

中联重科(000157)

报告日期: 2026年01月11日

工程机械、农机、矿机“三箭齐发”，业绩增速有望领跑行业

——中联重科推荐报告

投资要点

一、一句话逻辑

中国工程机械龙头，工程机械、农机、矿机“三箭齐发”，业绩增速有望领跑行业。国内非挖复苏弹性标的，海外直销+本土化产能布局推进全球化，低估值人形机器人整机标的。

二、行业β与公司α：

1、工程机械行业：周期反转向上，海外与国内共振

1) **市场规模**：据 Frost & Sullivan，2024 年全球工程机械行业整体市场规模达到 2135 亿美元，预计 2030 年将达 2961 亿美元，预计 2024 年-2030 年 CAGR=6%。

2) **内销复苏由挖机传导至非挖**：国内挖机周期筑底向上主要受益于农林、市政需求驱动小微挖需求增长，我国主机厂在矿山机械领域持续突破及水利需求带来的大挖及超大挖需求，国内更新需求逐步启动，以及二手机出口等因素影响。受益风电、核电等带动工程起重机需求增长，电动搅拌车替代内燃搅拌车趋势等因素影响，内需复苏由挖机传导至非挖。

3) **海外市占率提升，亚非拉需求景气**：出口增长主要受益于海外市占率提升，以及亚非拉等新兴市场工业化与城镇化等推进带动基建、地产等需求增长，以及矿业需求景气等因素影响。据《Yellow Table 2025》，2024 年全球前 50 大工程机械制造商总销售额达 2376 亿美元，卡特彼勒、小松市占率为 15.9%、11.2%，徐工机械、三一重工、中联重科市占率为 5.4%、4.6%、2.4%（合计 12.4%），未来提升空间大。据中国机电进出口商会，2025 年 1-11 月我国工程机械设备及零部件出口额中一带一路区域占 66%，同比增长 18%。

4) **内销**：2025 年挖掘机内销同比增长 18%；装载机内销同比增长 22%。2025 年 1-11 月履带起重机内销同比增长 27%；随车起重机内销同比增长 6%；汽车起重机内销同比下降 1%；塔式起重机内销同比下降 50%；高空作业平台内销同比下降 43%。

外销：2025 年挖掘机外销同比增长 16%；装载机外销同比增长 15%。2025 年 1-11 月塔式起重机外销同比增长 26%；履带起重机外销同比增长 26%；随车起重机外销同比增长 22%；汽车起重机外销同比下降 2%；高空作业平台外销同比下降 18%。

农业机械：全球万亿级市场空间，新兴市场与绿色技术为未来增长点

1) **市场规模**：2024 年全球农机总销售收入约为 1.5 万亿元，中国农机总销售收入约为 3,000 亿元。

2) **新兴市场与新能源农机为未来发展趋势**：农业机械海外市场呈现“新兴市场增长+成熟市场升级”的双轨格局，新兴市场与绿色技术成为未来的核心增长点。

矿山机械：千亿美金赛道坡长雪厚，下游矿企需求景气上行

1) **市场规模**：据 Precedence Research，2025 年全球矿山机械市场规模为 1331 亿美元，预计 2035 年将达到 2292 亿美元，预计 2025-2035 年 CAGR=6%。分区域来看，2025 年矿山机械全球市场份额中亚太地区占 39%、北美地区占比为 26%、欧洲地区占比为 20%、拉美地区占比为 9%、中东&非洲占比为 6%。

2) **矿山机械为长坡厚雪赛道**：矿山机械为典型的设备+耗材模式：新机销售（约 30%）+后市场（约 70%）。矿机售价更高、盈利能力更强、生命周期更长、客户更优质，壁垒更高，商业模式较工程机械更好，为我国工程机械主机厂未来需重点突破的方向之一。

3) **金属价格支撑矿业资产开支景气**：2025 年以来（2025 年 1 月 1 日-2026 年 1 月 9 日）金、银、铜、铝价格同比增长 70%、166%、48%、25%。主要金属价格高位运行，有望支持下游矿企资本开支景气上行，进而带动矿山机械需求景气。

