

徐工机械 (000425.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

海外拓展顺利，资产质量提升

业绩简评

4月29日，公司发布23年年报和24年一季报，23年公司分别实现收入、归母净利润928.48、53.26亿元，同比-1.03%、+23.51%（调整后）；24Q1公司分别实现收入、归母净利润241.74、16.00亿元，同比+1.18%、+5.06%，符合市场预期。

经营分析

海外市场出口保持增长，带动盈利能力提升。根据公告，23年公司海外收入为372.20亿元，同比+33.7%，23年海外收入占比40.09%，同比+10.42pcts。海外市场盈利能力更强，23年公司海外市场毛利率为24.21%，比国内市场高出3.05pcts。随着海外市场收入占比持续提升，公司整体盈利能力有望进一步优化，预计24-26年公司整体毛利率为22.8%/23.2%/23.7%。

产品实现多元化发展，注重新兴产业，高机、矿机发展迅速。根据公告，战略新兴板块发展迅速，收入增近30%：1)高空作业机械：23年公司高空作业机械收入88.83亿元，同比+35.62%。2)矿业机械：23年公司矿业机械收入达到58.61亿元，同比+14.17%，其中矿挖内销占有率提升1.7pcts；多元化发展有助于公司平滑收入波动，看好公司新兴产业长期发展。

资产质量提升，23年应收、存货同比降低，ROE明显提升。根据公告，23年公司应收票据及账款、存货分别为436.58、323.78亿元，相比22年底分别减少28.20、27.21亿元，应收、存货降低一定程度降低公司坏账减值风险；此外，23年公司ROE（摊薄）达到9.49%，同比+1.40pcts，资产质量持续优化。

国内挖机市场筑底信号明确，公司有望受益于新一轮更新周期启动。根据CME数据，23M4挖机国内销量9500台（同比基本持平），有望实现连续两个月持平/正增长，国内挖机市场的下行周期或已结束，板块筑底信号明确，随着“以旧换新”政策落地，板块更新周期有望提前启动。公司作为国内挖掘机头部企业，有望充分受益国内挖机市场复苏。

盈利预测、估值与评级

我们预计2023-2025年公司营业收入为988.40/1102.74/1266.80亿元，归母净利润为67.61/78.36/99.46亿元，对应PE为12/10/8X，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）：6.91元

相关报告：

- 《徐工机械公司点评：产品多元化发展，业绩符合预期》，2023.10.30
- 《徐工机械公司点评：出口保持高增长，盈利能力环比提升》，2023.8.31
- 《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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	93,817	92,848	98,840	110,274	126,680
营业收入增长率	11.25%	-1.03%	6.45%	11.57%	14.88%
归母净利润(百万元)	4,307	5,326	6,761	7,836	9,946
归母净利润增长率	-23.29%	23.67%	26.93%	15.90%	26.92%
摊薄每股收益(元)	0.365	0.451	0.572	0.663	0.842
每股经营性现金流净额	0.13	0.30	0.68	1.17	1.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.09%	9.49%	11.25%	12.10%	14.06%
P/E	13.91	12.11	12.08	10.42	8.21
P/B	1.12	1.15	1.36	1.26	1.15

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	84,328	93,817	92,848	98,840	110,274	126,680
增长率	11.3%	-1.0%	6.5%	11.6%	14.9%	
主营业务成本	-70,631	-74,855	-72,064	-76,261	-84,654	-96,682
%销售收入	83.8%	79.8%	77.6%	77.2%	76.8%	76.3%
毛利	13,697	18,962	20,784	22,579	25,620	29,998
%销售收入	16.2%	20.2%	22.4%	22.8%	23.2%	23.7%
营业税金及附加	-276	-406	-442	-494	-551	-633
%销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-3,931	-6,765	-6,702	-7,117	-7,940	-9,121
%销售收入	4.7%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
管理费用	-1,221	-2,285	-2,706	-2,866	-3,198	-3,674
%销售收入	1.4%	2.4%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
研发费用	-2,675	-4,082	-4,000	-4,250	-4,742	-5,447
%销售收入	3.2%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	5,594	5,423	6,934	7,852	9,189	11,123
%销售收入	6.6%	5.8%	7.5%	7.9%	8.3%	8.8%
财务费用	-36	211	-726	-209	-476	-239
%销售收入	0.0%	-0.2%	0.8%	0.2%	0.4%	0.2%
资产减值损失	-611	-1,131	-1,471	-1,078	-990	-892
公允价值变动收益	206	-70	179	270	270	270
投资收益	655	-24	-491	-50	-50	-50
%税前利润	10.4%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	6,182	5,083	5,640	7,245	8,403	10,671
营业利润率	7.3%	5.4%	6.1%	7.3%	7.6%	8.4%
营业外收支	106	-70	37	50	50	50
税前利润	6,288	5,013	5,678	7,295	8,453	10,721
利润率	7.5%	5.3%	6.1%	7.4%	7.7%	8.5%
所得税	-640	-718	-442	-511	-592	-751
所得税率	10.2%	14.3%	7.8%	7.0%	7.0%	7.0%
净利润	5,647	4,295	5,236	6,784	7,861	9,971
少数股东损益	33	-12	-90	23	25	25
归属于母公司的净利润	5,615	4,307	5,326	6,761	7,836	9,946
净利率	6.7%	4.6%	5.7%	6.8%	7.1%	7.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	5,647	4,295	5,236	6,784	7,861	9,971
少数股东损益	33	-12	-90	23	25	25
非现金支出	2,013	4,700	5,439	4,090	4,133	4,165
非经营收益	-359	496	176	3,351	1,403	1,135
营运资金变动	772	-7,908	-7,281	-6,244	442	-1,418
经营活动现金净流	8,073	1,583	3,571	7,982	13,840	13,853
资本开支	-3,075	-7,885	-5,903	-5,162	-3,475	-2,475
投资	-1,296	-1,877	5,272	70	70	70
其他	-3,754	4,107	2,042	-50	-50	-50
投资活动现金净流	-8,125	-5,655	1,411	-5,142	-3,455	-2,455
股权募资	212	335	441	0	0	0
债权募资	4,477	5,578	-3,629	268	-9,944	-3,390
其他	-3,182	-2,824	-4,590	-4,328	-4,808	-5,384
筹资活动现金净流	1,507	3,089	-7,778	-4,060	-14,752	-8,774
现金净流量	1,440	-713	-2,974	-1,221	-4,367	2,624

