

分析师: 刘智  
登记编码: S0730520110001  
liuzhi@ccnew.com 021-50586775

## 设备更新叠加出海推动工程机械需求复苏, 新兴产业高速增长打造新增长点 ——徐工机械(000425)2023 年报&2024 一季报点评

证券研究报告-年报点评

买入(首次)

市场数据(2024-05-14)

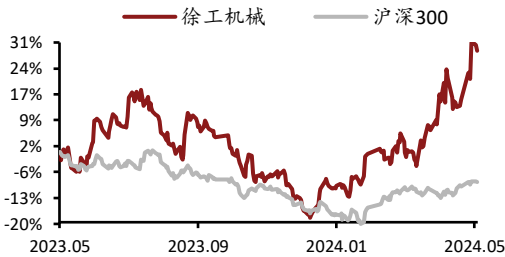
发布日期: 2024 年 05 月 15 日

收盘价(元)	7.88
一年内最高/最低(元)	8.02/4.96
沪深 300 指数	3,657.05
市净率(倍)	1.61
流通市值(亿元)	639.86

基础数据(2024-03-31)

每股净资产(元)	4.89
每股经营现金流(元)	0.02
毛利率(%)	22.89
净资产收益率_摊薄(%)	2.77
资产负债率(%)	64.01
总股本/流通股(万股)	1,181,616.61/812,008.96
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《徐工机械(000425)公司点评报告: 点评报告》 2010-02-09

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

投资要点:

徐工机械发布 2023 年度业绩报告: 2023 年营业收入约 928.48 亿元, 同比减少 1.03%; 归属于上市公司股东的净利润约 53.26 亿元, 同比增加 23.51%。

徐工机械披露 2024 年一季报: 2024 年第一季度实现营业收入 241.74 亿元, 同比增长 1.18%; 净利润 16 亿元, 同比增长 5.06%。

● 传统工程机械营收承压, 新兴产业和出口高速增长

公司 2023 年实现营业收入 928.48 亿元, 同减 1.03%; 实现归母净利润 53.26 亿元, 同增 23.51%; 实现扣非归母净利润 44.97 亿元, 同增 29.47%。

分业务看, 传统工程机械:

- 1) 土方机械营业收入 225.6 亿, 同比下滑 4.56%, 占营业收入 24.3%;
- 2) 起重机械营业收入 211.87 亿, 同比下降 11.2%, 占营业收入 22.82%;
- 3) 混凝土机械营业收入 104.25 亿, 同比增长 9.72%, 占营业收入 11.23%;
- 4) 其他工程机械、备件及其他营业收入 166.54 亿, 同比增长 24.95%;
- 5) 桩工机械营业收入 34.59 亿, 同比下滑 55.48%, 道路机械营业收入 38.19 亿, 同比下滑 5.37%。
- 6) 新兴产业高速增长。高空作业机械实现营业收入 88.83 亿, 同比增长 35.62%, 矿业机械实现营业收入 58.6 亿, 同比增长 14.17%。

公司国内营业收入 556.28 亿, 同比下滑 15.69%, 占营业收入比例为 59.91%; 国外营业收入 372.2 亿, 同比增长 33.7%, 占营业收入比例为 40.09%, 国际业务占比提升到 40% 以上。

● 公司积极布局新兴产业, 实现量质双速增长

公司积极布局工程机械业务以外的战略新兴产业。2023 年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, 贡献度超过 20%、新能源业务连续两年倍增、贡献度近 10%。

其中, 高空作业机械实现营业收入 88.83 亿, 同比增长 35.62%, 矿业机械实现营 58.6 亿, 同比增长 14.17%。公司高空作业平台和举升类消防车行业第一。矿山机械收入大幅增长, 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。合并成立叉车事业部加强内部协同, 实

现收入增长近 30%。农机公司拖拉机、收获机批量交付，收入增长 10 倍。

● 2023 年公司毛利率稳步上升，盈利能力持续提升

2023 年公司毛利率为 22.38%、同比上升 2.17 个百分点；净利率为 5.64%，同比上升 1.06 个百分点；扣非净利率 4.84%，同比上升 1.14 个百分点。毛利率上升的主要原因是：1) 公司各项业务毛利率均有小幅度提升；2) 国际业务占比提升，国际业务毛利率高于国内业务。