投资评级：买入(维持)

分析师：邱世梁
 执业证书号：S1230520050001
 qiushiliang@stocke.com.cn

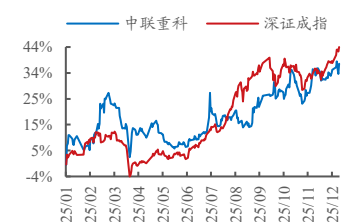
分析师：王华君
 执业证书号：S1230520080005
 wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：徐琛奇
 执业证书号：S1230525110002
 xuchenqi@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|-----------|
| 收盘价 | ¥ 8.57 |
| 总市值(百万元) | 74,117.95 |
| 总股本(百万股) | 8,648.54 |

股票走势图



相关报告

- 《三季度业绩超预期；拟发行港股可转债推进全球化》
2025.11.04
- 《中联重科成立湘潭矿山机械子公司，矿山机械战略再升级》
2025.10.20
- 《低估值人形机器人整机标的，湖南大力培育机器人本体龙头》
2025.09.30

2、中联重科：工程机械、农机、矿机“三箭齐发”，业绩增速有望领跑行业

1) 全球化直销+产能布局持续推进：2025H1 公司境外收入、毛利占比为 56%、62%，分别同比增长 15%、12%。2020-2024 年公司境外收入、毛利 CAGR=57%、89%。公司坚定践行中联特色的全球化发展战略，持续做深做透“端对端、数字化、本土化”海外业务直销体系，加快海外研发、制造、供应链、销售服务网络等所有经营要素全面的本土化运营布局，构建海外市场长期竞争优势，海外市场布局建设费用前置，未来海外业务增长活力释放弹性大。

2) 非挖内销复苏核心弹性标的：工程机械内销复苏已由挖机传导至非挖板块。国内挖机周期筑底向上。受益风电、核电等带动工程起重机需求增长，电动搅拌车替代内燃搅拌车趋势等因素影响，内需复苏由挖机传导至非挖。中联重科工程起重机械国内市场份额保持行业领先，在驱动行业增长的履带吊产品上拥有明显优势，1000 吨级以上的履带吊市占率接近 50%，位居行业第一，汽车吊位居行业前二，其中国内 130 吨及以上大吨位汽车吊产品市占率行业第一。混凝土机械长臂架泵车、车载泵、搅拌站市场份额持续稳居行业第一，搅拌车市场份额保持行业第二。2025H1 中联重科起重机械、混凝土机械收入占比分别为 34%、20%，分别同比增长 1%、16%，非挖品类中起重机械与混凝土机械合计占比达 53%，非挖复苏中联重科向上弹性大。

3) 农业机械有望打开空间：2025H1 公司农业机械收入占比达 8%。2025H1 公司小麦机稳居国内市占率前两位，拖拉机、水稻机产品线在行业调整期实现逆势增长，业务结构向高附加值领域的转型步伐持续加快。未来随着公司积极开拓海外新兴市场，公司农机业务增长潜力大。

4) 矿山机械领域持续突破：公司矿山机械聚焦“绿色化、大型化、智能化”方向，从“零件-系统-整机-平台”实现多层级的立体创新，目前公司已成功构建起燃油、混动、纯电并行的完整技术路线。目前公司百吨级矿挖产品在国内市占率位居行业前三，百吨级混动宽体车在国内处于领先地位。2025H1 公司矿山机械销售规模同比增幅超 29%，国内业务逆势增长，成功打入央国企能源客户市场；海外业务捷报频传，全面跻身全球高端矿山市场。

5) 低估值人形机器人整机标的：公司多款自主研发的机器人产品已历经 2 至 3 轮迭代，并成功实现工程化。其中，1 款小型双足人形机器人的性能已达行业标杆水平。另外，3 款全尺寸双足人形机器人的性能可对标国际及国内旗舰标杆产品，具备稳定的行走、奔跑以及全身协同运动能力。公司成功自研行星关节模组、摆线关节模组、直线关节模组、减速器、控制器、电机等。目前，数十台机器人正在工厂开展工程机械预装配、货物分拣、摆盘、扫码上料、中型零部件装配、质检等场景的验证与数据采集工作。未来预计自 2026 年起逐步开启批量生产并面向市场销售。

