

徐工机械(000425)

报告日期: 2023年04月29日

## 海外高景气叠加毛利率大幅提升, 业绩有望持续修复向上

### ——徐工机械年报、一季报点评报告

事件: 徐工机械发布 2022 年年报、2023 年一季报。

#### 投资要点

- 工程机械行业下行, 公司毛利率仍提升明显, 2022 年业绩符合市场预期**  
 2022 年公司营收 938.17 亿元, 同比下降 19.67%, 归母净利润 43.07 亿元, 同比下降 47.53%, 毛利率 20.21%, 同比提升 3.97pct, 净利率 4.58%, 同比下滑 2.12pct。期间销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 7.21%、2.44%、4.35%、-0.22%, 同比提升 2.55pct、0.99pct、1.18pct、-0.27pct。2022 年国内下游需求持续下行、竞争不断加剧, 期间费用相对刚性, 公司业绩承压。但由于原材料价格、海运费回落及销售结构优化, 公司毛利率仍实现大幅提升。单四季度看, 营收 187.07 亿元, 同比下滑 19.1%; 归母净利润亏损 3.69 亿元, 同比下降 126.36%, 毛利率 20.20%、同比提升 1.96pct, 净利率-2.41%。
- 公司一季度销售结构持续优化, 毛利率提升幅度大, 2023 年业绩有望持续修复**  
 2023Q1 营收 238.93 亿元, 同比下滑 9.81%, 归母净利润 15.23 亿元, 同比下滑 26.38%, 业绩短期承压, 毛利率 22.63%、同比提升 7.39pct, 提升幅度大, 净利率 6.52%, 同比下滑 0.55pct。期间销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 7.07%、2.3%、4.03%、1.49%, 同比提升 3.02pct、1.03pct、0.15pct、3.65pct。主要原因是工程机械行业仍处于筑底期, 一季度国内需求呈弱修复态势, 叠加国四机型接受度有待提升, 而费用较刚性。但毛利率提升幅度环比 2022Q4 加大, 海外市场高景气度延续, 销售结构持续优化。
- 挖机、起重机及混凝土机械市占率均有提升, 新兴业务表现亮眼**  
 2022 年挖掘机市场占有率持续提升: 装载机凭借出口优势跃升至行业第一; 起重机械稳居全球第一, 轮式、履带式、塔机、升降机、随车起重机占有率分别提升 1.64pct、4.95pct、3.84pct、3.05pct、3.35pct。基础工程机械占有率全面提升。泵车、搅拌车、搅拌站国内占有率分别提升 6.24、2.13、1.94pct。徐工矿机全力打造成套化、电动化、智能化、无人化产品优势, 出口收入增长 266.5%。徐工消防势头良好, 主营销售净利率超 10%。徐工港机公司收入增长 46.84%。
- 国际化战略布局实现新突破, 海外市场有望持续维持较高增长**  
 2022 年公司出口同比增长 50%, 出口占比提升至 30%, 出口市占率提升 2.4pct, 八大区全面增长, 亚太区、中亚区、非洲区、美洲区、欧洲区、西亚北非区、大洋洲区、南美八国分别增长 60.2%、68.82%、35.97%、217.94%、195.11%、27.19%、19.10%、99.29%。挖掘机械、中大装载机、轮式起重机、矿山机械、路面机械收入分别增长 48.56%、31.45%、74.05%、256.2%、24.87%。
- 盈利预测: 预计 2023-2025 年归母净利润为 58、76、97 亿元, 同比增长 34%、31%、28%, 当前股价对应 PE 为 14、11、8 倍。维持买入评级。**
- 风险提示: 基建、地产投资不及预期、原材料价格波动、出口不及预期。**

#### 财务摘要

| (百万元)    | 2022A    | 2023E     | 2024E     | 2025E     |
|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入     | 93817.12 | 104511.15 | 123973.81 | 143295.94 |
| (+/-)(%) | 11.25%   | 11.40%    | 18.62%    | 15.59%    |
| 归母净利润    | 4307.10  | 5785.25   | 7587.97   | 9688.27   |
| (+/-)(%) | -23.29%  | 34.32%    | 31.16%    | 27.68%    |
| 每股收益(元)  | 0.36     | 0.49      | 0.64      | 0.82      |
| P/E      | 18.82    | 14.01     | 10.68     | 8.37      |

