工程机械景气度有望延续，看好公司业绩增长

——中联重科跟踪报告

核心观点

- **工程机械的景气度有望延续。**国内工程机械在经历了连续下滑后，需求逐渐企稳，但市场仍然担心行业需求的持续性，我们认为行业需求有望延续。首先从国内看，国家持续推进大型基建项目（如雅下等大型水力工程），将会持续拉动国内的工程机械需求；第二，受益于新能源发展和国内“以旧换新”政策推动，工程机械也开始进入电动化升级阶段，将拉动设备更新；第三，受“一带一路”国家基建投资拉动，国产品牌出海加速，将继续拉动工程机械出口。我们看好工程机械的景气度延续，并为工程机械企业带来发展机遇。
- **中联的传统产品的景气度有望逐渐抬升。**公司传统的拳头产品包括起重机械和混凝土机械，属于非挖设备，市场看到土方环节的挖掘机销量增长，因此此前对土方设备企业关注度较高，但我们认为在挖机进场施工后，起重机械和混凝土机械等非挖设备也将逐渐进场，我们看好起重机械和混凝土机械的景气度上升。公司在工程起重机、建筑起重机、混凝土机械长臂架泵车、车载泵、搅拌站等品种保持行业领先地位。我们看好公司的传统产品的收入增速提升。
- **中联的新兴产品持续快速增长，产品竞争力持续加强。**公司的新兴产品包括土方机械、高空作业机械、农业机械、矿山机械，此前市场看到中联新兴产品与传统产品存在差异，认为公司作为新进入者将存在较大竞争劣势，但我们看到公司在土方、高机、农机、矿山领域已经取得一定收入规模，24 年毛利率水平也有所提升，我们认为公司新兴产品的产品竞争力持续加强。考虑到目前公司的市场份额依然存在提升空间，我们继续看好公司新兴产品的增长。

盈利预测与投资建议

- 我们认为工程机械的景气度有望延续，而中联重科的传统拳头产品的景气度有望上升，新兴产品竞争力加强、保持快速增长。我们根据行业需求变化调整盈利预测，预测公司 2025-2027 年归母净利润 48.9/55.8/63.9 亿元（前值 2025 年/2026 年分别为 50.6 亿元/59.5 亿元），参考可比公司估值，给予 2025 年的 16 倍 PE，对应目标价为 9.12 元，维持买入评级。

风险提示

地产恢复不及预期，原材料价格上升，行业竞争加剧，汇率波动导致损失，部分海外需求放缓，新产品推进不及预期

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	47,075	45,478	50,759	58,469	67,358
同比增长(%)	*13.1%*	*-3.4%*	*11.6%*	*15.2%*	*15.2%*
营业利润(百万元)	4,152	4,326	5,749	6,570	7,538
同比增长(%)	*74.0%*	*4.2%*	*32.9%*	*14.3%*	*14.7%*
归属母公司净利润(百万元)	3,506	3,520	4,889	5,578	6,392
同比增长(%)	*52.0%*	*0.4%*	*38.9%*	*14.1%*	*14.6%*
每股收益（元）	0.41	0.41	0.57	0.64	0.74
毛利率(%)	27.1%	28.2%	28.9%	29.2%	29.2%
净利率(%)	7.4%	7.7%	9.6%	9.5%	9.5%
净资产收益率(%)	6.3%	6.2%	8.4%	9.3%	10.2%
市盈率	18.5	18.4	13.3	11.6	10.1
市净率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

投资评级	买入 （维持）
股价（2025年08月12日）	7.49 元
目标价格	9.12 元
52 周最高价/最低价	8.28/5.51 元
总股本/流通 A 股（万股）	864,854/862,292
A 股市值（百万元）	64,778
国家/地区	中国
行业	机械设备
报告发布日期	2025 年 08 月 13 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	2.32	5.58	1.05	20.26
相对表现%	1.34	2.37	-5.46	-4.33
沪深 300%	0.98	3.21	6.51	24.59