拟发行港股可转债推进全球化，持续高分红重视股东回报

1) 拟发行港股可转债推进全球化：2025 年 10 月 30 日晚公司公告称，公司拟发行不超过人民币 60 亿元 H 股可转换公司债券，债券期限 5 年，年化到期收益率 1.8%。初始转股价格为每股 H 股 9.75 港元，较董事会决议日前一个交易日（2025 年 10 月 28 日）收市价每股 7.21 港元溢价约 35.23%，彰显公司对未来增长信心。募集资金将 50% 用于支持公司全球化发展战略落地，包括建设海外生产制造基地、仓储物流体系等；50% 用于机器人、新能源、智能化等前沿技术研发，包括开发新能源农业机械、矿山机械等新产品。本次发行将显著降低财务费用，同时有助于改善 H 股流动性。

2) 持续高分红重视股东回报：公司重视股东回报，2024 年分红率为 74%，2026 年 1 月 9 日市值对应中联重科 H 股、A 股股息率（TTM）分别为 6.7%、5.8%。

二、超预期逻辑

(1) 市场认为：2025H1 公司土方机械收入占比为 17%，市场担忧挖掘机周期向上公司业绩弹性不足。

(2) 我们认为：

1、中联重科为非挖内销复苏核心标的：工程机械内销复苏已由挖机传导至非挖板块。受益风电、核电等带动工程起重机需求增长，电动搅拌车替代内燃搅拌车趋势等因素影响，内需复苏由挖机传导至非挖。2025H1 中联重科起重机械、混凝土机械收入占比分别为 34%、20%，分别同比增长 1%、16%，非挖品类中起重机械与混凝土机械合计占比达 53%，非挖复苏中联重科向上弹性大。

2、全球化直销+产能布局持续推进：公司坚定践行中联特色的全球化发展战略，持续做深做透“端对端、数字化、本土化”海外业务直销体系，加快海外研发、制造、供应链、销售服务网络等所有经营要素全面的本土化运营布局，构建海外市场长期竞争优势，费用前置未来海外业务释放弹性大。

3、公司积极布局土方机械、农机、高机、矿机等业务，有望打开空间。公司积极布局土方机械、农业机械、高空机械、矿山机械等业务，有望打开空间。

三、检验与催化

1、检验的指标：国内地产、基建、矿业、风电等投资增速；工程起重机、混凝土机械、挖掘机单月国内外销量；公司国内外收入增速；公司矿山机械、农业机械业务订单；公司毛利率、净利率、ROE、归母净利润等盈利能力指标。

2、可能催化剂：国内需求端政策利好；国内地产、基建、矿业、风电等投资企稳或向好；工程机械产品国内、出口行业销量超预期；公司国内、出口收入超预期；公司矿山机械、农业机械领域订单情况超预期；公司盈利能力提升、业绩超预期。

四、研究价值

1、与众不同的认识：市场担心挖掘机周期向上公司业绩弹性不足。我们认为：1) 22025H1 公司境外收入、毛利占比为 56%、62%，分别同比增长 15%、12%。2020-2024 年公司境外收入、毛利 CAGR=57%、89%。公司积极推进全球化直销+产能本土化布局，海外市场布局建设费用前置，未来海外业务增长活力释放弹性大。2) 目前内销复苏已由挖机逐步传导至非挖板块，2025H1 中联重科起重机械、混凝土机械收入占比分别为 34%、20%，分别同比增长 1%、16%，非挖品类中起重机械与混凝土机械合计占比达 53%，为非挖内销复苏核心弹性标的之一。3) 公司积极布局土方机械、农业机械、高空机械、矿山机械等业务，有望打开空间。

