

# 徐工机械 (000425.SZ)

## 盈利能力稳步提升，海外业务快速发展

优于大市

### 核心观点

2024 年收入同比下降 1.28%，归母净利润同比增长 12.20%。公司 2024 年实现营收 916.60 亿元，同比下降 1.28%；归母净利润 59.76 亿元，同比增长 12.20%。2024 年毛利率/净利率分别为 22.55%/6.53%，同比变动+0.17/+0.89 个 pct，盈利能力增长主要系：1) 产品结构持续优化，海外营收占比增加；2) 公司持续推进降本增效，通过全球采购中心加强品类管理与需求管理，采购净降本率 6.6%，通过全球物流中心全面开启物流体系转型变革，国内整机物流降本率 6.3%。2024 年销售/管理/财务/研发费用率分别为 5.79%/3.07%/2.11%/4.08%，同比变动为-1.43/+0.16/+1.33/-0.23 个 pct。财务费用率上涨主要系汇兑损益波动。2024 年公司实现经营性现金流净额 57.20 亿元，同比增长 60.18%，公司现金回流能力增强，经营质量改善。2025Q1 实现营收 268.15 亿元，同比增长 10.92%，归母净利润 20.22 亿元，同比增长 26.37%。

**海外营收占比持续提升，土方机械复苏增长。**分地区看，2024 年公司国内/海外营收分别为 499.72/416.87 亿元，同比变动-10.17%/+12.00%，海外占比提升至 45.58%，毛利率分别为 20.19%/25.38%，同比变动+0.46/+2.97 个 pct，海外业务占比提升带动公司盈利能力改善。**分产品看**，2024 年公司土方机械、桩工机械、混凝土机械呈增长态势，营收分别为 240.11/50.23/63.62 亿元，同比增长 6.43%/45.21%/8.55%；混凝土机械、起重机械、高空作业机械收入有所下滑，2024 年营收分别为 94.08/188.98/86.78 亿元，同比下架 9.76%/10.80%/2.31%。2024 年受益农田水利建设、工程机械更新迭代周期到来，挖掘机等土方产品率先复苏，2025 年随着挖机到非挖复苏扩散，公司业务有望持续增长。

**工程机械内需筑底企稳，出口有望持续增长。**国内方面，2024 年国内挖机销量同比增长 11.74%，2025 年 1-3 月工程机械销量持续增长，未来随着挖机更新周期的到来，国内挖机、非挖产品需求有望回升。**出口方面**，2024 年 8 月以来，已连续 9 个月保持正增长态势。随着我国工程机械产品竞争力不断提升，工程机械出口仍具韧性，有望保持增长。

**风险提示：**工程机械复苏不及预期；宏观经济波动风险、市场竞争加剧。

**投资建议：**公司系国内工程机械龙头，产品齐全，有望充分受益工程机械复苏，我们保持 2025-2026 年盈利预测不变，新增 2027 盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 79.64/102.11/124.19 亿元，对应 PE 13/10/8 倍，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	92,848	91,660	101,398	114,769	131,186
(+/-%)	-1.0%	-1.3%	10.6%	13.2%	14.3%
归母净利润(百万元)	5326	5976	7964	10211	12419
(+/-%)	23.7%	12.2%	33.3%	28.2%	21.6%
每股收益(元)	0.45	0.51	0.67	0.86	1.05
EBIT Margin	7.5%	9.2%	10.8%	11.2%	11.8%
净资产收益率 (ROE)	9.5%	10.1%	12.9%	15.6%	17.7%
市盈率 (PE)	19.4	17.3	13.0	10.1	8.3
EV/EBITDA	19.1	16.3	15.8	13.8	12.5
市净率 (PB)	1.84	1.74	1.67	1.57	1.47

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 机械设备·工程机械

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：年亚颂

0755-81981159

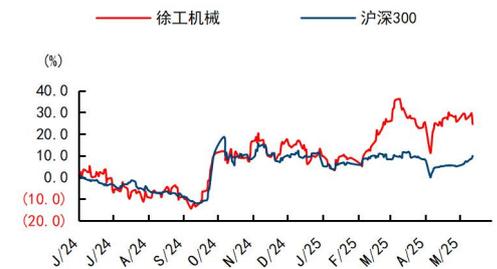
nianyasong@guosen.com.cn

S0980523100002

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	8.73 元
总市值/流通市值	103155/70888 百万元
52 周最高价/最低价	9.65/5.95 元
近 3 个月日均成交额	769.54 百万元

