

徐工机械（000425）

2023 年中报点评：混改卓有成效，利润率提升、报表改善

买入（维持）

2023 年 09 月 01 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 罗悦

执业证书：S0600522090004

luoyue@dwzq.com.cn

研究助理 韦译捷

执业证书：S0600122080061

weiyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	93,817	100,866	109,845	127,883
同比	-20%	8%	9%	16%
归属母公司净利润（百万元）	4,307	6,800	8,634	11,869
同比	-48%	58%	27%	37%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.36	0.58	0.73	1.00
P/E（现价&最新股本摊薄）	18.82	11.92	9.39	6.83

关键词：#比同类公司便宜 #产品结构变动带来利润率上升

事件：公司发布 2023 年半年报，业绩略超市场预期。

投资要点

■ 业绩略超市场预期，二季度有望开启业绩启航

2023 年上半年公司实现营业收入 512.8 亿元，同比下降 4.8%，归母净利润 35.9 亿元，同比下降 2.1%，已有 15 个主机产品占有率国内行业第一。单 Q2 公司实现营业收入 273.9 亿元，同比增长 0.1%，归母净利润 20.7 亿元，同比增长 29.4%，略超市场预期。二季度公司收入、利润均恢复正增长，考虑到下半年业绩基数较低，二季度有望开启业绩启航。

■ 混改卓有成效，利润率提升、报表改善

分产品看，受下游需求影响，2023 年上半年土方机械、起重机械、混凝土机械分别实现营收 130、119、53 亿元，同比下降 6%、14%、8%。战略新兴产业增长趋势向好，2023 年上半年高空作业机械实现营收 51 亿元，同比增长 56%，排名上升至国内行业前二；矿业机械营收 42 亿元，同比增长 41%。道路机械实现营收 27 亿元，同比增长 66%；新能源产品收入 52.7 亿元，同比增长 175%。上半年公司利润率逐季提升，应收账款 510.5 亿、单季度环比减少 22 亿；存货 353.2 亿。较年初减少 3.3 亿，呈现利润率提升、报表改善趋势，混改卓有成效。

■ 海外市场拓展顺利，国际化长期前景可观

2023 年上半年公司海外收入 209.0 亿元，同比增长 33.5%，占总营收比重提升至 41%。分地区看，西亚北非、中美洲增长超 200%，欧洲增长超 150%，中亚、北美增长近 100%。分产品看，高空作业平台、铣刨机械、消防车增长超 300%，全地面、随车吊、港口吊、滑移装载机增长超 100%，履带吊、矿挖、压路机、摊铺机、混凝土搅拌车增长超 50%，挖掘机、越野吊增长超 20%。据 KHL 发布 Yellow Table，2022 年 TOP50 工程机械制造商总销售额为 2306 亿美元，徐工集团全球份额仅 7%，远低于国内份额，海外市场成长空间广阔。

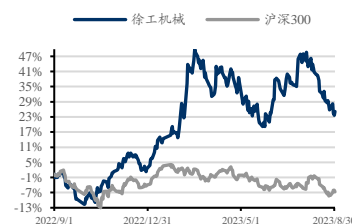
■ 结构优化+降本增效，盈利能力提升趋势持续

2023 年上半年公司销售毛利率为 22.9%，同比提升 6.6pct，其中国内市场毛利率 22.6%，同比提升 7.2pct，海外市场毛利率 23.2%，同比提升 5.3pct；销售净利率 6.9%，同比提升 0.7pct。受益于（1）上半年降本工作成效显著，实现采购净降本 13.9 亿元，净降本率 4.53%。上半年公司液压油缸内部配套率 66%、较去年全年提升 10pct；小挖阀内部配套率 49%、提升超 8pct；中挖阀内部配套率 70%、提升超 2pct。（2）海外收入占比提升，毛利率提升明显。公司利润率相对同行有提升空间，随着整体上市注入优质资产、混改工作推进、海外市场拓展，我们预计公司盈利能力提升趋势持续。

■ 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 68/86/119 亿元，当前市值对应 PE 为 12/9/7 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：行业周期波动、全球化拓展不及预期、汇率波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.05
一年最低/最高价	4.33/7.50
市净率(倍)	1.32
流通 A 股市值(百万元)	49,180.40
总市值(百万元)	71,487.80

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.59
资产负债率(%，LF)	67.45
总股本(百万股)	11,816.17
流通 A 股(百万股)	8,128.99

