

徐工机械(000425)

报告日期: 2025年09月26日

## 签署中国绿色矿机出口最大单, 迈向全球工程机械龙头

## ——徐工机械点评报告

## 投资要点

- 事件: 徐工集团与澳大利亚福德士河集团签署绿色采矿设备解决方案战略合作协议
  - 本次订单为中国绿色矿机出口最大单: 徐工将在 2028-2030 年期间为福德士河集团提供 150-200 台 240 吨纯电动矿卡。
  - 公司矿机版图日益完备: 与必和必拓、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; 连续六年上榜全球露天矿山挖运设备制造商五强 (2024 年第四名), 剑指全球前三。
- 公司拟推机械行业最大激励计划之一, 彰显发展信心  
公司拟向不超过 4700 人授予权益激励, 包括股票期权激励和限制性股票激励, 拟授予权益总计 4.7 亿股, 约占公司股本总额的 4%。首次授予 4.23 亿股 (其余为预留), 约占公司股本总额的 3.6%、本激励计划拟授予权益总数的 90%。
  - 股票期权激励计划: 拟授予 1.55 亿份股票期权, 约占公司股本总额的 1.3%。首次授予 1.39 亿份 (其余为预留), 约占公司股本总额的 1.2%、本激励计划拟授予期权总数的 89.9%。股票期权自授予之日起满 24 个月后可开始行权。
  - 限制性股票激励计划: 拟授予 3.15 亿股限制性股票, 约占公司股本总额的 2.7%。首次授予 2.84 亿股 (其余为预留), 约占公司股本总额的 2.4%、本激励计划拟授予限制性股票总数的 90.1%。限制性股票自授予之日起满 24 个月解除限售。
- 2025 半年度业绩稳健, “四个结构” 调整助力高质量发展
  - 2025 上半年实现营收 548 亿元, 同比增长 8%; 实现归母净利润 43.6 亿元, 同比增长 17%; 实现经营性现金流净额 37.3 亿元, 同比增长 108%。
  - “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。
- 核心逻辑: 工程机械行业筑底向上, 公司混改效益凸显
  - 工程机械行业筑底向上: 1-8 月, 挖机内销同比增长 22%, 出口同比增长 13%。雅下水电站、新藏铁路等大型基建项目有望拉动工程机械内需, 公司有望受益。
  - 混改效益凸显, 经营质量提升: 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%; 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。
- 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 17、13、11 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。

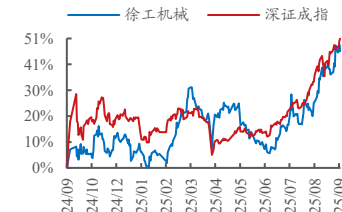
## 投资评级: 买入(维持)

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 ¥10.36  
总市值(百万元) 121,760.79  
总股本(百万股) 11,752.97

## 股票走势图



## 相关报告

- 《推机械行业最大股权激励计划之一, 迈向全球工程机械龙头》 2025.09.02
- 《上半年扣非归母净利润同比增长 36%, 经营质量提升显著》 2025.09.01
- 《雅下水电工程开工, 公司深度参与有望受益》 2025.07.25

## 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	20	17	13	11
ROE	10%	12%	13%	15%

资料来源: 浙商证券研究所

**表1: 股票期权/限制性股票激励计划的行权/解禁期及各期时间**

行权/解禁期	行权/解禁时间（起止点均为交易日）	可行权数/解禁数占获授权益总数的比例
首次授予及预留部分第一个行权/解禁期	自授予之日起的： 第 24 个月后首个交易日-第 36 个月内最后一个交易日	1/3
首次授予及预留部分第二个行权/解禁期	自授予之日起的： 第 36 个月后首个交易日-第 48 个月内最后一个交易日	1/3
首次授予及预留部分第三个行权/解禁期	自授予之日起的： 第 48 个月后首个交易日-第 60 个月内最后一个交易日	1/3

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**表2: 股票期权/限制性股票的行权/解禁业绩考核条件**

年度	业绩考核条件
首次授予第一个行权/解禁期	①2025 年度净资产收益率不低于 10%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； ②2025 年度净利润不低于 65 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； ③2025 年度经营活动现金流量净额不低于 55 亿元。
首次授予第二个/预留部分第一个行权/解禁期	①2026 年度净资产收益率不低于 11%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； ②2026 年度净利润不低于 75 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；或 2025-2026 年净利润累计值不低于 140 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； ③2026 年度经营活动现金流量净额不低于 65 亿元。
首次授予第三个/预留部分第二个行权/解禁期	①2027 年度净资产收益率不低于 12%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； ②2027 年度净利润不低于 100 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；或 2025-2027 年净利润累计值不低于 240 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； ③2027 年度经营活动现金流量净额不低于 90 亿元。
预留部分第三个行权/解禁期	①2028 年度净资产收益率不低于 14%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； ②2028 年度净利润不低于 120 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；或 2025-2028 年净利润累计值不低于 360 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； ③2028 年度经营活动现金流量净额不低于 120 亿元。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：上述“净利润”及“净资产收益率”均以经审计的归属于上市公司股东的净利润作为计算依据

图1: 重点公司估值表 (数据截至 2025.9.25)

工程机械行业重点公司估值表 (数据更新至2025年9月25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	1877	22.15	59.8	85.0	110.3	31	22	17	2.6	9%
601100.SH	*恒立液压	1252	93.34	25.1	27.5	31.7	50	46	39	7.6	17%
<b>000425.SZ</b>	<b>*徐工机械</b>	1218	10.36	59.8	73.0	94.5	20	17	13	2.1	10%
000157.SZ	*中联重科	669	7.74	35.2	49.1	61.1	19	14	11	1.2	6%
000528.SZ	*柳工	216	10.63	13.3	18.4	25.2	16	12	9	1.2	8%
000680.SZ	*山推股份	151	10.07	11.0	13.5	17.5	14	11	9	2.7	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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	160970	175898	196500	215456
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	20713	19537	17888	17414
长期借款	12635	11198	10540	9493
其他	8078	8339	7348	7922
<b>负债合计</b>	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
<b>负债和股东权益</b>	160970	175898	196500	215456

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	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)
<b>投资活动现金流</b>	(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)
<b>筹资活动现金流</b>	(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)
<b>现金净增加额</b>	(2857)	13516	(1599)	2364

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	6529	8152	10378	12726
营业外收支	53	7	32	31
<b>利润总额</b>	6582	8159	10410	12757
所得税	599	848	946	1216
<b>净利润</b>	5983	7310	9464	11541
少数股东损益	7	9	12	14
<b>归属母公司净利润</b>	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
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标(元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	20	17	13	11
P/B	2.06	1.87	1.68	1.48
EV/EBITDA	9.61	10.41	8.83	7.26

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>