

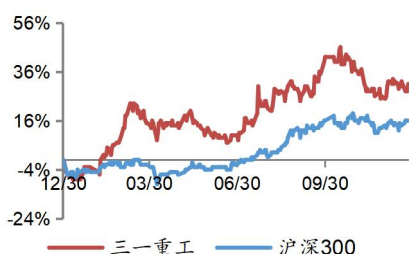
## 盈利质量持续向好，港股上市赋能全球化提速

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-12-29

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元）          | 21.17       |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 24.05/15.23 |
| 总股本（百万股）        | 9,195       |
| 流通股本（百万股）       | 8,474       |
| 流通股比例（%）        | 92.16       |
| 总市值（亿元）         | 1,947       |
| 流通市值（亿元）        | 1,794       |

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王璐

执业证书号：S0010525040001

电话：18301818122

### 相关报告

1. 净利率持续提升，全球化与电动化加速推进 2025-04-25

### 主要观点：

#### ● 公司 2025 年前三季度收入同比+13.27%，归母净利润同比+46.58%

公司发布 2025 年三季度报告，2025 年前三季度实现营业收入 661.04 亿元，同比+13.27%；归母净利润 71.36 亿元，同比+46.58%；扣非归母净利润 71.06 亿元，同比+53.55%。单季度看，公司 Q3 实现营收 213.24 亿元，同比+10.48%；归母净利润 19.19 亿元，同比+48.18%；扣非归母净利润 16.97 亿元，同比+12.97%。

#### ● 盈利能力持续向好，费率管控成效显著

2025 年前三季度公司销售毛利率为 27.62%，同比-0.65pcts；销售净利率 11.01%，同比+2.41pcts；销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.83%/2.87%/5.12%/-0.94%，同比-1.20/-0.52/-1.48/-1.42pcts。公司盈利能力的提升主要由于公司积极推进数智化转型，实现制造环节的精细化管理与成本的精细管控。公司现金流质量良好，前三季度经营性现金流净额为 145.47 亿元，同比+17.55%，为业务扩张提供有力保障。

#### ● 港交所主板挂牌上市，海外市场布局进一步深化

10 月 28 日，公司在香港交易所主板正式挂牌上市，成功构建 A+H 双平台上市格局。据弗若斯特沙利文报告，2020-2024 年公司核心工程机械产品累计收入位居全球第三、中国首位，挖掘机累计销量与混凝土机械累计收入均登顶全球，产品远销 150 余个国家和地区，2022-2024 年海外收入复合增长率高达 15.2%，全球化运营能力领跑行业。依托港股上市契机，公司计划进一步拓宽欧洲、亚洲及非洲等区域销售渠道，并拟在新兴市场布局生产基地，全球化产能与渠道协同效应有望持续释放。展望未来，公司将以 A+H 双平台为支撑，深化全球化、数智化、低碳化三大核心战略的协同推进。

#### ● 投资建议

我们看好公司长期发展，维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入预测为 891.36/1003.59/1120.93 亿元；归母净利润为 89.59/106.50/129.69 亿元；以当前总股本 91.95 亿股计算的摊薄 EPS 为 0.97/1.16/1.41 元。当前股价对应的 PE 倍数为 22/18/15 倍，维持“买入”投资评级。

#### ● 风险提示

1) 国内行业需求不及预期；2) 海外市场拓展不及预期；3) 应收账款回收风险；4) 行业竞争加剧；5) 政策风险及市场风险；6) 汇率风险；7) 原材料价格波动的风险。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2024A | 2025E | 2026E  | 2027E  |
|-----------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入      | 78383 | 89136 | 100359 | 112093 |
| 收入同比 (%)  | 5.9%  | 13.7% | 12.6%  | 11.7%  |
| 归属母公司净利润  | 5975  | 8959  | 10650  | 12969  |
| 净利润同比 (%) | 32.0% | 49.9% | 18.9%  | 21.8%  |
| 毛利率 (%)   | 26.4% | 27.5% | 28.2%  | 28.7%  |
| ROE (%)   | 8.3%  | 11.6% | 12.5%  | 13.8%  |
| 每股收益 (元)  | 0.71  | 0.97  | 1.16   | 1.41   |
| P/E       | 23.34 | 21.73 | 18.28  | 15.01  |
| P/B       | 1.94  | 2.52  | 2.29   | 2.07   |
| EV/EBITDA | 14.02 | 13.04 | 10.94  | 8.85   |

