


2024年05月10日
徐工机械(000425.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

工程机械III

新产业和国际化注入增长动力，坚持高质量发展

事件：徐工机械发布2023年报与2024年一季报，2023年实现营收928.48亿元，同比-1.03%，归母净利润53.26亿元，同比+23.51%。2024年一季度实现营收241.74亿元，同比+1.18%，归母净利润16.00亿元，同比+5.06%。

收入波动逐步收窄，新兴产业和国际化拓展成果显著。2023年以来工程机械行业逐步进入下行筑底阶段，根据中国工程机械工业协会，2023年及2024年Q1，挖机行业销量分别约19.6万台、4.9万台，增速分别约为-25.0%、-13.1%。从公司逐季度收入来看，2023年Q1-2024年Q1收入增速分别为-9.8%、+0.1%、-4.1%、+13.21%、+1.18%，呈逐步企稳回正态势，这其中公司传统产业地位稳固的同时，战略新兴产业和国际化业务贡献较强增长。

分产品看：①**传统业务板块：**2023年，公司起重机械、土方机械、混凝土机械分别实现收入211.87、225.60、104.25亿元，分别同比-11.20%、-4.56%、+9.72%，三大传统业务板块占比合计约58%；②**战略新兴产业：**2023年收入增长近30%，贡献度超20%，其中高空作业机械、矿业机械分别实现收入88.83、58.61亿元，分别同比增长35.62%、14.17%，占比合计约16%，其他新兴业务如叉车、农机等收入均有较大增长。新能源产品收入连续两年倍增，贡献度接近10%。

分市场看：2023年，公司内销、海外分别实现营收556.28、372.20亿元，同比-15.69%、+33.70%，占比分别为59.91%、40.09%。国际化业务贡献占比提升超过10pct。公司目前已形成出口贸易、海外绿地建厂、跨国并购和全球研发“四位一体”的国际化发展模式，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，全球竞争力有望稳步提升。

国改引领“智改数转”，盈利能力稳步提升：公司国改后重构总部组织架构，实现从战略控股型向平台赋能型转型，建立了“总部+平台+一线”的管控赋能模式，这其中打造数字化研发、全球采购中心等能力建设都有有效的反应到公司盈利能力提升上。**盈利水平来看，**2023年及2024年Q1，公司毛利率分别为22.38%、22.89%，同比+2.17pct、+0.26pct；净利率分别为5.64%、6.63%，同比+1.06%、+0.11%。**费用端来看，**2023年公司期间费用率15.22%，同比+1.45pct，其中销售、管理、财务、研发费用率分别同比+0.01pct、+0.47pct、+1.00pct、-0.04pct。2024年一季度

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

8.4元

股价(2024-05-09)

8.02元

交易数据

总市值(百万元)	94,765.65
流通市值(百万元)	65,123.12
总股本(百万股)	11,816.17
流通股本(百万股)	8,120.09
12个月价格区间	4.96/8.02元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	18.0	23.0	35.1
绝对收益	21.7	31.9	26.1

郭倩倩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120004

guoqq@essence.com.cn

高杨洋

分析师

SAC 执业证书编号：S1450523030001

gaoyy3@essence.com.cn

相关报告

质量回报双提升，徐工国改再添新内核	2024-02-07
利润弹性如期释放，资产质量改善	2023-11-02
单Q2业绩增速回正，国改成效逐步显现	2023-09-01
“新徐工”盈利边际向好，有望驱动估值进一步修复	2023-05-04

度公司期间费用率 15.21%，同比+0.27pct。成本管控是公司盈利提升的主要动力，费用方面基本保持稳定。

控股股东增持，彰显长期发展信心 2023-03-30

资产质量改善，继续强抓“三个专项”保证高质量发展，发布回购计划提高投资者回报：2023 年公司强抓毛利率提升、应收账款和存货压降“三个专项”取得一定成果，资产方面应收账款、存货分别约为 400、324 亿，较 2022 年末压降 5、27 亿，2024 年公司将继续强抓“三个专项”，落地高质量发展的新内涵。投资者回报方面，公司发布回购公告，计划用 3-6 亿元自有资金回购公司股份并注销以减少公司注册资本，维护广大投资者利益，增强投资者信心。

