

土方机械表现亮眼，海外业务持续快速发展

——徐工机械 2024 年年报&2025 年一季报点评

核心要点：

□ 公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，业绩保持平稳增长

2025 年 4 月 28 日，公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。根据公司 2024 年年报，2024 年公司营业收入约 916.6 亿元，同比减少 1.3%；归母净利润 59.8 亿元，同比增长 12.2%；扣非后归母净利润 57.6 亿元，同比增长 28.1%；经营活动现金流净额 57.2 亿元，同比增长 60.2%；基本每股收益 0.51 元，同比增长 13.3%。加权平均 ROE 10.3%，同比上升 0.4pct。根据公司 2025 年一季报，一季度公司营业收入同比增长 10.9%至 268.1 亿元，归母净利润同比增长 26.4%至 20.2 亿元，扣非后归母净利润同比增长 36.9%至 20.1 亿元。公司 2025 年一季度业绩超预期。

□ 土方机械收入&毛利率双增，国外地区收入持续增长

土方机械在国内需求复苏下表现亮眼。徐工挖机在国内外市场占有率均有所提升，公司挖掘机位居全球第六、国内第二。铲运事业部内销收入大幅增长，装载机跃居国内第一、新能源装载机全球第一。2024 年公司土方机械收入增长 6.4%至 240.1 亿元，毛利率上升 1.75pct 至 26.2%。

其他工程机械方面。徐工叉车事业部规模盈利双提升；徐工环境收入、毛利率稳定增长；徐工农机收入增幅超 170%；徐工液压事业部、徐工传动等外部市场收入增加。2024 年公司其他工程机械及备件等业务收入同比减少 8.6%至 152.2 亿元，毛利率同比上升 3.7pct 至 19.1%。

受地产需求持续走弱影响，公司混凝土机械和起重机械收入仍同比减少，但降幅低于预期。2024 年公司混凝土机械业务收入同比减少 9.8%至 94.1 亿元，毛利率同比下降 2.7pct 至 15.0%。2024 年公司起重机械业务收入同比减少 10.8%至 189.0 亿元，毛利率同比上升 0.6pct 至 22.35%。

此外，公司桩工机械、高空机械、矿业机械、道路机械 2024 年收入分别增长 45.2%、-2.3%、8.55%、6.4%至 50.2、86.8、63.6、40.6 亿元。

全球化方面。公司升级“1+14+N”全球化运营体系，完成国际事业总部组织架构调整，完善大区组织体系支撑实体化运营。澳洲研发中心正式揭牌；在日本、马来西亚等国成立贸易子公司。2024 年公司国外地区收入增长 12.0%至 416.9 亿元，毛利率同比上升 3.0pct 至 25.4%。

□ 汇兑收益减少导致费用率增加，但毛利率提升推动净利率小幅上升

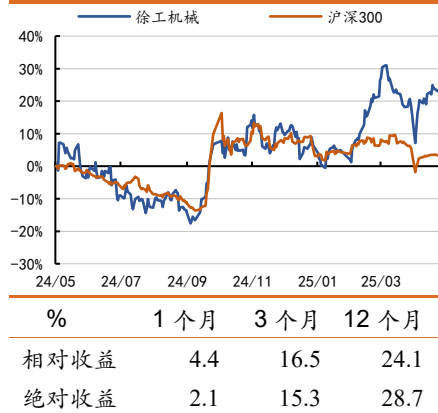
毛利率方面。受益于土方机械、海外地区收入和毛利率上升，以及起重机械、其他工程机械和备件业务毛利率上升，公司 2024 年毛利率同比上升 1.75pct 至 22.55%。费用率方面，2024 年公司销售、管理、研发费用率分别上升 0.2、0.2、-0.2pct 至 5.8%、3.1%、4.1%；而财务费用率受汇兑损失增加影响，同比上升 1.3pct 至 2.1%，导致 2024 年公司期间费用率小幅上升 1.4pct 至 15.1%。不过，受益于毛利率上升驱动，2024 年公司销售净利率仍同比上升 0.9pct 至 6.5%。

相关研究：

1. 《20241108湘财证券-徐工机械 000425.SZ-盈利能力持续增强，推动利润保持快速增长》
2. 《20241205湘财证券-徐工机械 000425.SZ-签订百亿订单，公司业绩有望持续增长》

公司评级：买入（上调）

近十二个月公司表现



注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：轩鹏程

证书编号：S0500521070003

Tel: (8621) 50295321

Email: xuanpc@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路 88 号

中国人寿金融中心 10 楼

投资建议

从国内来看，挖掘机、装载机等土方机械需求有望持续复苏，混凝土机械、起重机械更新需求有望逐渐释放，公司作为我国工程机械行业龙头之一，有望充分受益国内工程机械市场需求企稳回升。而公司高空机械、矿业机械、叉车、农业机械等业务发展迅速。此外，公司坚定执行全球化主战略，海外收入、占比及毛利率均持续提升，叠加降本控费措施持续，公司业绩有望保持增长。我们预计 2025-2027 年，公司营业收入为 1022.5、1142.4、1282.8，同比增长 11.6%、11.7%、12.3%；归母净利润 82.1、102.8、128.0 亿元，同比增长 37.3%、25.3%、24.4%。对应 2025 年 4 月 30 日收盘价，市盈率为 12.7、10.1、8.1 倍。鉴于公司业绩有望持续快速增长，对应当前估值水平较低，我们将公司评级由“增持”上调至“买入”。