#### 市场走势

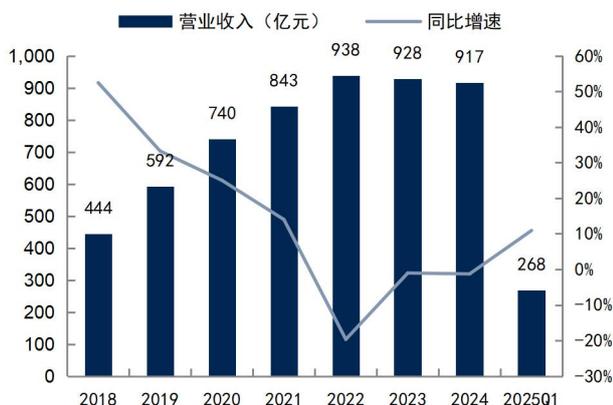


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《徐工机械 (000425.SZ) - 国企改革提升竞争力，出海、新兴板块打开新成长空间》——2025-03-03

图1：徐工机械 2024 营收同比下降 1.28%



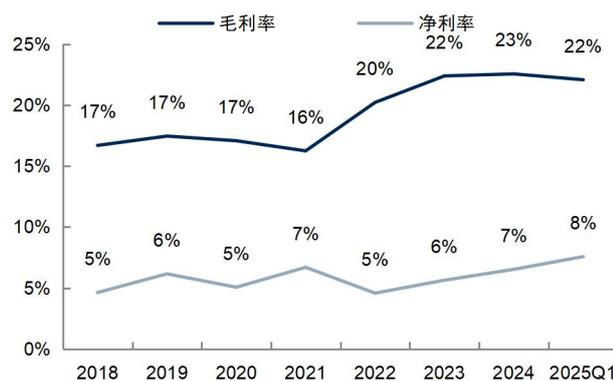
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：徐工机械 2024 归母净利润增长 12.20%



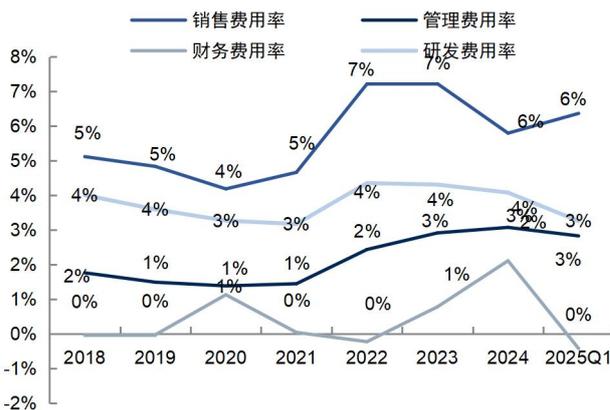
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：徐工机械盈利能力提升



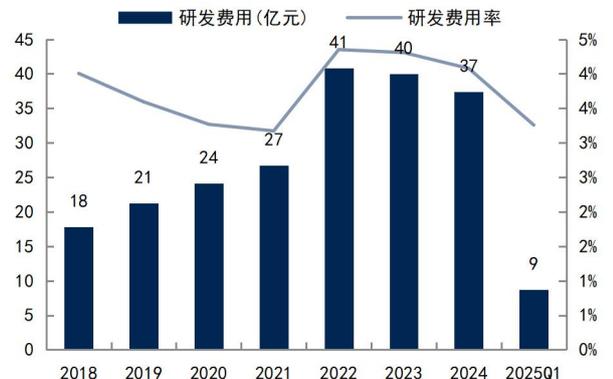
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：徐工机械期间费率下降



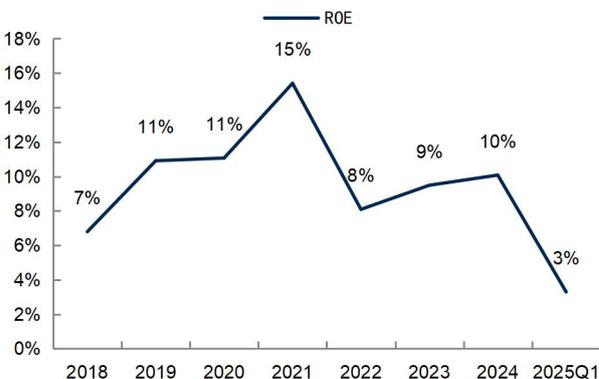
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：徐工机械研发费用率维持高位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：徐工机械 ROE 上升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表 (20250514)

公司	投资评级	市值 (亿元) 股价 (元)		EPS				PE			
				2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E
三一重工	优于大市	1,659.40	19.58	0.53	0.71	0.99	1.19	36.62	27.73	19.78	16.45
柳工	未评级	205.56	10.18	0.44	0.68	1.01	1.33	22.89	14.92	10.03	7.68
中联重科	未评级	626.31	7.60	0.43	0.41	0.57	0.71	17.67	18.54	13.32	10.77
							平均值	25.73	20.39	14.38	11.63
徐工机械	优于大市	1,031.55	8.73	0.45	0.51	0.67	0.86	19.37	17.26	12.95	10.10