相关研究

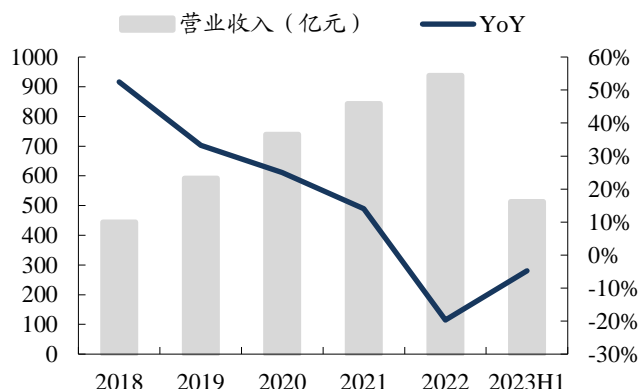
《徐工机械(000425)：2022 年报 & 2023 年一季报点评：业绩持续优于行业，看好利润及估值双升》

2023-04-30

《徐工机械(000425)：2022 年三季报点评：Q3 业绩符合预期，整体上市有望提升盈利能力》

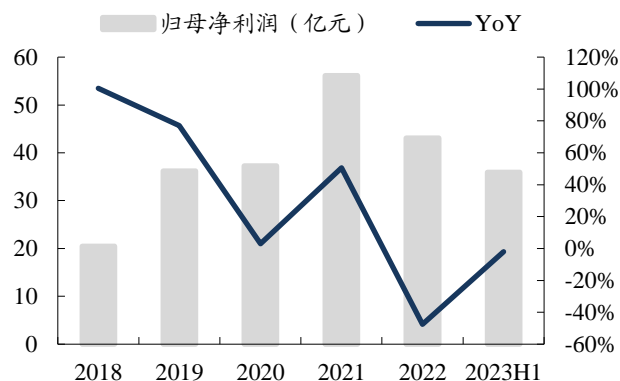
2022-10-27

图1: 2023H1 公司实现营收 512.8 亿元, 同比下降 4.8%



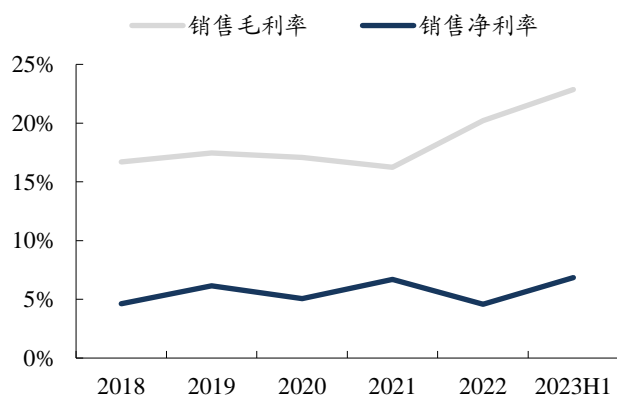
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023 年 H1 公司实现归母净利润 35.9 亿元, 同比下降 2.1%



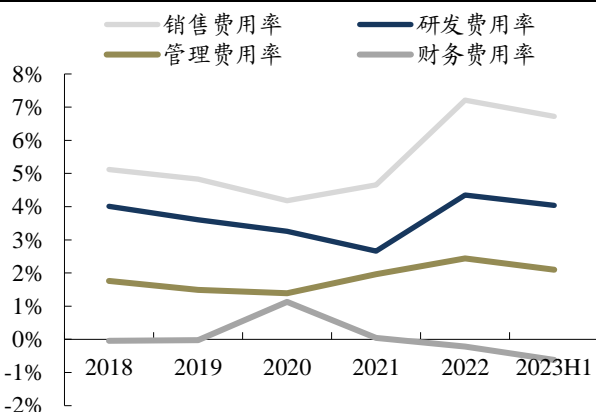
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023H1 公司销售毛/净利率分别为 22.9%/6.9%, 同比提升 6.6/0.7pct



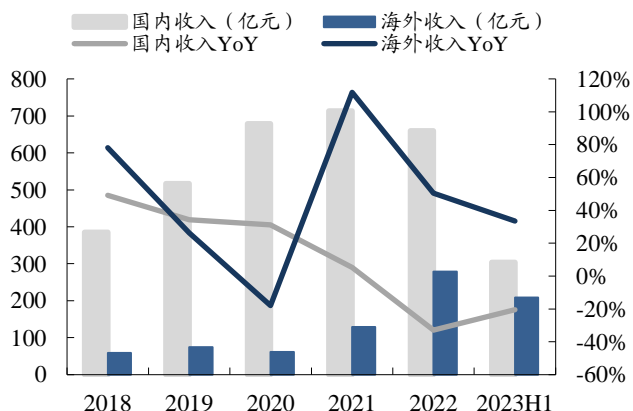
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023H1 公司期间费用率为 12.2%, 同比提升 4.2pct



