



徐工机械 (000425.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

单季度净利率新高，看好国内外共振

业绩简评

2025年8月29日，公司发布2025年中报，25H1公司实现营业收入548.1亿元，同比+10.4%，归母净利润43.6亿元，同比+17.6%，扣非归母净利润44.7亿元，同比+35.6%；其中25Q2实现营业收入279.9亿元，同比+10.0%，归母净利润23.4亿元，同比+11.0%，扣非归母净利润24.6亿元，同比+34.5%。

经营分析

国内市场实现同比转正，看好下半年内销持续增长。25H1公司国内市场收入为292.6亿元，同比+1.5%，连续3年的下行周期终于实现转正，得益于公司挖机内销增长、轮式起重机等内销转正。25年7月汽车起重机、履带起重机、随车起重器行业内销增速分别为+6.8%、+72.2%、+9.3%，实现同频正增长，我们看好下半年公司内销持续增长。

海外业务持续增长，带动利润释放、经营质量改善。25H1公司海外收入255.5亿元，同比+16.6%，占比提升至46.6%，其中出口收入为211.2亿元，同比+21.1%，创历史新高。25H1海外业务毛利率为24.0%，高于国内3.7pct，海外业务高增长带动利润释放，25H1公司归母净利润为43.6亿元，同比+17.6%。25H1公司经营现金流净额为37.3亿元，同比+118.4%，海外增长带动经营质量改善。参考25Q2卡特彼勒EAME地区增速转正、北美地区降幅缩窄，预计下半年欧美市场有望迎来景气度拐点，看好下半年公司出口增速提升。

资产质量持续提升，单季度净利率创下3年来新高。1)表内外敞口均有压降：25H1公司表内应收账款（应收账款+长期应收账款+应收票据）相较于一季度下降13.75亿元，表外担保（按揭+融资租赁）565.67亿元，比年初压降90.2亿元。2)盈利能力环比改善：25Q2公司单季度净利率达到8.5%，环比、同比均有提升，随着规模效应显现及矿山业务占比提升，看好公司盈利能力上行。

盈利预测、估值与评级

我们预计25-27年公司营收为1014.96/1149.52/1311.08亿元、归母净利润为79.86/103.46/127.95亿元，对应PE为14/11/9倍。维持“买入”评级。

风险提示

国内需求不及预期、海外市场竞争加剧、原材料价格上涨风险、汇率波动风险。

机械组

分析师：满在朋（执业S1130522030002）

manzaipeng@gjzq.com.cn

分析师：倪赵义（执业S1130524120001）

nizhaoyi@gjzq.com.cn

联系人：刘民喆

liuminzhe@gjzq.com.cn

市价（人民币）：9.56元

相关报告：

- 《徐工机械公司点评：经营质量提升，利润持续释放》，2025.4.29
- 《徐工机械公司点评：拟18-36亿元回购股份，彰显业绩长期增长...》，2025.4.8
- 《徐工机械公司深度研究：改革新程启，矿机焕春时》，2025.3.12



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	92,848	91,660	101,496	114,952	131,108
营业收入增长率	-19.67%	-1.28%	10.73%	13.26%	14.05%
归母净利润(百万元)	5,326	5,976	7,986	10,346	12,795
归母净利润增长率	-47.53%	12.20%	33.63%	29.55%	23.67%
摊薄每股收益(元)	0.451	0.506	0.679	0.880	1.089
每股经营性现金流净额	0.30	0.48	1.03	1.24	1.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.49%	10.08%	12.34%	14.59%	16.28%
P/E	12.11	15.68	14.07	10.86	8.78
P/B	1.15	1.58	1.74	1.58	1.43

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	93,817	92,848	91,660	101,496	114,952	131,108
增长率		-19.7%	-1.3%	10.7%	13.3%	14.1%
主营业务成本	-74,855	-72,064	-70,991	-76,684	-86,100	-97,742
%销售收入	79.8%	77.6%	77.5%	75.6%	74.9%	74.6%
毛利	18,962	20,784	20,669	24,812	28,852	33,366
%销售收入	20.2%	22.4%	22.5%	24.4%	25.1%	
营业税金及附加	-406	-442	-415	-487	-552	-629
%销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-6,765	-6,702	-5,309	-5,887	-6,552	-7,473
%销售收入	7.2%	7.2%	5.8%	5.8%	5.7%	5.7%
管理费用	-2,285	-2,706	-2,817	-3,045	-3,391	-3,802
%销售收入	2.4%	2.9%	3.1%	3.0%	3.0%	2.9%
研发费用	-4,082	-4,000	-3,738	-4,263	-4,713	-5,375
%销售收入	4.4%	4.3%	4.1%	4.2%	4.1%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	5,423	6,934	8,389	11,130	13,644	16,086
%销售收入	5.8%	7.5%	9.2%	11.0%	11.9%	12.3%
财务费用	211	-726	-1,935	-1,604	-1,430	-1,336
%销售收入	-0.2%	0.8%	2.1%	1.6%	1.2%	1.0%
资产减值损失	-1,131	-1,471	-785	-1,097	-1,146	-1,126
公允价值变动收益	-70	179	-2	80	70	70
投资收益	-24	-491	-509	-400	-400	-300
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	5,083	5,640	6,529	8,637	11,198	13,854
营业利润率	5.4%	6.1%	7.1%	8.5%	9.7%	10.6%
营业外收支	-70	37	53	50	50	50
税前利润	5,013	5,678	6,582	8,687	11,248	13,904
利润率	5.3%	6.1%	7.2%	8.6%	9.8%	10.6%
所得税	-718	-442	-599	-678	-877	-1,085
所得税率	14.3%	7.8%	9.1%	7.8%	7.8%	7.8%
净利润	4,295	5,236	5,983	8,009	10,371	12,820
少数股东损益	-12	-90	7	23	25	25
归属于母公司的净利润	4,307	5,326	5,976	7,986	10,346	12,795
净利率	4.6%	5.7%	6.5%	7.9%	9.0%	9.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	4,295	5,236	5,983	8,009	10,371	12,820
少数股东损益	-12	-90	7	23	25	25
非现金支出	4,700	5,439	4,891	5,355	5,860	6,411
非经营收益	496	176	403	4,576	1,792	1,393
营运资金变动	-7,908	-7,281	-5,558	-5,813	-3,372	-4,891
经营活动现金净流	1,583	3,571	5,720	12,128	14,651	15,733
资本开支	-7,885	-5,903	-2,644	-2,465	-5,475	-5,375
投资	-1,877	5,272	169	-66	70	70
其他	4,107	2,042	558	-700	-400	-300
投资活动现金净流	-5,655	1,411	-1,918	-3,231	-5,805	-5,605
股权募资	335	441	85	737	0	0
债权募资	5,578	-3,629	814	1,119	-911	113
其他	-2,824	-4,590	-7,557	-4,844	-5,650	-6,331
筹资活动现金净流	3,089	-7,778	-6,659	-2,988	-6,562	-6,218
现金净流量	-713	-2,974	-2,958	5,909	2,284	3,911

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	27,827	23,371	20,205	26,040	28,271	32,142
应收款项	49,546	47,137	47,950	51,696	56,727	63,461
存货	35,099	32,378	32,543	34,806	38,473	42,503
其他流动资产	18,617	9,503	8,378	8,936	9,571	10,879
流动资产	131,089	112,389	109,076	121,477	133,042	148,985
%总资产	74.9%	69.4%	67.8%	71.5%	73.2%	75.4%
长期投资	11,076	12,596	11,813	12,193	12,193	12,193
固定资产	21,850	25,433	26,449	26,134	26,461	26,405
%总资产	12.5%	15.7%	16.4%	15.4%	14.6%	13.4%
无形资产	7,286	8,039	9,653	9,769	9,866	9,675
非流动资产	43,996	49,605	51,894	48,374	48,784	48,524
%总资产	25.1%	30.6%	32.2%	28.5%	26.8%	24.6%
资产总计	175,086	161,995	160,970	169,851	181,827	197,509
短期借款	27,776	29,127	25,203	23,942	23,031	23,144
应付款项	55,638	48,880	46,935	50,519	56,066	63,113
其他流动负债	13,134	8,359	7,658	7,135	8,229	9,009
流动负债	96,549	86,366	79,795	81,596	87,326	95,265
长期贷款	15,507	12,515	12,635	12,635	12,635	12,635
其他长期负债	8,375	5,626	8,078	9,737	9,751	9,792
负债	120,431	104,508	100,508	103,968	109,711	117,692
普通股股东权益	53,254	56,145	59,309	64,707	70,914	78,591
其中：股本	11,816	11,816	11,816	11,816	11,816	11,816
未分配利润	22,569	25,797	29,375	34,166	40,374	48,051
少数股东权益	1,401	1,342	1,153	1,176	1,201	1,226
负债股东权益合计	175,086	161,995	160,970	169,851	181,827	197,509

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.365	0.451	0.506	0.679	0.880	1.089
每股净资产	4.507	4.752	5.019	5.506	6.034	6.687
每股经营现金净流	0.134	0.302	0.484	1.026	1.240	1.332
每股股利	0.060	0.100	0.230	0.270	0.350	0.433
回报率						
净资产收益率	8.09%	9.49%	10.08%	12.34%	14.59%	16.28%
总资产收益率	2.46%	3.29%	3.71%	4.70%	5.69%	6.48%
投入资本收益率	4.56%	6.29%	7.32%	9.30%	10.88%	12.01%
增长率						
主营业务收入增长率	11.25%	-19.67%	-1.28%	10.73%	13.26%	14.05%
EBIT 增长率	-3.06%	27.86%	20.98%	32.67%	22.59%	17.89%
净利润增长率	-23.29%	-47.53%	12.20%	33.63%	29.55%	23.67%
总资产增长率	59.13%	-7.48%	-0.63%	5.52%	7.05%	8.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	139.6	158.1	158.8	158.0	156.0	155.0
存货周转天数	126.6	170.9	166.9	166.0	164.0	160.0
应付账款周转天数	109.3	118.2	111.0	108.0	106.0	104.0
固定资产周转天数	73.8	88.5	97.3	81.3	67.8	54.3
偿债能力						
净负债/股东权益	21.08%	35.19%	37.67%	27.82%	21.06%	14.32%
EBIT 利息保障倍数	-25.8	9.6	4.3	6.9	9.5	12.0
资产负债率	68.78%	64.51%	62.44%	61.21%	60.34%	59.59%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	8	16	24	72
增持	0	0	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.11	1.08	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究