

徐工机械(000425)

报告日期: 2025 年 04 月 08 日

# 拟 18-36 亿元回购股份彰显信心，新徐工迈向全球工程机械龙头——徐工机械点评报告

## 投资要点

- **事件:** 4 月 8 日，公司发布股份回购公告，彰显发展信心和对自身价值的认可  
本次回购价格不超过人民币 13 元/股，总金额为 18-36 亿人民币，预计回购股份 1.38-2.77 亿股（约占总股本 1.17%-2.34%），回购的股份拟用于实施股权激励或员工持股计划。
- **工程机械行业筑底向上，龙头公司有望受益**
  - 1) **挖机内销强劲:** 3 月挖机内销 19517 台，同比增长 29%；出口 10073 台，同比增长 3%。1-3 月挖机内销 36562 台，同比增长 38%；出口 24810 台，同比增长 5%。3 月 CMI 指数为 128.56，同比增长 18%，环比增长 21%，逼近扩张值，市场逐步进入年度旺季阶段。
  - 2) **行业开工率提升，国内工程机械市场提速升温**  
3 月前四周，国内流通领域市场监测挖机开工小时数同比提高 15%，环比提高 66%，煤炭、有色、公共设施等领域的投资增速有所改善。  
3 月工程机械主要产品月平均工作时长为 90 小时，同比增长 7%，环比增长 94%。
  - 3) **行业价格战有望趋缓，主机厂盈利能力有望提升:** 云南惠友柳工发布通知，2 月 13 日起，履带式挖掘机：20 吨以下上调 1 万元；20 吨-50 吨上调 2 万；50 吨以上上调 3 万元。临工代理商反馈 10t 以下小挖产品每台上涨 5000 元。其他行业主要龙头公司有望陆续跟进提价，挖机价格战有望趋缓，主机厂盈利能力提升。
- **公司产品品类齐全，混改效益凸显**
  - 1) 公司为国内工程机械龙头，有望逐步进入全球前三（2024 年 Yellow Table 榜单，徐工位居全球第四，蝉联中国第一）。  
公司起重机械、移动式起重机、水平定向钻持续保持全球第一；新能源装载机全球第一；桩工机械、混凝土机械稳居全球第一阵营；汽车起重机、随车起重机、压路机等 16 类主机位居国内行业第一；挖掘机位居全球第六、国内第二；装载机跃升至全球第二、国内第一；道路机械、随车起重机、塔式起重机保持全球第三；高空作业平台进位至全球第三；矿山露天挖运设备进位至全球第四。
  - 2) **公司资产质量提升，盈利能力突出:** 2024H1 融资租赁回购义务余额为 583 亿，较 2023 年同期降幅为 18%；2024Q3 公司 ROE 为 9%，前三季度归母净利率分别为 6.6%、7.5%、7.7%，同比提升 0.2、0.5、1.0pct。
  - 3) **矿业机械空间大，壁垒高，公司龙头地位明显:** 2023 年矿机收入 59 亿，2019-2023 年 CAGR=44%。公司连续六年上榜全球露天矿山挖运设备制造商五强（榜单中唯一中国企业），近期多个国际大单落地。
- **盈利预测与估值**  
预计公司 2024-2026 年收入为 909、1047、1279 亿元，同比增长-2%、15%、22%；归母净利润为 62、78、97 亿元，同比增长 16%、26%、25%，23-26 年复合增速为 22%，对应 24-26 年 PE 为 15、12、10 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**
  - 1) 基建、地产投资不及预期；2) 出口不及预期；3) 应收账款等风险敞口

## 财务摘要

| (百万元)     | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 92848  | 90919  | 104680 | 127917 |
| (+/-) (%) | -1.03% | -2.08% | 15.14% | 22.20% |
| 归母净利润     | 5326   | 6189   | 7778   | 9739   |
| (+/-) (%) | 23.51% | 16.20% | 25.67% | 25.21% |
| 每股收益(元)   | 0.45   | 0.52   | 0.66   | 0.82   |
| P/E       | 17.97  | 15.46  | 12.30  | 9.83   |
| ROE       | 9.50%  | 10.30% | 11.84% | 13.40% |

资料来源: 浙商证券研究所

## 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

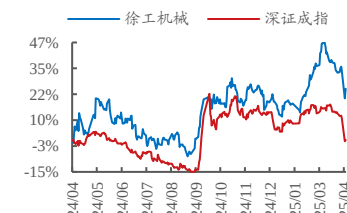
分析师: 何家恺  
执业证书号: S1230523080007  
hejiakai@stocke.com.cn

