

徐工机械 (000425.SZ)

单季收入增速突出，业绩预期明确向上

事件：徐工机械发布 2025 年三季报，Q1-3，公司实现营业总收入 781.57 亿元，同比+11.61%，归母净利润 59.77 亿元，同比+11.67%；单 Q3，公司实现营业总收入 233.49 亿元，同比+20.99%，归母净利润 16.19 亿元，同比+0.21%。公司业绩稳定增长，整体表现符合预期。

□ **核心竞争力稳固，创整体上市后单季收入增速新高。**根据工程机械工业协会，2025 年 1-9 月，挖机行业总销量 17.4 万台，同比+18.09%，其中内销同比+21.55%、出口同比+14.61%；非挖品类内销同比“7 升 3 降”、出口同比“8 升 2 降”；全品类复苏、内外需共振的 β 逻辑较上半年进一步巩固。公司层面，2025 年 Q1-3 营收增速分别为 10.92%、5.41%、20.99%，其中 Q3 收入增速表现突出，创整体上市后、新一轮行业周期中的单季度收入增速新高，主要系：一方面公司作为全品类龙头受益于行业景气升级，另一方面公司下半年来非挖内销显著回暖、矿机海外交付加速。展望 2026 年，内需迎来全面复苏的首年，海外持续发力矿机等新兴业务，看好公司收入增长边际加速。

□ **经营性利润表现良好，单季现金流大超预期。**2025 年 Q1-3，公司毛利率、净利率 22.33%、7.78%，同比+0.36pct、+0.04pct；2025 年 Q3，公司毛利率、净利率 23.02%、7.14%，同比-0.63pct、-1.29pct。公司毛利率表现整体稳健，单季小幅下滑主要系受内销收入占比提升、二手机等滞留资产加速处置、德国施维英毛利率波动等影响。公司单季销管研费用率合计 12.46%，同比-1.14pct，规模化效应带来销售、管理费用率下降，但汇兑损失导致财务费用率、投资收益/营业收入合计影响净利率-1.99pct；若剔除汇兑影响，公司单季经营性业绩同比增速超 50%。经营性利润表现良好的同时，公司单季实现经营性现金流净额 19.67 亿元，同比+481.95%，净现比达 1.22，反映的是公司持续加强订单回款管理力度、经营质量显著优化。展望 2026 年，随着公司研发/采购/物流多维度持续降本、数字化经营管理能力不断增强、阶段性的费用投入逐步压降、经营质量进一步优化，公司利润弹性有望继续释放。

□ **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 1022.18、1140.17、1300.73 亿元，同比增长 12%、12%、14%；归母净利润分别为 72.87、90.54、113.56 亿元，同比增长 22%、24%、25%；对应 PE 分别为 17.2X、13.8X、11X。公司作为工程机械综合龙头主机厂，充分受益于内外需 β 共振，同时国企改革、新品拓展 α 持续兑现为基本面向上，盈利能力与全球竞争力有望持续提升，具备较高长期价值，维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示：**国内市场复苏不及预期，海外业务拓展不及预期，新兴业务拓展不及预期，国际贸易摩擦加剧。

强烈推荐（维持）

中游制造/机械

目标估值：NA

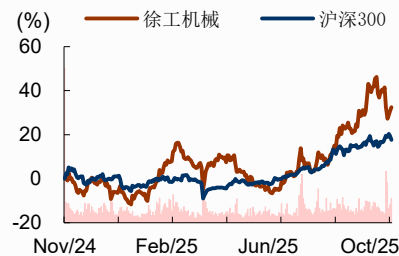
当前股价：10.64 元

基础数据

总股本（百万股）	11753
已上市流通股（百万股）	9289
总市值（十亿元）	125.1
流通市值（十亿元）	98.8
每股净资产（MRQ）	5.1
ROE（TTM）	11.1
资产负债率	65.9%
主要股东 徐州工程机械集团有限公司	
主要股东持股比例	20.94%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	21	44
相对表现	-3	-2	25



相关报告

- 1、《徐工机械 (000425) 一高质量发展成效显著，国企龙头风正一帆悬》2025-09-02
- 2、《徐工机械 (000425) 利润率稳步增长，海外量质齐增，现金流显著改善》2025-05-06
- 3、《徐工机械 (000425) 毛利率显著提升，经营性改革显现成效》2024-10-31

