

# 2025 外销和成长性业务好于预期，业绩符合预期

——中联重科 25 年报点评

## 核心观点

- **2025 年业绩快速增长，业绩符合预期。**中联重科 2025 年实现收入 521.07 亿元+14.58%，实现归母净利润 48.58 亿元+38.01%，公司收入增长略好于我们此前预期，主要是外销收入快速增长，公司利润基本符合我们的预期，其汇兑损失等成本项导致公司财务费用上升。2025 年汇兑从单四季度看，公司收入 149.51 亿元+34.79%，实现归母净利润 9.38 亿元+145.99%，其中财务费用 3.25 亿元，较 2024Q4 的 0.59 亿元大幅提升。
- **外销增长超预期，内销符合预期。**公司 2025 年公司的外销收入增长迅速，境外收入 305.15 亿元+30.52%，收入占比达 58.56%，一方面，非洲、拉美、东南亚、中东等新兴区域高速增长，另一方面，公司积极发力推进全球化，出口形成了产品梯队。向前看，我们仍看好中国工程机械出海的份额提升，带来投资机会。内销收入 215.92 亿元-2.29%，降幅缩窄，我们认为国内工程机械景气度有望持续复苏。
- **成长性业务增长好于预期。**2025 年公司多项业务齐头并进，其中土方机械和其他机械和产品两项的收入增长超过 40%，好于我们此前预期。其中混凝土机械收入 100.57 亿元+25.5%，起重机械收入 166.37 亿元+12.52%，土方机械 96.72 亿元+44.99%，高空机械 59.71 亿元-12.63%，其他机械和产品 57.82 亿元+42.66%，农业机械 35.42 亿元-23.84%，金融服务 4.47 亿元-5.20%。公司土方机械收入规模快速增长，主要是公司完善产品系列、提升技术水平、完善海外布局。公司矿山机械业实现快速上升，2025 年国内业务逆势增长、海外收入同比增长超过 3 倍。我们认为公司各项业务有望在 2026 年继续向好发展。

## 盈利预测与投资建议

- 中联重科 2025 年的收入增长好于预期，主要来自海外和成长性产品，我们认为公司有望在 2026 年继续发挥技术、管理、销售优势，获得更好的增长。我们根据财报参数调整盈利预测，预测公司 2026-2028 年归母净利润 58.77/68.82/80.21 亿元（前值 2026 年/2027 年分别为 55.78/63.92 亿元），参考可比公司估值，给予 2026 年的 14 倍 PE，对应目标价为 9.52 元，维持买入评级。

## 风险提示

地产恢复不及预期，原材料价格上升，行业竞争加剧，汇率波动导致损失，部分海外需求放缓，新产品推进不及预期

## 公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	45,478	52,107	60,071	70,053	81,020
同比增长(%)	-3.4%	14.6%	15.3%	16.6%	15.7%
营业利润(百万元)	4,326	5,712	7,011	8,220	9,590
同比增长(%)	4.2%	32.1%	22.7%	17.3%	16.7%
归属母公司净利润(百万元)	3,520	4,858	5,877	6,882	8,021
同比增长(%)	0.4%	38.0%	21.0%	17.1%	16.5%
每股收益(元)	0.41	0.56	0.68	0.80	0.93
毛利率(%)	28.2%	28.0%	28.5%	28.6%	28.7%
净利率(%)	7.7%	9.3%	9.8%	9.8%	9.9%
净资产收益率(%)	6.2%	8.5%	9.9%	10.8%	11.7%
市盈率	21.0	15.2	12.6	10.7	9.2
市净率	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 投资评级

投资评级	买入（维持）
股价（2026年04月02日）	8.53 元
目标价格	9.52 元
52 周最高价/最低价	10.16/6.35 元
总股本/流通 A 股（万股）	864,854/862,218
A 股市值（百万元）	73,772
国家/地区	中国
行业	机械设备
报告发布日期	2026 年 04 月 03 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.71	-14.19	1.21	19.08
相对表现%	0.68	-8.91	4.47	3.77
沪深 300%	0.03	-5.28	-3.26	15.31



## 证券分析师

杨震 执业证书编号：S0860520060002  
香港证监会牌照：BSW113  
yangzhen@orientsec.com.cn  
021-63326320

## 相关报告

工程机械景气度有望延续，看好公司业绩 2025-08-13  
增长：——中联重科跟踪报告  
营收业绩双增长，质量回报双提升：—— 2024-05-15  
中联重科 2023 年报及 2024 年一季报点评

**表 1：可比公司估值比较**

公司	最新价格（元） 2026/4/2	每股收益（元）				市盈率			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
三一重工	20.07	0.65	0.91	1.19	1.46	30.99	21.95	16.88	13.74
浙江鼎力	48.58	3.22	3.96	4.54	5.20	15.10	12.27	10.69	9.34
恒立液压	102.50	1.87	2.14	2.53	3.00	54.78	47.91	40.51	34.20
杭叉集团	24.73	1.54	1.71	1.93	2.17	16.02	14.43	12.83	11.38
一拖股份	12.66	0.82	0.72	0.82	0.92	15.43	17.52	15.41	13.77
徐工机械	10.30	0.51	0.62	0.79	0.98	20.25	16.67	12.99	10.51
中际联合	40.26	1.48	2.56	3.20	3.87	27.18	15.71	12.59	10.40
	<b>调整后平均</b>						17.26	14.14	11.96

