

徐工机械 (000425)

2023 年年报及 2024 年一季报点评: 混改推进释放业绩弹性, 分红回购彰显信心

买入 (维持)

2024 年 04 月 30 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	93,817	92,848	103,007	117,146	134,112
同比 (%)	(19.67)	(1.03)	10.94	13.73	14.48
归母净利润 (百万元)	4,312	5,326	6,672	8,821	11,711
同比 (%)	(47.46)	23.51	25.27	32.20	32.77
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.36	0.45	0.56	0.75	0.99
P/E (现价&最新摊薄)	18.93	15.33	12.24	9.26	6.97

投资要点

事件: 公司发布 2023 年报及 2024 年一季报。2023 年归母净利润 53.26 亿元, 同比增长 23.51%; 营业收入 928.48 亿元, 同比减少 1.03%; 拟 10 派 1.8 元, 当前股价对应股息率 2.6%。2024 年一季度公司归母净利润 16 亿元, 同比增长 5.06%; 营业收入 241.74 亿元, 同比增长 1.18%, 符合市场预期。

■ 业绩符合市场预期, 高机、矿机等新兴板块表现亮眼

2023 年挖机行业销量同比下滑 24%, 2024 年一季度同比下滑 13%, 公司业绩增速高于行业, 阿尔法属性彰显。2023 年分产品看: (1) **起重机械:** 实现收入 218.87 亿元, 同比下滑 11.20%, 继续保持全球第一。(2) **土方机械:** 实现收入 225.60 亿元, 同比下降 4.56%。(3) **混凝土机械:** 实现营收 104.25 亿元, 同比上升 9.72%。(4) **高空作业机械:** 实现收入 88.83 亿元, 同比增长 35.62%。(5) **矿业机械:** 实现收入 58.61 亿元, 同比增长 14.17%。此外, 新能源产品表现亮眼, 新能源装载机连续两年实现倍增, 2024 年 Q1 增长超 40%。

■ 海外市场稳步拓展, 看好工程机械全球化推进

2023 年分区域看: (1) **国内:** 2023 年公司境内营收 556.28 亿元, 同比下降 15.60%, 占比为 59.91%。(2) **海外:** 2023 年公司实现海外收入 372.20 亿元, 同比增长 33.70%, 占总营收比重提升至 40.09%, 同比提升 10.42 pct。2024 年 Q1 国际化收入 106.2 亿元, 占比进一步提升至 44.12%。据 KHL 发布《2023 全球工程机械制造商排行榜》, 徐工集团全球份额仅 5.8%, 远低于海外龙头卡特彼勒/小松 16.3%/10.7%。国内工程机械具备全球竞争力, 在海外市场加速拓展情况下, 看好工程机械出海长逻辑。

■ 混改推进释放业绩弹性, 盈利能力趋势提升

2023 年公司销售毛利率为 22.38%, 同比提升 2.17pct, 销售净利率为 5.74%, 同比提升 1.16pct, 2024 年一季度公司销售毛利率 22.89%, 同比上升 0.26pct, 销售净利率 6.66%, 同比提升 0.14pct。费用端, 2023 年公司期间费用率为 15.2%, 同比提升 1.1pct, 其中公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.2%/2.9%/4.3%/0.8%, 同比分别提升 0.2/0.3/0.2/1pct。2023 年公司表内全口径应收款/存货同比下降 41.84/27.21 亿元, 2024 年 Q1 公司存货下降 18.33 亿, 资产质量改善。

■ 重视投资者回报, 分红回购彰显信心

4 月 30 日, 公司发布回购公告, 拟用自有资金回购 3-6 亿元公司股票, 回购价不超过 8.5 元/股, 约占公司总股本 0.3%-0.6%。本次回购拟用作注销股份, 增厚每股收益, 彰显长期发展信心。此外, 公司发布 2023 年利润分

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.91
一年最低/最高价	4.91/7.66
市净率(倍)	1.47
流通 A 股市值(百万元)	56,109.82
总市值(百万元)	81,649.71

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.71
资产负债率(% ,LF)	65.24
总股本(百万股)	11,816.17
流通 A 股(百万股)	8,120.09

相关研究

《徐工机械(000425): 推出“质量回报双提升”行动方案, 打造与投资者“命运共同体”》

2024-02-07

《徐工机械(000425): 2023 年三季度点评: 单季利润受汇兑影响, 报表持续改善》

2023-11-01

配预案，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.80 元（含税），现金分红约 21.27 亿元，当前股价对应股息为 2.60%。公司积极回馈投资者，通过现金分红和股份回购等方式，2022 年至今已分红 44.89 亿元，2023 年计划分红约 21.27 亿元，同比增加 20%。2022 年回购金额为 8.52 亿元，大股东增持 5.40 亿元，彰显长期发展信心。