资料来源: 浙商证券研究所, 2022 年同比增速是在 2021 年资产注入前的数据基础进行计算

#### 投资评级: 买入(维持)

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

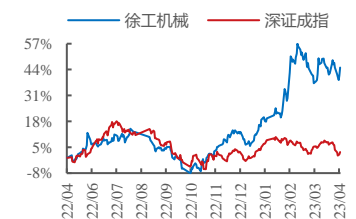
分析师: 王华君  
执业证书号: S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理: 胡飘  
hupiao@stocke.com.cn

#### 基本数据

|          |           |
|----------|-----------|
| 收盘价      | ¥ 6.86    |
| 总市值(百万元) | 81,058.90 |
| 总股本(百万股) | 11,816.17 |

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《控股股东增持股份, “新徐工”彰显信心与活力》  
2023.04.03
- 《新徐工新气象: 工程机械筑底向上+内部活力释放驱动业绩上行》  
2023.04.02
- 《Q3 业绩持续修复, “新徐工”有望更强——徐工机械三季报点评》  
2022.10.26

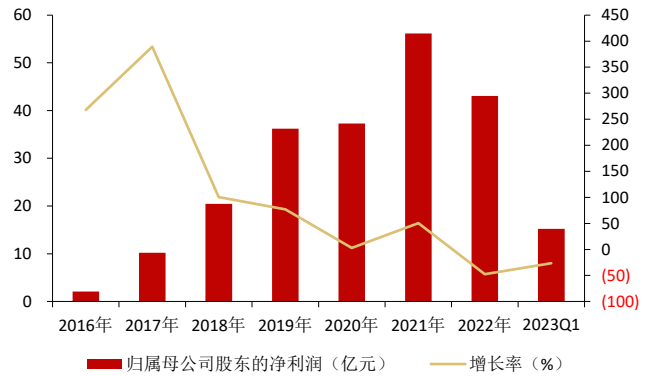
附录 1：公司主要财务数据

图1：2023Q1 营业总收入 238.93 亿，同比下滑 9.81%



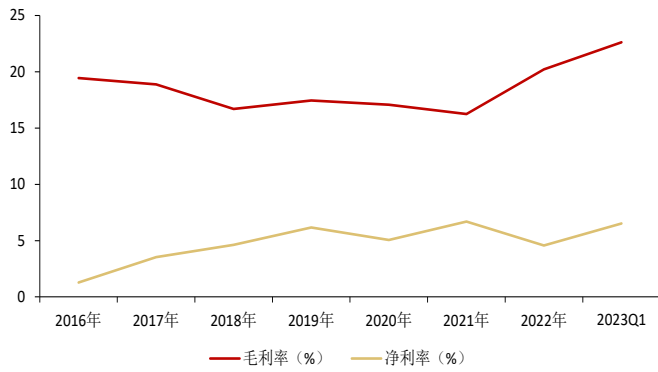
资料来源：wind、浙商证券研究所

图2：2023Q1 归母净利润 15.23 亿，同比下滑 26.38%



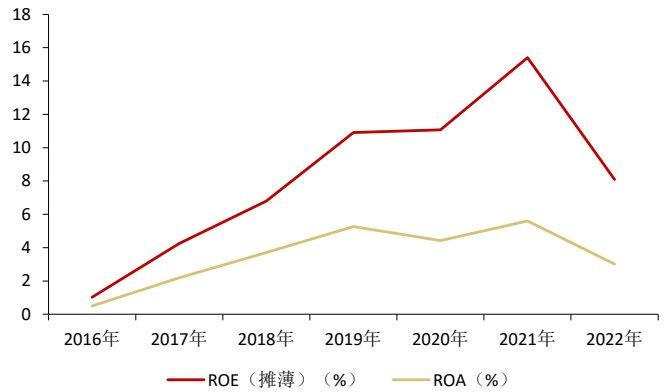
资料来源：wind、浙商证券研究所

图3：2023Q1 毛利率为 22.63%，净利率为 6.52%，同比分别提升 7.39pct、-0.55pct



资料来源：wind、浙商证券研究所

图4：2022 年 ROE（摊薄）、ROA 分别为 8.09%、3.01%

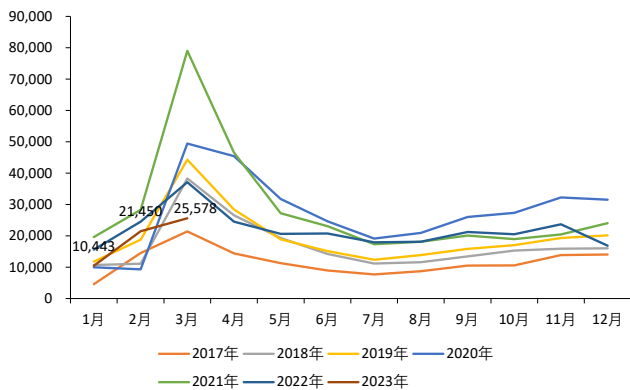


资料来源：wind、浙商证券研究所

附录 2：挖掘机行业销量及开工率

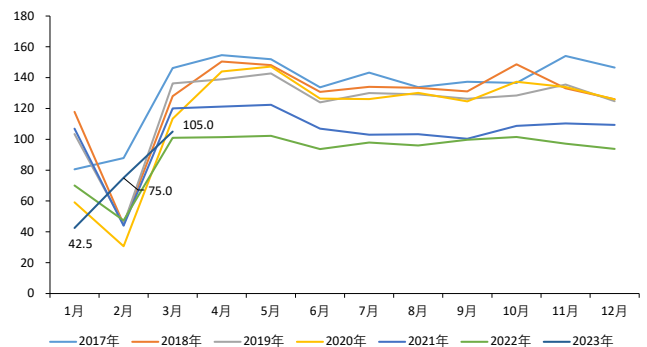
图5：2023 年 3 月单月挖掘机销量 25578 台，同比下滑 31%

图5：挖掘机销量 (台)



资料来源：wind、浙商证券研究所

图6：2023 年 3 月小松开工小时数 105 小时，同比增长 4%



资料来源：wind、浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 129118 | 120071 | 145749 | 169177 |
| 现金             | 27827  | 35692  | 43547  | 47673  |
| 交易性金融资产        | 6653   | 2347   | 3054   | 4018   |
