



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

25Q1 业绩实现增长，经营质量持续提升

——徐工机械 2024&2025Q1 年报点评

买入（维持）

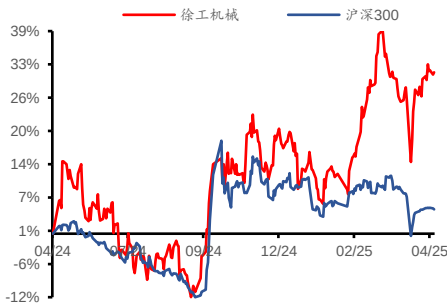
行业： 机械设备
日期： 2025年05月01日

分析师： 刘阳东
Tel: 021-53686144
E-mail: liuyangdong@shzq.com
SAC 编号: S0870523070002
分析师： 王亚琪
Tel: 021- 53686472
E-mail: wangyaqi@shzq.com
SAC 编号: S0870523060007

基本数据

最新收盘价（元）	8.99
12mth A 股价格区间（元）	6.00-9.54
总股本（百万股）	11,816.17
无限售 A 股/总股本	68.72%
流通市值（亿元）	730.00

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《Q3 盈利能力提升，经营质量改善》
——2024 年 11 月 02 日
《老牌工程机械龙头焕新机，国际化+多元
化领航成长》
——2024 年 08 月 28 日

■ 投资摘要

公司发布 2024 年年度报告以及 2025 年一季度报告：2024 年公司实现营业收入 916.60 亿元，同比-1.28%，归母净利润 59.76 亿元，同比+12.20%，扣非后归母净利润 57.62 亿元，同比+28.14%。25Q1 单季度，公司实现营业收入 268.15 亿元，同比+10.92%，环比+16.92%；归母净利润 20.22 亿元，同比+26.37%，环比+203.18%；扣非后归母净利润 20.07 亿元，同比+36.88%，环比+129.85%。

深耕全球+优化产业体系，公司整体实现稳健发展。2024 年公司稳健经营，营业收入基本保持稳定，净利润实现增长，2024 年公司毛利率为 22.55%，同比提升 0.17 个百分点；净利率为 6.53%，同比提升 0.89 个百分点，盈利能力提升，主因毛利率较高的海外收入占比提升。海外市场上，2024 年公司海外市场收入达 416.87 亿元，同比+12.00%，境外收入占比达 45.48%，同比提升 5.39 个百分点。产业体系优化上，公司重视土方等传统产业提质增效以夯实竞争优势，同时发力布局矿机等新兴产业，2024 年公司起重机械/土方机械/混凝土机械/桩工机械/高空作业机械/矿业机械/道路机械营业收入分别为 188.98/240.11/94.08/50.23/86.78/63.62/40.63 亿元，分别同比-10.8%/+6.43%/-9.76%/+45.21%/-2.31%/+8.55%/+6.42%。土方机械收入占比为 26.20%，同比提升 1.9 个百分点，毛利率为 26.20%，同比提升 1.75 个百分点，其中挖机产品的毛利率和销售净利率实现双升；此外，矿业机械和农业机械等新兴业务持续发展，其中矿机收入和毛利率实现双增长，农机收入同比增幅超 170%。

现金流改善、资产负债率压降，公司经营质量持续提升。公司坚持“高质量、控风险、世界级、稳增长”经营发展方针，不断提升新业务回款率，现金流情况大幅提升，2024 年公司经营活动净现金流为 57.20 亿元，同比+60.18%，2025Q1 单季度公司经营活动净现金流为 8.26 亿元，同比+257.23%。此外，公司不断压降资产负债水平，2024 年资产负债率为 62.44%，较去年同期下降 2.07 个百分点。

工程机械市场内需复苏+出口稳增，公司多品类领先市场有望充分受益。国内市场方面，①销量端，据工程机械工业协会数据，25Q1 挖机销量 6.14 万台，同比增长 22.8%，其中国内/出口销量 3.66/2.48 万台，同比+38.3%/+5.49%；此外非挖类产品销量持续修复；②开工端，据央视财经挖掘机指数，25Q1 全国工程机械平均开工率为 44.67%，同比+1.62%。我们认为国内工程机械行业呈企稳回升趋势，政策支持和设备更新周期为全年周期筑底回升奠定基础。海外市场方面，2025 年 1-2 月，工程机械出口金额为 80.09 亿美元，同比+7.17%，延续国际市场扩张趋势。徐工持续向高端化、智能化、绿色化、服务化、全球化转型，全球市场布局完善且多品类位居全球领先地位，其中挖机排名全球第六、国内第二，多种起重机位列国内第一，矿机位列全球第四，具有较强的竞争实力，有望受益内需企稳和海外市场持续开拓。