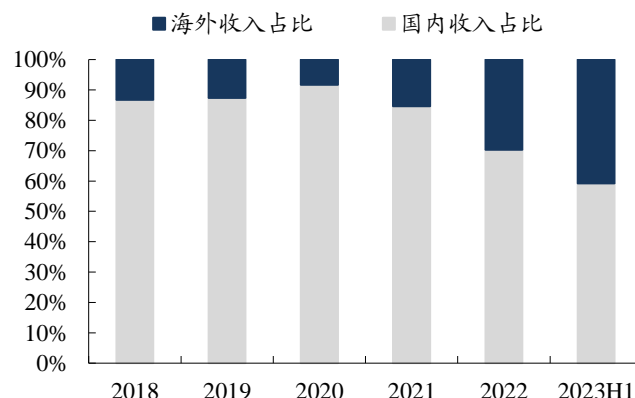
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 公司实现海外收入 209.0 亿元, 同比增长 33.5%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023H1 公司海外收入占比提升至 41%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

徐工机械三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	129,118	147,375	160,306	195,789	营业总收入	93,817	100,866	109,845	127,883
货币资金及交易性金融资产	34,480	53,252	65,576	73,879	营业成本(含金融类)	74,855	78,947	85,077	97,029
经营性应收款项	50,104	54,759	54,481	73,220	税金及附加	406	403	439	512
存货	35,099	30,398	30,522	39,124	销售费用	6,765	6,859	7,140	8,312
合同资产	6	0	0	0	管理费用	2,285	2,219	2,417	2,813
其他流动资产	9,428	8,966	9,728	9,567	研发费用	4,082	4,035	4,394	5,115
非流动资产	45,968	41,732	37,033	31,864	财务费用	(211)	504	549	639
长期股权投资	2,373	2,373	2,373	2,373	加:其他收益	462	504	549	639
固定资产及使用权资产	19,224	16,145	12,141	7,389	投资净收益	194	202	220	256
在建工程	2,894	1,736	1,042	625	公允价值变动	(70)	0	0	0
无形资产	6,443	6,443	6,443	6,443	减值损失	(1,131)	(698)	(559)	(556)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(6)	0	0	0
长期待摊费用	29	29	29	29	营业利润	5,083	7,907	10,040	13,801
其他非流动资产	15,004	15,004	15,004	15,004	营业外净收支	(70)	0	0	0
资产总计	175,086	189,106	197,339	227,653	利润总额	5,013	7,907	10,040	13,801
流动负债	96,549	104,621	104,220	122,665	减:所得税	718	1,107	1,406	1,932
短期借款及一年内到期的非流动负债	27,776	27,776	27,776	27,776	净利润	4,295	6,800	8,634	11,869
经营性应付款项	50,383	59,265	58,897	75,866	减:少数股东损益	(12)	0	0	0
合同负债	4,967	3,947	4,254	4,851	归属母公司净利润	4,307	6,800	8,634	11,869
其他流动负债	13,422	13,632	13,292	14,171	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.36	0.58	0.73	1.00
非流动负债	23,882	23,882	23,882	23,882	EBIT	6,689	9,315	11,253	15,098
长期借款	15,507	15,507	15,507	15,507	EBITDA	10,259	14,550	16,752	20,768
应付债券	2,715	2,715	2,715	2,715	毛利率(%)	20.21	21.73	22.55	24.13
租赁负债	196	196	196	196	归母净利率(%)	4.59	6.74	7.86	9.28
其他非流动负债	5,464	5,464	5,464	5,464	收入增长率(%)	(19.67)	7.51	8.90	16.42
负债合计	120,431	128,504	128,102	146,547	归母净利润增长率(%)	(47.53)	57.88	26.97	37.46
归属母公司股东权益	53,254	59,202	67,836	79,705					
少数股东权益	1,401	1,401	1,401	1,401					
所有者权益合计	54,655	60,603	69,237	81,106					
负债和股东权益	175,086	189,106	197,339	227,653					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,583	21,830	14,312	9,955	每股净资产(元)	4.51	5.01	5.74	6.75
投资活动现金流	(5,655)	(798)	(580)	(244)	最新发行在外股份(百万股)	11,816	11,816	11,816	11,816
筹资活动现金流	3,089	(2,260)	(1,408)	(1,408)	ROIC(%)	6.09	7.72	8.71	10.70
现金净增加额	(713)	18,772	12,324	8,302	ROE-摊薄(%)	8.09	11.49	12.73	14.89
折旧和摊销	3,570	5,236	5,498	5,670	资产负债率(%)	68.78	67.95	64.91	64.37
资本开支	(7,885)	(1,000)	(800)	(500)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.82	11.92	9.39	6.83
营运资本变动	(7,908)	7,890	(1,567)	(9,292)	P/B(现价)	1.52	1.37	1.19	1.02

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）），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>