分业务：土方机械毛利率 25.69%，同比上升 0.37 个百分点；起重机械毛利率 22.6%，同比上升 2.73 个百分点；混凝土机械毛利率 18.05%，同比上升 1.71 个百分点；其他工程机械配件及其他毛利率 18.41%，同比上升了 5.42 个百分点。

分地区：国内业务毛利率 21.16%，同比上升 1.84 个百分点；国外业务毛利率 24.21%，同比上升 1.88 个百分点。

● 2024Q1 经营持续改善，盈利能力不断改善

2024Q1 公司实现营收 241.74 亿元，同增 1.18%；实现归母净利润 16.00 亿元，同增 5.06%；实现扣非归母净利润 14.66 亿元，同增 12.48%。

公司 2024Q1 毛利率、净利率分别为 22.89%、6.63%，对比 2023 年报分别提升 0.51 个百分点、0.99 个百分点。公司经营持续优化，盈利能力不断改善。

● 工程机械行业有望触底回升，大规模设备更新催化国内需求

国内工程机械行业需求有望触底回升。国内工程机械主要以更新需求驱动，设备更新周期大致约为 8-10 年，上一轮工程机械景气周期从 2016 年下半年开始启动，到 2021 年一季度达到行业巅峰。按照行业周期推算，2024 年开始上一波行业上行周期的设备逐步到达更新替换的阶段。工程机械行业有望迎来周期触底回升，结束持续三年多的行业下行周期。2024 年 1-4 月挖掘机国内销量已经逐步扭转了连续下滑的趋势实现正增长，验证了工程机械国内需求拐点。

其次，国务院大力推动大规模设备更新，相关行业政策和地方政策逐步落实推进，大规模设备更新将催化国内需求，加速行业周期拐点到来，此外，海外业务拓展仍是工程机械行业重要增长点。

徐工机械是国内工程机械龙头企业，工程机械包括铲土运输机械、挖掘机械、起重机械、工业车辆、路面施工与养护机械等 21 大类。公司产品中汽车起重机、随车起重机、压路机等 16 类主机位居国内行业第一；公司起重机械、移动式起重机、水平定向钻持续保持全球第一，桩工机械、混凝土机械稳居全球第一阵营，道路机械、随车起重机、塔式起重机保持全球第三，高空作业平台进位至全球第三，矿山露天挖运设备保持全球第五，挖掘机位居全球第六、国内第二，装载机跃升至全球第二、国内第一。龙头企业充分受益国内工程机械市场复苏及出海拓展。

此外，公司持续~~挖潜~~提升毛利率，采取了一稳：稳价格，一降：降成本（采购降本、研发降本、生产降本），三调整：提升中高毛利产品收入占比，减少低毛利产品收入占比，加大海外业务收入占比。2024 年公司毛利

率有望进一步提升，盈利质量有望明显提升，带动公司利润释放更加充分。

● 盈利预测与估值

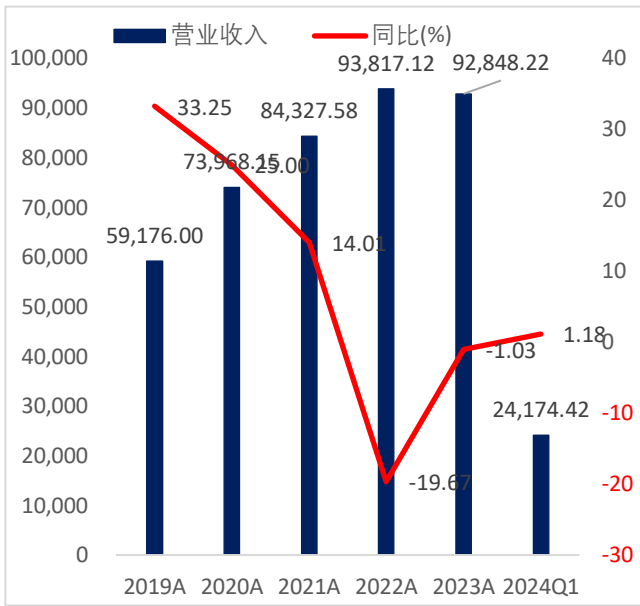
徐工机械是国内工程机械龙头企业，行业地位非常突出和巩固，充分受益国内工程机械行业周期拐点及海外拓展大趋势。公司持续推动工程机械产业链优化，持续推动出海战略、发展战略新兴产业，增强公司核心竞争力，有望打开新的成长空间。我们预测公司 2024 年-2026 年营业收入分别为 1050.57 亿、1187.14 亿、1335.64 亿，归母净利润分别为 67.57 亿、85.41 亿、104.91 亿，对应的 PE 分别为 13.78X、10.9X、8.88X，首次覆盖给予公司“买入”评级。

