

徐工机械 (000425.SZ)

强烈推荐 (维持)

高质量发展成效显著，全品类龙头行稳致远

中游制造/机械
目标估值: NA
当前股价: 9.95 元

事件: 徐工机械发布 2025 年年报与 2026 年一季报。2025 全年, 公司实现营业收入 1008.23 亿元, 同比+8.37%, 归母净利润 65.72 亿元, 同比+8.96%, 2025Q4 利润受汇兑损益影响有所波动; 2026Q1, 公司实现营业收入 297.91 亿元, 同比+9.26%, 归母净利润 20.56 亿元, 同比+0.86%。

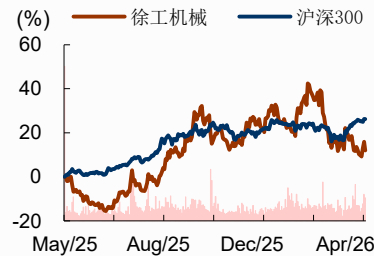
基础数据

总股本 (百万股)	11749
已上市流通股 (百万股)	9009
总市值 (十亿元)	116.9
流通市值 (十亿元)	89.6
每股净资产 (MRQ)	5.3
ROE (TTM)	10.5
资产负债率	65.0%
主要股东	徐州工程机械集团有限公司
主要股东持股比例	21.02%

全面景气来临, 龙头内外共振。根据工程机械工业协会, 2025 年, 挖机行业总销量 23.53 万台, 同比+16.97%, 其中内销、出口分别同比+17.88%、+16.06%; 非挖品类内销同比“8 增 2 降”, 出口同比“9 增 1 降”; 2026Q1, 挖机行业总销量 7.33 万台, 同比+19.49%, 其中内销、出口分别同比+8.25%、+36.06%, 海外进一步升温。工程机械内销不同品类、出口不同市场表现由分化走向收敛, 全面景气趋势建立。公司层面, 2025 年结构上看:

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	-5	13
相对表现	-8	-9	-15



资料来源: 公司数据、招商证券

1) 分产品: 土方、起重、矿山机械表现突出, 实现收入 301.31、209.83、93.77 亿元, 同比+25.49%、+11.03%、+47.4%, 公司起重机械保持全球第一、混凝土机械保持全球第一阵营、矿山露天挖运设备进位全球第四、挖掘机位列全球第六、国内第二, 核心竞争力稳步提升。

相关报告

- 《徐工机械 (000425) — 单季收入增速突出, 业绩预期明确向上》2025-11-03
- 《徐工机械 (000425) — 高质量发展成效显著, 国企龙头风正一帆悬》2025-09-02
- 《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

2) 分市场: 国内、海外实现收入 522.24、485.99 亿元, 同比+1.7%、+16.58%, 海外收入占比创新高 48.2%。公司凭借海外头部大客户与重大项目攻坚, 海外大区增势梯度向好, 全球化进程更上一层楼。

2026Q1, 公司营收取得同比+9.26%、环比+31.44%的优异成绩; 展望全年, 公司制定营收同比+10%的增长目标, 基本面预计持续稳健向上。

盈利能力稳健, 不惧汇兑风波。2025 年, 公司毛利率、净利率 22.61%、6.63%, 同比+0.04pct、+0.09pct; 期间费用率 13.71%, 同比-1.3pct, 主要系汇兑正贡献。2026Q1, 公司毛利率、净利率 22.05%、7%, 同比+0.1pct、-0.56pct; 期间费用率 13.55%, 同比+1.6pct, 其中销管研费用率同比-1.11pct、财务费用率同比+2.71pct (财务费用绝对值由-1.07 亿元提升至 6.91 亿元)。尽管受到人民币快速升值导致的汇兑损失以及股份支付费用提升等非经营性因素影响, 公司归母净利润仍实现正增, 行业龙头的业绩韧性持续凸显。展望 2026 年, 我们认为随着汇率波动逐步趋缓, 公司凭借持续推进结构优化、降本增效, 全年业绩弹性值得期待。

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

切实落实“质量与回报双提升”行动方案。①经营质量: 2025 年、2026Q1, 公司实现经营性现金流 141.42、21.52 亿元, 同比+148.42%、+153.12%, 净现比达 2.12、1.03, 2025 全年与 2026Q1 均创下历史最优表现; 2025 年, 公司表内外风险敞口合计 859.4 亿元, 较年初压降 258.95 亿元, 主要系来自按揭与融资租赁担保余额压降, 风险敞口/归母净资产由 1.89 下降至 1.42, 风险管控取得卓越成效。②股东回报: 2025 年, 公司实施二期大规模回购, 目前已全部完成, 其中回购 27.5 亿元用于股权激励计划 (回购均价 8.74 元/股)、3.1 亿元用于减少注册资本 (回购均价 8.29 元/股); 2026 年 4 月 29 日, 公司计划实施新一轮回购用于减少注册资本, 计划回购金额 3~6 亿元。