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

| 资产负债表          |               |               |               |               | 单位:百万元 |  |  |  |  |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------|--|--|--|--|
| 会计年度           | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |        |  |  |  |  |
| <b>流动资产</b>    | <b>101505</b> | <b>114517</b> | <b>130432</b> | <b>149064</b> |        |  |  |  |  |
| 现金             | 20383         | 27607         | 35443         | 46917         |        |  |  |  |  |
| 应收账款           | 25517         | 28604         | 32607         | 36352         |        |  |  |  |  |
| 其他应收款          | 2943          | 3379          | 3892          | 4275          |        |  |  |  |  |
| 预付账款           | 971           | 1025          | 1119          | 1286          |        |  |  |  |  |
| 存货             | 19948         | 22191         | 25311         | 27751         |        |  |  |  |  |
| 其他流动资产         | 31744         | 31710         | 32060         | 32482         |        |  |  |  |  |
| <b>非流动资产</b>   | <b>50640</b>  | <b>47807</b>  | <b>45212</b>  | <b>42509</b>  |        |  |  |  |  |
| 长期投资           | 2425          | 2425          | 2425          | 2425          |        |  |  |  |  |
| 固定资产           | 22369         | 20492         | 18514         | 16435         |        |  |  |  |  |
| 无形资产           | 4615          | 4373          | 4131          | 3888          |        |  |  |  |  |
| 其他非流动资产        | 21231         | 20518         | 20143         | 19761         |        |  |  |  |  |
| <b>资产总计</b>    | <b>152145</b> | <b>162324</b> | <b>175643</b> | <b>191573</b> |        |  |  |  |  |
| <b>流动负债</b>    | <b>63669</b>  | <b>68092</b>  | <b>73657</b>  | <b>80134</b>  |        |  |  |  |  |
| 短期借款           | 5953          | 5953          | 5953          | 5953          |        |  |  |  |  |
| 应付账款           | 21265         | 23813         | 26605         | 29509         |        |  |  |  |  |
| 其他流动负债         | 36451         | 38326         | 41099         | 44671         |        |  |  |  |  |
| <b>非流动负债</b>   | <b>15474</b>  | <b>15639</b>  | <b>15639</b>  | <b>15639</b>  |        |  |  |  |  |
| 长期借款           | 11556         | 11556         | 11556         | 11556         |        |  |  |  |  |
| 其他非流动负债        | 3918          | 4083          | 4083          | 4083          |        |  |  |  |  |
| <b>负债合计</b>    | <b>79143</b>  | <b>83732</b>  | <b>89297</b>  | <b>95773</b>  |        |  |  |  |  |
| 少数股东权益         | 1048          | 1250          | 1461          | 1729          |        |  |  |  |  |
| 股本             | 8475          | 9195          | 9195          | 9195          |        |  |  |  |  |
| 资本公积           | 5172          | 4451          | 4451          | 4451          |        |  |  |  |  |
| 留存收益           | 58307         | 63696         | 71239         | 80425         |        |  |  |  |  |
| 归属母公司股东权益      | 71953         | 77342         | 84885         | 94071         |        |  |  |  |  |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>152145</b> | <b>162324</b> | <b>175643</b> | <b>191573</b> |        |  |  |  |  |

| 现金流量表          |               |              |              |              | 单位:百万元 |  |  |  |  |
|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------|--|--|--|--|
| 会计年度           | 2024A         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |        |  |  |  |  |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>14814</b>  | <b>12781</b> | <b>12709</b> | <b>16654</b> |        |  |  |  |  |
| 净利润            | 6093          | 9161         | 10862        | 13237        |        |  |  |  |  |
| 折旧摊销           | 3592          | 3503         | 3619         | 3621         |        |  |  |  |  |
| 财务费用           | 630           | 863          | 863          | 863          |        |  |  |  |  |
| 投资损失           | -643          | -447         | -362         | -630         |        |  |  |  |  |
| 营运资金变动         | 4980          | -33          | -2278        | -435         |        |  |  |  |  |
| 其他经营现金流        | 1275          | 8929         | 13145        | 13670        |        |  |  |  |  |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-1158</b>  | <b>247</b>   | <b>-902</b>  | <b>-533</b>  |        |  |  |  |  |
| 资本支出           | -2685         | -851         | -837         | -829         |        |  |  |  |  |
| 长期投资           | -2309         | -298         | -383         | -266         |        |  |  |  |  |
| 其他投资现金流        | 3836          | 1395         | 318          | 561          |        |  |  |  |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-10279</b> | <b>-5748</b> | <b>-3970</b> | <b>-4647</b> |        |  |  |  |  |
| 短期借款           | 1838          | 0            | 0            | 0            |        |  |  |  |  |
| 长期借款           | -12000        | 0            | 0            | 0            |        |  |  |  |  |
| 普通股增加          | -11           | 720          | 0            | 0            |        |  |  |  |  |
| 资本公积增加         | -78           | -721         | 0            | 0            |        |  |  |  |  |
| 其他筹资现金流        | -28           | -5747        | -3970        | -4647        |        |  |  |  |  |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>3435</b>   | <b>7224</b>  | <b>7836</b>  | <b>11474</b> |        |  |  |  |  |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

