

海外业务突破，盈利能力提升

➤ **事件：**公司披露《2023 年半年度报告》，2023H1 实现营收 512.78 亿元 (yoY-4.78%)，归母净利润 35.89 亿元 (yoY-2.10%)，毛利率 22.86% (yoY+6.61pct)，净利率 6.85% (yoY+0.69pct)；2023Q2 实现营收 273.85 亿元 (yoY+0.10%)，归母净利润 20.66 亿元 (yoY+29.35%)，毛利率 23.06% (yoY+5.70pct)，净利率 7.14% (yoY+1.99pct)。

➤ **核心零部件自主可控促进净利提升。**2023H1，面对严峻的行业形势，公司抢抓市场毫不松懈，上半年，公司实现营业收入 512.8 亿元，分业务来：**1) 起重机械：**营收 119.10 亿元，yoY-13.78%，毛利率 21.33%，yoY-0.47pct，汽车起重机国际化收入占比同比提升 13.91 个百分点，履带起重机国际化收入同比提升 66.6%，市场占有率领跑行业；**2) 土方机械：**营收 130.00 亿元，yoY-6.43%，毛利率 28.83%，yoY+2.22pct，在行业下滑中稳定经营，毛利率比上年同期增加 2.22 个百分点；**3) 混凝土机械：**营收 53.41 亿元，yoY-7.69%，毛利率 18.18%，yoY+0.98pct；**4) 其他工程机械、备件及其他：**营收 89.78 亿元，yoY-27.94%，毛利率 17.31%，yoY+5.72pct。此外，公司充分发挥液压、传动、铸造、四轮一带、电机等零部件企业在技术自主可控、保供降本上的作用，上半年，液压油缸内部配套率达 66.31%、小挖阀内部配套率达 48.97%、中挖阀内部配套率达 70.54%、驱动桥内部配套率达 77.72%、四轮一带内部配套率达 93.79%，零部件自供比例均有不同程度提高。核心零部件产业在质量稳步提升的同时，继续拓展外部市场，整体外部收入同比增长 32.9%。

➤ **海外体系布局变化，全球业务持续突破。**公司上半年出口收入再创历史新高，西亚北非、中美洲增长同比超 200%，欧洲增长同比超 150%，中亚、北美同比增长近 100%。分产品来看高空作业平台、铣刨机、消防车增长同比超 300%，全地面、随车吊、港口吊、滑移装载机增长同比超 100%，履带吊、矿挖、压路机、摊铺机、混凝土搅拌车增长同比超 50%，挖掘机、越野吊增长同比超 20%。海外企业抓协同提能力厚积薄发，继续保持高增长势头，收入同比增长 27%。德国施维英收入同比增长 25.6%；徐工巴西制造收入继续保持较快增长，盈利能力大幅增加，徐工巴西银行全力支持徐工巴西制造发展壮大、风险控制扎实有效。上半年公司整体国际化收入 209 亿元、同比增长 33.5%，国际化收入占比升至 40.75%。

➤ **投资建议：**徐工机械在工程机械产品市场地位稳固，我们预测公司 2023-2025 年收入分别为 926.46、1095.66、1249.25 亿元，EPS 分别为 0.57、0.70、0.85 元，当前股价对应 PE 分别为 11、9、7 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**工程机械国内需求复苏不及预期风险；工程机械行业市场竞争加剧风险；海外工程机械市场需求回落风险；矿机业务发展不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	93,817	92,646	109,566	124,925
增长率 (%)	-19.7	-1.2	18.3	14.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,307	6,678	8,262	10,025
增长率 (%)	-47.5	55.0	23.7	21.3
每股收益 (元)	0.36	0.57	0.70	0.85
PE	17	11	9	7
PB	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 8 月 31 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
6.05 元

分析师 李哲

执业证书：S0100521110006

电话：13681805643

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师 罗松

执业证书：S0100521110010

电话：18502129343

邮箱：luosong@mszq.com

相关研究

- 徐工机械 (000425.SZ) 2022 年中报点评：外销亮眼，盈利能力保持稳定-2022/08/31
- 徐工机械 (000425.SZ) 2022 年一季报点评：经营效率持续提升，一季度环比明显改善-2022/05/04
- 徐工机械 (000425.SZ) 2021 年年报点评：多板块布局取得突破，盈利能力持续改善-2022/04/19
- 徐工机械 2021 年度业绩预告点评：混改红利持续释放，业绩维持高增长-2022/01/26
- 【民生机械】徐工机械 (000425) 2021 年三季报业绩点评：混改红利持续释放，盈利能力稳步上移-2021/11/01

