

**事件:** 公司披露 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年实现营收 928.48 亿元，yoy-1.03%，归母净利润 53.26 亿元，yoy+23.51%；毛利率 22.38%，yoy+2.17pct；2023 年 Q4 实现营收 211.78 亿元，yoy+13.21%，归母利润 4.87 亿元，同比实现扭亏为盈，毛利率 20.64%，yoy+0.44pct；2024 年 Q1 实现营收 241.74 亿元，yoy+1.18%，归母利润 16.00 亿元，yoy+5.06%，毛利率 22.89%，yoy+0.26pct。

**设备更新政策下，工程机械国内 24 年有望筑底。** 分业务来看，**1) 起重机械:** 23 年实现营收 211.87 亿元，yoy-11.20%；**2) 土方机械:** 23 年实现营收 225.60 亿元，yoy-4.56%；**3) 混凝土机械:** 23 年实现营收 104.25 亿元，yoy+9.72%。展望 24 年，随着设备更新政策的持续推进，国一、国二老旧机型有望加速退出，以挖掘机为例，根据我们测算，挖掘机国二及以下标准保有量 38.8 万，是其 23 年国内实际需求的 4.2 倍。此外，24 年 1-3 月份国内挖机销量达 2.6 万台，yoy-8.3%，降幅大幅收窄，单三月销量达 1.5 万台，同比+9.3%。综合来看，国内工程机械销量今年有望见底。

**新兴产业实现量、质的双速增长。** 公司战略新兴产业拔节生长、势头正劲，收入增长近 30%，占比提升 4.5 个百分点。**1) 高空作业平台:** 23 年实现营收 88.83 亿元，yoy+35.62%，经营持续向好，高空作业平台和举升类消防车行业第一；**2) 矿山机械:** 23 年实现营收 58.60 亿元，yoy+14.17%，经营、产品质量双提升，其中新能源矿车增长 4 倍，矿挖内销占有率提升 1.7 个百分点；**3) 环境公司:** 三个基地有序协同发展，收入增长、毛利提升；**4) 农机公司:** 拖拉机、收获机批量交付，收入增长 10 倍。

**国际化布局进一步完善。** 公司围绕“总部抓总、区域主战、产品线主建”的战略思想，成立了国际事业总部，打造了“1+14+N”的国际化运营体系，推动公司国际化能力的提档升级。截至 23 年年底，公司拥有 39 家海外子公司，40 个海外大型服务备件中心，营销网络覆盖全球 193 个国家和地区。2023 年公司分别在英国、新加坡等国家成立了 5 家销售子公司。**23 年公司境外收入 372.2 亿元、同比增长 33.7%，收入占比达 40.09%，yoy+10.42pct。**

**投资建议:** 徐工机械在工程机械产品市场地位稳固，新兴业务发展顺利，我们预测公司 2024-2026 年收入分别为 1015.32、1195.16、1432.05 亿元，EPS 分别为 0.55、0.69、0.90 元，当前股价对应 PE 分别为 13、10、8 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；高机业务发展不及预期风险。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	92,848	101,532	119,516	143,205
增长率 (%)	-1.0	9.4	17.7	19.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,326	6,497	8,180	10,649
增长率 (%)	23.5	22.0	25.9	30.2
每股收益 (元)	0.45	0.55	0.69	0.90
PE	15	13	10	8
PB	1.5	1.3	1.2	1.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 29 日收盘价)

## 推荐

维持评级

当前价格:

6.91 元


**分析师 李哲**

执业证书: S0100521110006

邮箱: lizhe\_yj@mszq.com

**分析师 罗松**

执业证书: S0100521110010

邮箱: luosong@mszq.com

## 相关研究

- 徐工机械 (000425.SZ) 2023 年中报点评: 海外业务突破, 盈利能力提升-2023/08/31
- 徐工机械 (000425.SZ) 2022 年中报点评: 外销亮眼, 盈利性保持稳定-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

