

徐工机械(000425)

报告日期: 2025年12月28日

机械行业 A 股最大规模股权激励首次授予, 新徐工迈向全球龙头

——徐工机械点评报告

投资要点

一、一句话逻辑

迈向全球工程机械龙头, 机械行业 A 股历史上最大规模股权激励首次授予, 控股股东增持; 混改效益凸显, 资产质量提升价值有望重估, 海外业务和矿山机械业务是未来增长亮点。

徐工机械: 中国工程机械龙头, 混改效益凸显, 全球竞争力提升, 价值有望重估。根据 Yellow Table 2025 榜单, 2025 年徐工集团全球市占率为 5.4%, 位居全球第四, 蝉联中国第一。公司近年来 ROE 水平位居行业前列, 2024 年公司 ROE 为 10.4%。盈利能力持续提升, 销售净利率由 2022 年的 4.6% 提升到 2025 年前三季度的 7.8%。

二、超预期逻辑

(1) **市场认为:** 市场担心国内工程机械行业下游房地产需求预期不足, 以及基建资金到位情况不及预期, 开工率持续承压, 进而导致新机销售需求不足。

(2) 我们认为:

1、工程机械周期向上, 海外与国内共振: 国内挖机周期筑底向上主要受益于农林、市政需求驱动小微挖需求增长, 我国主机厂在矿山机械领域持续突破及水利需求带来的大挖及超大挖需求, 国内更新需求逐步启动, 以及二手机出口等因素影响。受益风电、核电等带动工程起重机需求增长, 电动搅拌车替代内燃搅拌车趋势等因素影响, 内需复苏由挖机传导至非挖。出口增长主要受益于海外市占率提升, 以及亚非拉等新兴市场工业化与城镇化等带动基建地产等需求增长, 以及矿业需求景气等因素影响。

2、公司混改效益凸显, 资产质量持续提升: 公司发布全球投资者三年回报计划, 聚焦盈利能力提升、现金流及资产质量改善、分红回购等事宜。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%; 2025 年前三季度, 公司实现经营性现金流 57 亿元, 同比增长 210%。

3、矿机版图日益完备, 未来增长潜力大: 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, 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, 为中国绿色矿机出口最大单; 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。

4、机械行业 A 股历史上最大规模股权激励首次授予: 公司以 2025 年 12 月 25 日为股票期权与限制性股票激励计划首次授予日, 本计划首次授予的激励对象人数为 4545 人, 占公司 2024 年员工总人数的 16%, 首次授予权益总计 4.2 亿股, 约占公司当前股本总额的 3.6%。

5、控股股东增持, 彰显长远发展信心: 徐工集团拟自 2025 年 12 月 26 日起六个月内增持公司股份, 本次拟增持股份金额不低于人民币 8,000 万元且不超过人民币 16,000 万元。徐工集团于 2025 年 12 月 26 日首次增持公司股份 177.95 万股, 占增持时公司总股本的比例为 0.015%, 增持金额为 1,996.92 万元, 增持均价为 11.22 元/股。

三、检验与催化

1、检验的指标: 挖机单月国内外销量; 国内房地产、基建投资增速; 挖机开工率; 公司国内外收入增速; 公司矿山机械业务订单; 公司毛利率、净利率、ROE 等盈利能力指标。

2、可能催化剂: 国内需求端政策利好; 国内房地产、基建投资企稳向好; 国内下游工作量回升, 开工率上行; 挖机国内、出口销量超预期; 公司国内、出口收入超预期; 公司矿山机械领域订单情况超预期; 公司经营活力释放, 盈利能力提升。

四、研究价值

1、**与众不同的认识:** 市场担心国内工程机械行业下游地产需求预期不足, 以及基建

投资评级: 买入(维持)

分析师: 邱世梁
执业证书号: S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

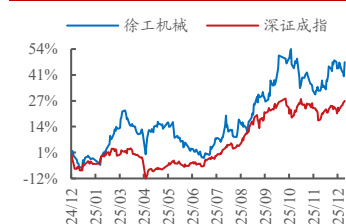
分析师: 王华君
执业证书号: S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 徐琛奇
执业证书号: S1230525110002
xuchenqi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥11.24
总市值(百万元)	132,103.41
总股本(百万股)	11,752.97

股票走势图



相关报告

- 《前三季度扣非归母净利润同比增长 23%, 迈向全球工程机械龙头》 2025.10.31
- 《签署中国绿色矿机出口最大单, 迈向全球工程机械龙头》 2025.09.26
- 《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