郭倩倩 S1090525060003

guoqianqian@cmschina.com.cn

高杨洋 S1090525070002

gaoyangyang@cmschina.com.cn

朱鹏丞 研究助理

zhupengcheng1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	92848	91660	102218	114017	130073
同比增长	-1%	-1%	12%	12%	14%
营业利润(百万元)	5640	6529	7936	9853	12406
同比增长	11%	16%	22%	24%	26%
归母净利润(百万元)	5326	5976	7287	9054	11356
同比增长	24%	12%	22%	24%	25%
每股收益(元)	0.45	0.51	0.62	0.77	0.97
PE	23.5	20.9	17.2	13.8	11.0
PB	2.2	2.1	1.9	1.8	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	111060	108087	107033	118349	135164
现金	23371	20205	9358	9743	11691
交易性投资	39	54	54	54	54
应收票据	3660	2612	2913	3249	3706
应收款项	39998	39776	44358	49478	56446
其它应收款	2072	2972	3314	3696	4217
存货	32378	32543	35986	39822	45033
其他	9542	9925	11050	12307	14016
非流动资产	50935	52882	54040	54148	53189
长期股权投资	4510	3904	3904	3904	3904
固定资产	22510	24431	24964	24957	24343
无形资产商誉	7994	9581	8623	7761	6985
其他	15920	14966	16550	17527	17957
资产总计	161995	160970	161073	172497	188353
流动负债	86366	79795	74783	79771	87488
短期借款	13526	13686	15142	14504	14576
应付账款	41844	41366	45742	50618	57242
预收账款	4708	4923	5444	6024	6812
其他	26288	19821	8456	8626	8858
长期负债	18142	20713	20713	20713	20713
长期借款	12515	12635	12635	12635	12635
其他	5626	8078	8078	8078	8078
负债合计	104508	100508	95496	100484	108201
股本	11816	11816	11816	11816	11816
资本公积金	16031	15630	15630	15630	15630
留存收益	28297	31862	37023	43526	51713
少数股东权益	1342	1153	1107	1040	993
归属于母公司所有者权益	56145	59309	64469	70972	79159
负债及权益合计	161995	160970	161073	172497	188353

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3571	5720	8523	10074	11312
净利润	5236	5983	7242	8987	11308
折旧摊销	3968	4106	4842	5392	5959
财务费用	1579	1471	1430	1200	1451
投资收益	(545)	(427)	(248)	(200)	(184)
营运资金变动	(5990)	(4749)	(4743)	(5305)	(7223)
其它	(678)	(665)	0	0	0
投资活动现金流	1411	(1918)	(5752)	(5300)	(4816)
资本支出	(5967)	(2938)	(6000)	(5500)	(5000)
其他投资	7378	1021	248	200	184
筹资活动现金流	(7778)	(6659)	(13618)	(4389)	(4547)
借款变动	402	(4595)	(10061)	(638)	73
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(753)	(401)	0	0	0
股利分配	(4490)	(2127)	(2127)	(2551)	(3169)
其他	(2938)	464	(1430)	(1200)	(1451)
现金净增加额	(2796)	(2857)	(10847)	385	1949

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	92848	91660	102218	114017	130073
营业成本	72064	70991	78500	86868	98236
营业税金及附加	442	415	463	516	589
营业费用	6702	5309	5929	6613	7479
管理费用	2706	2817	3067	3421	3824
研发费用	4000	3738	4191	4675	5333
财务费用	726	1935	1430	1200	1451
资产减值损失	(1466)	(795)	(950)	(1070)	(938)
公允价值变动收益	179	(2)	(2)	(100)	(100)
其他收益	724	928	550	500	470
投资收益	(4)	(57)	(300)	(200)	(186)
营业利润	5640	6529	7936	9853	12406
营业外收入	96	94	94	94	94
营业外支出	59	41	41	41	41
利润总额	5678	6582	7989	9906	12459
所得税	442	599	748	920	1151
少数股东损益	(90)	7	(46)	(67)	(47)
归属于母公司净利润	5326	5976	7287	9054	11356

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-1%	-1%	12%	12%	14%
营业利润	11%	16%	22%	24%	26%
归母净利润	24%	12%	22%	24%	25%
获利能力					
毛利率	22.4%	22.5%	23.2%	23.8%	24.5%
净利率	5.7%	6.5%	7.1%	7.9%	8.7%
ROE	9.7%	10.4%	11.8%	13.4%	15.1%
ROIC	6.0%	7.8%	8.9%	10.4%	12.2%
偿债能力					
资产负债率	64.5%	62.4%	59.3%	58.3%	57.4%
净负债比率	25.7%	23.5%	17.2%	15.7%	14.4%
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	2.1	2.2	2.3	2.3	2.3
应收账款周转率	2.1	2.1	2.3	2.3	2.3
应付账款周转率	1.6	1.7	1.8	1.8	1.8
每股资料(元)					
EPS	0.45	0.51	0.62	0.77	0.97
每股经营净现金	0.30	0.49	0.73	0.86	0.96
每股净资产	4.78	5.05	5.49	6.04	6.74
每股股利	0.18	0.18	0.22	0.27	0.34
估值比率					
PE	23.5	20.9	17.2	13.8	11.0
PB	2.2	2.1	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	21.9	18.0	15.0	12.9	10.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。