投资建议：我们预计公司 2024-2026 年的收入分别为 986.2、1078.1、1211.5 亿元，增速分别为 6.2%、9.3%、12.4%，净利润分别为 66.0、79.8、102.1 亿元，增速分别为 23.9%、20.8%、28.0%。徐工机械作为国企改革典型标的，利润弹性有望稳健释放，估值水平相对较低，维持 买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 8.4 元，相当于 2024 年 15X 的动态市盈率。

风险提示：全球宏观经济波动风险，贸易摩擦加剧风险，海外拓展不及预期，市场竞争加剧风险。

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	938.2	928.5	986.2	1,078.1	1,211.5
净利润	43.1	53.3	66.0	79.8	102.1
每股收益(元)	0.36	0.45	0.56	0.67	0.86
每股净资产(元)	4.51	4.75	5.14	5.50	6.13

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	22.0	17.8	14.4	11.9	9.3
市净率(倍)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.3
净利润率	4.6%	5.7%	6.7%	7.4%	8.4%
净资产收益率	8.1%	9.5%	10.9%	12.3%	14.1%
股息收益率	4.7%	0.0%	2.4%	3.9%	2.9%
ROIC	22.8%	12.0%	10.4%	13.6%	16.2%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	938.2	928.5	986.2	1,078.1	1,211.5	成长性					
减:营业成本	748.6	720.6	760.0	823.3	916.5	营业收入增长率	11.3%	-1.0%	6.2%	9.3%	12.4%
营业税费	4.1	4.4	4.1	4.7	5.4	营业利润增长率	-17.8%	11.0%	33.0%	20.2%	27.6%
销售费用	67.7	67.0	71.0	75.5	83.6	净利润增长率	-23.3%	23.7%	23.9%	20.8%	28.0%
管理费用	22.8	27.1	29.6	29.1	31.5	EBITDA 增长率	14.8%	24.7%	13.5%	19.1%	19.9%
研发费用	40.8	40.0	42.4	45.3	50.3	EBIT 增长率	-13.9%	32.8%	14.3%	20.2%	22.5%
财务费用	-2.1	7.3	-1.8	7.1	6.3	NOPLAT 增长率	-25.3%	40.7%	9.7%	32.8%	24.8%
资产减值损失	-3.3	-6.9	-8.0	-5.0	-5.0	投资资本增长率	166.9%	27.3%	1.3%	5.0%	4.2%
加:公允价值变动收益	-0.7	1.8	-	-	-	净资产增长率	47.0%	5.2%	8.0%	6.8%	11.1%
投资和汇兑收益	1.9	-	2.0	2.0	2.0						
营业利润	50.8	56.4	75.0	90.1	115.0	利润率					
加:营业外净收支	-0.7	0.4	0.2	-	0.2	毛利率	20.2%	22.4%	22.9%	23.6%	24.4%
利润总额	50.1	56.8	75.2	90.1	115.2	营业利润率	5.4%	6.1%	7.6%	8.4%	9.5%
减:所得税	7.2	4.4	9.0	10.8	13.8	净利润率	4.6%	5.7%	6.7%	7.4%	8.4%
净利润	43.1	53.3	66.0	79.8	102.1	EBITDA/营业收入	10.0%	12.7%	13.5%	14.7%	15.7%
						EBIT/营业收入	6.3%	8.4%	9.0%	9.9%	10.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	53	80	83	78	68
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	51	98	99	95	95
货币资金	278.3	233.7	295.9	323.4	363.5	流动资产周转天数	411	466	434	436	427
交易性金融资产	66.5	0.4	0.4	0.4	0.4	应收账款周转天数	143	163	155	155	155
应收账款	422.6	419.2	430.1	498.3	545.0	存货周转天数	100	131	123	122	117
应收票据	60.2	36.6	100.4	37.8	112.2	总资产周转天数	547	653	622	611	583
预付账款	24.7	16.8	20.6	23.1	25.7	投资资本周转天数	129	215	228	215	200
存货	351.0	323.8	351.8	380.0	409.2						