- **投资建议:** 我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 1177.41、1354.72、1568.3 亿元，同比增长 17%、15%、16%；归母净利润分别为 76.04、100.36、123.39 亿元，同比增长 16%、32%、23%；对应 PE 分别为 15.4X、11.6X、9.5X；考虑到汇率波动等因素，盈利预测较此前有所下调。公司作为综合工程机械、露天挖运矿山机械龙头，充分受益于内外需 β 共振，同时国企改革、矿机等新品拓展 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。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	91660	100823	117741	135472	156830
同比增长	-1%	10%	17%	15%	16%
营业利润(百万元)	6529	7319	8302	10938	13434
同比增长	16%	12%	13%	32%	23%
归母净利润(百万元)	5976	6572	7604	10036	12339
同比增长	12%	10%	16%	32%	23%
每股收益(元)	0.51	0.56	0.65	0.85	1.05
PE	19.6	17.8	15.4	11.6	9.5
PB	2.0	1.9	1.8	1.6	1.4

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	108087	118638	122712	141301	163123
现金	20205	22139	10316	12379	14220
交易性投资	54	99	99	99	99
应收票据	2612	2711	3165	3642	4216
应收款项	39776	40803	47650	54825	63469
其它应收款	2972	2082	2431	2798	3239
存货	32543	39150	45459	51947	59829
其他	9925	11655	13592	15612	18051
非流动资产	52882	53441	52118	50937	49884
长期股权投资	3904	4093	4093	4093	4093
固定资产	24431	24167	23938	23740	23570
无形资产商誉	9581	10724	9651	8686	7818
其他	14966	14457	14435	14418	14404
资产总计	160970	172079	174830	192238	213007
流动负债	79795	99154	96652	107066	119509
短期借款	13686	22274	22180	22971	23720
应付账款	41366	50164	58248	66560	76661
预收账款	4923	6358	7382	8436	9716
其他	19821	20359	8842	9099	9413
长期负债	20713	10993	10993	10993	10993
长期借款	12635	5128	5128	5128	5128
其他	8078	5865	5865	5865	5865
负债合计	100508	110147	107645	118059	130503
股本	11816	11753	11753	11753	11753
资本公积金	15630	12018	12018	12018	12018
留存收益	31862	36690	41943	48938	57263
少数股东权益	1153	1471	1471	1471	1471
归属于母公司所有者权益	59309	60461	65714	72708	81033
负债及权益合计	160970	172079	174830	192238	213007

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	5720	14142	7123	8717	9589
净利润	5983	6686	7604	10036	12339
折旧摊销	4106	4300	4376	4233	4106
财务费用	1471	1272	2397	1903	1634
投资收益	(427)	(368)	(716)	(553)	(204)
营运资金变动	(4749)	2629	(6537)	(6903)	(8287)
其它	(665)	(376)	0	0	0
投资活动现金流	(1918)	(3561)	(2337)	(2499)	(2849)
资本支出	(2938)	(4137)	(3053)	(3053)	(3053)
其他投资	1021	576	716	553	204
筹资活动现金流	(6659)	(8632)	(16610)	(4154)	(4899)
借款变动	(4595)	15	(11862)	791	749
普通股增加	0	(63)	0	0	0
资本公积增加	(401)	(3612)	0	0	0
股利分配	(2127)	(2127)	(2351)	(3041)	(4014)
其他	464	(2844)	(2397)	(1903)	(1634)
现金净增加额	(2857)	1950	(11823)	2063	1841

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	91660	100823	117741	135472	156830
营业成本	70991	78029	90605	103534	119245
营业税金及附加	415	499	583	671	776
营业费用	5309	5779	6749	7765	8990
管理费用	2817	3086	3604	4147	4801
研发费用	3738	4242	4954	5768	6755
财务费用	1935	716	2397	1903	1634
资产减值损失	(795)	(1532)	(1264)	(1300)	(1400)
公允价值变动收益	(2)	58	78	45	60
其他收益	928	560	737	640	300
投资收益	(57)	(237)	(99)	(131)	(156)
营业利润	6529	7319	8302	10938	13434
营业外收入	94	64	64	64	64
营业外支出	41	125	125	125	125
利润总额	6582	7258	8241	10877	13373
所得税	599	572	637	841	1033
少数股东损益	7	114	0	0	0
归属于母公司净利润	5976	6572	7604	10036	12339

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-1%	10%	17%	15%	16%
营业利润	16%	12%	13%	32%	23%
归母净利润	12%	10%	16%	32%	23%
获利能力					
毛利率	22.5%	22.6%	23.0%	23.6%	24.0%
净利率	6.5%	6.5%	6.5%	7.4%	7.9%
ROE	10.4%	11.0%	12.1%	14.5%	16.1%
ROIC	7.8%	7.4%	10.1%	12.1%	13.0%
偿债能力					
资产负债率	62.4%	64.0%	61.6%	61.4%	61.3%
净负债比率	23.5%	22.8%	15.6%	14.6%	13.5%
流动比率	1.4	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
存货周转率	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1
应收账款周转率	2.1	2.3	2.5	2.5	2.5
应付账款周转率	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
每股资料(元)					
EPS	0.51	0.56	0.65	0.85	1.05
每股经营净现金	0.49	1.20	0.61	0.74	0.82
每股净资产	5.05	5.15	5.59	6.19	6.90
每股股利	0.18	0.20	0.26	0.34	0.42
估值比率					
PE	19.6	17.8	15.4	11.6	9.5
PB	2.0	1.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	18.2	19.0	14.3	12.6	11.3

资料来源：公司数据、招商证券

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。