2、与前不同的认识：此前认为中联重科主要聚焦工程机械板块。目前认为中联重科工程机械、农业机械、矿业机械业务“三箭齐发”，未来增长空间有望打开。

五、盈利预测及估值

预计 2025-2027 年公司归母净利润为 49 亿、64 亿、81 亿元，同比增长 40%、30%、26%，2025-2027 年 CAGR=28%，2026 年 1 月 9 日收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 15、12、9 倍，维持“买入”评级。

六、风险提示

基建、地产、矿业等投资不及预期；海外贸易摩擦风险；汇率波动风险。

财务摘要

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 45478 | 51482 | 58930 | 67793 |
| (+/-)(%) | -3% | 13% | 14% | 15% |
| 归母净利润 | 3520 | 4930 | 6405 | 8058 |
| (+/-)(%) | 0% | 40% | 30% | 26% |
| 每股收益(元) | 0.41 | 0.57 | 0.74 | 0.93 |
| P/E | 21 | 15 | 12 | 9 |
| ROE(%) | 6% | 8% | 9% | 11% |

资料来源：浙商证券研究所

1 中联重科：工程机械、农机、矿机“三箭齐发”

1) 全球化直销+产能布局持续推进：2025H1 公司境外收入、毛利占比为 56%、62%，分别同比增长 15%、12%。2020-2024 年公司境外收入、毛利 CAGR=57%、89%。公司坚定践行中联特色的全球化发展战略，持续做深做透“端对端、数字化、本土化”海外业务直销体系，加快海外研发、制造、供应链、销售服务网络等所有经营要素全面的本土化运营布局，构建海外市场长期竞争优势，海外市场布局建设费用前置，未来海外业务增长活力释放弹性大。

2) 非挖内销复苏核心弹性标的：工程机械内销复苏已由挖机传导至非挖板块。国内挖机周期筑底向上。受益风电、核电等带动工程起重机需求增长，电动搅拌车替代内燃搅拌车趋势等因素影响，内需复苏由挖机传导至非挖。中联重科工程起重机械国内市场份额保持行业领先，在驱动行业增长的履带吊产品上拥有明显优势，1000 吨级以上的履带吊市占率接近 50%，位居行业第一，汽车吊位居行业前二，其中国内 130 吨及以上大吨位汽车吊产品市占率行业第一。混凝土机械长臂架泵车、车载泵、搅拌站市场份额持续稳居行业第一，搅拌车市场份额保持行业第二。2025H1 中联重科起重机械、混凝土机械收入占比分别为 34%、20%，分别同比增长 1%、16%，非挖品类中起重机械与混凝土机械合计占比达 53%，非挖复苏中联重科向上弹性大。

3) 中大挖海外市场表现突出：2025H1 公司土方机械收入占比达 17%。挖掘机等土方机械行业周期反转向上，海外市占率提升，国内更新周期逐步启动。公司积极发力挖掘机板块，土方机械通过全面完善微小挖型谱、全方位提升中大挖性能、引领超大吨位绿色矿山技术。国内市场方面，产品结构持续优化，中大挖市占率位居行业前列。海外市场方面，深耕全球化布局，持续优化全球服务与配件网络，实现销量与市场份额双增长。2025H1 公司土方机械出口销售规模同比增幅超 33%，增速领跑行业。

4) 农业机械有望打开空间：2024 年全球农机总销售收入约为 1.5 万亿元，中国农机总销售收入约为 3,000 亿元。2025H1 公司农业机械收入占比达 8%。2025H1 公司小麦机稳居国内市占率前两位，拖拉机、水稻机产品线在行业调整期实现逆势增长，业务结构向高附加值领域的转型步伐持续加快。未来随着公司积极开拓海外新兴市场，公司农机业务增长潜力大。

5) 矿山机械领域持续突破：据 Precedence Research，2025 年全球矿山机械市场规模为 1331 亿美元，预计 2035 年将达到 2292 亿美元，预计 2025-2035 年 CAGR=6%。矿山机械盈利能力强、后市场收入占比高、商业模式优，为我国工程机械主机厂未来需重点突破的方向之一。公司矿山机械聚焦“绿色化、大型化、智能化”方向，从“零件-系统-整机-平台”实现多层级的立体创新，目前公司已成功构建起燃油、混动、纯电并行的完整技术路线。目前公司百吨级矿挖产品在国内市占率位居行业前三，百吨级混动宽体车在国内处于领先地位。2025H1 公司矿山机械销售规模同比增幅超 29%，国内业务逆势增长，成功打入央企能源客户市场；海外业务捷报频传，全面跻身全球高端矿山市场。

6) 低估值人形机器人整机标的：公司多款自主研发的机器人产品已历经 2 至 3 轮迭代，并成功实现工程化。其中，1 款小型双足人形机器人的性能已达行业标杆水平。另外，3 款全尺寸双足人形机器人的性能可对标国际及国内旗舰标杆产品，具备稳定的行走、奔跑以及全身协同运动能力。公司成功自研行星关节模组、摆线关节模组、直线关节模组、减速器、控制器、电机等。目前，数十台机器人正在工厂开展工程机械预装配、货

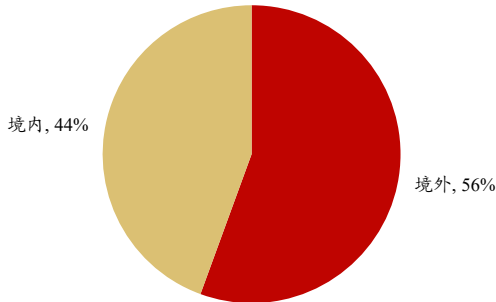
物分拣、摆盘、扫码上料、中型零部件装配、质检等场景的验证与数据采集工作。未来预计自 2026 年起逐步开启批量生产并面向市场销售。

图1：2025H1 中联重科起重机械、混凝土机械、土方机械、高空机械、农业机械占比分别为 34%、20%、17%、10%、8%



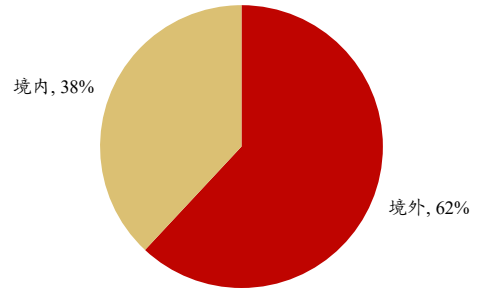
资料来源：Wind，公司官网，浙商证券研究所

图2：2025H1 中联重科境外收入占比达 56%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：2025H1 中联重科境外毛利占比达 62%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：中联重科人形机器人现场迎宾



资料来源：今日工程机械，浙商证券研究所

图5：中联重科轮式机器人演示粘贴二维码



资料来源：今日工程机械，浙商证券研究所

表1: 中联重科 2025Q1~Q4 单季业绩、2026 年业绩增速预测

| (亿元) | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q4 预测 | 2026 年预测 |
|-------|--------|--------|--------|-----------|----------|
| 归母净利润 | 14.1 | 13.5 | 11.6 | 10.1 | 64.1 |
| 同比 | 54% | -1% | 36% | 165% | 30% |

