

徐工机械（000425）

2025 年报&2026 年一季报点评：风险敞口大幅压降，现金流与资产质量持续改善

买入（维持）

2026 年 04 月 30 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄瑞

执业证书：S0600525070004
huangr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	93,037	100,823	116,701	131,993	147,857
同比（%）	0.20	8.37	15.75	13.10	12.02
归母净利润（百万元）	6,032	6,572	8,130	10,246	12,289
同比（%）	13.24	8.96	23.71	26.01	19.94
EPS-最新摊薄（元/股）	0.51	0.56	0.69	0.87	1.05
P/E（现价&最新摊薄）	19.38	17.79	14.38	11.41	9.51

投资要点

■ 2026Q1 外销收入同比+18%，海外收入占比持续提升

2025 年公司实现营收 1008.2 亿元，同比+8.37%，其中 Q4 公司收入 226.7 亿元，同比-1.5%。分市场来看，①国内市场：2025 年收入 522.2 亿元，同比+1.7%，整体表现相对平稳；②海外市场：2025 年收入 485.99 亿元，同比+16.58%，海外收入占比持续提升。

2026Q1 公司实现营收 297.9 亿元，同比+9.3%；实现归母净利润 20.6 亿元，同比+0.9%；实现扣非归母净利润 20.2 亿元，同比+0.8%。收入延续较快增长，我们判断主要系海外市场持续发力：①海外市场：2026Q1 外销同比+17.8%，延续高增长趋势；②国内市场：需求温和修复，整体保持平稳。

■ 短期汇率扰动盈利能力，现金流与资产质量持续改善

2025 年销售毛利率 22.61%，同比+0.06pct，销售净利率 6.63%，同比+0.1pct。2026Q1 公司销售毛利率 22.05%，同比-0.02pct，销售净利率 7.0%，同比-0.57pct。费用端，2026Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.5%/2.9%/3.8%/2.3%，同比分别-1.8/+0.1/+0.5/+2.7pct。Q1 业绩受汇兑及股权激励费用影响较大，若还原汇兑损失 4.8 亿元+股权激励费用 2 亿元，公司实际经营性利润同比增长近 70%。此外，公司持续推进资产质量提升，2025 年风险敞口大幅压降超 300 亿元；2025 年经营性净现金流 141.4 亿元，同比+148.4%，创历史新高，2026Q1 经营性现金流继续同比大幅增长 153%，回款能力与经营质量持续提升。

■ 股东回报长效落实，矿山机械开启第二成长曲线

（1）公司持续落地股东回报计划，控股股东开展常态化增持计划，2026 年公司拟回购 3-6 亿元用于股票注销；（2）矿山机械：矿山机械具备市场空间大、盈利能力强、后市场客户黏性高等特点，是中国品牌即将突破的下一个高景气细分赛道。公司在矿山领域技术领先，与必和必拓、力拓、澳大利亚 FMG 等海外矿机大客户持续深化合作，2025 年矿山机械收入接近 100 亿元，看好公司在矿山机械领域的长期成长能力。

■ 盈利预测与投资评级：考虑到汇率波动对公司业绩形成扰动，但在全球工程机械景气上行&矿山机械前瞻性布局背景下，公司作为行业龙头有望持续受益。我们调整公司 2026-2027 年归母净利润为 81（原值 90）/102（原值 119）亿元，预计 2028 年归母净利润为 123 亿元，当前市值对应 PE 14/11/10x，维持“买入”评级。

■ 风险提示：国内行业需求回暖不及预期、电动化渗透率不及预期、行业竞争加剧、出海不及预期、汇率波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.95
一年最低/最高价	7.57/12.90
市净率(倍)	1.87
流通 A 股市值(百万元)	89,641.77
总市值(百万元)	116,898.73

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.33
资产负债率(% LF)	65.04
总股本(百万股)	11,748.62
流通 A 股(百万股)	9,009.22