证券分析师

杨震
021-63325888*6090
yangzhen@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520060002
香港证监会牌照：BSW113

相关报告

营收业绩双增长，质量回报双提升：——中联重科 2023 年报及 2024 年一季报点评	2024-05-15
营收、业绩加速增长，内生外延拓发展良机：——中联重科 2023 年三季报点评	2023-11-07
毛利率上升，海外与新兴业务贡献较大：——中联重科 2023H1 点评	2023-09-13

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

工程机械的景气度有望延续。国内工程机械在经历了连续下滑后，需求逐渐企稳，根据工程机械协会统计，2025 年 1-7 月我国挖掘机销量同比增长 17.8%（内销+22.3%，出口+13%），装载机销量同比增长 12.8%（内销+20.4%，出口+4.85%）。市场仍然担心行业需求的持续性，我们认为行业需求有望延续。首先从国内看，国家持续推进大型基建项目（如雅下等大型水力工程），将会持续拉动国内的工程机械需求；第二，受益于新能源发展和国内“以旧换新”政策推动，工程机械也开始进入电动化升级阶段，将拉动设备更新；第三，受“一带一路”国家基建投资拉动，国产品牌出海加速，将继续拉动工程机械出口。我们看好工程机械的景气度延续，并为工程机械企业带来发展机遇。

图 1：我国挖机内销增速企稳回升

数据来源：ifind，东方证券研究所

图 2：我国挖机出口增速持续改善

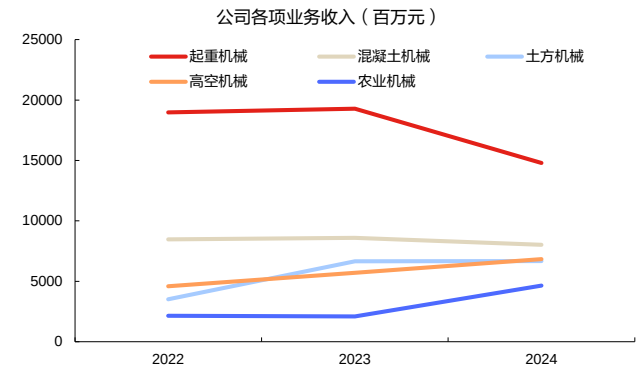
数据来源：ifind，东方证券研究所

中联的传统产品的景气度有望逐渐抬升。公司传统的拳头产品包括起重机械和混凝土机械，市场看到土方环节的挖掘机销量增长，因此对土方设备企业关注度较高，但我们认为在挖机进场施工后，起重机械和混凝土机械也将逐渐进场，我们看好需求逐渐传递到起重机械和混凝土机械并带来景气度回升。公司在工程起重机、建筑起重机、混凝土机械长臂架泵车、车载泵、搅拌站等品种保持行业领先地位。我们看好公司的传统产品的收入增速提升。

中联的新兴产品持续快速增长，产品竞争力持续加强。公司的新兴产品包括土方机械、高空作业机械、农业机械、矿山机械，此前市场看到中联新兴产品与传统产品存在差异，认为公司作为新进入者将存在较大竞争劣势，但我们看到公司在土方、高机、农机、矿山领域已经取得一定收入规模，24 年毛利率水平也有所提升。公司土方机械快速补齐超大挖、微小挖产品型谱，实现 1.5-400 吨产品型谱全覆盖，在 100 吨以上矿用挖机份额跃居行业前三；在高机领域，在国内中小客户市占率位居第一；在农机方面，公司多种产品位居行业领先。从收入规模提升和毛利率提升两个角度看，我们认为公司新兴产品的产品竞争力正在持续加强。考虑到目前公司的市场份额依然存在提升空间，我们继续看好公司新兴产品的增长。