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	23,077	27,827	23,371	22,124	17,738	20,348
应收款项	41,100	49,546	47,137	54,510	56,284	62,922
存货	16,828	35,099	32,378	35,341	38,001	42,021
其他流动资产	4,160	18,617	9,503	10,827	11,279	11,840
流动资产	85,165	131,089	112,389	122,802	123,301	137,130
%总资产	77.4%	74.9%	69.4%	72.1%	72.4%	75.1%
长期投资	10,086	11,076	12,596	12,596	12,596	12,596
固定资产	9,592	21,850	25,433	26,272	25,491	23,690
%总资产	8.7%	12.5%	15.7%	15.4%	15.0%	13.0%
无形资产	3,550	7,286	8,039	8,502	8,775	9,038
非流动资产	24,865	43,996	49,605	47,559	47,041	45,494
%总资产	22.6%	25.1%	30.6%	27.9%	27.6%	24.9%
资产总计	110,029	175,086	161,995	170,361	170,342	182,624
短期借款	6,742	27,776	29,127	31,936	21,992	18,602
应付款项	46,904	55,638	48,880	56,560	61,096	69,782
其他流动负债	9,480	13,134	8,359	5,636	6,294	7,269
流动负债	63,126	96,549	86,366	94,132	89,382	95,652
长期贷款	4,149	15,507	12,515	12,515	12,515	12,515
其他长期负债	5,585	8,375	5,626	2,266	2,269	2,288
其他负债	72,860	120,431	104,508	108,912	104,167	110,456
普通股股东权益	36,444	53,254	56,145	60,083	64,785	70,753
其中：股本	7,834	11,816	11,816	11,816	11,816	11,816
未分配利润	21,654	22,569	25,797	29,854	34,556	40,523
少数股东权益	726	1,401	1,342	1,365	1,390	1,415
负债股东权益合计	110,029	175,086	161,995	170,361	170,342	182,624

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.717	0.365	0.451	0.572	0.663	0.842
每股净资产	4.652	4.507	4.752	5.085	5.483	5.988
每股经营现金净流	1.031	0.134	0.302	0.675	1.171	1.172
每股股利	0.060	0.100	0.230	0.229	0.265	0.337
回报率						
净资产收益率	15.41%	8.09%	9.49%	11.25%	12.10%	14.06%
总资产收益率	5.10%	2.46%	3.29%	3.97%	4.60%	5.45%
投入资本收益率	9.47%	4.56%	6.29%	6.77%	8.32%	9.83%
增长率						
主营业务收入增长率	14.01%	11.25%	-1.03%	6.45%	11.57%	14.88%
EBIT增长率	-3.82%	-3.06%	27.86%	13.23%	17.03%	21.04%
净利润增长率	50.57%	-23.29%	23.67%	26.93%	15.90%	26.92%
总资产增长率	19.86%	59.13%	-7.48%	5.16%	-0.01%	7.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	123.5	139.6	158.1	165.0	150.0	145.0
存货周转天数	77.2	126.6	170.9	170.0	165.0	160.0
应付账款周转天数	93.9	109.3	118.2	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	37.3	73.8	88.5	76.6	62.5	48.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.65%	21.08%	35.19%	39.20%	27.70%	16.80%
EBIT利息保障倍数	153.8	-25.8	9.6	37.5	19.3	46.6
资产负债率	66.22%	68.78%	64.51%	63.93%	61.15%	60.48%

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
买入	1	6	17	27	58
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.06	1.04	1.00

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
2	2023-08-31	买入	5.98	N/A
3	2023-10-30	买入	6.06	N/A

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 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 18 楼 1806