研究助理: 蒋逸  
jiangyi01@stocke.com.cn

## 基本数据

|          |           |
|----------|-----------|
| 收盘价      | ¥ 8.10    |
| 总市值(百万元) | 95,710.95 |
| 总股本(百万股) | 11,816.17 |

## 股票走势图



## 相关报告

- 1 《新徐工: 迈向工程机械全球龙头》 2025.01.15
- 2 《发布投资者三年回报计划; 签署 30 亿电动矿山机械出口最大单》 2024.12.01
- 3 《三季报业绩超预期; 盈利能力持续提升, 经营质量加速改善》 2024.11.01

图1：重点公司估值表（数据截至 2025.4.8）

| 工程机械行业重点公司估值表（数据更新至2025年4月8日） |       |            |           |                       |                        |                        |            |            |            |                |                   |
|-------------------------------|-------|------------|-----------|-----------------------|------------------------|------------------------|------------|------------|------------|----------------|-------------------|
| 代码                            | 公司    | 市值<br>(亿元) | 股价<br>(元) | 2023<br>归母净利润<br>(亿元) | 2024E<br>归母净利润<br>(亿元) | 2025E<br>归母净利润<br>(亿元) | 2023<br>PE | 2024<br>PE | 2025<br>PE | PB<br>(LF/MRQ) | ROE（平均）<br>(2023) |
| 600031.SH                     | *三一重工 | 1572       | 18.55     | 45.3                  | 58.0                   | 84.8                   | 35         | 27         | 19         | 2.2            | 7%                |
| 000425.SZ                     | *徐工机械 | 957        | 8.10      | 53.3                  | 61.9                   | 77.8                   | 18         | 15         | 12         | 1.6            | 10%               |
| 601100.SH                     | *恒立液压 | 950        | 70.88     | 25.0                  | 26.1                   | 28.3                   | 38         | 36         | 34         | 6.3            | 19%               |
| 000157.SZ                     | *中联重科 | 602        | 6.94      | 35.1                  | 35.2                   | 50.0                   | 17         | 17         | 12         | 1.1            | 6%                |
| 000528.SZ                     | *柳工   | 203        | 10.04     | 8.7                   | 13.3                   | 20.1                   | 23         | 15         | 10         | 1.2            | 5%                |
| 000680.SZ                     | *山推股份 | 117        | 7.82      | 7.7                   | 10.2                   | 14.5                   | 15         | 11         | 8          | 2.0            | 15%               |

注：中联重科、柳工2024年归母净利润为实际披露值，其他公司为浙商预测值

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 111060 | 113189 | 126916 | 141705 |
| 现金             | 23371  | 38133  | 39123  | 41188  |
| 交易性金融资产        | 39     | 50     | 100    | 200    |
| 应收账款           | 43658  | 37512  | 46187  | 53938  |
| 其它应收款          | 1923   | 1525   | 1980   | 2405   |
| 预付账款           | 1677   | 2091   | 2286   | 2642   |
| 存货             | 32378  | 27183  | 29409  | 33818  |
| 其他             | 8013   | 6696   | 7831   | 7514   |
| <b>非流动资产</b>   | 50935  | 54706  | 61309  | 65094  |
| 金融资产类          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资           | 4510   | 3950   | 3611   | 4024   |
| 固定资产           | 22510  | 26423  | 31297  | 34372  |
| 无形资产           | 7374   | 8611   | 10116  | 11146  |
| 在建工程           | 2923   | 2578   | 2287   | 1992   |
| 其他             | 13618  | 13144  | 13998  | 13560  |
| <b>资产总计</b>    | 161995 | 167895 | 188225 | 206799 |
| <b>流动负债</b>    | 86366  | 80779  | 95003  | 103645 |
| 短期借款           | 13526  | 12000  | 14375  | 13300  |
| 应付款项           | 41844  | 43223  | 51439  | 59517  |
| 预收账款           | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他             | 30996  | 25555  | 29190  | 30827  |
| <b>非流动负债</b>   | 18142  | 24405  | 24530  | 26539  |
| 长期借款           | 12515  | 16698  | 17294  | 19683  |
| 其他             | 5626   | 7707   | 7236   | 6856   |
| <b>负债合计</b>    | 104508 | 105184 | 119533 | 130185 |
| 少数股东权益         | 1342   | 1313   | 1249   | 1151   |
| 归属母公司股东权益      | 56145  | 61398  | 67444  | 75463  |
| <b>负债和股东权益</b> | 161995 | 167895 | 188225 | 206799 |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>经营活动现金流</b> | 3571   | 25708  | 8629   | 11156  |
| 净利润            | 5236   | 6160   | 7714   | 9642   |
| 折旧摊销           | 3968   | 1987   | 2421   | 2802   |
| 财务费用           | 726    | 2068   | 2200   | 2328   |
| 投资损失           | 4      | (282)  | (157)  | (145)  |
| 营运资金变动         | (9447) | 9516   | (2114) | (1021) |
| 其它             | 3084   | 6258   | (1434) | (2450) |
| <b>投资活动现金流</b> | 1411   | (5946) | (8210) | (6886) |
| 资本支出           | (3583) | (5146) | (6529) | (5086) |
| 长期投资           | (2137) | 561    | 338    | (412)  |
| 其他             | 7131   | (1361) | (2019) | (1388) |
| <b>筹资活动现金流</b> | (7778) | (5000) | 571    | (2205) |
| 短期借款           | (4072) | (1526) | 2375   | (1074) |
| 长期借款           | (2992) | 4183   | 596    | 2389   |
| 其他             | (715)  | (7657) | (2400) | (3520) |
| <b>现金净增加额</b>  | (2796) | 14762  | 990    | 2065   |

