

三一重工 (600031.SH)

强烈推荐 (维持)

利润弹性超预期释放，全球竞争力持续增强

事件：三一重工发布 2025 年中报，上半年，公司实现营业总收入 447.8 亿元，同比+14.64%，归母净利润 52.16 亿元，同比+46%，扣非归母净利润 54.09 亿元，同比+73.06%；单 Q2，公司实现营业总收入 236.03 亿元，同比+11.18%，归母净利润 27.45 亿元，同比+37.76%，扣非归母净利润 30.06 亿元，同比+68.91%。

□ 内外需共振强化 β，挖机龙头充分受益。根据工程机械工业协会，2025 年 H1，挖机行业总销量 12.05 万台，同比+16.77%，其中内销同比+22.9%、出口同比+10.19%；非挖品类内销同比“6 升 4 降”、出口同比“8 升 2 降”；工程机械行业内需整体复苏趋势由挖机延伸至其他品类，出口持续实现较好增长。公司作为挖机龙头充分受益 β 向上，收入连续 4 个季度实现两位数增长，已进入新一轮业绩上行通道；

1) 从产品结构上看：①挖掘机械：收入 174.97 亿元，同比+15%，国内稳居行业第一，全球份额稳步提升；②起重机械：收入 78.04 亿元，同比+17.89%，履带吊国内市占率超 40%，汽车吊等海外份额提升显著；③混凝土机械：收入 74.41 亿元，同比-6.49%，稳居全球第一；④路面机械：收入 21.59 亿元，同比+36.83%，无人摊压机群实现规模交付；⑤桩工机械：收入 13.41 亿元，同比+15.05%，旋挖钻稳居国内第一。

2) 从市场结构上看：国内、海外实现收入 173.49、263.02 亿元，同比+21.42%、+11.72%，海外收入占比已达 60.26%，其中亚澳、欧洲、美洲、非洲实现收入 114.5、61.52、50.65、36.3 亿元，同比+16.3%、+0.66%、+1.36%、+40.48%，公司受益于新兴市场高景气、同时稳步开拓发达市场，国际化战略有序推进。目前，公司已建立包含 400 多家海外子公司、合资公司及代理商在内的海外市场渠道体系，已构建包含 7 个国内总仓、5 个海外区域中心仓及近 1000 个海外配件仓库的全球仓储网络，海外员工本地化率近 70%，全球化竞争力持续提升。

□ 费用控制较好兑现，盈利能力与现金流表现优异。①盈利能力方面，公司上半年实现毛利率、净利率 27.44%、11.87%，同比+0.74pct、+2.45pct，期间费用率合计 12.26%，同比-4.78pct，其中管理、研发、财务费用率同比-0.55pct、-1.86pct、-2.58pct，公司盈利能力提升显著主要得益于销售结构持续优化、降本控费措施有力实施；②现金流方面，公司上半年实现经营性现金净流量 101.34 亿元，同比+20.11%，净现比达 1.92，公司高度注重风险管控，坚持价值销售政策，回款与现金流保持优秀水平；③资本开支方面，公司上半年资本性支出 9.99 亿元，同比-42.82%，公司数智化硬件投入高峰已过，未来主要聚焦制造、运营的精细化管理升级，经营质量有望持续向好。

□ 坚定落实股东回报，拟发行 H 股强化资本活力。①股东回报方面，2022-2024 年公司累计现金分红 62.44 亿元，占归母净利润 42.21%；同时 2023-2025 年公司已实施回购股份 6.13、6.57、13.55 亿元，治理机制的持续优化有助于增强市场信心与投资者获得感；②港股上市方面，公司于 2025 年 5 月 22

