

扣非归母净利润表现优秀，经营质量持续提升

—— 徐工机械 25 年中报点评

2025 年 8 月 30 日

核心观点

- 事件：**公司公布 25 年中报，实现营收 548.08 亿元，同比+8.04%；归母净利润 43.58 亿元，同比+16.63%，归母净利率 7.95%，同比+0.59pct。扣非归母净利润 44.67 亿元，同比+35.57%。扣非归母净利润增速高于扣非增速，主要由于上半年政府补助较同期减少 2.6 亿元。
- 国际收入占比提升 3.4pct，土方、矿山机械表现良好。**25H1 国内/国际收入 292.63/255.46 亿元，同比+1.5%/+16.64%，国际收入占比 46.6%，同比提高 3.44pct。国内/海外毛利率分别 20.29%/24.02%，同比+0.16pct/+1.11pct。按产品品类分，25H1 公司土方机械/起重机械/桩工机械/高机/矿山机械分别实现营业收入 170/105/26/46/47 亿元，同比 +22.37%/+3.74%/-6.02%/+1.00%/+6.32%。土方机械收入占比继续提升 3.6pct 至 31.05%，毛利率提升 0.39pct 至 25.66%。起重机械毛利率 21.18%，同比+0.6pct。第二成长曲线矿山机械 5 月实现 100 台纯电无人驾驶矿卡在华能伊敏煤矿投运，并持续开拓海外大项目、大订单。此外，上半年公司新能源产品收入同比增长 9.43%，后市场收入增长 33.23%，抗周期风险能力提升。
- 毛利率净利率同步增长，盈利能力进一步提高。**25H1 公司综合毛利率 22.03%，同比+0.7pct，销售净利率 8.06%，同比+0.58pct。管理/销售/研发/财务费用率分别 2.79%/4.77%/3.56%/-0.19%，同比分别+0.32/-0.05/-0.03/-2.82pct。管理费用增加主要由于职工薪酬增加。财务费用减少主要由于汇兑从 24H1 损失 7.4 亿元转为收益 7.6 亿元。
- 经营性现金流表现优秀，经营质量持续提升。**25H1 公司经营性现金流净额 37.3 亿元、同比增长 108%，25H1 存货余额 347.41 亿元，同比增加 18 亿元，资产减值损失增加 2.13 亿，主要由于存货跌价及合同履约成本减值损失较同期增加 2.19 亿。25H1 公司表内应收账款（应收账款+长期应收账款+应收票据）合计 531 亿元，较 25Q1 实现压降，信用减值损失相比同期小幅增长 0.32 亿元。表外担保（按揭+融资租赁）565.67 亿元，比年初压降 90 亿元。
- 盈利预测与投资建议：**7 月挖机内销超预期，资金到位情况转优，但 1-7 月挖机累计内销仅达 21 年同期高点的 35%，提升空间尚足；7 月工程起重机等非挖表现亦较强。出口层面，金铜等核心大宗商品价格仍较高，欧洲利率下调&财政扩张&经济景气度提升，需求现触底迹象。公司海外、土方业务收入和毛利率继续双增长，第二曲线矿山机械开拓顺利，新能源产品盈利能力提升。我们预计公司 25-27 年实现归母净利润 78.1/96.7/120.3 亿元，对应 25-27 年 PE 为 14/12/9 倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**国内宏观经济不及预期的风险，政策推进程度不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，出口贸易争端的风险。

主要财务指标预测（时间截至 2025/8/29）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	91659.76	99788.40	111982.74	127315.38
收入增长率%	-1.28	8.87	12.22	13.69
归母净利润（百万元）	5976.12	7811.88	9669.68	12025.40
利润增速%	12.20	30.72	23.78	24.36
毛利率%	22.55	22.71	23.30	23.91
摊薄 EPS(元)	0.51	0.66	0.82	1.02
PE	18.80	14.38	11.62	9.34
PB	1.89	1.82	1.65	1.48
PS	1.23	1.13	1.00	0.88

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

徐工机械（000425.SZ）

推荐 维持

分析师

鲁佩

☎：021-20257809

✉：lupei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521060001

研究助理

彭星嘉

✉：pengxingjia_yj@chinastock.com.cn

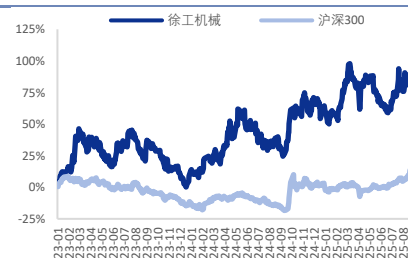
市场数据

2025-8-29

股票代码	000425.SZ
A 股收盘价(元)	9.56
上证指数	3858
总股本（万股）	1175297
实际流通 A 股(万股)	928915
流通 A 股市值(亿元)	888

相对沪深 300 表现图

2025-8-29



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河机械】公司 24 年年报&25 年一季报点评_徐工机械_25Q1 营收利润高增长，出海与新业务持续换新机
- 【银河机械】行业点评_2025 政府工作报告点评：聚焦内需+未来产业，看好机器人及工程机械

