

徐工机械(000425)

报告日期: 2025年07月24日

雅下水电工程开工, 公司深度参与有望受益

——徐工机械点评报告

投资要点

□ **事件:** 雅下水电工程开工, 公司深度参与有望受益。

1) 雅下水电工程有望显著拉动工程机械内需: 工程总投资约1.2万亿元, 约五倍于三峡工程(最终财务决算总投资约2485亿元); 装机规模7000万千瓦、年发电量3000亿千瓦时, 三倍于三峡工程(装机规模2250万千瓦, 年发电量约1000亿千瓦时)。

2) 大型水电站建设需用矿挖、矿卡、掘进机等大型设备, 公司矿挖、掘进机等产品市占率高, 子公司从事盾构机研制, 产品品类齐全、优势显著。

①矿挖: 25H1 徐工矿挖(90吨级及以上)的国内占有率约40%;

②盾构机: 集团旗下凯宫重工(徐工机械为单一第一大股东, 持股34%)主要从事盾构机研制;

③掘进机: 25H1 市占率约37%, 其中隧道掘进机为公司优势产品。

3) 公司多款装备服务水电, 深度参与川藏线、雅下水电项目; 成立西南研究院, 重点开展极端施工环境产品需求分析和技术研究。

近年来, 公司始终保持大型央企招标之中标最高份额, 经公司业务部门按金额初步核算, 25H1 中标金额约占整体招标金额的一半。

□ **核心逻辑:** 工程机械行业筑底向上, 公司混改效益凸显、矿机版图日益完备

1) 工程机械行业筑底向上: 1-6月挖机内销同比增长23%, 出口同比增长10%。

2) 混改效益凸显, 高质量发展业态初见成效: 25Q1 归母净利润同比增长26%; 2024年融资租赁回购义务余额为567亿, 较2023年同期降幅为9.8%。

3) 矿机版图日益完备, 多次斩获明星订单

①多次斩获国内外重大明星订单: 与Thiess签署谅解备忘录、百台纯电无人驾驶矿卡交付华能伊敏露天煤矿(作业效率达到有人驾驶的120%)、力拓的西芒杜8亿项目、FMG公司30亿新能源矿机项目、淡水河谷560吨级最大挖机出口、与必和必拓签署矿业设备供应全球框架协议等。

②拟8.2亿元收购徐工重型车辆51%股权补齐宽体自卸车业务, 剑指全球前三。

③连续六年上榜全球露天矿山挖运设备制造商五强(2024年第四名)。

4) 坚定落地三年回报计划, 兑现股东回报承诺: 7月1日公告2024年度利润分配方案, 每10股派发现金红利1.8元(含税), 共计分配20.6亿元。

□ **盈利预测与估值**

预计公司2025-2027年收入为1050、1282、1542亿元, 同比增长15%、22%、20%; 归母净利润为78、98、118亿元, 同比增长30%、25%、21%, 24-27年复合增速为26%, 对应25-27年PE为13、11、9倍, 维持“买入”评级。

□ **风险提示**

1)基建、地产、矿业投资不及预期; 2)出口不及预期; 3)应收账款等风险敞口。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	91660	105042	128189	154168
(+/-) (%)	-1%	15%	22%	20%
归母净利润	5976	7783	9751	11827
(+/-) (%)	12%	30%	25%	21%
每股收益(元)	0.51	0.66	0.83	1.01
P/E	17	13	11	9
ROE	10%	12%	14%	15%

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

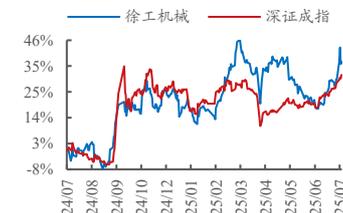
分析师: 何家恺
执业证书号: S1230523080007
hejiakai@stocke.com.cn

研究助理: 蒋逸
jiangyi01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 8.77
总市值(百万元)	103,080.09
总股本(百万股)	11,753.72

股票走势图



相关报告

- 《百台无人纯电矿卡正式投运, 迈向全球工程机械龙头》2025.06.25
- 《与必和必拓签署矿业设备全球战略合作, 迈向全球工程机械龙头》2025.06.12
- 《一季度业绩同比增长26%, 新徐工迈向全球工程机械龙头》2025.04.29

图1: 重点公司估值表 (数据截至 2025.7.24)

工程机械行业重点公司估值表 (数据更新至2025年7月24日)											
代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	2024 归母净利润 (亿元)	2025E 归母净利润 (亿元)	2026E 归母净利润 (亿元)	2024 PE	2025 PE	2026 PE	PB (LF/MRQ)	ROE (平均) (2024)
600031.SH	*三一重工	1725	20.35	59.8	85.0	110.3	29	20	16	2.4	9%
601100.SH	*恒立液压	1040	77.56	25.1	27.5	31.7	41	38	33	6.7	17%
000425.SZ	*徐工机械	1031	8.77	59.8	77.8	97.5	17	13	11	1.7	10%
000157.SZ	*中联重科	694	8.02	35.2	49.1	61.1	20	14	11	1.2	6%
000528.SZ	*柳工	234	11.57	13.3	18.4	25.2	18	13	9	1.3	8%
000680.SZ	*山推股份	156	10.42	11.0	13.5	17.5	14	12	9	2.9	17%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: *为浙商证券研究所覆盖股票, 25、26年归母净利润采用浙商证券研究所预测值

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	108087	122664	138646	156531
现金	20205	23801	22459	22155
交易性金融资产	40	50	100	200
应收账款	42388	50035	58512	67572
其它应收款	2847	3466	3846	4317
预付账款	1940	2415	2626	3287
存货	32543	36220	43499	51532
其他	8124	6676	7605	7468
非流动资产	52882	58224	60778	62821
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	3904	3950	4121	3992
固定资产	24431	28463	30480	32164
无形资产	8623	9898	10622	11471
在建工程	2018	1854	1707	1279
其他	13907	14059	13848	13915
资产总计	160970	180888	199424	219352
流动负债	79795	94420	106919	117542
短期借款	13686	23775	22266	22332
应付款项	41366	42659	55033	64649
预收账款	0	0	0	0
其他	24744	27986	29620	30561
非流动负债	20713	19537	17888	17414
长期借款	12635	11198	10540	9493
其他	8078	8339	7348	7922
负债合计	100508	113958	124807	134956
少数股东权益	1153	1163	1175	1189
归属母公司股东权益	59309	65768	73443	83206
负债和股东权益	160970	180888	199424	219352

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5720	7636	9437	10259
净利润	5983	7793	9763	11842
折旧摊销	4106	2289	2632	2879
财务费用	1935	2175	2337	2305
投资损失	57	(45)	5	6
营运资金变动	(4571)	(1168)	150	(705)
其它	(1790)	(3407)	(5451)	(6067)
投资活动现金流	(1918)	(8216)	(5145)	(4908)
资本支出	(1016)	(5574)	(3863)	(3484)
长期投资	606	(46)	(171)	130
其他	(1508)	(2596)	(1111)	(1553)
筹资活动现金流	(6659)	4176	(5634)	(5655)
短期借款	159	10089	(1509)	66
长期借款	119	(1436)	(658)	(1047)
其他	(6937)	(4477)	(3466)	(4674)
现金净增加额	(2857)	3596	(1342)	(304)

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	91660	105042	128189	154168
营业成本	70991	80490	97750	117117
营业税金及附加	415	477	591	703
营业费用	5309	5882	7243	8819
管理费用	2817	3023	3746	4648
研发费用	3738	4149	5128	6244
财务费用	1935	2175	2337	2305
资产减值损失	785	945	1538	2004
公允价值变动损益	(2)	35	71	35
投资净收益	(57)	45	(5)	(6)
其他经营收益	918	710	785	701
营业利润	6529	8690	10707	13058
营业外收支	53	7	32	31
利润总额	6582	8697	10739	13089
所得税	599	904	976	1247
净利润	5983	7793	9763	11842
少数股东损益	7	10	12	15
归属母公司净利润	5976	7783	9751	11827
EBITDA	11828	13211	15689	18223
EPS (最新摊薄)	0.51	0.66	0.83	1.01

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-1%	15%	22%	20%
营业利润	16%	33%	23%	22%
归属母公司净利润	12%	30%	25%	21%
获利能力				
毛利率	23%	23%	24%	24%
净利率	6.5%	7.4%	7.6%	7.7%
ROE	10%	12%	14%	15%
ROIC	7%	8%	10%	11%
偿债能力				
资产负债率	62.44%	63.00%	62.58%	61.53%
净负债比率	37.65%	41.60%	36.85%	32.75%
流动比率	1.35	1.30	1.30	1.33
速动比率	0.95	0.92	0.89	0.89
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.61	0.67	0.74
应收账款周转率	2.30	2.41	2.46	2.47
应付账款周转率	3.29	3.60	3.75	3.65
每股指标(元)				
每股收益	0.51	0.66	0.83	1.01
每股经营现金	0.49	0.65	0.80	0.87
每股净资产	5.02	5.60	6.25	7.08
估值比率				
P/E	17	13	11	9
P/B	1.75	1.57	1.40	1.24
EV/EBITDA	9.61	9.92	8.28	7.04

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>