### 利润表

| (百万元)           | 2023  | 2024E | 2025E  | 2026E  |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>     | 92848 | 90919 | 104680 | 127917 |
| 营业成本            | 72064 | 69699 | 79484  | 96622  |
| 营业税金及附加         | 442   | 374   | 461    | 566    |
| 营业费用            | 6702  | 5910  | 6595   | 8315   |
| 管理费用            | 2706  | 2409  | 2722   | 3481   |
| 研发费用            | 4000  | 3455  | 3978   | 5077   |
| 财务费用            | 726   | 2068  | 2200   | 2328   |
| 资产减值损失          | 1471  | 1065  | 1382   | 1738   |
| 公允价值变动损益        | 179   | 105   | 71     | 118    |
| 投资净收益           | (4)   | 282   | 157    | 145    |
| 其他经营收益          | 729   | 554   | 579    | 621    |
| <b>营业利润</b>     | 5640  | 6879  | 8666   | 10673  |
| 营业外收支           | 37    | 24    | (3)    | 19     |
| <b>利润总额</b>     | 5678  | 6903  | 8663   | 10693  |
| 所得税             | 442   | 743   | 949    | 1051   |
| <b>净利润</b>      | 5236  | 6160  | 7714   | 9642   |
| 少数股东损益          | (90)  | (30)  | (64)   | (98)   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 5326  | 6189  | 7778   | 9739   |
| EBITDA          | 10722 | 11008 | 13264  | 15773  |
| EPS（最新摊薄）       | 0.45  | 0.52  | 0.66   | 0.82   |

### 主要财务比率

|                | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | -1.03% | -2.08% | 15.14% | 22.20% |
| 营业利润           | 10.97% | 21.95% | 25.99% | 23.16% |
| 归属母公司净利润       | 23.51% | 16.20% | 25.67% | 25.21% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 22.38% | 23.34% | 24.07% | 24.47% |
| 净利率            | 5.64%  | 6.78%  | 7.37%  | 7.54%  |
| ROE            | 9.50%  | 10.30% | 11.84% | 13.40% |
| ROIC           | 6.23%  | 7.81%  | 8.47%  | 9.46%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 64.51% | 62.65% | 63.51% | 62.95% |
| 净负债比率          | 39.85% | 36.60% | 36.41% | 34.88% |
| 流动比率           | 1.29   | 1.40   | 1.34   | 1.37   |
| 速动比率           | 0.91   | 1.06   | 1.03   | 1.04   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.55   | 0.55   | 0.59   | 0.65   |
| 应收账款周转率        | 2.31   | 2.50   | 2.78   | 2.73   |
| 应付账款周转率        | 3.09   | 3.32   | 3.44   | 3.55   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.45   | 0.52   | 0.66   | 0.82   |
| 每股经营现金         | 0.30   | 2.18   | 0.73   | 0.94   |
| 每股净资产          | 4.75   | 5.20   | 5.71   | 6.39   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 17.97  | 15.46  | 12.30  | 9.83   |
| P/B            | 1.70   | 1.56   | 1.42   | 1.27   |
| EV/EBITDA      | 8.04   | 9.13   | 7.86   | 6.57   |

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>