

分析师：刘智
 登记编码：S0730520110001
 liuzhi@ccnew.com 021-50586775

行业复苏盈利修复，土方机械和出口带动业绩增长

——徐工机械(000425)2025 年中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(首次)

市场数据(2025-09-10)

发布日期：2025 年 09 月 11 日

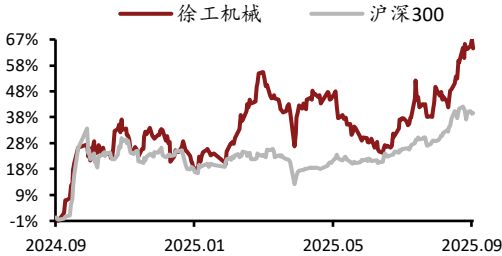
收盘价(元)	9.87
一年内最高/最低(元)	10.08/6.07
沪深 300 指数	4,445.36
市净率(倍)	1.92
流通市值(亿元)	916.84

基础数据(2025-06-30)

每股净资产(元)	5.14
每股经营现金流(元)	0.32
毛利率(%)	22.03
净资产收益率_摊薄(%)	7.21
资产负债率(%)	64.92
总股本/流通股(万股)	1,175,297.25/928,914.9

B 股/H 股(万股) 0/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点：

徐工机械发布 2025 半年度报告显示，公司上半年实现营业收入 548.08 亿元，同比增长 8.04%；归母净利润 43.58 亿元，同比增长 16.63%；扣非归母净利润 44.67 亿元，同比增长 35.57%。

● 土方机械增长 22.37%，出口增长 16.64%提升到营收的 46.61%

公司 2025 年上半年实现营业收入 548.08 亿元，同比增长 8.04%；归母净利润 43.58 亿元，同比增长 16.63%；扣非归母净利润 44.67 亿元，同比增长 35.57%。业绩符合预期。

分业务看，传统工程机械：

- 1) 土方机械营业收入 170.19 亿，同比增长 22.37%，占营业收入 31.05%；
- 2) 起重机械营业收入 104.74 亿，同比增长 3.74%，占营业收入 19.11%；
- 3) 其他工程机械、备件及其他营业收入 153.95 亿，同比增长 2.87%，占营业收入 28.09%；
- 4) 矿业机械、高空作业车、桩工机械分别实现营业收入 47.33 亿、45.72 亿、26.15 亿，同比分别变化+6.32%、+1%、-6.02%。

公司国外营业收入 254.46 亿，同比增长 16.64%，占营业收入比例为 46.61%，国际业务占比同比去年提升 3.55 个百分点。国内营业收入 292.63 亿，同比增长 1.5%。土方机械和出口业务增长带动了公司上半年营业收入增长。

● 毛利率稳中有升，期间费用明显下降，盈利能力稳步提升

2025 年中报公司毛利率为 22.03%、同比下降 0.86 个百分点；净利率为 8.06%，同比上升 0.54 个百分点；扣非净利率 8.15%，同比上升 1.51 个百分点。净利率上升的主要原因是：1) 公司降本增效，各类期间费用率明显下降，其中销售费用率下降 1.54 个百分点，财务费用率下降了 3.87 个百分点；2) 国际业务增速和营收占比提升，国际业务毛利率高于国内业务；3) 公司各种资产减值、信用减值计提较去年同期大幅增加。

分业务：土方机械毛利率 25.66%，同比提升 0.39 个百分点；起重机械毛利率 21.18%，同比上升 0.6 个百分点；其他工程机械配件及其他毛利率 17.07%，同比上升了 0.09 个百分点。

分地区：国内业务毛利率 20.29%，同比上升 0.16 个百分点；国外业务毛利率 24.02%，同比上升 1.11 个百分点，国外业务毛利率比国内业务高出 3.73 个百分点。

● 工程机械行业持续复苏，国际化持续拓宽公司天花板

徐工机械是国内工程机械龙头企业，工程机械包括铲土运输机械、挖掘机械、起重机械、工业车辆、路面施工与养护机械等 21 大类。公司产品中汽车起重机、随车起重机、压路机等 16 类主机位居国内行业第一。

