

徐工机械 (000425.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

出口保持高增长，盈利能力环比提升

业绩简评

8月30日，公司发布23年中报，23H1公司实现收入512.78亿元（同比-4.78%）、归母净利润35.89亿元（同比-2.10%）；其中Q2单季度实现收入273.85亿元（同比+0.10%），实现归母净利润20.66亿元（同比+29.35%），符合市场预期。

经营分析

结构优化、降本增效，盈利能力环比提升。根据公告，23Q2公司毛利率、净利率分别达23.06%/7.14%，同比+5.70/2.09pcts、环比+0.43/0.62pcts，盈利能力提升主要得益于：1)海外进展顺利：23H1公司各项业务海外收入占比提升推动盈利能力，23H1公司土方机械、混凝土机械、道路机械毛利率分别提升2.22/0.98/2.24pcts；2)降本顺利：23H1公司实现净降本13.9亿元，净降本率4.53%；随着海外收入占比持续提升、降本措施持续发力，预计公司盈利能力有望持续提升，预计23-25年公司净利率有望达6.3%/6.7%/7.2%。

产品实现多元化发展，高机、矿机发展迅速。根据公告，战略新兴板块发展迅速，23H1战略新兴产业收入123亿元、同比+44.5%，收入占比同比+8.18pcts，其中高空作业板块、矿业机械表现亮眼：1)高空作业机械：23H1该板块收入同比+56.43%，其中举升类消防车稳居国内行业第一，高空作业平台进位至国内行业前二；2)矿业机械：公司全力打造成套化、无人化、电动化、网联化产品优势，23H1该板块收入同比+40.86%；新兴板块快速发展为公司成长提供多元动力。

23H1出口顺利，海外收入高速增长，收入占比突破40%。公司长期坚持国际化布局战略，海外收入近五年高速发展，17-22年收入CAGR超50%；根据公告，23H1公司海外收入209亿元，同比+33.5%，海外收入占比达40.75%，相比22年底提升11.08pcts，出口继续维持高增长。

盈利预测、估值与评级

我们预计2023-2025年公司营业收入为1015.82/1176.38/1417.49亿元，归母净利润为64.28/79.27/102.47亿元，对应PE为11/9/7X，维持“买入”评级。

风险提示

下游地产、基建需求不及预期、海外市场竞争加剧、原材料价格上涨风险、汇率波动风险。

机械组

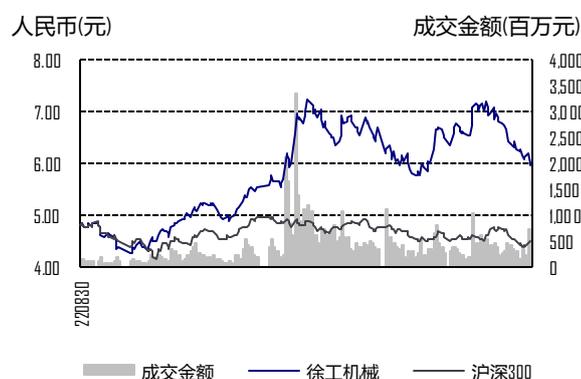
分析师：满在朋（执业S1130522030002）

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价（人民币）：5.98元

相关报告：

1.《徐工机械公司深度研究：“新徐工”出口高增，盈利持续改善》，2023.8.8



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	84,328	93,817	101,582	117,638	141,749
营业收入增长率	14.01%	11.25%	8.28%	15.81%	20.50%
归母净利润(百万元)	5,615	4,307	6,428	7,927	10,247
归母净利润增长率	50.57%	-23.29%	49.25%	23.32%	29.27%
摊薄每股收益(元)	0.717	0.365	0.544	0.671	0.867
每股经营性现金流净额	1.03	0.13	0.13	0.99	0.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.41%	8.09%	11.28%	12.83%	15.09%
P/E	8.36	13.91	10.99	8.91	6.90
P/B	1.29	1.12	1.24	1.14	1.04