| 利润表             |              |              |               |               | 单位:百万元 |  |  |  |  |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------|--|--|--|--|
| 会计年度            | 2024A        | 2025E        | 2026E         | 2027E         |        |  |  |  |  |
| <b>营业收入</b>     | <b>78383</b> | <b>89136</b> | <b>100359</b> | <b>112093</b> |        |  |  |  |  |
| 营业成本            | 57480        | 64417        | 71919         | 79713         |        |  |  |  |  |
| 营业税金及附加         | 431          | 470          | 553           | 609           |        |  |  |  |  |
| 销售费用            | 5464         | 6034         | 6652          | 7326          |        |  |  |  |  |
| 管理费用            | 2996         | 3185         | 3490          | 3791          |        |  |  |  |  |
| 财务费用            | 202          | 557          | 449           | 331           |        |  |  |  |  |
| 资产减值损失          | -201         | 0            | 0             | 0             |        |  |  |  |  |
| 公允价值变动收益        | 110          | 0            | 0             | 0             |        |  |  |  |  |
| 投资净收益           | 643          | 447          | 362           | 630           |        |  |  |  |  |
| <b>营业利润</b>     | <b>6995</b>  | <b>10343</b> | <b>12408</b>  | <b>15125</b>  |        |  |  |  |  |
| 营业外收入           | 120          | 148          | 122           | 122           |        |  |  |  |  |
| 营业外支出           | 207          | 157          | 163           | 176           |        |  |  |  |  |
| <b>利润总额</b>     | <b>6908</b>  | <b>10333</b> | <b>12367</b>  | <b>15072</b>  |        |  |  |  |  |
| 所得税             | 815          | 1173         | 1505          | 1834          |        |  |  |  |  |
| <b>净利润</b>      | <b>6093</b>  | <b>9161</b>  | <b>10862</b>  | <b>13237</b>  |        |  |  |  |  |
| 少数股东损益          | 117          | 202          | 211           | 268           |        |  |  |  |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>5975</b>  | <b>8959</b>  | <b>10650</b>  | <b>12969</b>  |        |  |  |  |  |
| EBITDA          | 10075.96     | 14393.43     | 16434.59      | 19023.83      |        |  |  |  |  |
| EPS (元)         | 0.71         | 0.97         | 1.16          | 1.41          |        |  |  |  |  |

### 主要财务比率

| 会计年度            | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |
| 营业收入            | 5.9%   | 13.7%  | 12.6%  | 11.7%  |
| 营业利润            | 30.9%  | 47.9%  | 20.0%  | 21.9%  |
| 归属于母公司净利润       | 32.0%  | 49.9%  | 18.9%  | 21.8%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |
| 毛利率 (%)         | 26.4%  | 27.5%  | 28.2%  | 28.7%  |
| 单位:百万元          | 7.7%   | 10.1%  | 10.7%  | 11.6%  |
| ROE (%)         | 8.3%   | 11.6%  | 12.5%  | 13.8%  |
| ROIC (%)        | 6.0%   | 9.7%   | 10.5%  | 11.6%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 资产负债率 (%)       | 52.0%  | 51.6%  | 50.8%  | 50.0%  |
| 净负债比率 (%)       | 108.4% | 106.5% | 103.4% | 100.0% |
| 流动比率            | 1.59   | 1.68   | 1.77   | 1.86   |
| 速动比率            | 0.96   | 1.06   | 1.15   | 1.26   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.52   | 0.57   | 0.59   | 0.61   |
| 应收账款周转率         | 3.13   | 3.27   | 3.26   | 3.23   |
| 应付账款周转率         | 2.94   | 2.84   | 2.84   | 2.83   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.71   | 0.97   | 1.16   | 1.41   |
| 每股经营现金流(摊薄)     | 1.61   | 1.39   | 1.38   | 1.81   |
| 每股净资产           | 8.49   | 8.41   | 9.23   | 10.23  |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |
| P/E             | 23.34  | 21.73  | 18.28  | 15.01  |
| P/B             | 1.94   | 2.52   | 2.29   | 2.07   |
| EV/EBITDA       | 14.02  | 13.04  | 10.94  | 8.85   |

## 分析师与研究助理简介

分析师：王璐，华安证券研究所机械设备组负责人

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 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。