工程机械行业 2024 年开始出现明显复苏趋势，2025 年开始行业出现全面回暖，主要产品销量持续正增长，带动了行业龙头企业盈利快速修复。我们认为工程机械设备更新周期带来的行业复苏持续，龙头企业盈利仍有进一步增长空间。

此外，本轮工程机械龙头出海势头良好，海外市场已经成为龙头企业发展壮大 的必争之路，徐工作为工程机械巨头在国际化路线布局较早，基础深厚，国际化战略的持续推进有望进一步拓宽公司天花板。

● 盈利预测与估值

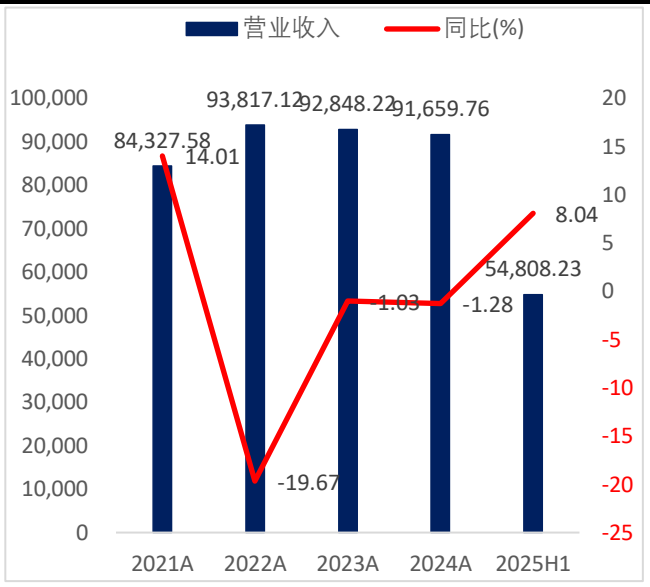
徐工机械是国内工程机械龙头，公司持续推动工程机械产业链优化，持续推动出海战略、发展战略新兴产业，增强公司核心竞争力，有望打开新的成长空间。我们预测公司 2025 年-2027 年营业收入分别为 1016.54 亿、1158.62 亿、1314.71 亿，归母净利润分别为 80.89 亿、100.55 亿、116.99 亿，对应的 PE 分别为 14.34X、11.54X、9.92X，公司估值较低，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：1：国内工程机械需求不及预期；2：出口需求、业务拓展不及预期；3：行业竞争加剧，毛利率下滑；4：原材料价格上涨的波动；5：其他不可预料的国际化风险。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	92,848	91,660	101,654	115,862	131,471
增长比率（%）	-1.03	-1.28	10.90	13.98	13.47
净利润（百万元）	5,326	5,976	8,089	10,055	11,699
增长比率（%）	23.51	12.20	35.35	24.31	16.35
每股收益(元)	0.45	0.51	0.69	0.86	1.00
市盈率(倍)	21.78	19.41	14.34	11.54	9.92

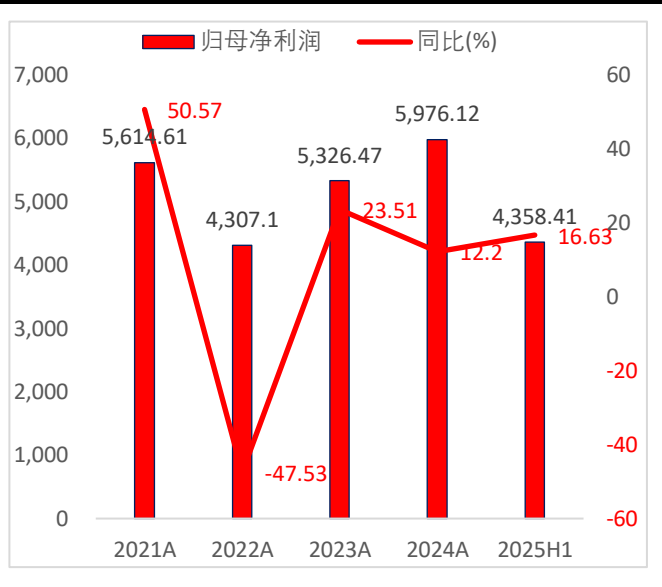
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司营业收入（百万元）