| 应收账款           | 46478  | 48454  | 56189  | 64510  |
| 其它应收款          | 1806   | 1268   | 1724   | 2163   |
| 预付账款           | 2471   | 2001   | 2507   | 3074   |
| 存货             | 35099  | 25182  | 32672  | 41083  |
| 其他             | 8785   | 5127   | 6055   | 6656   |
| <b>非流动资产</b>   | 45968  | 45913  | 52605  | 60686  |
| 金额资产类          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资           | 2373   | 2415   | 2328   | 2372   |
| 固定资产           | 18956  | 22138  | 26185  | 31359  |
| 无形资产           | 6443   | 7548   | 9037   | 10879  |
| 在建工程           | 2894   | 2883   | 3011   | 3343   |
| 其他             | 15301  | 10928  | 12044  | 12734  |
| <b>资产总计</b>    | 175086 | 165984 | 198354 | 229863 |
| <b>流动负债</b>    | 96549  | 78782  | 94187  | 108567 |
| 短期借款           | 17598  | 7680   | 9469   | 11583  |
| 应付款项           | 50383  | 49583  | 60702  | 70277  |
| 预收账款           | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他             | 28567  | 21518  | 24016  | 26707  |
| <b>非流动负债</b>   | 23882  | 27141  | 36637  | 44248  |
| 长期借款           | 15507  | 21438  | 30082  | 37370  |
| 其他             | 8375   | 5703   | 6554   | 6878   |
| <b>负债合计</b>    | 120431 | 105923 | 130824 | 152815 |
| 少数股东权益         | 1401   | 1415   | 1428   | 1433   |
| 归属母公司股东权益      | 53254  | 58645  | 66102  | 75615  |
| <b>负债和股东权益</b> | 175086 | 165984 | 198354 | 229863 |

### 利润表

| (百万元)           | 2022A | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>     | 93817 | 104511 | 123974 | 143296 |
| 营业成本            | 74855 | 82110  | 96677  | 110684 |
| 营业税金及附加         | 406   | 394    | 470    | 568    |
| 营业费用            | 6765  | 6375   | 7686   | 8598   |
| 管理费用            | 2285  | 2195   | 2727   | 2866   |
| 研发费用            | 4082  | 4180   | 5083   | 5732   |
| 财务费用            | (211) | 2071   | 2192   | 2680   |
| 资产减值损失          | 1131  | 1624   | 1440   | 1872   |
| 公允价值变动损益        | (70)  | 57     | 64     | 17     |
| 投资净收益           | 194   | 552    | 467    | 404    |
| 其他经营收益          | 455   | 434    | 421    | 437    |
| <b>营业利润</b>     | 5083  | 6605   | 8651   | 11155  |
| 营业外收支           | (70)  | 19     | 18     | (11)   |
| <b>利润总额</b>     | 5013  | 6623   | 8669   | 11144  |
| 所得税             | 718   | 824    | 1068   | 1452   |
| <b>净利润</b>      | 4295  | 5800   | 7601   | 9693   |
| 少数股东损益          | (12)  | 14     | 14     | 4      |
| <b>归属母公司净利润</b> | 4307  | 5785   | 7588   | 9688   |
| EBITDA          | 9975  | 10231  | 12752  | 16115  |
| EPS (最新摊薄)      | 0.36  | 0.49   | 0.64   | 0.82   |

### 主要财务比率

|                | 2022A   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |         |        |        |        |
| 营业收入           | 11.25%  | 11.40% | 18.62% | 15.59% |
| 营业利润           | -17.78% | 29.94% | 30.99% | 28.95% |
| 归属母公司净利润       | -23.29% | 34.32% | 31.16% | 27.68% |
| <b>获利能力</b>    |         |        |        |        |
| 毛利率            | 20.21%  | 21.43% | 22.02% | 22.76% |
| 净利率            | 4.58%   | 5.55%  | 6.13%  | 6.76%  |
| ROE            | 9.38%   | 10.09% | 11.89% | 13.40% |
| ROIC           | 5.48%   | 7.90%  | 8.31%  | 8.90%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |        |        |        |
| 资产负债率          | 68.78%  | 63.82% | 65.95% | 66.48% |
| 净负债比率          | 35.94%  | 33.62% | 35.40% | 37.14% |
| 流动比率           | 1.34    | 1.52   | 1.55   | 1.56   |
| 速动比率           | 0.97    | 1.20   | 1.20   | 1.18   |
| <b>营运能力</b>    |         |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.66    | 0.61   | 0.68   | 0.67   |
| 应收账款周转率        | 2.62    | 2.60   | 2.78   | 2.68   |
| 应付账款周转率        | 3.34    | 3.27   | 3.59   | 3.44   |
| <b>每股指标(元)</b> |         |        |        |        |
| 每股收益           | 0.36    | 0.49   | 0.64   | 0.82   |
| 每股经营现金         | 0.13    | 1.44   | 0.63   | 0.62   |
| 每股净资产          | 4.51    | 4.96   | 5.59   | 6.40   |
| <b>估值比率</b>    |         |        |        |        |
| P/E            | 18.82   | 14.01  | 10.68  | 8.37   |
| P/B            | 1.52    | 1.38   | 1.23   | 1.07   |
| EV/EBITDA      | 7.39    | 7.98   | 6.59   | 5.58   |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2022A   | 2023E  | 2024E  | 2025E   |
|----------------|---------|--------|--------|---------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1583    | 16977  | 7419   | 7375    |
| 净利润            | 4295    | 5800   | 7601   | 9693    |
| 折旧摊销           | 3570    | 1587   | 1924   | 2337    |
| 财务费用           | (211)   | 2071   | 2192   | 2680    |
| 投资损失           | (194)   | (552)  | (467)  | (404)   |
| 营运资金变动         | 2061    | (6378) | 3199   | (20)    |
| 其它             | (7938)  | 14450  | (7031) | (6910)  |
| <b>投资活动现金流</b> | (5655)  | 587    | (8322) | (10445) |
| 资本支出           | (12259) | (4497) | (5804) | (7520)  |
| 长期投资           | (181)   | (39)   | 86     | (45)    |
| 其他             | 6784    | 5122   | (2604) | (2881)  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 3089    | (9698) | 8758   | 7196    |
| 短期借款           | 14469   | (9918) | 1789   | 2113    |
| 长期借款           | 11357   | 5931   | 8644   | 7288    |
| 其他             | (22738) | (5712) | (1675) | (2205)  |
| <b>现金净增加额</b>  | (983)   | 7865   | 7855   | 4126    |

资料来源：浙商证券研究所，2022年同比增速是在2021年资产注入前的数据基础进行计算

## 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>