中游制造/机械

目标估值：NA

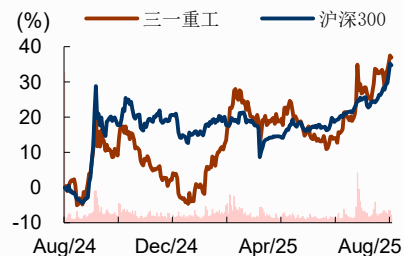
当前股价：21.54 元

基础数据

总股本 (百万股)	8474
已上市流通股 (百万股)	8474
总市值 (十亿元)	182.5
流通市值 (十亿元)	182.5
每股净资产 (MRQ)	8.7
ROE (TTM)	10.4
资产负债率	51.4%
主要股东	三一集团有限公司
主要股东持股比例	29.26%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	24	42
相对表现	-2	10	8



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

郭倩倩 S1090525060003

guoqianqian@cmschina.com.cn

高杨洋 S1090525070002

gaoyangyang@cmschina.com.cn

朱鹏丞 研究助理

zhupengcheng1@cmschina.com.cn

日向港交所递交发行申请，此次赴港上市计划旨在进一步完善公司全球市场布局、强化公司品牌的全球影响力。

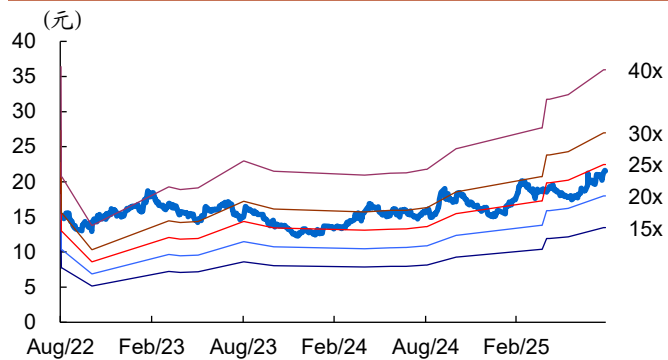
- **投资建议:** 我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 900.74、1059.22、1270.14 亿元，同比增长 15%、18%、20%；归母净利润分别为 91.68、115.29、145.52 亿元，同比增长 53%、26%、26%；对应 PE 分别为 19.9X、15.8X、12.5X。内外需 β 共振、龙头优先受益；同时公司凭借领先的国际化布局，全球竞争力与市场份额有望持续提升；业绩弹性较高、长期价值突出；维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示:** 内需复苏不及预期、出口增长不及预期、宏观经济波动风险、贸易摩擦加剧风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	74019	78383	90074	105922	127014
同比增长	-8%	6%	15%	18%	20%
营业利润(百万元)	5343	6995	10577	13345	16852
同比增长	13%	31%	51%	26%	26%
归母净利润(百万元)	4527	5975	9168	11529	14552
同比增长	6%	32%	53%	26%	26%
每股收益(元)	0.53	0.71	1.08	1.36	1.72
PE	40.3	30.5	19.9	15.8	12.5
PB	2.7	2.5	2.3	2.1	1.9

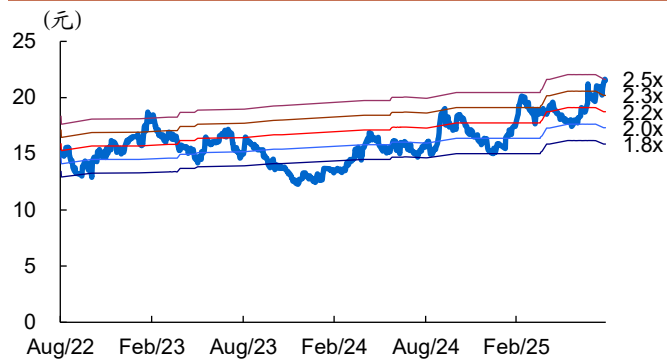
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 三一重工历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 三一重工历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	97633	101505	103294	120126	142729
现金	18072	20383	12003	14915	19043
交易性投资	11183	11438	11438	11438	11438
应收票据	306	398	457	537	644
应收款项	24165	25517	29322	34481	41348
其它应收款	3011	2943	3382	3977	4768
存货	19768	19948	22709	26581	31685
其他	21129	20879	23983	28196	33802
非流动资产	53569	50640	50671	49421	46563
长期股权投资	2401	2425	2425	2425	2425
固定资产	23453	22369	22784	21880	19336
无形资产商誉	5170	4906	4489	4107	3758
其他	22544	20940	20974	21009	21044
资产总计	151202	152145	153965	169547	189291
流动负债	54415	63669	59193	66812	76855
短期借款	4116	5953	0	0	0
应付账款	22693	28654	32621	38183	45514
预收账款	2178	2521	2870	3359	4004
其他	25429	26541	23702	25270	27337
长期负债	27614	15474	15474	15474	15474
长期借款	23556	11556	11556	11556	11556
其他	4059	3918	3918	3918	3918
负债合计	82029	79143	74667	82286	92329
股本	8486	8475	8475	8475	8475
资本公积金	5034	5029	5029	5029	5029
留存收益	54520	58449	64566	72303	81719
少数股东权益	1133	1048	1228	1454	1739
归属于母公司所有者权益	68040	71953	78070	85807	95223
负债及权益合计	151202	152145	153965	169547	189291