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测 注: 未评级公司系 WIND 一致预期

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	23371	20205	23801	22459	22155	<b>营业收入</b>	<b>92848</b>	<b>91660</b>	<b>101398</b>	<b>114769</b>	<b>131186</b>
应收款项	45581	45235	50668	56777	65064	营业成本	72064	70991	77606	87443	99505
存货净额	32378	32543	40128	41851	48484	营业税金及附加	442	415	460	529	598
其他流动资产	7025	8335	8633	9630	11369	销售费用	6702	5309	5678	6370	7215
<b>流动资产合计</b>	<b>111060</b>	<b>108087</b>	<b>124999</b>	<b>132486</b>	<b>148841</b>	管理费用	2706	2817	2626	2870	3100
固定资产	25433	26449	28776	30507	31556	研发费用	4000	3738	4107	4648	5313
无形资产及其他	7374	8623	8279	7935	7591	财务费用	726	1935	1575	1674	1738
投资性房地产	13618	13907	13907	13907	13907	投资收益	(4)	(57)	45	45	45
长期股权投资	4510	3904	4473	5173	5807	资产减值及公允价值变动	(514)	(584)	(498)	15	0
<b>资产总计</b>	<b>161995</b>	<b>160970</b>	<b>180433</b>	<b>190008</b>	<b>207702</b>	其他收入	(4050)	(3023)	(4107)	(4648)	(5313)
短期借款及交易性金融负债	29127	25203	31389	30865	33335	营业利润	5640	6529	8892	11295	13760
应付款项	41844	41366	48018	52356	60030	营业外净收支	37	53	7	7	7
其他流动负债	15395	13226	16672	17906	20140	<b>利润总额</b>	<b>5678</b>	<b>6582</b>	<b>8899</b>	<b>11301</b>	<b>13767</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>86366</b>	<b>79795</b>	<b>96079</b>	<b>101127</b>	<b>113506</b>	所得税费用	442	599	925	1078	1333
长期借款及应付债券	14513	17831	17831	17831	17831	少数股东损益	(90)	7	10	13	15
其他长期负债	3628	2882	3559	4237	4915	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5326</b>	<b>5976</b>	<b>7964</b>	<b>10211</b>	<b>12419</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>18142</b>	<b>20713</b>	<b>21391</b>	<b>22068</b>	<b>22746</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>104508</b>	<b>100508</b>	<b>117470</b>	<b>123196</b>	<b>136252</b>	<b>净利润</b>	5326	5976	7964	10211	12419
少数股东权益	1342	1153	1156	1161	1167	资产减值准备	366	(111)	81	33	26
股东权益	56145	59309	61807	65651	70283	折旧摊销	3947	4076	3069	3442	3741
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>161995</b>	<b>160970</b>	<b>180433</b>	<b>190008</b>	<b>207702</b>	公允价值变动损失	514	584	498	(15)	0
						财务费用	726	1935	1575	1674	1738
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	(4786)	(4922)	(2459)	(2547)	(6047)
每股收益	0.45	0.51	0.67	0.86	1.05	其它	(401)	114	(77)	(28)	(20)
每股红利	0.28	0.29	0.46	0.54	0.66	<b>经营活动现金流</b>	<b>4967</b>	<b>5717</b>	<b>9075</b>	<b>11095</b>	<b>10119</b>
每股净资产	4.75	5.02	5.23	5.56	5.95	资本开支	0	(3696)	(5631)	(4846)	(4472)
ROIC	6.86%	6.79%	9%	10%	11%	其它投资现金流	6872	935	0	0	0
ROE	9.49%	10.08%	13%	16%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>4735</b>	<b>(2155)</b>	<b>(6200)</b>	<b>(5546)</b>	<b>(5107)</b>
毛利率	22%	23%	23%	24%	24%	权益性融资	(177)	85	0	0	0
EBIT Margin	7%	9%	11%	11%	12%	负债净变化	(2992)	119	0	0	0
EBITDA Margin	12%	14%	14%	14%	15%	支付股利、利息	(3266)	(3414)	(5465)	(6367)	(7787)
收入增长	-1%	-1%	11%	13%	14%	其它融资现金流	(1465)	(224)	6186	(524)	2470
净利润增长率	24%	12%	33%	28%	22%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(14158)</b>	<b>(6728)</b>	<b>721</b>	<b>(6890)</b>	<b>(5316)</b>
资产负债率	65%	63%	66%	65%	66%	<b>现金净变动</b>	<b>(4456)</b>	<b>(3166)</b>	<b>3596</b>	<b>(1342)</b>	<b>(304)</b>
股息率	3.2%	3.3%	5.3%	6.2%	7.5%	货币资金的期初余额	27827	23371	20205	23801	22459
P/E	19.4	17.3	13.0	10.1	8.3	货币资金的期末余额	23371	20205	23801	22459	22155
P/B	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5	企业自由现金流	0	3084	4764	7726	7180
EV/EBITDA	19.1	16.3	15.8	13.8	12.5	权益自由现金流	0	2979	9539	5688	8081

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032