

机械

报告日期：2025 年 09 月 03 日

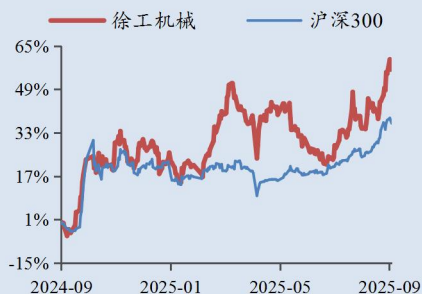
营收利润双增长，经营质量显著提升

——徐工机械（000425.SZ）2025 年半年报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（维持）

最近一年走势



市场数据

2025 年 09 月 02 日

当前价格（元）	9.66
52 周价格区间（元）	5.95-9.95
总市值（百万元）	113,533.71
流通市值（百万元）	89,733.18
总股本（万股）	1,175,297.25
流通股（万股）	928,914.90
近一月换手（%）	25.05

分析师：邢甜

执业证书编号：S0230521040001

邮箱：xingt@hlzq.com

相关阅读

《老牌工程机械龙头，重组焕发新机——徐工机械（000425.SZ）公司深度研究》
2024.05.12

事件：

公司发布 2025 年半年报：2025H1 公司实现总营业收入 548.08 亿元，同比增长 8.04%；利润总额达到 52.54 亿元，同比增长 26.46%；实现归母净利润 43.58 亿元，同比增长 16.63%。

观点：

- **国际化业务表现亮眼，土方机械同比大增。**分区域看：国际化收入 255.46 亿元，同比+16.64%，占收入比 46.61%；内销收入 292.63 亿元，同比+1.50%，占收入比 53.39%；分产品看：①土方机械实现收入 170.19 亿元，同比+22.37%，业务占比 31.05%；②工程机械备件实现收入 153.95 亿元，同比+2.87%，业务占比 28.09%；③起重机械实现收入 104.74 亿元，同比+3.74%，业务占比 19.11%；④矿业机械实现收入 47.33 亿元，同比+33.71%，业务占比 8.64%；⑤高空作业机械实现收入 45.72%，同比+1%，业务占比 8.34%；⑥桩工机械实现收入 26.15 亿元，业务占比 4.77%。
- **经营现金流大幅增长，费用管控成效显著。**2025H1 公司实现毛利率 22.03%，同比-0.86pct；销售净利率 8.06%，同比+0.54pct；经营现金流量净额 37.25 亿元，同比增长 118.35%，经营成果持续改善。2025H1，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.77%/2.79%/3.56%/-0.19%，分别同比 -1.54pct/+0.29pct/-0.02pct/-2.87pct，除管理费用外其他费用率均录得下跌，财务费用下降主要系汇兑收益增加所致。
- **内需结构性复苏，海外增长进入快车道。**工程机械行业国内市场经历了从 2021 年以来连续 4 年的下行周期，2025H1 出现结构性复苏。从行业 7 月份销量数据看，除塔机、高机外全面回暖。我们认为，在城市更新改造政策、雅下水电站及新藏铁路开建，以及《农村公路条例》实施等背景下，下半年内销增幅预计超过上半年，带动公司内销收入增长；海外市场进入增长快车道，前期的海外强化投入，国际化能力不断提升，会持续带动下半年及更长的未来国际化收入的快速增长。且国际化产品毛利率明显高于内销，随着国际化收入占比提升，公司利润增速有望优于收入增速。
- **盈利预测及投资评级：**上半年公司营收、利润双增长，经营质量持续改善。展望下半年，国内市场结构性复苏，叠加海外增长进入快车道，公司业绩有望再创佳绩。我们根据公司最新经营情况调整盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别是

80.34/97.12/122.8 亿元（前值 2025/2026 年分别为 76.34/89.16 亿元），当前股价对应 PE 分别是 14.1x/11.7x/9.2x，维持“增持”评级。

➤ **风险提示：**经济波动风险、市场竞争风险、原材料价格风险、国际贸易政策趋紧风险、汇率波动风险等。

➤ **盈利预测简表**

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	92,848	91,660	101,914	114,881	131,281
增长率（%）	-1.03	-1.28	11.19	12.72	14.28
归母净利润（百万元）	5,326	5,976	8,034	9,712	12,280
增长率（%）	23.51	12.20	34.43	20.89	26.44
ROE（%）	9.11	9.90	12.07	12.97	14.39
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.45	0.51	0.68	0.83	1.04
市盈率（P/E）	15.0	17.6	14.1	11.7	9.2
市净率（P/B）	1.2	1.6	1.7	1.5	1.4

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 1：可比公司估值表

代码	简称	最新价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000528.SZ	柳工	10.91	0.68	0.96	1.27	1.63	28.1	11.4	8.6	6.7
600031.SH	三一重工	20.95	0.71	1.02	1.27	1.55	30.8	20.5	16.5	13.5
000157.SZ	中联重科	7.41	0.41	0.57	0.71	0.84	17.9	12.9	10.5	8.8
601100.SH	恒立液压	93.43	1.87	2.11	2.44	2.84	28.3	44.4	38.3	32.9
平均值			0.92	1.16	1.42	1.71	26.3	22.3	18.5	15.5
000425.SZ	徐工机械	9.66	0.51	0.68	0.83	1.04	17.6	14.1	11.7	9.2

数据来源：Wind，华龙证券研究所（收盘截至 20250902；徐工机械盈利预测来自华龙证券研究所；其他数据均来自万得一致预期）

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	111,060	108,087	129,393	135,183	164,964	营业收入	92,848	91,660	101,914	114,881	131,281
现金	23,371	20,205	22,466	25,324	28,939	营业成本	73,533	70,991	78,933	88,975	101,678
应收票据及应收账款	43,658	42,388	54,537	53,937	70,445	税金及附加	442	415	435	513	591
其他应收款	2,072	2,972	2,636	3,685	3,538	销售费用	5,234	5,309	5,190	5,046	4,848
预付账款	1,677	1,940	2,081	2,451	2,729	管理费用	2,706	2,817	3,234	3,761	4,429
存货	32,378	32,543	39,642	41,727	51,258	研发费用	4,000	3,738	4,054	4,455	4,960
其他流动资产	7,905	8,039	8,031	8,059	8,056	财务费用	726	1,935	1,219	1,440	1,316
非流动资产	50,935	52,882	53,472	54,549	55,748	资产和信用减值损失	-1,471	-785	-939	-761	-919
长期股权投资	4,510	3,904	4,176	4,419	4,669	其他收益	724	928	697	703	763
固定资产	22,510	24,431	23,837	23,669	23,993	公允价值变动收益	179	-2	111	54	85
无形资产	7,994	9,581	10,313	11,198	11,700	投资净收益	-4	-57	195	82	54
其他非流动资产	15,920	14,966	15,147	15,263	15,386	资产处置收益	5	-10	-13	-6	-6
资产总计	161,995	160,970	182,864	189,732	220,713	营业利润	5,640	6,529	8,899	10,762	13,437
流动负债	86,366	79,795	99,245	101,218	125,185	营业外收入	96	94	127	106	106
短期借款	13,526	13,686	25,275	30,781	32,635	营业外支出	59	41	88	91	70
应付票据及应付账款	41,844	41,366	54,268	51,744	70,415	利润总额	5,678	6,582	8,938	10,777	13,473
其他流动负债	30,996	24,744	19,702	18,692	22,135	所得税	442	599	928	1,116	1,267
非流动负债	18,142	20,713	17,275	14,015	10,707	净利润	5,236	5,983	8,010	9,660	12,206
长期借款	14,513	17,831	14,393	11,134	7,825	少数股东损益	-90	7	-24	-52	-74
其他非流动负债	3,628	2,882	2,882	2,882	2,882	归属母公司净利润	5,326	5,976	8,034	9,712	12,280
负债合计	104,508	100,508	116,519	115,233	135,891	EBITDA	11,934	12,499	13,966	16,599	19,826
少数股东权益	1,342	1,153	1,129	1,077	1,003	EPS (元)	0.45	0.51	0.68	0.83	1.04
股本	11,816	11,816	11,816	11,816	11,816	主要财务比率					
资本公积	16,395	16,367	16,367	16,367	16,367	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	28,223	32,108	37,782	43,922	51,822	成长能力					
归属母公司股东权益	56,145	59,309	65,216	73,421	83,818	营业收入同比增速(%)	-1.03	-1.28	11.19	12.72	14.28
负债和股东权益	161,995	160,970	182,864	189,732	220,713	营业利润同比增速(%)	10.97	15.76	36.30	20.93	24.86
						归属于母公司净利润同比增速(%)	23.51	12.20	34.43	20.89	26.44
						获利能力					
						毛利率(%)	20.80	22.55	22.55	22.55	22.55
						净利率(%)	5.64	6.53	7.86	8.41	9.30
						ROE(%)	9.11	9.90	12.07	12.97	14.39
						ROIC(%)	7.18	7.35	8.25	9.14	10.50
						偿债能力					
						资产负债率(%)	64.51	62.44	63.72	60.73	61.57
						净负债比率(%)	39.68	40.16	33.55	29.17	19.75
						流动比率	1.29	1.35	1.30	1.34	1.32
						速动比率	0.82	0.86	0.83	0.85	0.84
						营运能力					
						总资产周转率	0.55	0.57	0.59	0.62	0.64
						应收账款周转率	2.31	2.30	2.30	2.30	2.30
						应付账款周转率	3.15	3.29	3.22	3.25	3.24
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.45	0.51	0.68	0.83	1.04
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.48	0.81	0.74	1.20
						每股净资产(最新摊薄)	4.75	5.02	5.55	6.25	7.13
						估值比率					
						P/E	15.0	17.6	14.1	11.7	9.2
						P/B	1.2	1.6	1.7	1.5	1.4
						EV/EBITDA	11.59	11.16	9.84	8.25	6.65

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知道的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 6-12 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、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的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街 189 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层 邮编：518046