

中联重科 (000157.SZ)

内销收入拐点已至，看好公司业绩估值双击

事件：中联重科发布 2025 年三季报，Q1-3，公司实现营业总收入 371.56 亿元，同比+8.06%，归母净利润 39.2 亿元，同比+24.89%；单 Q3，公司实现营业总收入 123.01 亿元，同比+24.88%，归母净利润 11.56 亿元，同比+35.80%。收入利润同步高增，业绩迎来重要拐点。

□ 非挖内需景气复苏，公司收入迎来全面拐点。根据工程机械工业协会，2025 年 1-9 月，挖机行业总销量 17.4 万台，同比+18.09%，其中内销同比+21.55%、出口同比+14.61%；非挖品类内销同比“7 升 3 降”、出口同比“8 升 2 降”；全品类复苏、内外需共振的 β 逻辑较上半年进一步巩固。Q1-3，公司单季度营业收入同比增速分别为+2.92%、-0.19%、+24.88%；Q3 单季收入迎来全面拐点，其中内外销收入分别为 48.02、74.99 亿元，分别同比+12.85%、+34.01%，国内受益于非挖景气增速转正，海外增长较上半年进一步提速、占比已达 60.96%的历史高位。相较其他主机厂，公司由于产品结构的差异收入端的明确拐点有所迟到，但凭借较强的新品、海外拓展能力，预计进入上行周期后有望展现突出的增长弹性。

□ 盈利能力还有提升空间，经营性现金流大幅增长。Q1-3，公司毛利率、净利率 28.1%、11.05%，同比+0.07pct、+0.89pct；单 Q3，公司毛利率、净利率 28%、9.8%，同比-0.16pct、+0.15pct。毛利率端，公司单季表现略有波动主要系国内收入占比提升，整体结构优化、降本增效的向好趋势明确。净利率端，公司单季与整体表现均稳健增长，单 Q3 销管研发费用率 17%，同比-2.58pct，收入规模化后经营性控费成效显著，汇兑损失拉高财务费用率（2.02%，同比+3.45pct），但掉期衍生品带来的公允价值变动、投资收益合计冲回净利率 0.97pct，影响虽有但相对可控，剔除汇兑后公司 Q3 净利润同比增长超 50%，经营性业绩增速领先行业，未来汇率等因素波动减弱后提升空间可期。同时，公司严控风险、重视高质量发展，Q3 经营性现金流 28.66 亿元，同比+190.86%，净现比达 0.96，现金流表现优异。

□ 发行 H 股可转债，“国际化+多元化”战略再升级。10 月 30 日，公司董事会审议通过关于发行 H 股可转债的议案，①拟发行规模不超过 60 亿元，其中 50%募集资金用于支持公司全球化发展战略落地，包括海外生产制造基地、仓储物流体系、研发中心、营销体系、后市场服务体系等项目的建设；另外 50%募集资金用于支持公司创新驱动高质量发展战略落地，包括机器人、新能源、智能化等前沿技术与新能源农机、新能源矿机、具身智能机器人等全新产品的研发；②本次可转债初始转股价格设为 9.75 港元，溢价率约 35.49%，溢价发行既体现了公司对于未来业绩与股价增长的长期信心，也是对现有股东利益的有效保护；③此次可转债发行规模约占已发行 H 股股数的 43.45%，未来随着转股不断进行有望扩大 H 股总股本、改善 H 股流动性，是提升公司国际资本形象、进一步用好境外资本市场平台的重要一步。

强烈推荐（维持）

中游制造/机械

目标估值：NA

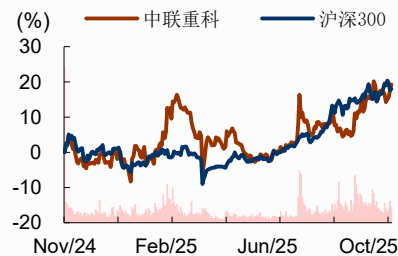
当前股价：8.28 元

基础数据

总股本（百万股）	8649
已上市流通股（百万股）	7070
总市值（十亿元）	71.6
流通市值（十亿元）	58.5
每股净资产（MRQ）	6.7
ROE（TTM）	7.4
资产负债率	53.8%
主要股东 湖南兴湘投资控股集团有限公司	
主要股东持股比例	14.53%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	17	25
相对表现	3	-6	5



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中联重科 (000157) 一收入利润双增，经营质量优异》2025-09-02

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

□ **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 530.31、625.21、737.88 亿元，同比增长 17%、18%、18%；归母净利润分别为 49.14、61.29、76 亿元，同比增长 40%、25%、24%；对应 PE 分别为 14.6X、11.7X、9.4X。内外需共振 β 下，公司非挖内销有望受益，同时出口预计持续增长，目前估值水平较低，看好公司 2026 年业绩与估值双击，投资价值突出，维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示：**内需复苏不及预期、新兴业务拓展不及预期、海外业务拓展不及预期、全球宏观经济波动风险、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)	47075	45478	53031	62521	73788
同比增长	13%	-3%	17%	18%	18%
营业利润(百万元)	4152	4326	5509	6902	8580
同比增长	74%	4%	27%	25%	24%
归母净利润(百万元)	3506	3520	4914	6129	7600
同比增长	52%	0%	40%	25%	24%
每股收益(元)	0.41	0.41	0.57	0.71	0.88
PE	20.4	20.3	14.6	11.7	9.4
PB	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0

