

2025 年 11 月 01 日

收入稳健增长，利润率保持平稳

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:	12.1/7.13
目标价格:		总市值(亿)	1,250.52
最新收盘价:	10.64	自由流通市值(亿)	988.37
		自由流通股数(百万)	9,289.15

事件概述

公司发布 2025 年三季度报。

►收入稳健增长，利润率保持平稳

根据公司财报，25Q3 公司实现营收 233.5 亿元，同比增长 21.0%；实现归母净利润 16.2 亿元，同比增长 0.2%。2025Q1-3 公司实现营收 781.6 亿元，同比增长 11.6%；实现归母净利润 59.8 亿元，同比增长 11.7%。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%。从利润率看，公司 25Q3 毛利率为 23.0%，较去年同期略降 2.5pct，环比 25Q2 提升 1.0pct，主要原因或是产品结构及国内外收入结构变动的影响，整体利润率保持相对平稳。

►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，资产质量稳中有进

公司注重高质量发展，25Q3 公司经营性现金流净额 19.7 亿元，较去年同期增长 482%。25Q3 公司资产负债率为 65.9%，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。25Q3 公司净利率达 7.14%，较 2024 年同期下降约 1.3pct，核心系费用端影响。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，我们调整 25-27 年盈利预测，25-27 年营业收入由 1011/1128/1247 亿元调整至 1011/1132/1267 亿元，归母净利润由 80.7/105.0/119.1 亿元调整至 76.7/95.9/113.6 亿元，EPS 由 0.69/0.89/1.01 元调整至 0.65/0.82/0.97 元。公司 2025/10/31 日收盘股价 10.64 元，对应 25-27 年 PE 为 15.1、12.1 和 10.2 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	113,232	126,743
YoY (%)	-1.0%	-1.3%	10.3%	12.0%	11.9%
归母净利润(百万元)	5,326	5,976	7,669	9,587	11,355
YoY (%)	23.5%	12.2%	28.3%	25.0%	18.5%
毛利率 (%)	20.8%	22.5%	24.5%	24.8%	24.9%
每股收益 (元)	0.45	0.51	0.65	0.82	0.97
ROE	9.5%	10.1%	12.6%	13.5%	14.0%
市盈率	21.91	19.33	15.11	12.09	10.21

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)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	91,660	101,065	113,232	126,743	净利润	5,983	7,676	9,598	11,367
YoY (%)	-1.3%	10.3%	12.0%	11.9%	折旧和摊销	4,106	4,652	5,173	5,792
营业成本	70,991	76,349	85,148	95,238	营运资金变动	-5,558	12,076	-18,664	16,731
营业税金及附加	415	505	566	634	经营活动现金流	5,720	27,225	-1,751	36,018
销售费用	5,309	5,862	6,794	7,351	资本开支	-2,644	-4,651	-5,207	-6,113
管理费用	2,817	3,133	3,737	3,929	投资	169	0	0	0
财务费用	1,935	887	691	691	投资活动现金流	-1,918	-4,651	-5,207	-6,113
研发费用	3,738	4,548	5,095	5,703	股权募资	85	-3,050	0	0
资产减值损失	-582	-1,680	-1,100	-1,200	债务募资	814	600	-4,000	-3,000
投资收益	-57	0	0	0	筹资活动现金流	-6,659	-3,539	-5,036	-6,416
营业利润	6,529	8,404	10,497	12,441	现金净流量	-2,958	19,035	-11,993	23,489
营业外收支	53	50	50	50	主要财务指标				
利润总额	6,582	8,454	10,547	12,491	成长能力				
所得税	599	778	949	1,124	营业收入增长率	-1.3%	10.3%	12.0%	11.9%
净利润	5,983	7,676	9,598	11,367	净利润增长率	12.2%	28.3%	25.0%	18.5%
归属于母公司净利润	5,976	7,669	9,587	11,355	盈利能力				
YoY (%)	12.2%	28.3%	25.0%	18.5%	毛利率	22.5%	24.5%	24.8%	24.9%
每股收益	0.51	0.65	0.82	0.97	净利率	6.5%	7.6%	8.5%	9.0%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	3.7%	4.4%	5.3%	5.6%
货币资金	20,205	34,498	22,505	45,994	净资产收益率 ROE	10.1%	12.6%	13.5%	14.0%
预付款项	1,940	1,527	1,703	1,905	偿债能力				
存货	32,543	30,901	39,676	33,898	流动比率	1.35	1.34	1.45	1.47
其他流动资产	53,399	55,796	64,280	68,844	速动比率	0.85	0.93	0.92	1.07
流动资产合计	108,087	122,722	128,164	150,641	现金比率	0.25	0.38	0.25	0.45
长期股权投资	3,904	3,904	3,904	3,904	资产负债率	62.4%	64.8%	60.0%	59.7%
固定资产	24,431	24,041	24,124	24,573	经营效率				
无形资产	8,623	8,623	8,623	8,623	总资产周转率	0.57	0.60	0.64	0.66
非流动资产合计	52,882	52,830	52,858	53,166	每股指标 (元)				
资产合计	160,970	175,552	181,021	203,807	每股收益	0.51	0.65	0.82	0.97
短期借款	13,686	12,686	10,686	8,686	每股净资产	5.02	5.16	6.06	6.89
应付账款及票据	41,366	51,950	49,755	64,002	每股经营现金流	0.48	2.32	-0.15	3.06
其他流动负债	24,744	26,757	27,923	29,696	每股股利	0.18	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	79,795	91,393	88,364	102,383	估值分析				
长期借款	12,635	14,235	12,235	11,235	PE	19.33	15.11	12.09	10.21
其他长期负债	8,078	8,078	8,078	8,078	PB	1.58	1.91	1.63	1.43
非流动负债合计	20,713	22,313	20,313	19,313					
负债合计	100,508	113,706	108,677	121,696					
股本	11,816	11,460	11,460	11,460					
少数股东权益	1,153	1,161	1,172	1,184					
股东权益合计	60,462	61,846	72,344	82,111					
负债和股东权益合计	160,970	175,552	181,021	203,807					

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。