其他流动资产	87.8	80.1	70.2	79.4	76.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.1%	9.5%	10.9%	12.3%	14.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.5%	3.2%	3.7%	4.2%	4.9%
长期股权投资	23.7	45.1	45.1	45.1	45.1	ROIC	22.8%	12.0%	10.4%	13.6%	16.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	189.6	225.1	232.0	232.4	225.7	销售费用率	7.2%	7.2%	7.2%	7.0%	6.9%
在建工程	28.9	29.2	44.3	53.4	57.0	管理费用率	2.4%	2.9%	3.0%	2.7%	2.6%
无形资产	72.6	79.9	73.8	67.7	61.6	研发费用率	4.4%	4.3%	4.3%	4.2%	4.2%
其他非流动资产	125.1	116.6	112.3	117.7	115.3	财务费用率	-0.2%	0.8%	-0.2%	0.7%	0.5%
资产总额	1,750.9	1,619.9	1,790.0	1,872.0	2,050.5	四费/营业收入	13.8%	15.2%	14.3%	14.6%	14.2%
短期债务	176.0	135.3	200.0	228.7	218.8	偿债能力					
应付账款	309.5	279.9	292.5	327.3	357.9	资产负债率	68.8%	64.5%	65.3%	64.6%	64.0%
应付票据	246.8	208.8	285.2	254.5	351.4	负债权益比	220.3%	181.8%	188.2%	182.2%	178.1%
其他流动负债	233.2	239.7	201.3	224.8	221.9	流动比率	1.34	1.29	1.30	1.30	1.33
长期借款	155.1	125.2	124.7	104.9	100.0	速动比率	0.97	0.91	0.94	0.93	0.98
其他非流动负债	83.8	56.3	65.3	68.4	63.3	利息保障倍数	-27.90	10.75	-49.20	15.19	20.99
负债总额	1,204.3	1,045.1	1,169.0	1,208.6	1,313.3	分红指标					
少数股东权益	14.0	13.4	13.6	13.2	12.5	DPS(元)	0.38	-	0.19	0.31	0.23
股本	118.2	118.2	118.2	118.2	118.2	分红比率	104.2%	0.0%	34.7%	46.3%	27.0%
留存收益	414.4	446.2	489.3	532.1	606.6	股息收益率	4.7%	0.0%	2.4%	3.9%	2.9%
股东权益	546.5	574.9	621.0	663.4	737.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	42.9	52.4	66.0	79.8	102.1	EPS(元)	0.36	0.45	0.56	0.67	0.86
加:折旧和摊销	35.7	39.7	44.2	51.6	59.1	BVPS(元)	4.51	4.75	5.14	5.50	6.13
资产减值准备	3.3	6.9	-	-	-	PE(X)	22.0	17.8	14.4	11.9	9.3
公允价值变动损失	0.7	-1.8	-	-	-	PB(X)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.3
财务费用	11.7	15.8	-1.8	7.1	6.3	P/FCF	22.6	-9.2	12.6	13.0	14.6
投资收益	-5.3	-5.4	-2.0	-2.0	-2.0	P/S	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
少数股东损益	-0.1	-0.9	0.2	-0.5	-0.7	EV/EBITDA	5.9	6.0	7.3	6.0	4.8
营运资金的变动	-52.6	-123.8	11.8	-33.3	-34.2	CAGR(%)	22.7%	24.6%	5.4%	22.7%	24.6%
经营活动产生现金流量	15.8	35.7	118.4	102.7	130.6	PEG	1.0	0.7	2.6	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-56.5	14.1	-55.8	-55.4	-47.2	ROIC/WACC	2.7	1.4	1.2	1.6	1.9
融资活动产生现金流量	30.9	-77.8	-0.5	-19.8	-43.4	REP	0.4	0.8	1.2	0.9	0.7

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034