展信心：

2025 年 4 月董事长提议公司通过集中竞价交易方式回购部分公司股票，并在未来适宜时机用于股权激励或员工持股计划等，通过自有资金或自筹资金回购股份的资金总额不低于人民币 1.5 亿元（含本数），不超过人民币 3 亿元（含本数），充分彰显公司长远发展信心，稳定及提升公司价值。

盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 13.7、15.7、18.3 亿元（25-26 前值为 12.3、14.0 亿元；看好公司推挖产品持续贡献业绩增量，因此上调公司业绩预期），对应估值分别为 10.1、8.7、7.5 倍，持续看好并维持公司“买入”评级。

风险提示：政策风险，市场风险，汇率风险，原材料价格波动的风险，公司国际市场经营风险等。

投资评级

行业	机械设备/工程机械
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.16 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,500.33
流通 A 股股本(百万股)	1,314.70
A 股总市值(百万元)	13,743.00
流通 A 股市值(百万元)	12,042.67
每股净资产(元)	3.49
资产负债率(%)	69.73
一年内最高/最低(元)	10.95/6.31

作者

朱晔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《山推股份-季报点评:三季报业绩表现优异，看好推挖产品持续贡献业绩增量》 2024-11-02
- 《山推股份-首次覆盖报告:推土机行业龙头，出口+高效体系实现跨越式发展》 2024-10-06

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,540.86	14,218.64	16,327.64	18,110.40	19,971.43
增长率(%)	5.43	34.89	14.83	10.92	10.28
EBITDA(百万元)	1,442.30	2,148.80	2,000.54	2,302.16	2,701.09
归属母公司净利润(百万元)	765.42	1,102.26	1,366.18	1,573.24	1,830.14
增长率(%)	21.16	44.01	23.94	15.16	16.33
EPS(元/股)	0.51	0.73	0.91	1.05	1.22
市盈率(P/E)	17.95	12.47	10.06	8.74	7.51
市净率(P/B)	2.47	2.62	2.23	1.89	1.61
市销率(P/S)	1.30	0.97	0.84	0.76	0.69
EV/EBITDA	2.82	5.27	5.26	4.46	3.76

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,287.74	4,572.61	4,807.78	4,968.90	5,138.61
应收票据及应收账款	3,397.21	4,711.00	5,267.00	6,303.53	7,010.76
预付账款	366.01	402.90	387.27	398.84	371.20
存货	2,170.27	3,200.10	2,905.77	2,990.05	3,426.93
其他	949.57	1,084.41	1,111.72	1,134.63	1,099.57
流动资产合计	10,170.81	13,971.01	14,479.54	15,795.95	17,047.07
长期股权投资	513.26	549.68	581.99	616.35	649.69
固定资产	1,319.13	2,039.65	1,956.39	1,861.12	1,754.03
在建工程	221.24	138.67	124.80	112.32	101.09
无形资产	411.59	523.28	496.91	470.54	444.16
其他	769.75	1,031.71	857.23	892.40	823.87
非流动资产合计	3,234.97	4,282.99	4,017.32	3,952.72	3,772.84
资产总计	13,426.80	18,288.50	18,496.86	19,748.67	20,819.92
短期借款	618.47	804.32	800.00	800.00	800.00
应付票据及应付账款	5,678.00	8,806.02	8,434.08	8,074.23	8,182.13
其他	520.74	847.19	923.95	1,355.18	1,059.46
流动负债合计	6,817.21	10,457.53	10,158.03	10,229.41	10,041.59
长期借款	50.04	1,448.95	1,500.00	1,500.00	1,500.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	250.67	512.98	381.82	447.40	414.61
非流动负债合计	300.70	1,961.93	1,881.82	1,947.40	1,914.61
负债合计	7,563.99	12,753.05	12,039.85	12,176.81	11,956.21
少数股东权益	291.81	295.02	299.24	303.09	307.34
股本	1,500.86	1,500.33	1,500.33	1,500.33	1,500.33
资本公积	1,547.56	562.18	562.18	562.18	562.18
留存收益	2,585.83	3,192.43	4,148.76	5,250.02	6,531.12
其他	(63.25)	(14.51)	(53.50)	(43.76)	(37.26)
股东权益合计	5,862.81	5,535.45	6,457.01	7,571.86	8,863.71
负债和股东权益总计	13,426.80	18,288.50	18,496.86	19,748.67	20,819.92

