

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	11.95
总股本/流通股本(亿股)	15.00 / 13.15
总市值/流通市值(亿元)	179 / 157
52周内最高/最低价	13.67 / 7.82
资产负债率(%)	66.0%
市盈率	14.76
第一大股东	山东重工集团有限公司

研究所

分析师: 刘卓
SAC 登记编号: S1340522110001
Email: liuzhuo@cnpsec.com
分析师: 陈基赞
SAC 登记编号: S1340524070003
Email: chenjiyan@cnpsec.com

山推股份(000680)

业绩稳健向上，推进矿山、AI、新能源战略

● 事件描述

公司发布 2025 年年报，实现营收 146.20 亿元，同增 2.82%；实现归母净利润 12.11 亿元，同增 9.86%；实现扣非归母净利润 11.87 亿元，同增 20.28%。其中，单 Q4 实现营收 41.32 亿元，同减 5.7%；实现归母净利润 3.73 亿元，同减 12.96%；实现扣非归母净利润 3.64 亿元，同增 11.9%。

● 事件点评

业绩稳健增长，毛利率、期间费用率同比均有提升。毛利率方面，公司 2025 年主营业务毛利率同增 1.43pct 至 21.71%。费用率方面，公司 2025 年期间费用率同增 0.82pct 至 11.59%，其中销售费用率同增 0.09pct 至 4.25%；管理费用率同减 0.21pct 至 2.9%；财务费用率同增 0.82pct 至 0.51%；研发费用率同增 0.12pct 至 3.93%。

市场双循环巩固工程，持续加大海外市场开拓力度。国内市场方面，公司聚焦大客户、大项目，成立大客户部，扎根雅江水电、新藏铁路等重大项目，引领代理转型，多措并举稳住国内市场基本盘。海外市场方面，公司重点向品牌、技术、管理、人员深度扎根跨越，印尼等海外仓库、秘鲁等培训中心相继成立，印尼、澳大利亚等子公司揭牌运营，海外子公司数量达 13 家，山推品牌全球影响力、美誉度持续提升。

技术创新突破工程，推进矿山、AI、新能源战略。矿山方面，公司研发向大吨位、小型化双头发力，多款矿山产品顺利下线，滑移装载机成功进入国际高端市场。AI 方面，公司面向全球发布 AI 战略，全球首款 AI 推土机正式发布并顺利交付。新能源方面，公司转型提速，纯电、混动、换电等技术全面应用。

持续推进降本增效，数智化转型进入快车道。公司全面推行“业务与财务”双管控模式，将成本管理嵌入业务流程各环节，并且聚焦核心产品设立降本目标，多款机型单台降本超万元。同时，公司深入推进数智化转型，年内实施了研发项目管理二期、试验数据管理、工艺管理平台、智慧物流系统等重点项目，数智化转型步入快车道。

● 盈利预测与估值

预计公司 2026-2028 年营收分别为 161.44、177.77、195.16 亿元，同比增速分别为 10.43%、10.11%、9.78%；归母净利润分别为 14.99、18.29、21.56 亿元，同比增速分别为 23.77%、22.04%、17.85%。公司 2026-2028 年业绩对应 PE 估值分别为 11.96、9.80、8.32，维持“买入”评级。

● 风险提示：

海外市场开拓不及预期风险；新产品开发不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	14620	16144	17777	19516
增长率(%)	2.82	10.43	10.11	9.78
EBITDA(百万元)	1643.68	2415.33	2837.55	3248.82
归属母公司净利润(百万元)	1210.98	1498.85	1829.16	2155.71
增长率(%)	9.86	23.77	22.04	17.85
EPS(元/股)	0.81	1.00	1.22	1.44
市盈率(P/E)	14.80	11.96	9.80	8.32
市净率(P/B)	2.90	2.47	2.09	1.80
EV/EBITDA	10.30	6.82	5.50	4.58

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	14620	16144	17777	19516	营业收入	2.8%	10.4%	10.1%	9.8%
营业成本	11480	12573	13726	14984	营业利润	6.8%	27.5%	22.0%	17.9%
税金及附加	80	89	98	107	归属于母公司净利润	9.9%	23.8%	22.0%	17.9%
销售费用	621	670	711	761	获利能力				
管理费用	424	452	480	507	毛利率	21.5%	22.1%	22.8%	23.2%
研发费用	575	613	649	683	净利率	8.3%	9.3%	10.3%	11.0%
财务费用	74	1	-11	-29	ROE	19.6%	20.7%	21.4%	21.6%
资产减值损失	-114	-130	-140	-150	ROIC	14.3%	19.0%	20.4%	21.1%
营业利润	1281	1634	1993	2349	偿债能力				
营业外收入	8	0	0	0	资产负债率	66.0%	63.0%	61.1%	58.6%
营业外支出	5	0	0	0	流动比率	1.29	1.30	1.33	1.38
利润总额	1284	1634	1993	2349	营运能力				
所得税	70	131	159	188	应收账款周转率	2.73	2.63	2.66	2.66
净利润	1214	1503	1834	2161	存货周转率	3.56	3.74	3.81	3.81
归母净利润	1211	1499	1829	2156	总资产周转率	0.78	0.82	0.82	0.82
每股收益(元)	0.81	1.00	1.22	1.44	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.81	1.00	1.22	1.44
货币资金	3316	3433	4073	4657	每股净资产	4.11	4.84	5.71	6.64
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	5987	6279	7110	7593	PE	14.80	11.96	9.80	8.32
预付款项	335	427	467	509	PB	2.90	2.47	2.09	1.80
存货	3249	3466	3737	4131	现金流量表				
流动资产合计	14490	15351	17262	18925	净利润	1214	1503	1834	2161
固定资产	2184	2678	3080	3389	折旧和摊销	315	443	487	528
在建工程	151	168	180	188	营运资本变动	-921	-386	-265	-616
无形资产	502	527	557	592	其他	173	278	289	305
非流动资产合计	4566	5103	5546	5898	经营活动现金流净额	781	1838	2345	2378
资产总计	19057	20454	22808	24823	资本开支	-66	-980	-930	-880
短期借款	760	660	580	530	其他	-244	32	32	29
应付票据及应付账款	8668	9144	10301	10926	投资活动现金流净额	-310	-948	-898	-851
其他流动负债	1842	1974	2092	2220	股权融资	0	-38	0	0
流动负债合计	11270	11778	12973	13677	债务融资	-19	-300	-230	-150
其他	1316	1116	966	866	其他	-641	-435	-576	-794
非流动负债合计	1316	1116	966	866	筹资活动现金流净额	-660	-774	-806	-944
负债合计	12586	12893	13939	14542	现金及现金等价物净增加额	-170	116	641	584
股本	1500	1497	1497	1497					
资本公积金	551	516	516	516					
未分配利润	3663	4562	5591	6674					
少数股东权益	298	302	307	312					
其他	459	684	958	1281					
所有者权益合计	6471	7560	8869	10281					
负债和所有者权益总计	19057	20454	22808	24823					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048