

中联重科 (000157.SZ)

强烈推荐 (维持)

中游制造/机械  
目标估值: NA  
当前股价: 8.89 元

海外收入高速增长, 业绩弹性强劲释放

事件: 中联重科发布 2025 年年报, 公司实现营业总收入 521.07 亿元, 同比+14.58%, 归母净利润 48.58 亿元, 同比+38.01%; 单 Q4, 公司实现营业总收入 149.51 亿元, 同比+34.79%, 归母净利润 9.38 亿元, 同比+145.99%。公司收入增速转正, 业绩弹性释放良好。

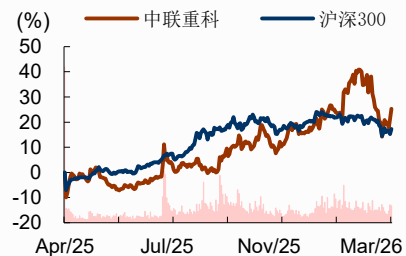
□ 主力事业部全面转正, 国际化收入增长突出。根据工程机械工业协会, 2025 年, 挖机内外销同比+17.88%、+16.06%; 工起内外销分别同比+6.68%、+10.65%, 非挖品类整体内销“8 增 2 降”, 出口“9 增 1 降”; 后周期品类实现筑底回升, 行业逐步由结构景气迈向全面景气。公司作为后周期产品龙头充分受益, 收入实现较好增长。

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)	76.9
流通市值 (十亿元)	62.8
每股净资产 (MRQ)	6.7
ROE (TTM)	8.4
资产负债率	55.0%
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	-11	15	26
相对表现	-7	17	9



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《中联重科 (000157) — 内销收入拐点已至, 看好公司业绩估值双击》2025-11-04
- 《中联重科 (000157) — 收入利润双增, 经营质量优异》2025-09-02

1) 主力事业部: 起重、混凝土收入 166.37、100.57 亿元, 同比+12.52%、+25.5%。公司工起、建起、混凝土等三大传统优势产业表现超越行业、筑牢业绩底仓, 其中塔机全球领导地位稳固, 履带吊国内排名跃居第一, 搅拌车市场份额保持行业第二。

2) 新兴事业部: 土方、高空、农业、其他 (矿机为主) 收入 96.72、59.71、35.42、57.82 亿元, 同比+44.99%、-12.63%、-23.84%、+42.66%。公司土方收入近五年 CAGR 达 29.43%, 于周期波动中份额持续提升, 百吨级以上超大挖跃居行业前三, 2026 年通过培育紧凑型设备有望贡献额外增量; 高机、农机跻身国产龙头之列, 2026 年匈牙利工厂产能爬坡有望进一步增强高机全球竞争力, 农机凭借国际市场突破也有望迎来改善; 矿机国内业务逆势增长, 海外收入同比增长超 300%, 已成为第二增长曲线核心动能。

3) 国际化业务: 海外收入 305.15 亿元, 同比+30.52%, 占比 58.56%, Q1-4 增速分别为+15.17%、14.2%、+34.02%、+60.42%, 公司坚定践行具有中联特色的“端对端、本土化、数字化”海外业务直销体系, 海外业务增长大幅超越行业, 国际化 α 能力凸显。

□ 净利率持续提升, 现金流表现亮眼。2025 年, 公司毛利率、净利率 28.04%、9.8%, 同比-0.13pct、+0.99pct, 其中毛利率小幅波动主要系产品结构变化所致, 公司产品销售均价整体同比+26.48%, 高端产品占比持续提升; 净利率提升主要系控费成效显著, 期间费用率合计同比-0.72pct, 其中管理、研发费用率压降-0.98pct、-0.53pct。公司实现经营性现金流量净额 48.74 亿元, 同比+127.54%, 净现比达 1, 现金流大幅改善系公司多维拓展催收手段, 改善现金催收流程。