■ **工程机械：有望迎来“大规模设备更新+行业自身更新”双重周期共振**

CME 预估 2024 年 4 月挖掘机（含出口）销量 18500 台左右，同比下降 1.5% 左右，降幅环比有所改善。分市场来看：国内市场预估销量 9500 台，同比基本持平。出口市场预估销量 9000 台，同比下降 2.8%，降幅环比改善。展望后续，特别国债和专项债发力，二季度工程机械基数压力减弱，行业数据有望继续回暖。上轮工程机械上行周期为 2016-2020 年，按照八年使用寿命，上轮销售设备已处于大规模寿命替换期，大规模设备更新等系列政策助推行业回升，有望迎来“大规模设备更新+行业自身更新”双重周期共振。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到行业周期复苏节奏具有不确定性，出于谨慎性考虑，我们下调公司 2024-2025 年归母净利润预测至 67（原值 75）/88（原值 100）亿元，预计 2026 年公司归母净利润为 117 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、国际贸易摩擦、汇率及原材料价格波动。

徐工机械三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	111,060	146,184	149,686	197,321	营业总收入	92,848	103,007	117,146	134,112
货币资金及交易性金融资产	23,410	46,402	54,154	70,856	营业成本(含金融类)	72,064	78,595	88,478	100,219
经营性应收款项	46,742	59,608	56,527	77,266	税金及附加	442	402	462	557
存货	32,378	32,349	29,996	40,804	销售费用	6,702	7,417	8,200	9,120
合同资产	58	64	66	66	管理费用	2,706	2,884	3,163	3,353
其他流动资产	8,471	7,762	8,943	8,327	研发费用	4,000	4,429	5,037	5,767
非流动资产	50,935	45,529	39,542	33,116	财务费用	726	824	937	1,073
长期股权投资	4,510	4,510	4,510	4,510	加:其他收益	724	548	698	842
固定资产及使用权资产	22,709	18,862	14,083	8,551	投资净收益	(4)	92	50	6
在建工程	2,923	1,754	1,052	631	公允价值变动	179	0	0	0
无形资产	7,374	7,374	7,374	7,374	减值损失	(1,471)	(1,632)	(1,673)	(1,685)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	5	(10)	(11)	(15)
长期待摊费用	45	45	45	45	营业利润	5,640	7,454	9,932	13,171
其他非流动资产	13,374	12,985	12,478	12,004	营业外净收支	37	28	14	14
资产总计	161,995	191,713	189,228	230,436	利润总额	5,678	7,482	9,946	13,185
流动负债	86,366	109,402	98,088	127,588	减:所得税	442	800	1,117	1,476
短期借款及一年内到期的非流动负债	29,127	29,127	29,127	29,127	净利润	5,236	6,682	8,829	11,709
经营性应付款项	41,844	67,315	55,570	83,623	减:少数股东损益	(90)	10	8	(2)
合同负债	4,708	3,930	4,424	5,011	归属母公司净利润	5,326	6,672	8,821	11,711
其他流动负债	10,687	9,030	8,967	9,827	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.45	0.56	0.75	0.99
非流动负债	18,142	18,142	18,142	18,142	EBIT	6,254	10,693	13,390	16,830
长期借款	12,515	12,515	12,515	12,515	EBITDA	10,222	16,709	19,670	23,283
应付债券	1,998	1,998	1,998	1,998	毛利率(%)	22.38	23.70	24.47	25.27
租赁负债	96	96	96	96	归母净利率(%)	5.74	6.48	7.53	8.73
其他非流动负债	3,532	3,532	3,532	3,532	收入增长率(%)	(1.03)	10.94	13.73	14.48
负债合计	104,508	127,544	116,230	145,729	归母净利润增长率(%)	23.51	25.27	32.20	32.77
归属母公司股东权益	56,145	62,817	71,638	83,349					
少数股东权益	1,342	1,353	1,360	1,358					
所有者权益合计	57,487	64,169	72,998	84,707					
负债和股东权益	161,995	191,713	189,228	230,436					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,571	24,963	9,582	18,280	每股净资产(元)	4.75	5.32	6.06	7.05
投资活动现金流	1,411	(889)	(747)	(496)	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	(7,778)	(1,082)	(1,082)	(1,082)	ROIC(%)	5.71	9.13	10.58	12.19
现金净增加额	(2,974)	22,992	7,752	16,702	ROE-摊薄(%)	9.49	10.62	12.31	14.05
折旧和摊销	3,968	6,017	6,281	6,452	资产负债率(%)	64.51	66.53	61.42	63.24
资本开支	(5,903)	(982)	(797)	(502)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.33	12.24	9.26	6.97
营运资本变动	(7,281)	9,660	(8,230)	(2,644)	P/B(现价)	1.45	1.30	1.14	0.98

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>