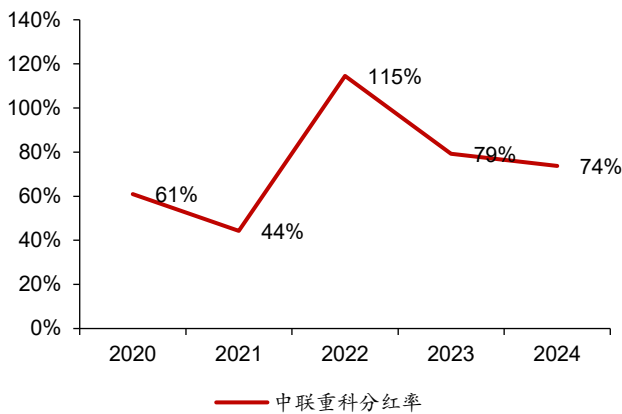
资料来源: Wind, 浙商证券研究所预测

拟发行港股可转债推进全球化, 持续高分红重视股东回报

1) **拟发行港股可转债推进全球化:** 2025 年 10 月 30 日晚公司公告称, 公司拟发行不超过人民币 60 亿元 H 股可转换公司债券, 债券期限 5 年, 年化到期收益率 1.8%。初始转股价格为每股 H 股 9.75 港元, 较董事会决议日前一个交易日 (2025 年 10 月 28 日) 收市价每股 7.21 港元溢价约 35.23%, 彰显公司对未来增长信心。募集资金将 50% 用于支持公司全球化发展战略落地, 包括建设海外生产制造基地、仓储物流体系等; 50% 用于机器人、新能源、智能化等前沿技术研发, 包括开发新能源农业机械、矿山机械等新产品。本次发行将显著降低财务费用, 同时有助于改善 H 股流动性。

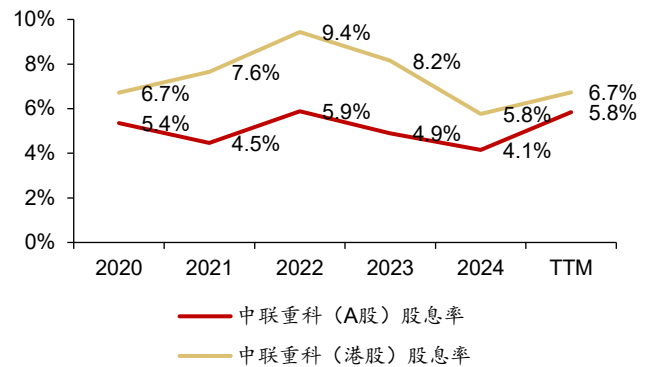
2) **持续高分红重视股东回报:** 公司重视股东回报, 2024 年分红率为 74%, 2026 年 1 月 9 日市值对应中联重科 H 股、A 股股息率 (TTM) 分别为 6.7%、5.8%。

图6: 2024 年中联重科分红率为 74%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 中联 H 股、A 股股息率 (TTM) 为 7%、6% (1 月 9 日)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 可比公司估值

图8: 可比公司估值表

| 代码 | 公司 | 市值 (亿元) | 股价 (元) | 归母净利润 (亿元) | | | | PE | | | | PB (LF) | ROE (摊薄) (2024) |
|--------|--------------|------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------|------------|-----------|-----------|------------|--------------------|
| | | | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | |
| 600031 | *三一重工 | 2049 | 22.28 | 59.8 | 87.2 | 110.0 | 134.8 | 34 | 23 | 19 | 15 | 2.4 | 9% |
| 000425 | *徐工机械 | 1387 | 11.80 | 59.8 | 75.3 | 95.8 | 118.1 | 23 | 18 | 14 | 12 | 2.3 | 10% |
| 000528 | *柳工 | 244 | 11.97 | 13.3 | 17.1 | 23.2 | 29.9 | 18 | 14 | 10 | 8 | 1.3 | 8% |
| 000680 | *山推股份 | 187 | 12.47 | 11.0 | 13.2 | 15.8 | 18.8 | 17 | 14 | 12 | 10 | 3.2 | 20% |
| | 工程机械 | 平均值 | 14.63 | 36.0 | 48.2 | 61.2 | 75.4 | 23 | 18 | 14 | 11 | 2 | 12% |
| 603298 | *杭叉集团 | 362 | 27.66 | 20.2 | 22.5 | 25.3 | 28.7 | 18 | 16 | 14 | 13 | 3.3 | 22% |
| 605128 | *上海沿浦 | 83 | 39.18 | 1.4 | 2.1 | 2.9 | 4.0 | 60 | 40 | 28 | 21 | 4.0 | 10% |
| 002527 | *新时达 | 111 | 16.72 | -2.9 | 0.1 | 0.9 | 2.0 | - | 821 | 120 | 54 | 8.9 | - |
| 603119 | *浙江荣泰 | 406 | 111.75 | 2.3 | 3.1 | 4.6 | 6.6 | 177 | 133 | 89 | 62 | 20.8 | 13% |
| 603583 | *捷昌驱动 | 148 | 38.46 | 2.8 | 4.5 | 5.6 | 6.8 | 53 | 33 | 27 | 22 | 3.1 | 7% |
| 301345 | *涛涛车业 | 273 | 250.78 | 4.3 | 7.8 | 10.6 | 13.6 | 63 | 35 | 26 | 20 | 8.0 | 14% |
| 603112 | *华翔股份 | 95 | 17.66 | 4.7 | 6.0 | 7.1 | 8.3 | 20 | 16 | 13 | 12 | 2.3 | 16% |
| | 人形机器人 | 平均值 | 71.74 | 4.7 | 6.6 | 8.2 | 10.0 | 65 | 156 | 45 | 29 | 7 | 13% |
| 000157 | *中联重科 | 741 | 8.57 | 35.2 | 49.3 | 64.1 | 80.6 | 21 | 15 | 12 | 9 | 1.3 | 6% |

