

徐工机械(000425)

公司海外业务持续放量，毛利率持续提升

事件：

公司2023年实现营收928.48亿元，同比下降1.03%；实现归母净利润53.26亿元，同比增长23.51%。公司2024Q1实现营收241.74亿元，同比增长1.18%；实现归母净利润16亿元，同比增长5.06%。

► **2023年公司高空作业平台保持较高速增长，海外业务创造历史高点**
分产品看，公司起重机械/土方机械/混凝土机械/桩工机械/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收入211.87/225.6/104.25/34.59/88.83/58.61/38.18/166.54亿元，分别同比-11.20%/-4.56%/+9.72%/-55.48%/+35.62%/+14.17%/-5.37%/+24.95%。分地区看，公司境内/境外业务分别实现收入556.28/372.20亿元，分别同比-15.69%/33.70%。2023年公司境外占收入比为40.1%，同比提高10.42pcts，境外收入创造新的历史高点；新能源收入连续两年倍增。

► **2024Q1公司营收基本上保持稳定，看好国内市场设备更新需求**
公司2024Q1实现收入241.74亿元，同比增长1.18%；实现归母净利润16亿元，同比增长5.06%；实现扣非归母净利润14.7亿元，同比增长12.48%。公司2024Q1营收基本上保持稳定，我们认为2023年至今，我国工程机械行业仍处于筑底阶段，但下滑幅度明显收窄。我们认为2024年随着《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》等政策持续推进，大规模设备更新将助推国内市场回升；同时海外业务仍有望为公司带来业绩增量。

► **公司全力改善资产质量，毛利率持续提升**
公司全力改善资产质量，2023年公司强抓毛利率提升、应收账款和存货压降“三个专项”；2023年公司毛利率为22.38%，同比+2.17pcts；应收账款同比减少4.59亿元；存货同比减少27.21亿元。2024Q1公司毛利率为22.89%，同比+0.26pcts；应收账款同比增加57.9亿元；存货同比减少18.33亿。我们认为应收账款增加一是由于公司对债务进行结构调整；二是公司大型企业大客户相对多，一般四季度回款较多。

► **盈利预测、估值与评级**
我们持续看好公司国内设备更新及海外市场需求，预计公司2024-2026年营收分别为1048/1213/1401亿元，归母净利润分别为73.11/86.98/113.71亿元，CAGR为28.76%。EPS分别为0.62/0.74/0.96元/股，我们给予公司2024年14倍PE，给予2024年目标价8.68元，维持“买入”评级。

风险提示：高端产品研发不及预期；需求不及预计；海外销售不及预期

行业： 机械设备/工程机械
投资评级： 买入（维持）
当前价格： 7.38元
目标价格： 8.68元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	11,816.17/8,120.09
流通A股市值(百万元)	59,926.26
每股净资产(元)	4.89
资产负债率(%)	64.01
一年内最高/最低(元)	7.73/4.91

股价相对走势



作者

分析师：张旭
执业证书编号：S0590521050001
邮箱：zxu@glsc.com.cn

联系人：田伊依
邮箱：tianyy@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	93817	92848	104773	121312	140139
增长率(%)	-19.67%	-1.03%	12.84%	15.79%	15.52%
EBITDA(百万元)	8374	10376	12140	14675	18151
归母净利润(百万元)	4312	5326	7311	8698	11371
增长率(%)	-47.46%	23.51%	37.25%	18.98%	30.73%
EPS(元/股)	0.36	0.45	0.62	0.74	0.96
市盈率(P/E)	18.9	15.3	11.2	9.4	7.2
市净率(P/B)	1.5	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.0	8.1	7.0	6.5	5.3