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	93,817	92,646	109,566	124,925
营业成本	74,855	71,342	84,205	95,751
营业税金及附加	406	463	548	625
销售费用	6,765	6,300	7,450	8,370
管理费用	2,285	1,946	2,290	2,586
研发费用	4,082	3,687	4,350	4,947
EBIT	4,867	7,950	10,111	12,194
财务费用	-211	142	297	294
资产减值损失	-326	-348	-335	-354
投资收益	194	28	33	37
营业利润	5,083	7,493	9,517	11,588
营业外收支	-70	60	60	60
利润总额	5,013	7,553	9,577	11,648
所得税	718	944	1,274	1,572
净利润	4,295	6,608	8,303	10,075
归属于母公司净利润	4,307	6,678	8,262	10,025
EBITDA	8,436	11,919	14,817	17,720

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	27,827	29,933	36,806	45,472
应收账款及票据	46,478	44,267	46,078	49,080
预付款项	2,471	2,354	2,695	3,064
存货	35,099	34,444	33,117	35,061
其他流动资产	17,243	16,134	13,351	13,961
流动资产合计	129,118	127,132	132,046	146,639
长期股权投资	2,373	3,911	3,944	3,981
固定资产	18,956	19,806	20,239	20,611
无形资产	6,443	6,688	6,787	6,878
非流动资产合计	45,968	48,329	48,034	47,662
资产合计	175,086	175,461	180,080	194,300
短期借款	17,598	17,598	17,598	17,598
应付账款及票据	50,383	49,451	58,367	66,370
其他流动负债	28,567	24,924	15,070	14,609
流动负债合计	96,549	91,973	91,035	98,577
长期借款	15,507	17,201	17,201	17,201
其他长期负债	8,375	7,522	7,522	7,522
非流动负债合计	23,882	24,723	24,723	24,723
负债合计	120,431	116,696	115,758	123,300
股本	11,816	11,816	11,816	11,816
少数股东权益	1,401	1,331	1,373	1,423
股东权益合计	54,655	58,765	64,322	71,000
负债和股东权益合计	175,086	175,461	180,080	194,300

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-19.67	-1.25	18.26	14.02
EBIT 增长率	-43.40	63.35	27.18	20.60
净利润增长率	-47.53	55.04	23.72	21.34
盈利能力 (%)				
毛利率	20.21	23.00	23.15	23.35
净利润率	4.59	7.21	7.54	8.02
总资产收益率 ROA	2.46	3.81	4.59	5.16
净资产收益率 ROE	8.09	11.63	13.12	14.41
偿债能力				
流动比率	1.34	1.38	1.45	1.49
速动比率	0.87	0.91	1.01	1.06
现金比率	0.29	0.33	0.40	0.46
资产负债率 (%)	68.78	66.51	64.28	63.46
经营效率				
应收账款周转天数	157.40	160.00	140.00	130.00
存货周转天数	171.15	178.00	145.00	135.00
总资产周转率	0.55	0.53	0.62	0.67
每股指标 (元)				
每股收益	0.36	0.57	0.70	0.85
每股净资产	4.51	4.86	5.33	5.89
每股经营现金流	0.13	0.79	1.88	1.57
每股股利	0.38	0.23	0.29	0.35
估值分析				
PE	17	11	9	7
PB	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.12	7.87	6.33	5.30
股息收益率 (%)	6.28	3.84	4.75	5.77
现金流量表 (百万元)				
净利润	4,295	6,608	8,303	10,075
折旧和摊销	3,570	3,969	4,707	5,526
营运资金变动	-7,908	-3,982	6,479	372
经营活动现金流	1,583	9,331	22,223	18,562
资本开支	-7,885	-7,412	-4,314	-5,052
投资	-1,877	1,994	0	0
投资活动现金流	-5,655	-4,057	-1,829	-5,052
股权募资	335	-734	0	0
债务募资	5,578	866	-9,328	0
筹资活动现金流	3,089	-3,168	-13,520	-4,844
现金净流量	-713	2,106	6,873	8,666

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026