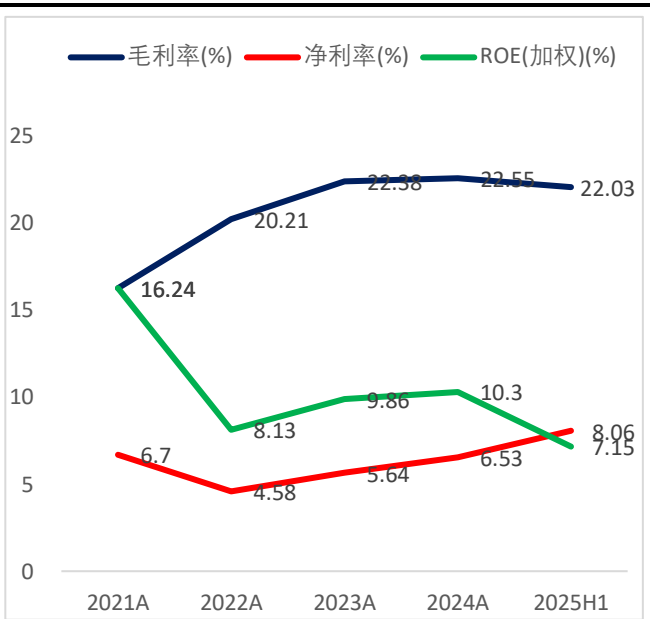
资料来源：Wind、中原证券研究所

图 2：公司归母净利润（百万元）



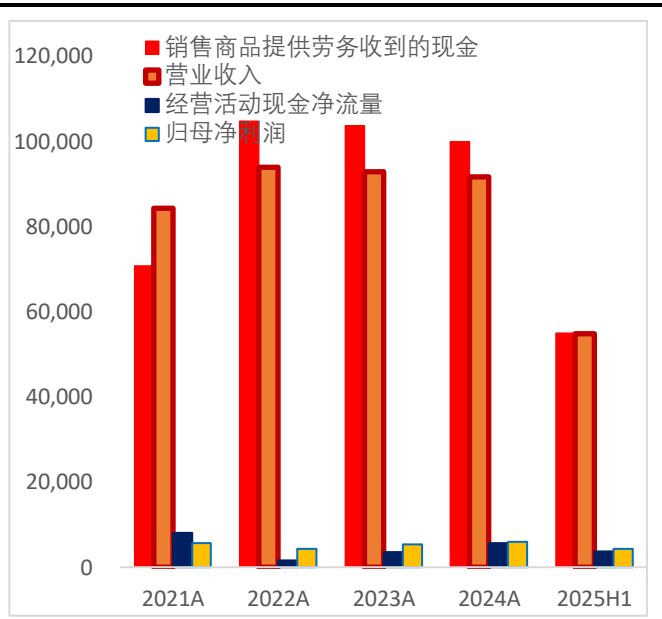
资料来源：Wind、中原证券研究所

图 3：公司盈利能力指标



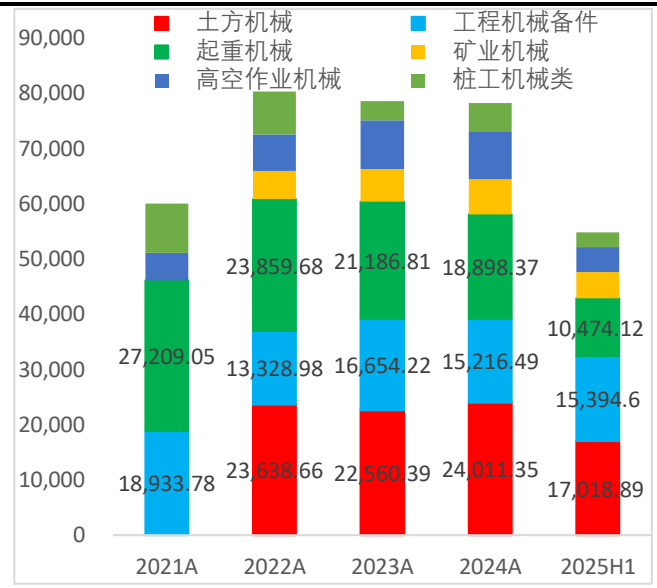
资料来源：Wind、中原证券研究所

图 4：公司经营现金净流量（百万元）



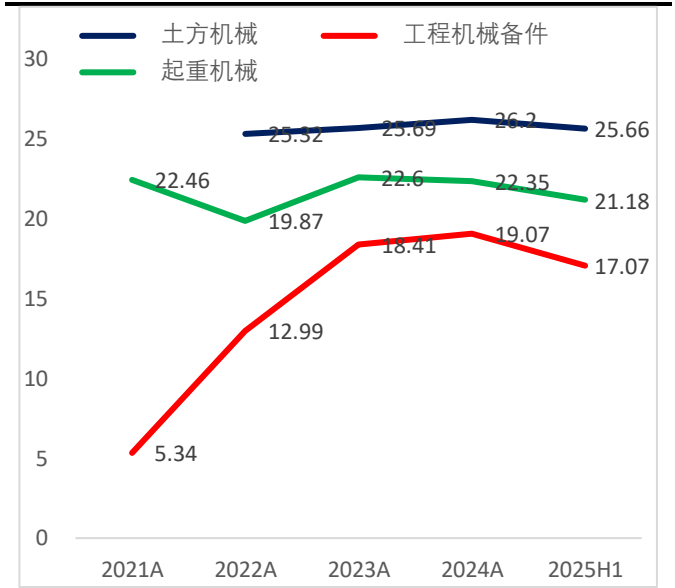
资料来源：Wind、中原证券研究所

图 5: 分业务营业收入 (百万元)



资料来源: Wind、中原证券研究所

图 6: 分业务毛利率 (%)



资料来源: Wind、中原证券研究所

图 7: 公司 2025 年中报主要营业收入结构 (元、%)

	本报告期		上年同期		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	54,808,231,312.22	100%	50,730,416,805.91	100%	8.04%
分行业					
工程机械行业	54,808,231,312.22	100.00%	50,730,416,805.91	100.00%	8.04%
分产品					
起重机械	10,474,120,705.93	19.11%	10,096,189,211.09	19.90%	3.74%
土方机械	17,018,892,408.34	31.05%	13,907,673,229.51	27.41%	22.37%
桩工机械	2,615,221,169.42	4.77%	2,782,755,673.54	5.49%	-6.02%
高空作业机械	4,572,074,556.78	8.34%	4,527,016,290.35	8.92%	1.00%
矿业机械	4,733,318,473.35	8.64%	4,452,021,428.35	8.78%	6.32%
其他工程机械、 备件及其他	15,394,603,998.40	28.09%	14,964,760,973.07	29.50%	2.87%
分地区					
境内	29,262,700,538.79	53.39%	28,829,448,667.92	56.83%	1.50%
境外	25,545,530,773.43	46.61%	21,900,968,137.99	43.17%	16.64%