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年05月08日收盘价

相关报告

1、《徐工机械(000425)：公司海外业务持续稳健发展》2024.02.23

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	27827	23371	31432	36394	42042
应收账款+票据	47640	45123	50234	60157	72181
预付账款	2471	1677	2871	3988	5759
存货	35099	32378	27105	45662	53524
其他	16081	8511	18278	22809	31224
流动资产合计	129118	111060	129920	169011	204729
长期股权投资	2373	4510	6250	7900	9720
固定资产	19224	22709	23133	23854	24790
在建工程	2894	2923	4082	3841	2707
无形资产	6443	7374	6814	6621	6319
其他非流动资产	15107	13419	17317	18861	20663
非流动资产合计	46041	50935	57596	61077	64198
资产总计	175159	161995	187516	230088	268928
短期借款	17598	13526	16282	32858	41588
应付账款+票据	50383	41844	58728	73060	90810
其他	28567	30996	34370	43390	50526
流动负债合计	96549	86366	109380	149308	182924
长期带息负债	18418	14609	11956	8835	5745
长期应付款	3061	1338	2500	2200	2700
其他	2470	2194	1200	1325	1373
非流动负债合计	23949	18142	15656	12360	9818
负债合计	120497	104508	125036	161668	192742
少数股东权益	1402	1342	1311	1273	1224
股本	11816	11816	11816	11816	11816
资本公积	16784	16395	16395	16395	16395
留存收益	24659	27933	32958	38936	46750
股东权益合计	54662	57487	62480	68420	76186
负债和股东权益总计	175159	161995	187516	230088	268928

现金流量表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	4302	5236	7279	8660	11321
折旧摊销	3571	3972	3130	3919	4149
财务费用	-211	726	1183	1444	1828
存货减少(增加为“-”)	-7852	2721	5273	-18557	-7861
营运资金变动	-7426	-6951	17461	-9500	-4323
其它	9007	-2470	-7270	17040	7061
经营活动现金流	1391	3234	27057	3007	12175
资本支出	-7020	-7965	-5232	-4375	-3552
长期投资	-1881	5272	-1350	-1230	-1450
其他	3246	4104	-10208	-1432	-2280
投资活动现金流	-5655	1411	-16790	-7037	-7282
债权融资	8887	-7881	102	13456	5640
股权融资	3982	0	0	0	0
其他	-9780	102	-2307	-4464	-4884
筹资活动现金流	3089	-7778	-2205	8992	756
现金净增加额	-905	-3310	8061	4962	5648

利润表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	93817	92848	104773	121312	140139
营业成本	74855	72064	82445	95239	109753
营业税金及附加	406	442	210	121	140
营业费用	6765	6702	7020	8128	8408
管理费用	6367	6705	6601	7521	8408
财务费用	-211	726	1183	1444	1828
资产减值损失	-326	-692	-314	-364	-420
公允价值变动收益	-70	179	-33	-35	-28
投资净收益	194	-4	640	700	700
其他	-349	-50	99	27	212
营业利润	5083	5640	7707	9187	12064
营业外净收益	-70	37	120	125	110
利润总额	5013	5678	7827	9312	12174
所得税	711	442	548	652	852
净利润	4302	5236	7279	8660	11321
少数股东损益	-11	-90	-32	-38	-49
归属于母公司净利润	4312	5326	7311	8698	11371

财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-19.67%	-1.03%	12.84%	15.79%	15.52%
EBIT	-50.33%	33.35%	40.71%	19.38%	30.18%
EBITDA	-33.85%	23.91%	17.00%	20.88%	23.68%
归属于母公司净利润	-47.46%	23.51%	37.25%	18.98%	30.73%
获利能力					
毛利率	20.21%	22.38%	21.31%	21.49%	21.68%
净利率	4.59%	5.64%	6.95%	7.14%	8.08%
ROE	8.10%	9.49%	11.95%	12.95%	15.17%
ROIC	6.96%	8.32%	11.05%	15.31%	16.20%
偿债能力					
资产负债率	68.79%	64.51%	66.68%	70.26%	71.67%
流动比率	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
营运能力					
应收账款周转率	2.3	2.2	2.4	2.4	2.3
存货周转率	2.1	2.2	3.0	2.1	2.1
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
每股指标(元)					
每股收益	0.4	0.5	0.6	0.7	1.0
每股经营现金流	0.1	0.3	2.3	0.3	1.0
每股净资产	4.5	4.8	5.2	5.7	6.3
估值比率					
市盈率	18.9	15.3	11.2	9.4	7.2
市净率	1.5	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.0	8.1	7.0	6.5	5.3
EV/EBIT	15.7	13.1	9.5	8.8	6.9

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年05月08日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