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	108087.43	111049.30	124337.93	141274.56
现金	20205.08	16440.36	20737.59	25821.32
应收账款	39776.17	42749.63	47139.88	53385.71
其它应收款	2971.61	3011.44	3443.93	3818.24
预付账款	1939.84	2313.65	2576.81	2906.21
存货	32543.46	34715.60	38032.50	42271.33
其他	10651.27	11818.62	12407.22	13071.76
非流动资产	52882.38	54324.47	54421.40	53758.65
长期投资	3903.86	3903.86	3903.86	3903.86
固定资产	24431.44	25990.39	26589.99	26344.31
无形资产	8622.53	8558.99	8455.45	8311.91
其他	15924.55	15871.24	15472.10	15198.56
资产总计	160969.81	165373.77	178759.33	195033.20
流动负债	79795.06	82735.81	90208.73	98963.17
短期借款	13685.56	13885.56	15385.56	16885.56
应付账款	22224.14	23564.93	26245.30	29600.25
其他	43885.36	45285.31	48577.87	52477.35
非流动负债	20713.01	19719.85	19319.85	18988.78
长期借款	12634.53	12734.53	12934.53	13134.53
其他	8078.48	6985.32	6385.32	5854.24
负债合计	100508.07	102455.66	109528.58	117951.94
少数股东权益	1153.00	1162.59	1174.46	1189.22
归属母公司股东权益	59308.74	61755.52	68056.28	75892.04
负债和股东权益	160969.81	165373.77	178759.33	195033.20

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5719.89	10402.91	11368.73	12448.17
净利润	5983.45	7821.47	9681.55	12040.16
折旧摊销	4106.38	2928.36	3248.60	3505.53
财务费用	1471.05	1425.01	1438.31	1483.69
投资损失	-427.02	32.84	53.01	51.09
营运资金变动	-5557.62	-2785.64	-4022.08	-5732.50
其它	143.64	980.86	969.34	1100.19
投资活动现金流	-1917.69	-5505.12	-3364.27	-2860.02
资本支出	-2644.49	-4219.91	-3258.73	-2759.16
长期投资	168.56	0.00	0.00	0.00
其他	558.24	-1285.21	-105.54	-100.86
筹资活动现金流	-6658.86	-8780.88	-3707.23	-4504.42
短期借款	159.24	200.00	1500.00	1500.00
长期借款	119.31	100.00	200.00	200.00
其他	-6937.41	-9080.88	-5407.23	-6204.42
现金净增加额	-2958.17	-3764.73	4297.23	5083.73

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	91659.76	99788.40	111982.74	127315.38
营业成本	70990.78	77121.59	85893.70	96873.55
营业税金及附加	415.17	463.26	513.55	587.46
营业费用	5309.45	5488.36	6103.06	6900.49
管理费用	2817.15	2893.86	3079.53	3373.86
财务费用	1934.55	1220.91	1309.51	1268.94
资产减值损失	-581.67	-638.79	-710.65	-800.60
公允价值变动收益	-2.06	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-56.61	-32.84	-53.01	-51.09
营业利润	6529.33	8559.16	10601.44	13198.05
营业外收入	94.13	95.13	94.63	94.88
营业外支出	41.24	50.12	45.68	47.90
利润总额	6582.23	8604.18	10650.40	13245.04
所得税	598.77	782.71	968.85	1204.88
净利润	5983.45	7821.47	9681.55	12040.16
少数股东损益	7.34	9.59	11.87	14.76
归属母公司净利润	5976.12	7811.88	9669.68	12025.40
EBITDA	12658.23	12753.44	15208.50	18019.51
EPS (元)	0.51	0.66	0.82	1.02

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-1.28%	8.87%	12.22%	13.69%
营业利润	15.76%	31.09%	23.86%	24.49%
归属母公司净利润	12.20%	30.72%	23.78%	24.36%
毛利率	22.55%	22.71%	23.30%	23.91%
净利率	6.52%	7.83%	8.63%	9.45%
ROE	10.08%	12.65%	14.21%	15.85%
ROIC	7.49%	8.53%	9.70%	10.90%
资产负债率	62.44%	61.95%	61.27%	60.48%
净负债比率	38.21%	40.20%	31.91%	23.58%
流动比率	1.35	1.34	1.38	1.43
速动比率	0.85	0.82	0.86	0.91
总资产周转率	0.57	0.61	0.65	0.68
应收账款周转率	2.30	2.42	2.49	2.53
应付账款周转率	3.29	3.37	3.45	3.47
每股收益	0.51	0.66	0.82	1.02
每股经营现金	0.49	0.89	0.97	1.06
每股净资产	5.05	5.25	5.79	6.46
P/E	18.80	14.38	11.62	9.34
P/B	1.89	1.82	1.65	1.48
EV/EBITDA	9.23	10.79	8.84	7.24
P/S	1.23	1.13	1.00	0.88

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

鲁佩，机械首席分析师。伦敦政治经济学院经济学硕士，证券从业 10 年，2021 年加入中国银河证券研究院，曾获新财富最佳分析师、IAMAC 最受欢迎卖方分析师、万得金牌分析师、中证报最佳分析师、Choice 最佳分析师、金翼奖等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn