

# 25H1 业绩稳健增长，新一轮股权激励发布

## 徐工机械(000425)

|        |      |             |            |
|--------|------|-------------|------------|
| 评级:    | 买入   | 股票代码:       | 000425     |
| 上次评级:  | 买入   | 52周最高价/最低价: | 10.36/5.95 |
| 目标价格:  |      | 总市值(亿)      | 1,158.84   |
| 最新收盘价: | 9.86 | 自由流通市值(亿)   | 915.91     |
|        |      | 自由流通股数(百万)  | 9,289.15   |

### 事件概述

公司发布2025年中报，发布2025年股票期权与限制性股票激励计划（草案）。

#### ►海外市场继续发力，海外收入占比进一步提升

根据公司财报，25H1公司实现营收548.1亿元，同比增长8.0%；实现归母净利润43.6亿元，同比增长16.6%。2025Q2公司实现营收279.9亿元，同比增长5.4%；实现归母净利润23.4亿元，同比增长8.8%。根据中报，25H1公司实现海外收入255.5亿元，同比增长16.6%，海外收入占比达46.6%。根据公司中报，徐工持续推进全球一体化运营和海外业务跨越式发展，公司逐步建立全球产能调配能力，“全球购、供全球”的供应链物流国际化运作模式正加快落地。目前，主要海外工厂的产能布局日趋完善，当地化率达50%。

#### ►土方机械保持正增长，看好非挖板块逐渐修复

根据公司中报，25H1公司土方机械收入达170亿元，高于其他板块收入，同比增速达22.4%；除土方机械外，25H1公司的起重机械、矿业机械、高空作业机械保持了收入正增长。展望未来，非挖板块业绩压力会逐步缩小，徐工机械整体业绩稳健增长可期。

#### ►发布新一轮股权激励，资产质量及净利率逐步提升

公司注重高质量发展，25H1公司经营性现金流净额37.3亿元，较去年同期增长107.6%。25H1公司资产负债率为64.9%，整体处于稳健水平。公司在新领导班子的带领下，国际化业务发展成效显著，资产质量逐步夯实。25H1公司净利率达8.06%，较2024年同期提升0.5pct。未来新徐工的资产质量和利润率中枢有望进一步提升。公司近期发布了2025年股票期权与限制性股票激励计划（草案），对未来业绩增长展现出了较强的信心。

### 投资建议

参考最新业绩报告，我们维持25-27年盈利预测，预计25-27年实现营业收入1011/1128/1247亿元，实现归母净利润80.7/105.0/119.1亿元，预计EPS分别为0.69/0.89/1.01元。公司2025/9/5日收盘股价9.86元，对应25-27年PE为14.4、11.0和9.7倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧，价格战未缓解的风险、海外市场拓展不及预期的风险、国内需求修复不及预期的风险。

## 盈利预测与估值

| 财务摘要       | 2023A  | 2024A  | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)  | 92,848 | 91,660 | 101,065 | 112,753 | 124,652 |
| YoY (%)    | -1.0%  | -1.3%  | 10.3%   | 11.6%   | 10.6%   |
| 归母净利润(百万元) | 5,326  | 5,976  | 8,066   | 10,495  | 11,907  |
| YoY (%)    | 23.5%  | 12.2%  | 35.0%   | 30.1%   | 13.4%   |
| 毛利率 (%)    | 20.8%  | 22.5%  | 24.5%   | 24.8%   | 24.8%   |
| 每股收益 (元)   | 0.45   | 0.51   | 0.69    | 0.89    | 1.01    |
| ROE        | 9.5%   | 10.1%  | 13.2%   | 14.6%   | 14.6%   |
| 市盈率        | 21.91  | 19.33  | 14.37   | 11.04   | 9.73    |

资料来源: Wind, 华西证券研究所

**分析师: 黄瑞连**

邮箱: huangr1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524030001

联系电话:

**分析师: 石城**

邮箱: shicheng@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524080001

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) |        |         |         |         | 现金流量表 (百万元)     |              |              |              |              |
|-----------|--------|---------|---------|---------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|           | 2024A  | 2025E   | 2026E   | 2027E   |                 | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| 营业总收入     | 91,660 | 101,065 | 112,753 | 124,652 | 净利润             | 5,983        | 8,074        | 10,508       | 11,919       |
| YoY (%)   | -1.3%  | 10.3%   | 11.6%   | 10.6%   | 折旧和摊销           | 4,106        | 4,652        | 5,173        | 5,792        |
| 营业成本      | 70,991 | 76,349  | 84,746  | 93,704  | 营运资金变动          | -5,558       | 7,528        | -13,890      | 12,284       |
| 营业税金及附加   | 415    | 505     | 564     | 623     | 经营活动现金流         | 5,720        | 22,771       | 3,007        | 31,393       |
| 销售费用      | 5,309  | 5,862   | 6,765   | 7,230   | 资本开支            | -2,644       | -4,651       | -5,206       | -6,112       |
| 管理费用      | 2,817  | 3,133   | 3,721   | 3,864   | 投资              | 169          | 0            | 0            | 0            |
| 财务费用      | 1,935  | 887     | 732     | 682     | 投资活动现金流         | -1,918       | -4,348       | -4,981       | -5,863       |
| 研发费用      | 3,738  | 4,548   | 5,074   | 5,609   | 股权募资            | 85           | -3,050       | 0            | 0            |
| 资产减值损失    | -582   | -1,680  | -400    | -720    | 债务募资            | 814          | 600          | -4,000       | -3,000       |
| 投资收益      | -57    | 303     | 226     | 249     | 筹资活动现金流         | -6,659       | -3,539       | -5,036       | -6,416       |
| 营业利润      | 6,529  | 8,707   | 11,371  | 12,905  | 现金净流量           | -2,958       | 14,885       | -7,010       | 19,114       |
| 营业外收支     | 53     | 50      | 50      | 50      |                 |              |              |              |              |
| 利润总额      | 6,582  | 8,757   | 11,421  | 12,955  | <b>主要财务指标</b>   | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| 所得税       | 599    | 683     | 914     | 1,036   | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 净利润       | 5,983  | 8,074   | 10,508  | 11,919  | 营业收入增长率         | -1.3%        | 10.3%        | 11.6%        | 10.6%        |
| 归属于母公司净利润 | 5,976  | 8,066   | 10,495  | 11,907  | 净利润增长率          | 12.2%        | 35.0%        | 30.1%        | 13.4%        |
| YoY (%)   | 12.2%  | 35.0%   | 30.1%   | 13.4%   | <b>盈利能力</b>     |              |              |              |              |
| 每股收益      | 0.51   | 0.69    | 0.89    | 1.01    | 毛利率             | 22.5%        | 24.5%        | 24.8%        | 24.8%        |
|           |        |         |         |         | 净利率             | 6.5%         | 8.0%         | 9.3%         | 9.6%         |
|           |        |         |         |         | 总资产收益率 ROA      | 3.7%         | 4.6%         | 5.8%         | 5.9%         |
|           |        |         |         |         | 净资产收益率 ROE      | 10.1%        | 13.2%        | 14.6%        | 14.6%        |
|           |        |         |         |         | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
|           |        |         |         |         | 流动比率            | 1.35         | 1.35         | 1.46         | 1.48         |
|           |        |         |         |         | 速动比率            | <b>0.85</b>  | <b>0.93</b>  | <b>0.93</b>  | <b>1.09</b>  |
|           |        |         |         |         | 现金比率            | 0.25         | 0.33         | 0.27         | 0.42         |
|           |        |         |         |         | 资产负债率           | 62.4%        | 64.6%        | 59.7%        | 59.2%        |
|           |        |         |         |         | <b>经营效率</b>     |              |              |              |              |
|           |        |         |         |         | 总资产周转率          | 0.57         | 0.60         | 0.63         | 0.65         |
|           |        |         |         |         | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
|           |        |         |         |         | 每股收益            | 0.51         | 0.69         | 0.89         | 1.01         |
|           |        |         |         |         | 每股净资产           | 5.02         | 5.20         | 6.11         | 6.93         |
|           |        |         |         |         | 每股经营现金流         | 0.48         | 1.94         | 0.26         | 2.67         |
|           |        |         |         |         | 每股股利            | 0.18         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
|           |        |         |         |         | <b>估值分析</b>     |              |              |              |              |
|           |        |         |         |         | PE              | 19.33        | 14.37        | 11.04        | 9.73         |
|           |        |         |         |         | PB              | 1.58         | 1.90         | 1.61         | 1.42         |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

| 公司评级标准                         | 投资评级 | 说明                             |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%    |
|                                | 增持   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间   |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|                                | 减持   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间    |
|                                | 卖出   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%    |
| 行业评级标准                         |      |                                |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐   | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%  |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|                                | 回避   | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%  |

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。