风险提示

国内工程机械市场复苏不及预期。矿业机械、高空机械等业务增长不及预期。原材料价格上涨。海外市场拓展不及预期。贸易摩擦加剧。汇兑损失大幅增加。减值损失超预期。

财务预测	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	91660	102249	114241	128283
同比	-1.3%	11.6%	11.7%	12.3%
归母净利润（百万元）	5976	8208	10285	12796
同比	12.2%	37.3%	25.3%	24.4%
毛利率	22.5%	23.1%	23.7%	24.5%
ROE	10.1%	12.5%	14.1%	15.6%
每股收益（元）	0.51	0.69	0.87	1.08
P/E	17.42	12.68	10.12	8.14
P/B	1.76	1.59	1.43	1.27
EV/EBITDA	9.60	9.73	8.14	6.81

资料来源：天软、湘财证券研究所

附表 1 徐工机械财务报表以及相应指标

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	108087	123551	134849	147120	营业收入	91660	102249	114241	128283
货币资金	20205	25996	29596	32893	营业成本	70991	78583	87181	96904
应收账款	39776	43589	48255	53661	税金及附加	415	424	485	565
其他应收款	2972	2439	2852	3275	销售费用	5309	5828	6397	7056
预付账款	1940	1970	2284	2484	管理费用	2817	3067	3313	3592
存货	32543	33924	36804	39958	研发费用	3738	4192	4684	5260
其他流动资产	10651	15635	15058	14850	财务费用	1935	1047	929	835
非流动资产	52882	55182	56764	58002	信用减值损失	-203	-300	-300	-300
长期股权投资	3904	3904	3904	3904	资产减值损失	-582	-500	-400	-400
固定资产	24431	25795	26142	26252	公允价值变动收益	-2	96	108	62
在建工程	2018	1500	1350	1260	投资收益	-57	-39	-45	-43
无形资产	8623	9924	11278	12545	营业利润	6529	9005	11290	14075
其他非流动资产	13907	14059	14091	14040	营业外收入	94	115	125	107
资产总计	160970	178733	191613	205122	营业外支出	41	79	87	88
流动负债	79795	91250	96778	101112	利润总额	6582	9041	11328	14094
短期借款	13686	16262	16106	15444	所得税	599	822	1031	1282
应付账款	22224	23137	25902	29712	净利润	5983	8218	10298	12812
其他流动负债	43885	51852	54770	55956	少数股东损益	7	10	13	16
非流动负债	20713	20700	20704	20734	归属母公司净利润	5976	8208	10285	12796
长期借款	12635	12635	12635	12635	EBITDA	12570	12404	14832	17731
其他非流动负债	8078	8065	8069	8100	EPS (元)	0.51	0.69	0.87	1.08
负债合计	100508	111950	117482	121846	主要财务比率				
归属母公司股东权益	59309	65619	72956	82085	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
股本	11816	11816	11816	11816	成长能力				
资本公积	16367	16367	16367	16367	营业收入	-1.3%	11.6%	11.7%	12.3%
留存收益	32108	38189	45553	54688	营业利润	15.8%	37.9%	25.4%	24.7%
少数股东权益	1153	1163	1176	1191	归属母公司净利润	12.2%	37.3%	25.3%	24.4%
负债和股东权益	160970	178733	191613	205122	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	22.5%	23.1%	23.7%	24.5%
单位:百万元					净利率(%)	6.5%	8.0%	9.0%	10.0%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	ROE(%)	10.1%	12.5%	14.1%	15.6%
经营活动现金流	5720	10020	10905	13253	ROIC(%)	11.2%	12.7%	14.5%	16.7%
净利润	5983	8218	10298	12812	偿债能力				
资产减值准备	582	1007	101	117	资产负债率(%)	62.4%	62.6%	61.3%	59.4%
折旧摊销	4106	2352	2613	2821	流动比率	1.35	1.35	1.39	1.46
财务费用	1471	1047	929	835	速动比率	0.95	0.98	1.01	1.06
投资损失	-427	39	45	43	利息保障倍数	6.18	9.82	11.93	14.68
营运资金变动	-5517	-2385	-3179	-3379	营运能力				
其他经营现金流	-479	-258	99	5	总资产周转率	0.57	0.60	0.62	0.65
投资活动现金流	-1918	-5620	-3962	-3936	应收账款周转率	2.02	2.15	2.18	2.23
资本支出	2938	2600	2300	2300	存货周转率	2.14	2.32	2.42	2.48
长期投资	-198	156	167	-48	每股指标 (元)				
其他投资现金流	822	-2864	-1495	-1684	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.69	0.87	1.08
筹资活动现金流	-6659	1390	-3343	-6020	每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.85	0.92	1.12
短期借款	159	2576	-156	-662	每股净资产(最新摊薄)	5.02	5.55	6.17	6.95
长期借款	119	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	17.42	12.68	10.12	8.14
资本公积增加	-28	0	0	0	P/B	1.76	1.59	1.43	1.27
其他筹资现金流	-6909	-1186	-3187	-5358	EV/EBITDA	9.60	9.73	8.14	6.81
现金净增加额	-2958	5791	3600	3297					

资料来源：天软、湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。