

山推股份 (000680)

2025 半年度点评：降本增效效果突出，2025H1 国内业务毛利率同比+3.0pct

买入 (维持)

2025 年 08 月 25 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄瑞

执业证书：S0600525070004
huangr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	11,364	14,219	15,897	17,981	19,715
同比 (%)	13.67	25.12	11.81	13.10	9.65
归母净利润 (百万元)	783.30	1,102.26	1,386.20	1,596.33	1,847.58
同比 (%)	23.99	40.72	25.76	15.16	15.74
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.52	0.73	0.92	1.06	1.23
P/E (现价&最新摊薄)	18.90	13.43	10.68	9.28	8.01

投资要点

■ **事件：**2025 年 8 月 22 日，公司发布 2025 年半年度报告。

■ **Q2 归母净利润同比+4.7%，北方特区下滑导致业绩短期承压**

2025H1 公司营业总收入 70.0 亿元，同比+3.0%；归母净利润 5.7 亿元，同比+8.8%，扣非归母净利润 5.6 亿元，同比+36.5%。单 Q2 公司营业总收入 37.0 亿元，同比+3.2%；归母净利润 3.0 亿元，同比+4.7%；扣非归母净利润 2.9 亿元，同比+44.3%。分国内外来看，公司 2025H1 国内收入 25.9 亿元，同比+2.2%，占总收入的 37.0%；海外收入 39.0 亿元，同比+7.7%，占总收入的 55.7%，公司海外收入降速我们判断主要系海外北方特区景气度下滑影响，随着其他地区开拓&特区基数下降，公司海外仍有较大成长空间。

■ **降本增效效果突出，2025H1 国内业务毛利率同比+3.0pct**

2025H1 公司销售毛利率 20.3%，同比上升 0.4pct，销售净利率 8.1%，同比上升 0.4pct。分国内外来看，2025 上半年公司国内毛利率 10.3%，同比+3.0pct，国内业务毛利率提升主要源于公司通过供应链开放、公开招标等方式，推动降本增效，上半年降本目标完成率达 103%；海外毛利率 26.8%，同比-1.7pct。费用端，2025H1 公司期间费用率 9.9%，同比+1.4pct，销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.9/+0.3/+0.1/+0.1pct。公司整体期间费用率有所提升，主要系海外市场渠道扩张带来的销售费用率提升。随着公司积极开拓海外市场，在品牌建设、渠道铺设及服务体系完善方面持续投入，长期来看，有望成为公司海外市场业绩增长的重要支撑。

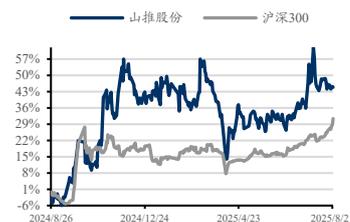
■ **山重建机表现亮眼，协同效应大幅提升公司核心竞争力**

2024 年 12 月 12 日，公司公告山重建机 100%股权交割完成。根据收购协议，山重建机在 2024-2026 年的业绩承诺分别不低于 0.86 亿元、1.26 亿元及 1.67 亿元，累计不低于 3.80 亿元。2024 年山重建机实现净利润 2.0 亿元，业绩表现亮眼。我们认为山重建机挖机业务的注入将依托公司推土机渠道以及山东重工强大的集团协同优势，成为公司新增长点。具体来看，公司利用山东重工集团黄金产业链竞争优势，实现动力总成、液压件、变速箱、变矩器、四轮一带、研发等方面的资源共享，促进内部战略协同有序深化，大幅提升公司核心竞争力。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 13.9/16.0/18.5 亿元，当前市值对应 PE 分别为 11/9/8 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.87
一年最低/最高价	6.31/11.25
市净率(倍)	2.61
流通 A 股市值(百万元)	12,976.11
总市值(百万元)	14,806.41

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.78
资产负债率(% ,LF)	66.96
总股本(百万股)	1,500.14
流通 A 股(百万股)	1,314.70

相关研究

《山推股份(000680)：2025 年一季报点评：归母净利润同比+14%，股份回购+股权激励彰显长期发展信心》

2025-04-30

《山推股份(000680)：2024 年报点评：业绩超预期，股份回购+股权激励彰显长期发展信心》

2025-04-23

山推股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	14,006	13,504	20,115	17,933	营业总收入	14,219	15,897	17,981	19,715
货币资金及交易性金融资产	4,573	7,807	8,888	10,661	营业成本(含金融类)	11,368	12,740	14,417	15,775
经营性应收款项	5,398	3,055	6,429	3,993	税金及附加	78	94	106	116
存货	3,200	2,462	3,945	3,066	销售费用	592	572	638	690
合同资产	34	16	18	20	管理费用	442	588	647	670
其他流动资产	800	164	835	193	研发费用	542	684	761	808
非流动资产	4,283	4,229	4,273	4,411	财务费用	(44)	(8)	(9)	(10)
长期股权投资	550	550	550	550	加:其他收益	170	223	252	276
固定资产及使用权资产	2,049	2,064	2,093	2,173	投资净收益	49	81	92	101
在建工程	139	69	85	142	公允价值变动	(6)	0	0	0
无形资产	523	523	523	523	减值损失	(253)	0	0	0
商誉	12	12	12	12	资产处置收益	(3)	8	9	10
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	1,199	1,539	1,773	2,051
其他非流动资产	1,009	1,009	1,009	1,009	营业外净收支	2	8	9	11
资产总计	18,288	17,733	24,388	22,344	利润总额	1,201	1,547	1,781	2,062
流动负债	10,791	8,844	13,895	9,995	减:所得税	97	155	178	206
短期借款及一年内到期的非流动负债	846	846	846	846	净利润	1,105	1,392	1,603	1,856
经营性应付款项	8,807	6,766	11,656	7,625	减:少数股东损益	2	6	7	8
合同负债	334	382	433	473	归属母公司净利润	1,102	1,386	1,596	1,848
其他流动负债	805	850	961	1,051	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.73	0.92	1.06	1.23
非流动负债	1,962	1,962	1,962	1,962	EBIT	1,514	1,442	1,663	1,931
长期借款	1,449	1,449	1,449	1,449	EBITDA	1,776	1,495	1,719	1,993
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.05	19.86	19.82	19.98
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	7.75	8.72	8.88	9.37
其他非流动负债	506	506	506	506	收入增长率(%)	25.12	11.81	13.10	9.65
负债合计	12,753	10,806	15,857	11,957	归母净利润增长率(%)	40.72	25.76	15.16	15.74
归属母公司股东权益	5,240	6,627	8,223	10,071					
少数股东权益	295	301	308	316					
所有者权益合计	5,535	6,928	8,531	10,387					
负债和股东权益	18,288	17,733	24,388	22,344					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	515	3,218	1,152	1,932	每股净资产(元)	3.49	4.42	5.48	6.71
投资活动现金流	124	97	9	(79)	最新发行在外股份(百万股)	1,500	1,500	1,500	1,500
筹资活动现金流	(1,118)	(80)	(80)	(80)	ROIC(%)	18.04	15.21	14.92	14.78
现金净增加额	(469)	3,234	1,081	1,773	ROE-摊薄(%)	21.03	20.92	19.41	18.35
折旧和摊销	261	54	56	62	资产负债率(%)	69.73	60.93	65.02	53.51
资本开支	(48)	16	(82)	(179)	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.43	10.68	9.28	8.01
营运资本变动	(1,044)	1,788	(478)	55	P/B(现价)	2.83	2.23	1.80	1.47

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>