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	13,720	13,782	15,018	17,513	20,255	营业收入	45,478	52,107	60,071	70,053	81,020
应收票据、账款及款项融资	25,987	35,464	40,003	45,953	52,336	营业成本	32,668	37,497	42,931	50,009	57,763
预付账款	3,166	3,560	4,093	4,779	5,527	销售费用	3,721	4,537	5,074	5,828	6,673
存货	22,564	20,516	23,612	25,005	28,882	管理费用	2,242	2,057	2,301	2,643	3,026
其他	8,992	10,703	11,042	11,390	11,769	研发费用	2,769	2,895	3,237	3,718	4,258
<b>流动资产合计</b>	<b>74,428</b>	<b>84,026</b>	<b>93,767</b>	<b>104,639</b>	<b>118,768</b>	财务费用	56	203	169	159	123
长期股权投资	4,484	4,079	4,160	4,243	4,328	资产、信用减值损失	584	612	603	668	710
固定资产	11,286	13,837	16,412	18,507	20,145	公允价值变动收益	(38)	21	20	20	20
在建工程	8,677	7,259	5,794	4,768	3,701	投资净收益	(16)	287	150	158	165
无形资产	5,026	4,647	4,403	4,158	3,913	其他	941	1,097	1,084	1,015	938
其他	19,844	19,293	21,835	21,823	21,813	<b>营业利润</b>	<b>4,326</b>	<b>5,712</b>	<b>7,011</b>	<b>8,220</b>	<b>9,590</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>49,318</b>	<b>49,115</b>	<b>52,604</b>	<b>53,500</b>	<b>53,900</b>	营业外收入	107	252	150	150	150
<b>资产总计</b>	<b>123,746</b>	<b>133,141</b>	<b>146,371</b>	<b>158,140</b>	<b>172,668</b>	营业外支出	50	90	90	90	90
短期借款	1,426	3,220	9,611	11,422	15,237	<b>利润总额</b>	<b>4,383</b>	<b>5,874</b>	<b>7,070</b>	<b>8,279</b>	<b>9,650</b>
应付票据及应付账款	16,713	20,446	23,609	27,393	31,640	所得税	374	767	884	1,035	1,206
其他	24,846	25,301	25,872	26,791	27,406	<b>净利润</b>	<b>4,009</b>	<b>5,107</b>	<b>6,186</b>	<b>7,245</b>	<b>8,443</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>42,985</b>	<b>48,966</b>	<b>59,092</b>	<b>65,606</b>	<b>74,283</b>	少数股东损益	488	248	309	362	422
长期借款	15,412	19,980	20,347	20,715	20,880	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,520</b>	<b>4,858</b>	<b>5,877</b>	<b>6,882</b>	<b>8,021</b>
应付债券	0	2,000	25	19	14	每股收益(元)	0.41	0.56	0.68	0.80	0.93
其他	5,510	2,323	2,788	2,788	2,788						
<b>非流动负债合计</b>	<b>20,922</b>	<b>24,302</b>	<b>23,161</b>	<b>23,522</b>	<b>23,682</b>						
<b>负债合计</b>	<b>63,908</b>	<b>73,268</b>	<b>82,252</b>	<b>89,128</b>	<b>97,965</b>						
少数股东权益	2,701	2,304	2,614	2,976	3,398	<b>主要财务比率</b>					
实收资本(或股本)	8,678	8,649	8,649	8,649	8,649						
资本公积	19,141	19,144	19,144	19,144	19,144	<b>成长能力</b>					
留存收益	30,862	31,387	35,534	40,065	45,334	营业收入	-3.4%	14.6%	15.3%	16.6%	15.7%
其他	(1,544)	(1,611)	(1,822)	(1,822)	(1,822)	营业利润	4.2%	32.1%	22.7%	17.3%	16.7%
<b>股东权益合计</b>	<b>59,838</b>	<b>59,873</b>	<b>64,118</b>	<b>69,012</b>	<b>74,703</b>	归属于母公司净利润	0.4%	38.0%	21.0%	17.1%	16.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>123,746</b>	<b>133,141</b>	<b>146,371</b>	<b>158,140</b>	<b>172,668</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率	28.2%	28.0%	28.5%	28.6%	28.7%
						净利率	7.7%	9.3%	9.8%	9.8%	9.9%
						ROE	6.2%	8.5%	9.9%	10.8%	11.7%
						ROIC	4.8%	5.7%	6.5%	7.0%	7.5%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	51.6%	55.0%	56.2%	56.4%	56.7%
						净负债率	21.3%	32.3%	35.3%	32.7%	31.8%
						流动比率	1.73	1.72	1.59	1.59	1.60
						速动比率	1.20	1.29	1.18	1.21	1.21
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	1.7	1.5	1.4	1.5	1.5
						存货周转率	1.4	1.7	1.9	2.0	2.1
						总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.41	0.56	0.68	0.80	0.93
						每股经营现金流	0.25	0.56	-0.08	0.42	0.26
						每股净资产	6.61	6.66	7.11	7.64	8.24
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	21.0	15.2	12.6	10.7	9.2
						市净率	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
						EV/EBITDA	19.5	13.9	12.1	10.4	9.0
						EV/EBIT	20.6	15.2	12.6	10.8	9.3

  

现金流量表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	4,009	5,107	6,186	7,245	8,443
折旧摊销	242	571	254	255	255
财务费用	56	203	169	159	123
投资损失	16	(287)	(150)	(158)	(165)
营运资金变动	(15,032)	(4,129)	(4,975)	(4,478)	(7,074)
其它	12,852	3,410	(2,213)	648	690
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,142</b>	<b>4,874</b>	<b>(728)</b>	<b>3,670</b>	<b>2,272</b>
资本支出	(3,306)	(1,025)	(1,068)	(1,068)	(568)
长期投资	46	391	(74)	(83)	(85)
其他	339	(5,007)	(47)	35	39
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,922)</b>	<b>(5,641)</b>	<b>(1,189)</b>	<b>(1,116)</b>	<b>(614)</b>
债权融资	7,907	6,313	(1,340)	641	145
股权融资	416	(27)	0	0	0
其他	(9,002)	(5,821)	4,493	(699)	939
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(679)</b>	<b>465</b>	<b>3,153</b>	<b>(58)</b>	<b>1,084</b>
汇率变动影响	8	18	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,450)</b>	<b>(283)</b>	<b>1,236</b>	<b>2,495</b>	<b>2,742</b>

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。