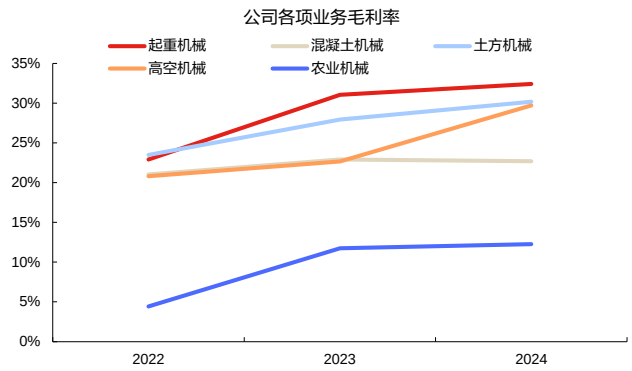
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 3：中联新兴产品收入规模增长



数据来源：ifind，东方证券研究所

图 4：中联新兴产品毛利率上升



数据来源：ifind，东方证券研究所

我们认为工程机械的景气度有望延续，而中联重科的传统拳头产品的景气度有望上升，新兴产品竞争力加强、保持快速增长。我们根据行业需求变化调整盈利预测，预测公司 2025-2027 年归母净利润 48.9/55.8/63.9 亿元（前值 2025 年/2026 年分别为 50.6 亿元/59.5 亿元），参考可比公司估值，给予 2025 年的 16 倍 PE，对应目标价为 9.12 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值比较

公司	最新价格（元）	每股收益（元）				市盈率			
	2024/8/12	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
三一重工	20.84	0.71	1.00	1.26	1.53	29.56	20.76	16.60	13.61
浙江鼎力	51.85	3.22	4.13	4.78	5.45	16.12	12.55	10.85	9.51
恒立液压	77.03	1.87	2.10	2.44	2.81	41.17	36.68	31.59	27.38
杭叉集团	21.98	1.54	1.71	1.91	2.15	14.24	12.86	11.49	10.21
一拖股份	13.44	0.82	0.91	1.01	1.11	16.38	14.76	13.27	12.06
徐工机械	8.79	0.51	0.68	0.86	1.05	17.29	12.90	10.25	8.36
中际联合	39.13	1.48	2.04	2.51	3.03	26.42	19.20	15.59	12.90
	调整后平均						16.10	13.56	11.66

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示：地产恢复不及预期，原材料价格上升，行业竞争加剧，汇率波动导致损失，部分海外需求放缓，新产品推进不及预期。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,870	13,720	8,629	8,770	8,757
应收票据、账款及款项融资	26,184	25,987	28,954	33,615	38,655
预付账款	2,967	3,166	3,501	4,017	4,632
存货	22,504	22,564	24,174	24,852	26,231
其他	10,446	8,992	9,227	9,470	9,748
流动资产合计	**77,971**	**74,428**	**74,485**	**80,724**	**88,023**
长期股权投资	4,497	4,484	4,574	4,666	4,759
固定资产	10,935	11,286	14,602	17,519	20,187
在建工程	5,674	8,677	7,478	6,635	6,044
无形资产	5,085	5,026	4,762	4,497	4,233
其他	26,700	19,844	24,372	24,363	24,354
非流动资产合计	**52,891**	**49,318**	**55,788**	**57,679**	**59,577**
资产总计	**130,862**	**123,746**	**130,273**	**138,403**	**147,600**
短期借款	5,655	1,426	3,664	5,005	6,440
应付票据及应付账款	23,050	16,713	19,002	22,084	25,362
其他	21,292	24,846	23,483	23,903	24,809
流动负债合计	**49,996**	**42,985**	**46,149**	**50,992**	**56,611**
长期借款	14,944	15,412	16,130	16,847	17,462
应付债券	0	0	25	19	14
其他	6,754	5,510	5,834	5,834	5,834
非流动负债合计	**21,699**	**20,922**	**21,989**	**22,700**	**23,311**
负债合计	**71,695**	**63,908**	**68,138**	**73,692**	**79,922**
少数股东权益	2,760	2,701	3,069	3,489	3,970
实收资本（或股本）	8,678	8,678	8,649	8,649	8,649
资本公积	18,725	19,141	19,018	19,018	19,018
留存收益	30,119	30,862	33,147	35,303	37,790
其他	(1,115)	(1,544)	(1,748)	(1,748)	(1,748)
股东权益合计	**59,167**	**59,838**	**62,135**	**64,711**	**67,679**
负债和股东权益总计	**130,862**	**123,746**	**130,273**	**138,403**	**147,600**