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	768.49	1,104.52	1,366.18	1,573.24	1,830.14
折旧摊销	201.58	260.10	323.50	334.13	344.69
财务费用	43.98	58.44	(48.14)	(1.42)	44.95
投资损失	(47.87)	(53.62)	(47.43)	(48.45)	(47.94)
营运资金变动	(786.43)	(925.15)	(890.75)	(1,070.79)	(1,275.36)
其它	169.70	70.84	6.03	5.49	6.07
经营活动现金流	349.45	515.13	709.39	792.19	902.54
资本支出	(41.08)	783.15	331.16	134.42	232.79
长期投资	28.19	36.42	32.30	34.36	33.33
其他	141.33	(695.15)	(511.34)	(322.68)	(417.01)
投资活动现金流	128.44	124.42	(147.88)	(153.89)	(150.88)
债权融资	(87.11)	1,569.93	124.30	(13.30)	(37.59)
股权融资	(197.35)	(982.18)	(450.65)	(463.87)	(544.36)
其他	(197.77)	(1,705.39)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(482.23)	(1,117.64)	(326.35)	(477.17)	(581.95)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(4.33)	(478.09)	235.17	161.13	169.71

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,540.86	14,218.64	16,327.64	18,110.40	19,971.43
营业成本	8,596.83	11,367.62	12,930.08	14,149.98	15,400.76
营业税金及附加	58.79	78.01	89.80	99.61	109.84
销售费用	365.38	591.63	653.11	733.47	818.83
管理费用	389.92	442.18	489.83	561.42	639.09
研发费用	457.78	541.86	604.12	724.42	778.89
财务费用	(4.80)	(44.03)	(48.14)	(1.42)	44.95
资产/信用减值损失	(93.05)	(253.47)	(168.90)	(178.07)	(234.42)
公允价值变动收益	1.51	(5.57)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	45.39	49.48	47.43	48.45	47.94
其他	(77.27)	251.94	0.00	0.00	0.00
营业利润	800.38	1,198.99	1,487.37	1,713.30	1,992.61
营业外收入	8.38	8.25	8.32	8.28	8.30
营业外支出	0.91	6.19	3.55	4.87	4.21
利润总额	807.85	1,201.06	1,492.14	1,716.72	1,996.70
所得税	39.35	96.54	119.94	137.99	160.49
净利润	768.49	1,104.52	1,372.21	1,578.73	1,836.21
少数股东损益	3.08	2.26	6.03	5.49	6.07
归属于母公司净利润	765.42	1,102.26	1,366.18	1,573.24	1,830.14
每股收益（元）	0.51	0.73	0.91	1.05	1.22

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	5.43%	34.89%	14.83%	10.92%	10.28%
营业利润	14.48%	49.80%	24.05%	15.19%	16.30%
归属于母公司净利润	21.16%	44.01%	23.94%	15.16%	16.33%
获利能力					
毛利率	18.44%	20.05%	20.81%	21.87%	22.89%
净利率	7.26%	7.75%	8.37%	8.69%	9.16%
ROE	13.74%	21.03%	22.19%	21.64%	21.39%
ROIC	30.09%	47.67%	65.45%	53.70%	49.33%
偿债能力					
资产负债率	56.34%	69.73%	65.09%	61.66%	57.43%
净负债率	-42.97%	-41.15%	-37.74%	-34.51%	-31.31%
流动比率	1.40	1.30	1.43	1.54	1.70
速动比率	1.10	1.00	1.14	1.25	1.36
营运能力					
应收账款周转率	3.34	3.51	3.27	3.13	3.00
存货周转率	5.92	5.30	5.35	6.14	6.22
总资产周转率	0.84	0.90	0.89	0.95	0.98
每股指标（元）					
每股收益	0.51	0.73	0.91	1.05	1.22
每股经营现金流	0.23	0.34	0.47	0.53	0.60
每股净资产	3.71	3.49	4.10	4.84	5.70
估值比率					
市盈率	17.95	12.47	10.06	8.74	7.51
市净率	2.47	2.62	2.23	1.89	1.61
EV/EBITDA	2.82	5.27	5.26	4.46	3.76
EV/EBIT	3.28	6.00	6.27	5.22	4.31

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com