资料来源: 徐工机械 2025 年中报、中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	111,060	108,087	122,799	135,930	150,764
现金	23,371	20,205	25,679	27,443	29,796
应收票据及应收账款	43,658	42,388	47,034	52,824	59,628
其他应收款	2,072	2,972	2,953	3,496	3,918
预付账款	1,677	1,940	2,029	2,350	2,650
存货	32,378	32,543	36,238	40,428	45,039
其他流动资产	7,905	8,039	8,866	9,389	9,732
非流动资产	50,935	52,882	53,820	53,625	53,211
长期投资	4,510	3,904	3,928	3,981	4,025
固定资产	22,510	24,431	25,371	25,744	25,737
无形资产	7,374	8,623	8,611	8,330	8,127
其他非流动资产	16,541	15,925	15,910	15,570	15,323
资产总计	161,995	160,970	176,619	189,555	203,975
流动负债	86,366	79,795	92,290	98,577	105,761
短期借款	13,526	13,686	20,440	18,974	16,852
应付票据及应付账款	41,844	41,366	46,671	52,692	59,929
其他流动负债	30,996	24,744	25,180	26,911	28,980
非流动负债	18,142	20,713	20,732	20,543	20,023
长期借款	12,515	12,635	12,750	12,961	12,650
其他非流动负债	5,626	8,078	7,982	7,582	7,373
负债合计	104,508	100,508	113,022	119,120	125,784
少数股东权益	1,342	1,153	1,165	1,179	1,196
股本	11,816	11,816	11,753	11,753	11,753
资本公积	16,395	16,367	16,304	16,304	16,304
留存收益	28,223	32,108	38,302	45,126	52,865
归属母公司股东权益	56,145	59,309	62,432	69,256	76,995
负债和股东权益	161,995	160,970	176,619	189,555	203,975