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5708	14814	7366	8214	9647
净利润	4606	6093	9347	11755	14838
折旧摊销	2901	3259	3769	4050	4158
财务费用	87	630	361	86	458
投资收益	177	(643)	(1376)	(1376)	(1376)
营运资金变动	(1647)	6038	(4735)	(6301)	(8431)
其它	(417)	(562)	0	0	0
投资活动现金流	(2694)	(1158)	(2424)	(1424)	76
资本支出	(4525)	(2938)	(3800)	(2800)	(1300)
其他投资	1831	1780	1376	1376	1376
筹资活动现金流	(7530)	(10279)	(13322)	(3878)	(5594)
借款变动	(7065)	(8087)	(9910)	0	0
普通股增加	(8)	(11)	0	0	0
资本公积增加	(39)	(5)	0	0	0
股利分配	(1359)	(1867)	(3051)	(3792)	(5137)
其他	940	(309)	(361)	(86)	(458)
现金净增加额	(4515)	3377	(8380)	2912	4128

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	74019	78383	90074	105922	127014
营业成本	52935	57217	65137	76243	90883
营业税金及附加	424	431	360	538	617
营业费用	6218	5464	5855	6779	8002
管理费用	2651	2996	2972	3390	3810
研发费用	5865	5381	5224	5826	6732
财务费用	(463)	202	361	86	458
资产减值损失	(1264)	(1053)	(963)	(1093)	(1036)
公允价值变动收益	21	110	110	110	110
其他收益	765	866	866	866	866
投资收益	(177)	643	400	400	400
营业利润	5343	6995	10577	13345	16852
营业外收入	99	120	148	122	130
营业外支出	125	207	157	163	176
利润总额	5317	6908	10568	13304	16806
所得税	710	815	1220	1548	1969
少数股东损益	79	117	180	226	285
归属于母公司净利润	4527	5975	9168	11529	14552

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-8%	6%	15%	18%	20%
营业利润	13%	31%	51%	26%	26%
归母净利润	6%	32%	53%	26%	26%
获利能力					
毛利率	28.5%	27.0%	27.7%	28.0%	28.4%
净利率	6.1%	7.6%	10.2%	10.9%	11.5%
ROE	6.8%	8.5%	12.2%	14.1%	16.1%
ROIC	4.4%	6.5%	10.4%	12.5%	14.7%
偿债能力					
资产负债率	54.3%	52.0%	48.5%	48.5%	48.8%
净负债比率	19.5%	14.1%	7.5%	6.8%	6.1%
流动比率	1.8	1.6	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	2.7	2.9	3.1	3.1	3.1
应收账款周转率	3.0	3.1	3.2	3.3	3.3
应付账款周转率	2.1	2.2	2.1	2.2	2.2
每股资料(元)					
EPS	0.53	0.71	1.08	1.36	1.72
每股经营净现金	0.67	1.75	0.87	0.97	1.14
每股净资产	8.03	8.49	9.21	10.13	11.24
每股股利	0.22	0.36	0.45	0.61	0.78
估值比率					
PE	40.3	30.5	19.9	15.8	12.5
PB	2.7	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	33.2	24.5	16.6	14.0	11.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。