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	3,771	4,009	5,256	5,998	6,873
折旧摊销	1,026	242	255	251	247
财务费用	(260)	56	93	195	241
投资损失	2	16	(10)	(11)	(11)
营运资金变动	(567)	(9,638)	(2,516)	(2,840)	(3,869)
其它	(1,259)	7,457	(4,367)	512	588
经营活动现金流	**2,713**	**2,142**	**(1,289)**	**4,105**	**4,068**
资本支出	(3,359)	(3,306)	(2,056)	(2,050)	(2,050)
长期投资	50	46	(106)	(91)	(93)
其他	3,031	339	(150)	(87)	(90)
投资活动现金流	**(278)**	**(2,922)**	**(2,313)**	**(2,229)**	**(2,233)**
债权融资	732	7,907	(878)	541	862
股权融资	656	416	(152)	0	0
其他	(4,032)	(9,002)	(459)	(2,276)	(2,711)
筹资活动现金流	**(2,643)**	**(679)**	**(1,489)**	**(1,735)**	**(1,849)**
汇率变动影响	24	8	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**(185)**	**(1,450)**	**(5,091)**	**141**	**(14)**

利润表

单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**47,075**	**45,478**	**50,759**	**58,469**	**67,358**
营业成本	34,303	32,668	36,080	41,420	47,694
销售费用	3,364	3,721	4,061	4,631	5,281
管理费用	1,904	2,242	2,030	2,315	2,641
研发费用	3,441	2,769	3,046	3,473	3,961
财务费用	(260)	56	93	195	241
资产、信用减值损失	884	584	411	522	598
公允价值变动收益	(37)	(38)	10	10	10
投资净收益	(2)	(16)	10	11	11
其他	751	941	691	637	575
营业利润	**4,152**	**4,326**	**5,749**	**6,570**	**7,538**
营业外收入	122	107	120	120	120
营业外支出	47	50	50	50	50
利润总额	**4,228**	**4,383**	**5,819**	**6,640**	**7,609**
所得税	457	374	563	642	736
净利润	**3,771**	**4,009**	**5,256**	**5,998**	**6,873**
少数股东损益	265	488	368	420	481
归属于母公司净利润	**3,506**	**3,520**	**4,889**	**5,578**	**6,392**
每股收益（元）	0.41	0.41	0.57	0.64	0.74

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	13.1%	-3.4%	11.6%	15.2%	15.2%
营业利润	74.0%	4.2%	32.9%	14.3%	14.7%
归属于母公司净利润	52.0%	0.4%	38.9%	14.1%	14.6%
获利能力					
毛利率	27.1%	28.2%	28.9%	29.2%	29.2%
净利率	7.4%	7.7%	9.6%	9.5%	9.5%
ROE	6.3%	6.2%	8.4%	9.3%	10.2%
ROIC	4.3%	4.8%	6.0%	6.7%	7.3%
偿债能力					
资产负债率	54.8%	51.6%	52.3%	53.2%	54.1%
净负债率	11.2%	21.3%	30.2%	31.7%	33.8%
流动比率	1.56	1.73	1.61	1.58	1.55
速动比率	1.10	1.20	1.09	1.09	1.09
营运能力					
应收账款周转率	1.5	1.5	1.7	1.7	1.7
存货周转率	1.8	1.4	1.5	1.7	1.8
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
每股指标（元）					
每股收益	0.41	0.41	0.57	0.64	0.74
每股经营现金流	0.31	0.25	-0.15	0.47	0.47
每股净资产	6.52	6.61	6.83	7.08	7.37
估值比率					
市盈率	18.5	18.4	13.3	11.6	10.1
市净率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	15.4	16.4	12.4	10.8	9.4
EV/EBIT	19.5	17.3	13.0	11.2	9.7

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。