注: *为浙商证券研究所覆盖标的; 三一重工、徐工机械、柳工、山推股份、杭叉集团、上海沿浦、新时达、浙江荣泰、捷昌驱动、涛涛车业、华翔股份盈利预测采用 Wind 一致预期; 中联重科盈利预测采用浙商证券研究所预测; 柳工 PE 估值暂不考虑可转债。

资料来源: Wind, 浙商证券研究所预测

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产 | 74,428 | 80,364 | 89,979 | 101,471 |
| 现金 | 13,720 | 15,947 | 18,063 | 21,286 |
| 交易性金融资产 | 1,622 | 1,622 | 1,622 | 1,622 |
| 应收账款 | 24,601 | 25,321 | 28,320 | 32,141 |
| 其它应收款 | 876 | 870 | 1,004 | 1,202 |
| 预付账款 | 3,166 | 3,242 | 3,791 | 4,396 |
| 存货 | 22,564 | 24,798 | 28,542 | 32,463 |
| 其他 | 7,879 | 8,565 | 8,636 | 8,360 |
| 非流动资产 | 49,318 | 54,232 | 54,269 | 54,325 |
| 金融资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 4,484 | 4,486 | 4,489 | 4,486 |
| 固定资产 | 11,286 | 12,620 | 13,605 | 14,329 |
| 无形资产 | 5,026 | 4,635 | 4,243 | 3,885 |
| 在建工程 | 8,677 | 7,221 | 6,097 | 5,278 |
| 其他 | 19,844 | 25,270 | 25,834 | 26,347 |
| 资产总计 | 123,746 | 134,596 | 144,247 | 155,796 |
| 流动负债 | 42,985 | 48,811 | 51,978 | 55,267 |
| 短期借款 | 1,426 | 4,427 | 3,836 | 3,230 |
| 应付款项 | 16,713 | 25,708 | 28,419 | 31,072 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 24,846 | 18,676 | 19,724 | 20,964 |
| 非流动负债 | 20,922 | 20,943 | 20,957 | 21,078 |
| 长期借款 | 15,412 | 15,512 | 15,712 | 16,012 |
| 其他 | 5,510 | 5,431 | 5,245 | 5,066 |
| 负债合计 | 63,908 | 69,755 | 72,935 | 76,344 |
| 少数股东权益 | 2,701 | 2,751 | 2,815 | 2,897 |
| 归属母公司股东权 | 57,137 | 62,091 | 68,496 | 76,555 |
| 负债和股东权益 | 123,746 | 134,596 | 144,247 | 155,796 |