资金到位情况不及预期，进而导致新机销售需求不足，同时公司资产负债表存在压力。我们认为本轮工程机械周期反转向上，且下行风险可控。公司混改效益凸显，盈利能力提升，伴随行业周期反转向上，公司国内外业务快速增长，业绩有望持续释放，公司资产质量不断提升，价值有望重估。

2、与前不同的认识：徐工机械推机械行业 A 股历史上最大规模股权激励，并于 2025 年 12 月 25 日首次授予，本计划首次授予的激励对象人数为 4545 人，占公司 2024 年员工总人数的 16%，首次授予权益总计 4.2 亿股，约占公司当前股本总额的 3.6%，有望进一步激发经营活力，彰显公司长远发展信心。

五、盈利预测及估值

预计公司 2025-2027 年收入为 1040 亿、1216 亿、1426 亿元，同比增长 13%、17%、17%；归母净利润为 68 亿、88 亿、110 亿元，同比增长 13%、30%、25%，2025-2027 年复合增速为 27%，对应 2025-2027 年 PE 为 20、15、12 倍，维持“买入”评级。

六、风险提示

基建、地产、矿业投资不及预期；出口不及预期；应收账款等风险敞口。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	91660	103988	121601	142572
(+/-) (%)	-1%	13%	17%	17%
归母净利润	5976	6774	8775	11002
(+/-) (%)	12%	13%	30%	25%
每股收益(元)	0.51	0.58	0.75	0.94
P/E	22	20	15	12
ROE (%)	10%	11%	13%	14%

资料来源：浙商证券研究所

1 机械行业 A 股史上最大规模股权激励首次授予，迈向全球龙头

公司以 2025 年 12 月 25 日为股票期权与限制性股票激励计划首次授予日，首次授予权益总计 4.2 亿股，约占公司当前股本总额的 3.6%。本计划首次授予的激励对象人数为 4545 人，占公司 2024 年员工总人数的 16%。

1) **股票期权激励计划授予情况：**股票期权首次授予数量为 1.38 亿份，占授予股票期权总数的比例为 89%，占公司当前股本总额的比例为 1.2%；行权价格为 9.67 元/份；授予对象为 4,536 人，占公司 2024 年员工总人数的 16%，包括公司任职的中层管理人员、核心技术及业务人员。

2) **限制性股票激励计划授予情况：**授予限制性股票 2.84 亿股，占授予限制性股票总数的比例为 90%，占公司当前股本总额的比例为 2.4%；授予价格为 4.84 元/股；授予对象为 4,545 人，占公司 2024 年员工总人数的 16%，包括在公司任职的高级管理人员、中层管理人员、核心技术及业务人员。

表1：股票期权/限制性股票激励计划的行权/解除限售期及各期时间

行权/解除限售期	行权/解除限售时间（起止点均为交易日）	可行权数量/解除限售数量占获授权益数量的比例
首次授予及预留部分第一个行权/解除限售期	自授予之日起的： 第 24 个月首个交易日-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/解除限售期	自授予之日起的： 第 36 个月首个交易日-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/解除限售期	自授予之日起的： 第 48 个月首个交易日-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/解除限售期的公司业绩考核指标

行权期/解除限售期	业绩考核目标
首次授予第一个行权/解除限售期	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/解除限售期	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/解除限售期	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/解除限售期	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。

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

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2 可比公司估值

图1: 可比公司估值表 (数据更新至 2025 年 12 月 26 日)

可比公司估值表 (数据更新至2025年12月26日)													
代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB (LF)	ROE (摊薄) (2024)
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E		
600031	*三一重工	1947	21.17	59.8	87.4	110.2	135.4	33	22	18	14	2.3	8.5%
000157	*中联重科	741	8.57	35.2	49.2	61.0	72.7	21	15	12	10	1.3	6.2%
000528	*柳工	257	12.61	13.3	17.1	23.3	30.0	19	15	11	9	1.4	7.8%
000680	*山推股份	173	11.53	11.0	13.2	15.8	18.5	16	13	11	9	3.0	20.4%
	平均值	779	13.47	29.8	41.7	52.6	64.1	22	16	13	11	2.0	10.7%
000425	*徐工机械	1321	11.24	59.8	67.7	87.7	110.0	22	20	15	12	2.2	10.4%