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	77971	74428	74242	87048	102108
现金	15870	13720	3232	3743	4372
交易性投资	1767	1622	1622	1622	1622
应收票据	83	94	109	129	152
应收款项	24612	24508	28578	33692	39764
其它应收款	705	876	1021	1204	1421
存货	22504	22564	26740	31418	36826
其他	12430	11045	12940	15240	17951
非流动资产	52891	49318	49721	49818	49603
长期股权投资	4497	4484	4484	4484	4484
固定资产	10935	11286	12432	13376	14103
无形资产商誉	7778	7656	6890	6201	5581
其他	29681	25892	25914	25756	25434
资产总计	130862	123746	123963	136866	151711
流动负债	49996	42985	40687	48925	57999
短期借款	5655	1426	4177	7305	10473
应付账款	23050	16713	19806	23272	27277
预收账款	1817	1901	2252	2647	3102
其他	19475	22945	14452	15702	17146
长期负债	21699	20922	20922	20922	20922
长期借款	14944	15412	15412	15412	15412
其他	6754	5510	5510	5510	5510
负债合计	71695	63908	61610	69848	78922
股本	8678	8678	8678	8678	8678
资本公积金	18725	19141	19141	19141	19141
留存收益	29004	29318	31628	36038	41492
少数股东权益	2760	2701	2906	3161	3478
归属于母公司所有者权益	56407	57137	59447	63857	69312
负债及权益合计	130862	123746	123963	136866	151711

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2713	2142	658	864	1420
净利润	3771	4009	5118	6385	7917
折旧摊销	1261	1168	1871	1978	2089
财务费用	691	571	504	489	632
投资收益	2	16	(1094)	(801)	(694)
营运资金变动	(2598)	(3176)	(5741)	(7186)	(8525)
其它	(414)	(446)	(0)	(0)	0
投资活动现金流	(278)	(2922)	(1180)	(1273)	(1181)
资本支出	(1900)	(4035)	(2275)	(2075)	(1875)
其他投资	1622	1114	1094	801	694
筹资活动现金流	(2643)	(679)	(9966)	920	390
借款变动	(322)	2870	(6858)	3129	3168
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	656	416	0	0	0
股利分配	(2777)	(2777)	(2603)	(1720)	(2145)
其他	(200)	(1189)	(504)	(489)	(632)
现金净增加额	(209)	(1459)	(10488)	511	629

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	47075	45478	53031	62521	73788
营业成本	34109	32668	38715	45488	53318
营业税金及附加	330	324	297	350	413
营业费用	3557	3721	4083	4502	5091
管理费用	1904	2242	1962	1876	2066
研发费用	3441	2769	2917	3439	4058
财务费用	(260)	56	504	489	632
资产减值损失	(651)	79	(138)	(277)	(322)
公允价值变动收益	(37)	(38)	50	50	50
其他收益	849	602	744	551	482
投资收益	(2)	(16)	300	200	161
营业利润	4152	4326	5509	6902	8580
营业外收入	122	107	107	107	107
营业外支出	47	50	50	50	50
利润总额	4228	4383	5567	6960	8638
所得税	457	374	448	575	721
少数股东损益	265	488	205	255	317
归属于母公司净利润	3506	3520	4914	6129	7600

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	13%	-3%	17%	18%	18%
营业利润	74%	4%	27%	25%	24%
归母净利润	52%	0%	40%	25%	24%
获利能力					
毛利率	27.5%	28.2%	27.0%	27.2%	27.7%
净利率	7.4%	7.7%	9.3%	9.8%	10.3%
ROE	6.3%	6.2%	8.4%	9.9%	11.4%
ROIC	4.3%	4.8%	6.5%	7.9%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	54.8%	51.6%	49.7%	51.0%	52.0%
净负债比率	17.2%	21.4%	15.8%	16.6%	17.1%
流动比率	1.6	1.7	1.8	1.8	1.8
速动比率	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.9	1.4	1.6	1.6	1.6
应收账款周转率	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0
应付账款周转率	1.5	1.6	2.1	2.1	2.1
每股资料(元)					
EPS	0.41	0.41	0.57	0.71	0.88
每股经营净现金	0.31	0.25	0.08	0.10	0.16
每股净资产	6.52	6.61	6.87	7.38	8.01
每股股利	0.32	0.30	0.20	0.25	0.31
估值比率					
PE	20.4	20.3	14.6	11.7	9.4
PB	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	25.7	23.7	15.9	13.4	11.1

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。