利润表

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 45,478 | 51,482 | 58,930 | 67,793 |
| 营业成本 | 32,668 | 36,725 | 41,792 | 47,804 |
| 营业税金及附加 | 324 | 364 | 418 | 480 |
| 营业费用 | 3,721 | 4,016 | 4,349 | 4,881 |
| 管理费用 | 2,242 | 2,059 | 2,186 | 2,305 |
| 研发费用 | 2,769 | 3,079 | 3,300 | 3,661 |
| 财务费用 | 56 | 128 | 165 | 210 |
| 资产减值损失 | 584 | 566 | 648 | 610 |
| 公允价值变动损益 | (38) | (38) | (38) | (38) |
| 投资净收益 | (16) | (16) | (16) | (16) |
| 其他经营收益 | 1,264 | 897 | 999 | 1,053 |
| 营业利润 | 4,326 | 5,389 | 7,016 | 8,842 |
| 营业外收支 | 58 | 56 | 58 | 57 |
| 利润总额 | 4,383 | 5,444 | 7,074 | 8,899 |
| 所得税 | 374 | 465 | 604 | 760 |
| 净利润 | 4,009 | 4,979 | 6,470 | 8,139 |
| 少数股东损益 | 488 | 50 | 65 | 81 |
| 归属母公司净利润 | 3,520 | 4,930 | 6,405 | 8,058 |
| EBITDA | 6,341 | 7,896 | 9,681 | 11,554 |
| EPS (最新摊薄) | 0.41 | 0.57 | 0.74 | 0.93 |

主要财务比率

| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | -3.39% | 13.20% | 14.47% | 15.04% |
| 营业利润 | 4.17% | 24.58% | 30.21% | 26.02% |
| 归属母公司净利润 | 0.41% | 40.03% | 29.94% | 25.80% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 28.17% | 28.66% | 29.08% | 29.49% |
| 净利率 | 8.81% | 9.67% | 10.98% | 12.01% |
| ROE | 5.92% | 7.91% | 9.41% | 10.69% |
| ROIC | 5.52% | 7.01% | 8.17% | 9.03% |

现金流量表

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流 | 2,142 | 4,856 | 3,013 | 3,037 |
| 净利润 | 4,009 | 4,979 | 6,470 | 8,139 |
| 折旧摊销 | 1,168 | 1,023 | 1,142 | 1,245 |
| 财务费用 | 56 | 128 | 165 | 210 |
| 投资损失 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 营运资金变动 | (4,341) | 1,092 | 43 | (1,700) |
| 其它 | 1,235 | (2,382) | (4,822) | (4,873) |
| 投资活动现金流 | (2,922) | (1,523) | (504) | (556) |
| 资本支出 | (3,353) | (650) | (750) | (900) |
| 长期投资 | 46 | (47) | 16 | 5 |
| 其他 | 386 | (825) | 230 | 339 |
| 筹资活动现金流 | (679) | (1,107) | (393) | 743 |
| 短期借款 | (4,228) | 3,001 | (591) | (606) |
| 长期借款 | 468 | 100 | 200 | 300 |
| 其他 | 3,081 | (4,207) | (2) | 1,049 |
| 现金净增加额 | (1,459) | 2,227 | 2,116 | 3,223 |

偿债能力

| | | | | |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| 资产负债率 | 51.64% | 51.83% | 50.56% | 49.00% |
| 净负债比率 | 41.38% | 36.47% | 34.57% | 34.27% |
| 流动比率 | 1.73 | 1.65 | 1.73 | 1.84 |
| 速动比率 | 1.21 | 1.14 | 1.18 | 1.25 |

营运能力

| | | | | |
|---------|------|------|------|------|
| 总资产周转率 | 0.36 | 0.40 | 0.42 | 0.45 |
| 应收账款周转率 | 1.85 | 2.05 | 2.13 | 2.14 |
| 应付账款周转率 | 3.26 | 3.70 | 3.55 | 3.56 |

每股指标(元)

| | | | | |
|--------|------|------|------|------|
| 每股收益 | 0.41 | 0.57 | 0.74 | 0.93 |
| 每股经营现金 | 0.25 | 0.56 | 0.35 | 0.35 |
| 每股净资产 | 6.58 | 7.18 | 7.92 | 8.85 |

估值比率

| | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|------|
| P/E | 21.05 | 15.04 | 11.57 | 9.20 |
| P/B | 1.30 | 1.19 | 1.08 | 0.97 |
| EV/EBITDA | 11.91 | 11.00 | 8.71 | 7.09 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>