

公司研究

内外销共振向上，拟发行港股可转债彰显对未来信心

——中联重科（000157.SZ、1157.HK）2025 年三季报点评

要点

业绩持续增长，盈利能力持续提升

中联重科 2025Q1-Q3 实现营业收入 371.6 亿元，同比增长 8.1%；归母净利润 392.2 亿元，同比增长 24.9%；扣非归母净利润 26.4 亿元，同比增长 20.7%。公司毛利率为 28.1%，同比下降 0.3 个百分点；净利率为 11.0%，同比上升 0.8 个百分点。

2025Q3 公司实现营业收入 123.0 亿元，同比增长 24.9%；归母净利润 11.6 亿元，同比增长 35.8%；扣非归母净利润 7.2 亿元，同比增长 1.1%；还原汇兑损失 1.94 亿元后，归母净利润和扣非归母净利润分别增长 68.9%/37.7%。

海外业绩持续增长，内销全面复苏

2025Q1-Q3 公司境外收入 213.3 亿元，同比增长 20.8%；占总营收比例 57.4%，同比上升 6.1 个百分点；2025Q3 公司境外收入 75.0 亿元，同比增长 34.0%。公司持续推进海外产能建设，德国二期、匈牙利工厂建设加速，欧洲本地化供应链体系初步成型。

2025Q3 公司境内收入 48.0 亿元，同比增长 12.9%。国内市场方面，复苏态势已从挖掘机传导至起重机、混凝土机械等传统优势板块。分产品看，公司履带吊市占率稳居行业第一，超大吨位全地面起重机等高附加值产品销量表现亮眼；混凝土机械受益处于电动化政策推动，存量设备电动化替代更新提速。

拟发行港股可转债，彰显未来增长信心

10 月 30 日，公司公告拟在港股发行不超过 60 亿元可转债。扣除全部相关费用和开支后，募集资金净额的 50%将用于在欧洲、西亚、东南亚、非洲、美洲、大洋洲等海外地区进行海外生产制造基地等项目的建设；其余 50%将用于开发新能源农业机械、新能源矿山机械、具身智能机器人等一批新产品及相关核心零部件的研发投入。此次拟发行的港股可转债采用溢价发行的方式，可有效保护现有股东利益，同时较高的转股溢价率（35%）也展示了公司对未来发展的信心。

维持“买入”评级

公司新兴业务及海外出口潜力巨大，我们维持公司 25-27 年归母净利润预测 50.0/62.2/73.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.58/0.72/0.85 元。维持公司 A 股和 H 股“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险、下游景气度下行风险、海外出口不及预期风险、关税不确定性风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	47,075	45,478	52,686	60,470	67,759
营业收入增长率	13.08%	-3.39%	15.85%	14.78%	12.05%
归母净利润（百万元）	3,506	3,520	5,002	6,222	7,355
归母净利润增长率	52.04%	0.41%	42.08%	24.40%	18.21%
EPS（元，按最新股本计）	0.41	0.41	0.58	0.72	0.85
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.22%	6.16%	8.40%	9.96%	11.18%
P/E（A 股）	20	20	14	11	10
P/E（H 股）	17	17	12	10	8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-31；汇率：按 1HKD=0.91227CNY 换算

A 股：买入（维持）

当前价：8.17 元

H 股：买入（维持）

当前价：7.50 港元

作者

分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001
021-52523851
chenjianing@ebscn.com

分析师：汲萌

执业证书编号：S0930524010002
021-52523859
jimeng@ebscn.com

分析师：夏天宇

执业证书编号：S0930525070006
021-52523805
xiatianyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	86.49
总市值(亿元):	706.59
一年最低/最高(元):	6.33/8.44
近 3 月换手率:	66.16%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.08	-1.78	0.08
绝对	1.62	12.23	17.72

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	47,075	45,478	52,686	60,470	67,759
营业成本	34,109	32,668	37,645	42,932	48,088
折旧和摊销	1,252	1,156	1,386	1,564	1,726
税金及附加	330	324	369	423	474
销售费用	3,557	3,721	4,109	4,596	5,014
管理费用	1,904	2,242	1,791	1,996	2,168
研发费用	3,441	2,769	3,056	3,447	3,795
财务费用	-260	56	110	176	219
投资收益	-2	-16	0	0	0
营业利润	4,152	4,326	5,986	7,349	8,616
利润总额	4,228	4,383	6,046	7,409	8,676
所得税	457	374	544	667	781
净利润	3,771	4,009	5,502	6,742	7,895
少数股东损益	265	488	500	520	540
归属母公司净利润	3,506	3,520	5,002	6,222	7,355
EPS(元, 按最新股本计)	0.41	0.41	0.58	0.72	0.85