注: *为浙商证券研究所覆盖标的; 三一重工、中联重科、柳工、山推股份盈利预测采用 Wind 一致预期; 徐工机械盈利预测采用浙商证券研究所盈利预测; 柳工 PE 估值暂不考虑可转债。

资料来源: Wind, 浙商证券研究所预测

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	108,087	117,146	131,520	145,396
现金	20,205	33,401	32,194	34,759
交易性金融资产	40	50	100	200
应收账款	42,388	40,906	51,708	58,233
其它应收款	2,847	2,462	3,058	3,797
预付账款	1,940	2,404	2,495	3,039
存货	32,543	31,248	34,360	37,900
其他	8,124	6,676	7,605	7,468
非流动资产	52,882	58,224	60,774	62,814
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	3,904	3,950	4,121	3,992
固定资产	24,431	28,463	30,480	32,164
无形资产	8,623	9,898	10,622	11,471
在建工程	2,018	1,854	1,707	1,279
其他	13,907	14,059	13,844	13,908
资产总计	160,970	175,370	192,295	208,210
流动负债	79,795	89,913	101,778	109,214
短期借款	13,686	12,000	13,071	12,919
应付款项	41,366	49,046	58,689	65,940
预收账款	0	0	0	0
其他	24,744	28,867	30,018	30,356
非流动负债	20,713	19,537	17,888	17,414
长期借款	12,635	11,198	10,540	9,493
其他	8,078	8,339	7,348	7,922
负债合计	100,508	109,450	119,665	126,629
少数股东权益	1,153	1,161	1,172	1,186
归属母公司股东权益	59,309	64,759	71,457	80,396
负债和股东权益	160,970	175,370	192,295	208,210

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5720	28795	6503	12681
净利润	5983	6782	8785	11016
折旧摊销	4106	2289	2632	2879
财务费用	1935	1959	1848	1640
投资损失	57	(45)	5	6
营运资金变动	(4571)	16045	(5383)	(967)
其它	(1790)	1765	(1385)	(1893)
投资活动现金流	(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)
筹资活动现金流	(6659)	(7383)	(2565)	(5208)
短期借款	159	(1686)	1071	(152)
长期借款	119	(1436)	(658)	(1047)
其他	(6937)	(4261)	(2977)	(4009)
现金净增加额	(2857)	13196	(1206)	2564

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	91,660	103,988	121,601	142,572
营业成本	70,991	80,122	92,865	108,287
营业税金及附加	415	472	560	650
营业费用	5,309	6,031	7,114	8,348
管理费用	2,817	3,224	3,891	4,562
研发费用	3,738	4,264	5,107	5,988
财务费用	1,935	1,959	1,848	1,640
资产减值损失	785	1,144	1,435	1,682
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
营业利润	6,529	7,563	9,632	12,146
营业外收支	53	7	32	31
利润总额	6,582	7,569	9,664	12,176
所得税	599	787	879	1,160
净利润	5,983	6,782	8,785	11,016
少数股东损益	7	8	11	14
归属母公司净利润	5,976	6,774	8,775	11,002
EBITDA	11,828	11,717	13,944	16,677
EPS (最新摊薄)	0.51	0.58	0.75	0.94

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-1.28%	13.45%	16.94%	17.25%
营业利润	15.76%	15.83%	27.36%	26.10%
归属母公司净利润	12.20%	13.35%	29.53%	25.39%
获利能力				
毛利率	22.55%	22.95%	23.63%	24.05%
净利率	6.53%	6.52%	7.22%	7.73%
ROE	10.13%	10.72%	12.67%	14.27%
ROIC	7.14%	8.15%	9.31%	10.63%
偿债能力				
资产负债率	62.44%	62.41%	62.23%	60.82%
净负债比率	37.65%	32.55%	30.75%	27.47%
流动比率	1.35	1.30	1.29	1.33
速动比率	0.95	0.96	0.95	0.98
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.62	0.66	0.71
应收账款周转率	2.30	2.69	2.79	2.67
应付账款周转率	3.29	3.37	3.48	3.51
每股指标(元)				
每股收益	0.51	0.58	0.75	0.94
每股经营现金	0.49	2.45	0.55	1.08
每股净资产	5.02	5.51	6.08	6.84
估值比率				
P/E	22.11	19.50	15.06	12.01
P/B	2.24	2.04	1.85	1.64
EV/EBITDA	9.61	11.84	10.04	8.12

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>