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,571	5,720	10,508	10,217	12,285
净利润	5,236	5,983	8,101	10,069	11,716
折旧摊销	3,968	4,106	1,380	1,536	1,660
财务费用	1,579	1,471	1,242	1,352	1,273
投资损失	-545	-427	43	57	62
营运资金变动	-7,281	-5,558	-1,396	-3,613	-3,175
其他经营现金流	613	144	1,137	816	750
投资活动现金流	1,411	-1,918	-3,505	-1,423	-1,338
资本支出	-5,903	-2,644	-2,232	-1,313	-1,233
长期投资	5,272	169	-24	-53	-44
其他投资现金流	2,042	558	-1,249	-57	-62
筹资活动现金流	-7,778	-6,659	-1,855	-7,029	-8,595
短期借款	-4,072	159	6,754	-1,466	-2,122
长期借款	-2,992	119	115	211	-311
普通股增加	0	0	-63	0	0
资本公积增加	-389	-28	-63	0	0
其他筹资现金流	-326	-6,909	-8,598	-5,774	-6,162
现金净增加额	-2,974	-2,958	5,266	1,765	2,353

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	92,848	91,660	101,654	115,862	131,471
营业成本	73,533	70,991	78,589	89,288	101,338
营业税金及附加	442	415	468	531	603
营业费用	5,234	5,309	5,083	5,793	6,574
管理费用	2,706	2,817	2,948	3,427	3,863
研发费用	4,000	3,738	4,269	4,819	5,486
财务费用	726	1,935	838	839	724
资产减值损失	-692	-582	-683	-586	-540
其他收益	724	928	508	777	807
公允价值变动收益	179	-2	0	0	0
投资净收益	-4	-57	-43	-57	-62
资产处置收益	5	-10	-6	-8	-9
营业利润	5,640	6,529	8,857	11,032	12,847
营业外收入	96	94	107	114	121
营业外支出	59	41	62	77	91
利润总额	5,678	6,582	8,902	11,069	12,877
所得税	442	599	801	1,000	1,162
净利润	5,236	5,983	8,101	10,069	11,716
少数股东损益	-90	7	12	14	17
归属母公司净利润	5,326	5,976	8,089	10,055	11,699
EBITDA	10,222	12,658	11,120	13,444	15,262
EPS (元)	0.45	0.51	0.69	0.86	1.00

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-1.03	-1.28	10.90	13.98	13.47
营业利润 (%)	10.97	15.76	35.65	24.55	16.45
归属母公司净利润 (%)	23.51	12.20	35.35	24.31	16.35
获利能力					
毛利率 (%)	20.80	22.55	22.69	22.94	22.92
净利率 (%)	5.74	6.52	7.96	8.68	8.90
ROE (%)	9.49	10.08	12.96	14.52	15.19
ROIC (%)	5.70	7.49	7.85	9.17	10.05
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.51	62.44	63.99	62.84	61.67
净负债比率 (%)	181.79	166.23	177.72	169.12	160.87
流动比率	1.29	1.35	1.33	1.38	1.43
速动比率	0.82	0.85	0.85	0.88	0.91
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.57	0.60	0.63	0.67
应收账款周转率	2.31	2.30	2.43	2.49	2.51
应付账款周转率	3.15	3.29	3.32	3.34	3.35
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.45	0.51	0.69	0.86	1.00
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.30	0.49	0.89	0.87	1.05
每股净资产 (最新摊薄)	4.78	5.05	5.31	5.89	6.55
估值比率					
P/E	21.78	19.41	14.34	11.54	9.92
P/B	2.07	1.96	1.86	1.67	1.51
EV/EBITDA	8.30	9.23	12.56	10.13	8.60

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。