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,713	2,142	2,241	3,963	5,850
净利润	3,506	3,520	5,002	6,222	7,355
折旧摊销	1,252	1,156	1,386	1,564	1,726
净营运资金增加	2,094	8,934	6,199	-35	8,044
其他	-4,140	-11,468	-10,345	-3,788	-11,275
投资活动产生现金流	-278	-2,922	-2,303	-2,220	-2,220
净资本支出	-1,803	-3,933	-2,200	-2,200	-2,200
长期投资变化	4,497	4,484	0	0	0
其他资产变化	-2,972	-3,473	-103	-20	-20
融资活动现金流	-2,643	-679	-3,121	-3,104	-2,642
股本变化	0	0	-29	0	0
债务净变化	336	3,957	-408	373	1,622
无息负债变化	4,781	-11,745	2,724	3,026	2,952
净现金流	-185	-1,450	-3,183	-1,361	988

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	27.5%	28.2%	28.5%	29.0%	29.0%
EBITDA 率	12.6%	12.2%	15.0%	15.8%	16.2%
EBIT 率	9.9%	9.6%	12.4%	13.2%	13.7%
税前净利润率	9.0%	9.6%	11.5%	12.3%	12.8%
归母净利润率	7.4%	7.7%	9.5%	10.3%	10.9%
ROA	2.9%	3.2%	4.3%	5.0%	5.5%
ROE (摊薄)	6.2%	6.2%	8.4%	10.0%	11.2%
经营性 ROIC	6.3%	5.4%	7.4%	9.0%	9.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	55%	52%	51%	51%	51%
流动比率	1.56	1.73	1.78	1.82	1.85
速动比率	1.11	1.21	1.20	1.20	1.21
归母权益/有息债务	2.51	2.16	2.29	2.36	2.35
有形资产/有息债务	5.37	4.29	4.55	4.73	4.75

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	130,862	123,746	128,960	135,800	144,224
货币资金	15,870	13,720	10,537	9,176	10,164
交易性金融资产	1,767	1,622	1,622	1,622	1,622
应收账款	24,612	24,508	28,213	31,868	35,133
应收票据	83	94	105	121	136
其他应收款 (合计)	705	876	790	907	1,016
存货	22,504	22,564	25,735	28,934	31,939
其他流动资产	4,337	4,270	4,270	4,270	4,270
流动资产合计	77,971	74,428	78,664	84,764	92,611
其他权益工具	2,417	1,760	1,760	1,760	1,760
长期股权投资	4,497	4,484	4,484	4,484	4,484
固定资产	10,935	11,286	12,914	14,090	14,894
在建工程	5,674	8,677	7,558	6,718	6,089
无形资产	5,085	5,026	5,124	5,219	5,313
商誉	2,677	2,617	2,617	2,617	2,617
其他非流动资产	1,399	1,279	1,279	1,279	1,279
非流动资产合计	52,891	49,318	50,296	51,036	51,613
总负债	71,695	63,908	66,224	69,623	74,197
短期借款	5,655	1,426	627	0	622
应付账款	11,215	8,830	10,164	11,592	12,984
应付票据	11,836	7,883	9,035	10,304	11,541
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	9,612	5,944	5,944	5,944	5,944
流动负债合计	49,996	42,985	44,239	46,618	50,172
长期借款	14,944	15,412	16,412	17,412	18,412
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5,196	4,288	4,288	4,288	4,288
非流动负债合计	21,699	20,922	21,985	23,005	24,025
股东权益	59,167	59,838	62,736	66,177	70,027
股本	8,678	8,678	8,649	8,649	8,649
公积金	23,110	23,579	23,609	23,609	23,609
未分配利润	25,734	26,477	28,876	31,796	35,106
归属母公司权益	56,407	57,137	59,535	62,456	65,766
少数股东权益	2,760	2,701	3,201	3,721	4,261

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	7.56%	8.18%	7.80%	7.60%	7.40%
管理费用率	4.04%	4.93%	3.40%	3.30%	3.20%
财务费用率	-0.55%	0.12%	0.21%	0.29%	0.32%
研发费用率	7.31%	6.09%	5.80%	5.70%	5.60%
所得税率	11%	9%	9%	9%	9%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.32	0.30	0.38	0.47	0.55
每股经营现金流	0.31	0.25	0.26	0.46	0.68
每股净资产	6.52	6.61	6.88	7.22	7.60
每股销售收入	5.44	5.26	6.09	6.99	7.83

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (A 股)	20	20	14	11	10
PB (A 股)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	14.5	16.6	12.2	9.9	9.2
股息率	3.9%	3.7%	4.7%	5.7%	6.7%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP