

徐工机械(000425)

报告日期: 2025年08月31日

上半年扣非归母净利润同比增长 36%，经营质量提升显著

——徐工机械点评报告

投资要点

□ 事件: 公司发布 2025 半年报

1) 25H1, 公司实现营收 548 亿元, 同比增长 8%; 实现归母净利润 43.6 亿元, 同比增长 17%; 实现扣非归母净利润 44.7 亿元, 同比增长 36%; 实现经营性现金流净额 37.3 亿元, 同比增长 108%。

2) 单 Q2, 公司实现营收 280 亿元, 同比增长 5%; 归母净利润 23.4 亿元, 同比增长 9%。

□ 混改效益凸显, 经营质量不断改善

1) “四个结构”调整取得新进展: ①市场结构: 国际化收入同比增长 17%至 255 亿元, 占比同比提升 2.5pct 至 46.6%; ②业务结构: 后市场收入同比增长 33%、战略新兴产业同比增长 12%; ③产品结构: 新能源产品收入同比增长 9%、高端产品收入同比增长 41%; ④客户结构: 国内营销优质客户销售收入同比增长 6%、跟踪重大商机项目同比提升 34%。必和必拓、力拓、淡水河谷、澳大利亚 FMG 等海外矿机大客户持续深化合作。

2) 盈利能力提升: 25H1, 公司毛利率为 22%, 同比提升 0.7pct; 加权平均 ROE 为 7.2%, 同比提升 0.7pct; 归母净利率为 8.0%, 同比提升 0.5pct。

3) 资产质量改善: 截至 2025 年 6 月末, 公司融资回购义务余额为 473 亿元, 较 2024 年末压降约 17%。

□ 主要品类收入实现正增长, 多品类居行业第一

1) 土方机械: 实现收入 170 亿元, 同比增长 22%。①挖机公司: 上半年内销市占率提升、出口收入增长 20%, 后市场收入增长 29%; ②铲运事业部: 中大装内销升至行业第一、外销连续 36 年居行业第一, 新能源装载机居全球第一 (销量同比+139%), 推土机收入增长 243%。

2) 起重机械: 实现收入 105 亿元, 同比增长 4%。重型公司 (轮式起重机) 内销转正、出口增长, 综合市占率居行业第一; 履带吊公司收入同比增长 40%, 综合市占率居行业第一; 随车起重机公司稳健成长, 新能源、后市场收入同比增长均超 120%。

3) 矿业机械: 实现收入 47 亿元, 同比增长 34%。露天矿山设备海外交付终端收入同比增长 30%。

4) 高空作业机械: 实现收入 46 亿元, 同比增长 1%。高附加值的臂式车销售占比提升。

5) 其他板块: 混凝土机械加强海外市场开拓、徐工施维英出口收入同比增长近 50%, 道路事业部双位数增长, 叉车事业部收入同比增长 26%, 农机公司收入同比增长 106%, 油气产业装备收入同比增长 42%, 高装公司收入同比增长 152%, 零部件产业收入同比增长 13%。

□ 盈利预测与估值

预计公司 2025-2027 年收入为 1040、1269、1527 亿元, 同比增长 13%、22%、20%; 归母净利润为 73、95、115 亿元, 同比增长 22%、29%、22%, 24-27 年复合增速为 24%, 对应 25-27 年 PE 为 15、12、10 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	103988	126938	152711
(+/-) (%)	-1%	13%	22%	20%
归母净利润	5976	7301	9452	11527
(+/-) (%)	12%	22%	29%	22%
每股收益(元)	0.51	0.62	0.80	0.98
P/E	19	15	12	10
ROE	10%	12%	13%	15%

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

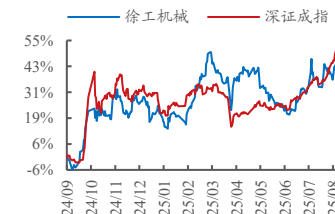
研究助理: 蒋逸

jiangyi01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥9.56
总市值(百万元)	112,358.42
总股本(百万股)	11,752.97

股票走势图



相关报告

- 《雅下水电工程开工, 公司深度参与有望受益》 2025.07.25
- 《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

资料来源：浙商证券研究所

图1：重点公司估值表（数据截至 2025.8.29）

工程机械行业重点公司估值表（数据更新至2025年8月29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	1782	21.03	59.8	85.0	110.3	30	21	16	2.4	9%
601100.SH	*恒立液压	1199	89.42	25.1	27.5	31.7	48	44	38	7.3	17%
000425.SZ	*徐工机械	1124	9.56	59.8	73.0	94.5	19	15	12	1.9	10%
000157.SZ	*中联重科	636	7.35	35.2	49.1	61.1	18	13	10	1.1	6%
000528.SZ	*柳工	222	10.96	13.3	18.4	25.2	17	12	9	1.2	8%
000680.SZ	*山推股份	144	9.63	11.0	13.5	17.5	13	11	8	2.5	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	117674	135723	152636
现金	20205	33721	32121	34485
交易性金融资产	40	50	100	200
应收账款	42388	41114	54205	62484
其它应收款	2847	2462	3193	4067
预付账款	1940	2404	2606	3261
存货	32543	31248	35893	40670
其他	8124	6676	7605	7468
非流动资产	52882	58224	60778	62820
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	13914
资产总计	160970	175898	196500	215456
流动负债	79795	89913	104776	114728
短期借款	13686	12000	13071	12919
应付款项	41366	49046	61306	70759
预收账款	0	0	0	0
其他	24744	28867	30399	31050
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	109450	122664	132142
少数股东权益	1153	1162	1174	1188
归属母公司股东权益	59309	65286	72662	82126
负债和股东权益	160970	175898	196500	215456

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5720	28962	5928	12515
净利润	5983	7310	9464	11541
折旧摊销	4106	2289	2632	2879
财务费用	1935	1806	1666	1675
投资损失	57	(45)	5	6
营运资金变动	(4571)	16045	(5007)	(755)
其它	(1790)	1557	(2832)	(2831)
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)	(7230)	(2383)	(5243)
短期借款	159	(1686)	1071	(152)
长期借款	119	(1436)	(658)	(1047)
其他	(6937)	(4108)	(2795)	(4044)
现金净增加额	(2857)	13516	(1599)	2364

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	91660	103988	126938	152711
营业成本	70991	80122	97007	116201
营业税金及附加	415	472	585	696
营业费用	5309	6011	7489	9010
管理费用	2817	3120	3935	4887
研发费用	3738	4160	5204	6261
财务费用	1935	1806	1666	1675
资产减值损失	785	936	1523	1985
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	8152	10378	12726
营业外收支	53	7	32	31
利润总额	6582	8159	10410	12757
所得税	599	848	946	1216
净利润	5983	7310	9464	11541
少数股东损益	7	9	12	14
归属母公司净利润	5976	7301	9452	11527
EBITDA	11828	12304	14689	17261
EPS (最新摊薄)	0.51	0.62	0.80	0.98

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-1%	13%	22%	20%
营业利润	16%	25%	27%	23%
归属母公司净利润	12%	22%	29%	22%
获利能力				
毛利率	23%	23%	24%	24%
净利率	6.5%	7.0%	7.5%	7.6%
ROE	10%	12%	13%	15%
ROIC	7%	9%	10%	11%
偿债能力				
资产负债率	62.44%	62.22%	62.42%	61.33%
净负债比率	37.65%	32.55%	30.00%	26.33%
流动比率	1.35	1.31	1.30	1.33
速动比率	0.95	0.96	0.95	0.98
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.62	0.68	0.74
应收账款周转率	2.30	2.69	2.84	2.70
应付账款周转率	3.29	3.37	3.55	3.56
每股指标(元)				
每股收益	0.51	0.62	0.80	0.98
每股经营现金	0.49	2.46	0.50	1.06
每股净资产	5.02	5.55	6.18	6.99
估值比率				
P/E	19	15	12	10
P/B	1.90	1.72	1.55	1.37
EV/EBITDA	9.61	9.64	8.19	6.71

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>