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	92,848	101,532	119,516	143,205
营业成本	72,064	78,535	92,267	110,125
营业税金及附加	442	483	502	573
销售费用	6,702	7,107	8,247	9,738
管理费用	2,706	2,792	3,227	3,723
研发费用	4,000	4,163	4,900	5,871
EBIT	6,254	8,609	10,513	13,267
财务费用	726	1,433	1,458	1,500
资产减值损失	-692	-406	-395	-382
投资收益	-4	210	248	297
营业利润	5,640	6,980	8,908	11,682
营业外收支	37	37	37	37
利润总额	5,678	7,018	8,945	11,719
所得税	442	604	814	1,102
净利润	5,236	6,414	8,131	10,617
归属于母公司净利润	5,326	6,497	8,180	10,649
EBITDA	10,222	12,688	14,709	17,570

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	23,371	26,425	31,299	39,597
应收账款及票据	43,658	45,619	52,113	60,536
预付款项	1,677	1,806	2,030	2,313
存货	32,378	33,408	35,487	37,855
其他流动资产	9,976	9,887	10,554	11,443
流动资产合计	111,060	117,145	131,481	151,744
长期股权投资	4,510	4,558	4,558	4,558
固定资产	22,510	23,774	24,846	25,660
无形资产	7,374	7,424	7,702	7,980
非流动资产合计	50,935	51,309	52,249	52,906
资产合计	161,995	168,454	183,730	204,650
短期借款	13,526	13,526	13,526	13,526
应付账款及票据	41,844	46,097	54,414	65,252
其他流动负债	30,996	26,401	27,823	30,553
流动负债合计	86,366	86,025	95,763	109,331
长期借款	12,515	15,483	15,483	15,483
其他长期负债	5,626	5,125	5,126	5,127
非流动负债合计	18,142	20,608	20,609	20,610
负债合计	104,508	106,633	116,372	129,941
股本	11,816	11,816	11,816	11,816
少数股东权益	1,342	1,259	1,210	1,178
股东权益合计	57,487	61,821	67,357	74,709
负债和股东权益合计	161,995	168,454	183,730	204,650

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-1.03	9.35	17.71	19.82
EBIT 增长率	28.51	37.65	22.12	26.20
净利润增长率	23.51	21.98	25.89	30.19
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	22.38	22.65	22.80	23.10
净利润率	5.74	6.40	6.84	7.44
总资产收益率 ROA	3.29	3.86	4.45	5.20
净资产收益率 ROE	9.49	10.73	12.37	14.48
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.29	1.36	1.37	1.39
速动比率	0.80	0.86	0.90	0.94
现金比率	0.27	0.31	0.33	0.36
资产负债率 (%)	64.51	63.30	63.34	63.49
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	155.97	144.78	134.24	128.75
存货周转天数	168.54	150.78	134.40	119.88
总资产周转率	0.55	0.61	0.68	0.74
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.45	0.55	0.69	0.90
每股净资产	4.75	5.13	5.60	6.22
每股经营现金流	0.30	1.16	1.18	1.50
每股股利	0.18	0.22	0.28	0.36
<b>估值分析</b>				
PE	15	13	10	8
PB	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.19	8.21	7.08	5.93
股息收益率 (%)	2.60	3.18	4.00	5.21

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	5,236	6,414	8,131	10,617
折旧和摊销	3,968	4,079	4,197	4,303
营运资金变动	-7,281	795	-793	497
经营活动现金流	3,571	13,712	13,894	17,766
资本开支	-5,903	-4,995	-5,098	-4,922
投资	5,272	679	0	0
投资活动现金流	1,411	-4,727	-4,850	-4,626
股权募资	441	0	0	0
债务募资	-3,629	-1,701	0	0
筹资活动现金流	-7,778	-5,931	-4,170	-4,841
现金净流量	-2,974	3,054	4,874	8,299

## 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收到任何形式的补偿。

## 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