■ 投资建议

我们预计 2025-2027 年公司实现营收分别为 1028.52 /1167.49 / 1330.78 亿元，分别同比+12.21%/+13.51%/+13.99%；实现归母净利润分别为 78.19/99.92/121.11 亿元，分别同比+30.84%/+27.80%/+21.20%，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 14/11/9 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

市场需求不及预期风险、海外市场拓展不及预期风险、汇率波动风险、市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险等。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	91660	102852	116749	133078
年增长率	-1.3%	12.2%	13.5%	14.0%
归母净利润	5976	7819	9992	12111
年增长率	12.2%	30.8%	27.8%	21.2%
每股收益（元）	0.51	0.66	0.85	1.02
市盈率（X）	17.78	13.59	10.63	8.77
市净率（X）	1.79	1.67	1.52	1.36

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025 年 04 月 29 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	20205	30212	38153	47070
应收票据及应收账款	42388	48175	54203	61665
存货	32543	35344	39139	43883
其他流动资产	12951	12146	13334	14641
流动资产合计	108087	125877	144830	167259
长期股权投资	3904	3904	3904	3904
投资性房地产	4	4	4	4
固定资产	24431	20732	16811	12734
在建工程	2018	1412	989	692
无形资产	8623	7684	6745	5806
其他非流动资产	13903	14193	14121	14050
非流动资产合计	52882	47930	42574	37190
资产总计	160970	173807	187404	204449
短期借款	13686	13686	13686	13686
应付票据及应付账款	41366	46974	52276	59491
合同负债	4923	5408	6146	7027
其他流动负债	19821	22484	23582	24691
流动负债合计	79795	88552	95690	104894
长期借款	12635	12635	12635	12635
应付债券	5197	5197	5197	5197
其他非流动负债	2882	2882	2882	2882
非流动负债合计	20713	20713	20713	20713
负债合计	100508	109265	116403	125608
股本	11816	11816	11816	11816
资本公积	16367	16367	16367	16367
留存收益	32108	37204	43715	51607
归属母公司股东权益	59309	63432	69943	77835
少数股东权益	1153	1110	1058	1006
股东权益合计	60462	64542	71001	78841
负债和股东权益合计	160970	173807	187404	204449

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流量	5720	13483	12738	14456
净利润	5983	7776	9940	12059
折旧摊销	4106	5316	5356	5384
营运资金变动	-5558	-1883	-4764	-5287
其他	1188	2274	2206	2299
投资活动现金流量	-1918	-18	-30	-34
资本支出	-2644	-394	-6	-8
投资变动	169	0	0	0
其他	558	376	-23	-26
筹资活动现金流量	-6659	-3459	-4767	-5505
债权融资	814	1451	0	0
股权融资	85	0	0	0
其他	-7557	-4909	-4767	-5505
现金净流量	-2958	10007	7941	8916

利润表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	91660	102852	116749	133078
营业成本	70991	79186	89258	101229
营业税金及附加	415	470	536	609
销售费用	5309	6148	6840	7835
管理费用	2817	3086	3514	3992
研发费用	3738	4320	4877	5547
财务费用	1935	1082	912	763
资产减值损失	-582	-617	-700	-798
投资收益	-57	2	-23	-26
公允价值变动损益	-2	0	0	0
营业利润	6529	8592	10933	13285
营业外收支净额	53	0	0	0
利润总额	6582	8592	10933	13285
所得税	599	817	993	1225
净利润	5983	7776	9940	12059
少数股东损益	7	-43	-52	-52
归属母公司股东净利润	5976	7819	9992	12111

主要指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标				
毛利率	22.5%	23.0%	23.5%	23.9%
净利率	6.5%	7.6%	8.6%	9.1%
净资产收益率	10.1%	12.3%	14.3%	15.6%
资产回报率	3.7%	4.6%	5.5%	6.2%
投资回报率	7.5%	8.0%	9.3%	10.3%
成长能力指标				
营业收入增长率	-1.3%	12.2%	13.5%	14.0%
EBIT 增长率	36.7%	13.1%	22.4%	18.6%
归母净利润增长率	12.2%	30.8%	27.8%	21.2%
每股指标 (元)				
每股收益	0.51	0.66	0.85	1.02
每股净资产	5.02	5.37	5.92	6.59
每股经营现金流	0.48	1.14	1.08	1.22
每股股利	0.18	0.23	0.29	0.36
营运能力指标				
总资产周转率	0.57	0.61	0.65	0.68
应收账款周转率	2.30	2.45	2.47	2.48
存货周转率	2.19	2.33	2.40	2.44
偿债能力指标				
资产负债率	62.4%	62.9%	62.1%	61.4%
流动比率	1.35	1.42	1.51	1.59
速动比率	0.85	0.94	1.03	1.10
估值指标				
P/E	17.78	13.59	10.63	8.77
P/B	1.79	1.67	1.52	1.36
EV/EBITDA	9.23	8.07	6.57	5.36

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断