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 2026-2027 年收入分别为 612.43、715.26、843.95 亿元, 同比增长 18%、17%、18%; 归母净利润分别为 61.23、73.55、89.17 亿元, 同比增长 26%、20%、21%; 对应 PE 分别为 12.6X、10.5X、8.6X。β 向全面景气升级背景下, 公司内销有望充分受益, 同时国际化 α 能力有望驱动出口持续向上, 看好公司 2026 年收入与业绩的增长弹性, 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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	45478	52107	61243	71526	84395
同比增长	-3%	15%	18%	17%	18%
营业利润(百万元)	4326	5712	7253	8754	10657
同比增长	4%	32%	27%	21%	22%
归母净利润(百万元)	3520	4858	6123	7355	8917
同比增长	0%	38%	26%	20%	21%
每股收益(元)	0.41	0.56	0.71	0.85	1.03
PE	21.8	15.8	12.6	10.5	8.6
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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	74428	84026	84191	97727	114667
现金	13720	13782	2300	2666	3123
交易性投资	1622	2071	2071	2071	2071
应收票据	94	42	50	58	68
应收款项	24508	34574	40636	47459	55998
其它应收款	876	1126	1324	1546	1824
存货	22564	20516	23853	27660	32425
其他	11045	11915	13958	16267	19158
<b>非流动资产</b>	49318	49115	50683	52116	53424
长期股权投资	4484	4079	4079	4079	4079
固定资产	11286	13837	16155	18261	20175
无形资产商誉	7656	7405	6665	5998	5398
其他	25892	23794	23785	23778	23772
<b>资产总计</b>	<b>123746</b>	<b>133141</b>	<b>134875</b>	<b>149843</b>	<b>168091</b>
<b>流动负债</b>	42985	48966	45993	55067	66150
短期借款	1426	3220	4008	8318	13437
应付账款	16713	20446	23770	27564	32313
预收账款	1901	1437	1671	1938	2271
其他	22945	23863	16545	17248	18128
<b>长期负债</b>	20922	24302	24302	24302	24302
长期借款	15412	19980	19980	19980	19980
其他	5510	4323	4323	4323	4323
<b>负债合计</b>	<b>63908</b>	<b>73268</b>	<b>70296</b>	<b>79370</b>	<b>90452</b>
股本	8678	8649	8649	8649	8649
资本公积金	19141	19144	19144	19144	19144
留存收益	29318	29776	34169	39687	46397
少数股东权益	2701	2304	2617	2993	3449
归属于母公司所有者权益	57137	57568	61962	67480	74190
<b>负债及权益合计</b>	<b>123746</b>	<b>133141</b>	<b>134875</b>	<b>149843</b>	<b>168091</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	2142	4874	175	830	761
净利润	4009	5107	6436	7731	9373
折旧摊销	1168	1328	2015	2151	2276
财务费用	571	596	412	570	849
投资收益	16	(287)	(1216)	(1216)	(1216)
营运资金变动	(3176)	(1907)	(7472)	(8406)	(10520)
其它	(446)	37	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(2922)	(5641)	(2367)	(2367)	(2367)
资本支出	(4035)	(4655)	(3584)	(3584)	(3584)
其他投资	1114	(986)	1216	1216	1216
<b>筹资活动现金流</b>	(679)	465	(9289)	1904	2063
借款变动	2870	4360	(7147)	4310	5119
普通股增加	0	(29)	0	0	0
资本公积增加	416	3	0	0	0
股利分配	(2777)	(2603)	(1730)	(1837)	(2206)
其他	(1189)	(1265)	(412)	(570)	(849)
<b>现金净增加额</b>	<b>(1459)</b>	<b>(302)</b>	<b>(11481)</b>	<b>366</b>	<b>457</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	45478	52107	61243	71526	84395
营业成本	32668	37497	43594	50552	59262
营业税金及附加	324	359	421	492	581
营业费用	3721	4537	5206	5937	6836
管理费用	2242	2057	2266	2575	3038
研发费用	2769	2895	3307	3862	4389
财务费用	56	203	412	570	849
资产减值损失	79	(64)	0	0	0
公允价值变动收益	(38)	21	21	21	21
其他收益	602	908	908	908	908
投资收益	(16)	287	287	287	287
<b>营业利润</b>	4326	5712	7253	8754	10657
营业外收入	107	252	252	252	252
营业外支出	50	90	90	90	90
<b>利润总额</b>	4383	5874	7414	8915	10818
所得税	374	767	978	1184	1445
少数股东损益	488	248	313	376	456
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3520</b>	<b>4858</b>	<b>6123</b>	<b>7355</b>	<b>8917</b>

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-3%	15%	18%	17%	18%
营业利润	4%	32%	27%	21%	22%
归母净利润	0%	38%	26%	20%	21%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.2%	28.0%	28.8%	29.3%	29.8%
净利率	7.7%	9.3%	10.0%	10.3%	10.6%
ROE	6.2%	8.5%	10.2%	11.4%	12.6%
ROIC	4.8%	5.8%	7.4%	8.6%	9.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	51.6%	55.0%	52.1%	53.0%	53.8%
净负债比率	21.4%	23.4%	17.8%	18.9%	19.9%
流动比率	1.7	1.7	1.8	1.8	1.7
速动比率	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	1.4	1.7	2.0	2.0	2.0
应收账款周转率	1.8	1.8	1.6	1.6	1.6
应付账款周转率	1.6	2.0	2.0	2.0	2.0
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.41	0.56	0.71	0.85	1.03
每股经营净现金	0.25	0.56	0.02	0.10	0.09
每股净资产	6.61	6.66	7.16	7.80	8.58
每股股利	0.30	0.20	0.21	0.26	0.31
<b>估值比率</b>					
PE	21.8	15.8	12.6	10.5	8.6
PB	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	27.2	20.8	14.9	12.6	10.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 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。