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	73,968	84,328	93,817	101,582	117,638	141,749	货币资金	17,021	23,077	27,827	23,196	19,267	23,189
增长率	14.0%	14.0%	11.3%	8.3%	15.8%	20.5%	应收账款	37,879	41,100	49,546	56,022	60,042	70,407
主营业务成本	-61,341	-70,631	-74,855	-79,956	-91,836	-109,976	存货	13,061	16,828	35,099	37,054	41,307	47,968
%销售收入	82.9%	83.8%	79.8%	78.7%	78.1%	77.6%	其他流动资产	2,166	4,160	18,617	17,552	18,108	18,852
毛利	12,627	13,697	18,962	21,626	25,802	31,773	流动资产	70,127	85,165	131,089	133,824	138,724	160,416
%销售收入	17.1%	16.2%	20.2%	21.3%	21.9%	22.4%	%总资产	76.4%	77.4%	74.9%	75.8%	76.2%	78.9%
营业税金及附加	-274	-276	-406	-406	-471	-567	长期投资	8,764	10,086	11,076	11,076	11,076	11,076
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	8,935	9,592	21,850	23,816	24,161	23,386
销售费用	-3,095	-3,931	-6,765	-7,314	-8,470	-10,206	%总资产	9.7%	8.7%	12.5%	13.5%	13.3%	11.5%
%销售收入	4.2%	4.7%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	无形资产	2,736	3,550	7,286	7,588	7,890	8,181
管理费用	-1,025	-1,221	-2,285	-2,540	-2,941	-3,544	非流动资产	21,670	24,865	43,996	42,734	43,369	42,873
%销售收入	1.4%	1.4%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	%总资产	23.6%	22.6%	25.1%	24.2%	23.8%	21.1%
研发费用	-2,417	-2,675	-4,082	-4,063	-4,706	-5,670	资产总计	91,797	110,029	175,086	176,557	182,093	203,289
%销售收入	3.3%	3.2%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%	短期借款	7,992	6,742	27,776	34,100	26,873	27,254
息税前利润 (EBIT)	5,817	5,594	5,423	7,303	9,215	11,786	应付款项	35,541	46,904	55,638	59,247	66,220	79,307
%销售收入	7.9%	6.6%	5.8%	7.2%	7.8%	8.3%	其他流动负债	7,300	9,480	13,134	6,209	7,225	8,759
财务费用	-836	-36	211	-395	-727	-588	流动负债	50,832	63,126	96,549	99,556	100,318	115,320
%销售收入	1.1%	0.0%	-0.2%	0.4%	0.6%	0.4%	长期贷款	3,645	4,149	15,507	15,507	15,507	15,507
资产减值损失	-2,020	-611	-1,131	-386	-221	-233	其他长期负债	3,149	5,585	8,375	3,061	3,054	3,074
公允价值变动收益	35	206	-70	270	270	270	负债	57,627	72,860	120,431	118,124	118,879	133,901
投资收益	806	655	-24	200	200	200	普通股股东权益	33,693	36,444	53,254	57,009	61,765	67,914
%税前利润	18.8%	10.4%	n.a	2.7%	2.2%	1.7%	其中：股本	7,834	7,834	11,816	11,816	11,816	11,816
营业利润	4,275	6,182	5,083	7,452	9,197	11,895	未分配利润	17,268	21,654	22,569	26,426	31,182	37,330
营业利润率	5.8%	7.3%	5.4%	7.3%	7.8%	8.4%	少数股东权益	478	726	1,401	1,424	1,449	1,474
营业外收支	21	106	-70	50	50	50	负债股东权益合计	91,797	110,029	175,086	176,557	182,093	203,289
税前利润	4,296	6,288	5,013	7,502	9,247	11,945	比率分析						
利润率	5.8%	7.5%	5.3%	7.4%	7.9%	8.4%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-550	-640	-718	-1,050	-1,295	-1,672	每股指标						
所得税率	12.8%	10.2%	14.3%	14.0%	14.0%	14.0%	每股收益	0.476	0.717	0.365	0.544	0.671	0.867
净利润	3,746	5,647	4,295	6,451	7,952	10,272	每股净资产	4.301	4.652	4.507	4.825	5.227	5.748
少数股东损益	17	33	-12	23	25	25	每股经营现金净流	0.356	1.031	0.134	0.135	0.989	0.991
归属于母公司的净利润	3,729	5,615	4,307	6,428	7,927	10,247	每股股利	0.060	0.100	0.230	0.218	0.268	0.347
净利率	5.0%	6.7%	4.6%	6.3%	6.7%	7.2%	回报率						
							净资产收益率	11.07%	15.41%	8.09%	11.28%	12.83%	15.09%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.06%	5.10%	2.46%	3.64%	4.35%	5.04%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	10.59%	9.47%	4.56%	5.67%	7.32%	8.82%
净利润	3,746	5,647	4,295	6,451	7,952	10,272	增长率						
少数股东损益	17	33	-12	23	25	25	主营业务收入增长率	25.00%	14.01%	11.25%	8.28%	15.81%	20.50%
非现金支出	3,200	2,013	4,700	2,944	2,911	3,054	EBIT增长率	38.76%	-3.82%	-3.06%	34.66%	26.18%	27.90%
非经营收益	-279	-359	496	2,699	1,450	1,311	净利润增长率	2.99%	50.57%	-23.29%	49.25%	23.32%	29.27%
营运资金变动	-3,878	772	-7,908	-10,504	-630	-2,933	总资产增长率	18.77%	19.86%	59.13%	0.84%	3.14%	11.64%
经营活动现金净流	2,789	8,073	1,583	1,591	11,684	11,704	资产管理能力						
资本开支	-1,947	-3,075	-7,885	-4,385	-3,475	-2,475	应收账款周转天数	128.0	123.5	139.6	165.0	150.0	145.0
投资	-313	-1,296	-1,877	70	70	70	存货周转天数	70.1	77.2	126.6	170.0	165.0	160.0
其他	1,242	-3,754	4,107	200	200	200	应付账款周转天数	91.1	93.9	109.3	120.0	120.0	120.0
投资活动现金净流	-1,019	-8,125	-5,655	-4,115	-3,205	-2,205	固定资产周转天数	39.3	37.3	73.8	63.3	50.2	37.6
股权募资	4	212	335	0	0	0	偿债能力						
债权募资	4,223	4,477	5,578	2,409	-7,227	381	净负债/股东权益	-10.55%	-20.65%	21.08%	38.12%	29.70%	21.67%
其他	-3,815	-3,182	-2,824	-4,461	-5,141	-5,930	EBIT利息保障倍数	7.0	153.8	-25.8	18.5	12.7	20.0
筹资活动现金净流	411	1,507	3,089	-2,052	-12,369	-5,549	资产负债率	62.78%	66.22%	68.78%	66.90%	65.28%	65.87%
现金净流量	2,151	1,440	-713	-4,577	-3,890	3,950							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-08-08	买入	6.76	8.10~8.10

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806