相关研究

《徐工机械(000425)：中国工程机械龙头，矿机成套打开第二增长曲线》

2026-02-27

《徐工机械(000425)：2024 年三季报点评：Q3 业绩超预期，经营质量持续改善》

2024-11-02

徐工机械三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	118,638	132,802	147,796	172,111	营业总收入	100,823	116,701	131,993	147,857
货币资金及交易性金融资产	22,218	36,894	50,821	65,547	营业成本(含金融类)	78,029	89,151	99,371	109,618
经营性应收款项	48,703	51,329	52,649	54,845	税金及附加	499	584	673	769
存货	39,150	34,326	35,715	41,586	销售费用	5,779	6,804	7,788	8,871
合同资产	99	115	113	111	管理费用	3,086	4,085	4,620	5,323
其他流动资产	8,468	10,139	8,499	10,022	研发费用	4,242	5,018	5,676	6,358
非流动资产	53,441	52,609	51,437	49,955	财务费用	716	1,751	1,980	2,218
长期股权投资	4,093	4,093	4,093	4,093	加:其他收益	560	922	965	887
固定资产及使用权资产	24,642	24,865	24,613	23,907	投资净收益	(237)	58	66	74
在建工程	1,674	1,004	602	361	公允价值变动	58	5	5	5
无形资产	9,945	9,945	9,945	9,945	减值损失	(1,506)	(1,487)	(1,657)	(1,744)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(25)	12	13	15
长期待摊费用	110	110	110	110	营业利润	7,319	8,820	11,279	13,938
其他非流动资产	12,977	12,592	12,074	11,539	营业外净收支	(61)	0	(3)	(5)
资产总计	172,079	185,412	199,233	222,067	利润总额	7,258	8,820	11,276	13,933
流动负债	99,154	104,306	107,754	118,047	减:所得税	572	617	902	1,393
短期借款及一年内到期的非流动负债	34,042	34,042	34,042	34,042	净利润	6,686	8,203	10,374	12,540
经营性应付款项	50,164	53,846	56,566	65,232	减:少数股东损益	114	72	128	251
合同负债	6,358	7,132	7,950	8,769	归属母公司净利润	6,572	8,130	10,246	12,289
其他流动负债	8,591	9,285	9,196	10,004	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.56	0.69	0.87	1.05
非流动负债	10,993	10,993	10,993	10,993	EBIT	10,426	12,653	15,579	18,591
长期借款	5,128	5,128	5,128	5,128	EBITDA	14,882	14,099	17,032	20,038
应付债券	3,198	3,198	3,198	3,198	毛利率(%)	22.61	23.61	24.72	25.86
租赁负债	427	427	427	427	归母净利率(%)	6.52	6.97	7.76	8.31
其他非流动负债	2,240	2,240	2,240	2,240	收入增长率(%)	8.37	15.75	13.10	12.02
负债合计	110,147	115,299	118,747	129,041	归母净利润增长率(%)	8.96	23.71	26.01	19.94
归属母公司股东权益	60,461	68,570	78,815	91,104					
少数股东权益	1,471	1,543	1,671	1,922					
所有者权益合计	61,931	70,113	80,486	93,026					
负债和股东权益	172,079	185,412	199,233	222,067					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	14,142	17,707	16,731	17,222	每股净资产(元)	5.14	5.84	6.71	7.75
投资活动现金流	(3,561)	(925)	(719)	(411)	最新发行在外股份(百万股)	11,749	11,749	11,749	11,749
筹资活动现金流	(8,632)	(2,106)	(2,085)	(2,085)	ROIC(%)	9.18	10.81	12.14	12.92
现金净增加额	1,819	14,676	13,927	14,726	ROE-摊薄(%)	10.87	11.86	13.00	13.49
折旧和摊销	4,456	1,447	1,454	1,447	资产负债率(%)	64.01	62.19	59.60	58.11
资本开支	(3,791)	(988)	(790)	(490)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.79	14.38	11.41	9.51
营运资本变动	972	4,556	1,237	(509)	P/B(现价)	1.93	1.70	1.48	1.28

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>