

股票投资评级

徐工机械(000425)

增持|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价（元）	6.69
总股本/流通股本（亿股）	118.16 / 81.29
总市值/流通市值（亿元）	791 / 544
52周内最高/最低价	7.42 / 4.37
资产负债率(%)	68.8%
市盈率	18.58
第一大股东	徐州工程机械集团有限公司

研究所

分析师:刘卓
SAC登记编号:S1340522110001
Email:liuzhuo@cnpsec.com
研究助理:陈基贊
SAC登记编号:S1340123010003
Email:chenjiyun@cnpsec.com

盈利能力改善，国际化成效显著

● 事件描述

公司发布2023年中报，上半年实现营收512.78亿元，同减4.78%；实现归母净利润35.89亿元，同减2.1%；实现扣非归母净利润33.74亿元，同减6.79%。

● 事件点评

高空作业机械/矿业机械/道路机械增速较快。分产品来看，公司起重机械/土方机械/混凝土机械/高空作业机械/矿业机械/道路机械/其他工程机械、备件及其他分别实现营收119/130/53/51/42/27/90亿元，同比增速为-13.78%/-6.43%/-7.69%/56.43%/40.86%/66.45%/-27.94%。

毛利率明显改善，主因内销毛利率上升+海外业务占比上升。公司2023H1实现毛利率22.86%，同比增加2.44pct，其中内销毛利率同增3.29pct至22.63%，主因零部件自给率上升+原材料成本下降+混改带来管理效率提升；外销毛利率同增0.16pct至23.19%，且高毛利的外销业务占比已经超40%，国际化成效显著。

新兴产业快速发展壮大。其中，高空作业机械板块收入同比增长56.43%，举升类消防车稳居国内行业第一；矿业机械全力打造成套化、无人化、电动化、网联化产品优势，收入增长40.86%，新能源产品收入同比增长4.27倍；环卫机械收入和占有率增幅跑赢行业，新能源产品收入同比增长206.5%；港口机械主营收入增长11.53%，国际化收入增长1.27倍。叉车持续打造电动化产品优势，收入增长1.15倍。

持续优化海外体系运营布局。2023H1，公司出口收入再创历史新高，多数区域高速增长：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%。多数产品高速增长：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%。

● 盈利预测与估值

预计公司2023-2025年营收分别为928.13/1084.18/1262.21亿，同比增速分别为-1.07%/16.81%/16.42%；归母净利润分别为61.28/73.19/91.54亿元，同比增速分别为42.27%/19.45%/25.07%。基于工程机械行业有望筑底向上、新兴产业+国际化拓展卓有成效、混改下公司经营效率有望持续提升，维持“增持”评级。

● 风险提示：

工程机械出海订单不及预期；国内地产、基建需求不及预期

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	93817	92813	108418	126221
增长率(%)	-19.67	-1.07	16.81	16.42
EBITDA (百万元)	8436.25	15014.01	17091.61	19499.89
归属母公司净利润 (百万元)	4307.10	6127.59	7319.36	9154.37
增长率(%)	-47.53	42.27	19.45	25.07
EPS (元/股)	0.36	0.52	0.62	0.77
市盈率 (P/E)	18.52	13.02	10.90	8.71
市净率 (P/B)	1.50	1.01	0.95	0.89
EV/EBITDA	9.28	5.17	4.32	3.41

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表									
营业收入	93817	92813	108418	126221	营业收入	-19.7%	-1.1%	16.8%	16.4%
营业成本	74855	71713	83822	97548	营业利润	-44.1%	37.3%	19.6%	25.2%
税金及附加	406	353	412	480	归属于母公司净利润	-47.5%	42.3%	19.4%	25.1%
销售费用	6765	6683	7698	8835	毛利率	20.2%	22.7%	22.7%	22.7%
管理费用	2285	2042	2277	2524	净利率	4.6%	6.6%	6.8%	7.3%
研发费用	4082	3713	4337	5049	ROE	8.1%	7.8%	8.7%	10.2%
财务费用	-211	-119	141	11	ROIC	4.1%	7.2%	8.1%	9.1%
资产减值损失	-326	-449	-508	-561	偿债能力				
营业利润	5083	6977	8345	10449	资产负债率	68.8%	60.6%	61.5%	61.3%
营业外收入	105	135	138	131	流动比率	1.34	1.58	1.55	1.57
营业外支出	176	121	132	135	营运能力				
利润总额	5013	6991	8351	10444	应收账款周转率	2.37	2.29	2.36	2.39
所得税	718	839	1002	1253	存货周转率	3.01	2.53	2.76	2.94
净利润	4295	6152	7349	9191	总资产周转率	0.55	0.49	0.51	0.55
归母净利润	4307	6128	7319	9154	每股指标(元)				
每股收益(元)	0.36	0.52	0.62	0.77	每股收益	0.36	0.52	0.62	0.77
资产负债表									
货币资金	27827	48066	50661	57031	每股净资产	4.51	6.67	7.09	7.62
交易性金融资产	6653	6653	6653	6653	估值比率				
应收票据及应收账款	46478	49891	61350	65878	PE	18.52	13.02	10.90	8.71
预付款项	2471	2367	2766	3219	PB	1.50	1.01	0.95	0.89
存货	35099	38305	40210	45749	现金流量表				
流动资产合计	129118	156220	174328	190148	净利润	4295	6152	7349	9191
固定资产	18956	19268	18979	18023	折旧和摊销	3570	4639	5076	5484
在建工程	2894	4284	3875	3266	营运资本变动	-7908	-5513	-3181	-2106
无形资产	6443	7023	7263	7263	其他	1626	3518	3506	3491
非流动资产合计	45968	47546	47405	46166	经营活动现金流净额	1583	8797	12750	16060
资产总计	175086	203766	221734	236315	资本开支	-7885	-7203	-4925	-4257
短期借款	17598	16598	15798	15298	其他	2230	984	15	52
应付票据及应付账款	50383	53202	65546	72647	投资活动现金流净额	-5655	-6219	-4910	-4205
其他流动负债	28567	28999	30936	33179	股权融资	335	21251	0	0
流动负债合计	96549	98798	112281	121124	债务融资	5578	-200	-1300	-1000
其他	23882	24682	24182	23682	其他	-2824	-3389	-3946	-4485
非流动负债合计	23882	24682	24182	23682	筹资活动现金流净额	3089	17662	-5246	-5485
负债合计	120431	123481	136463	144807	现金及现金等价物净增加额	-713	20239	2594	6370
股本	11816	15681	15681	15681					
资本公积金	16784	34171	34171	34171					
未分配利润	22569	26005	29863	34690					
少数股东权益	1401	1425	1455	1491					
其他	2085	3004	4102	5475					
所有者权益合计	54655	80285	85271	91508					
负债和所有者权益总计	175086	203766	221734	236315					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内相对市场表现，即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

电话：18717767929
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

电话：15800181922
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048