**风险提示：**1：国内工程机械需求不及预期；2：出口需求、业务拓展不及预期；3：行业竞争加剧，毛利率下滑；4：原材料价格上涨的波动；5：其他不可预料的国际化风险。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	93,817	92,848	105,057	118,714	133,564
增长比率(%)	-19.67	-1.03	13.15	13.00	12.51
净利润(百万元)	4,312	5,326	6,757	8,541	10,491
增长比率(%)	-47.46	23.51	26.86	26.39	22.83
每股收益(元)	0.36	0.45	0.57	0.72	0.89
市盈率(倍)	21.59	17.48	13.78	10.90	8.88

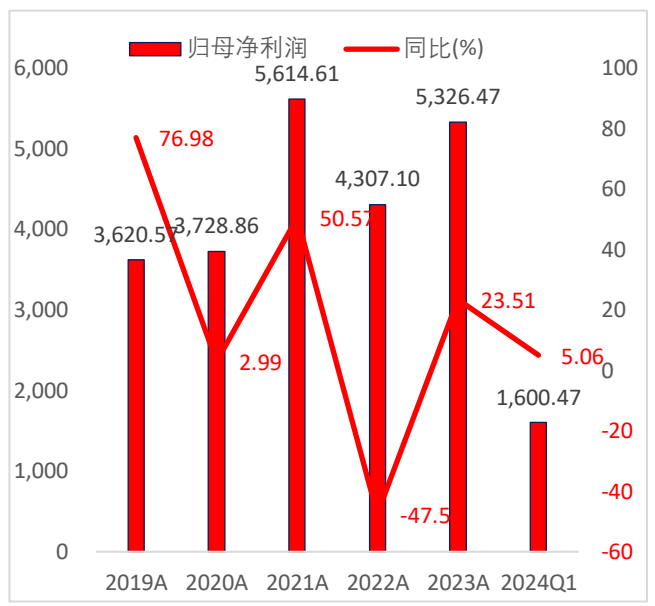
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司营业收入（百万元）



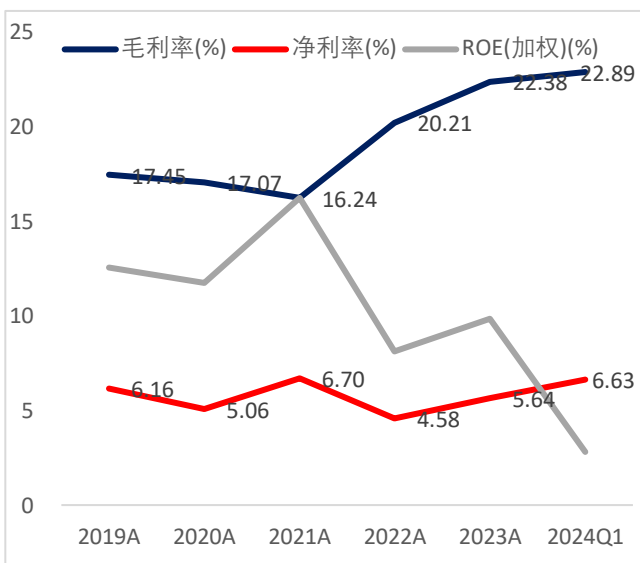
资料来源：Wind、中原证券研究所

图 2：公司归母净利润（百万元）



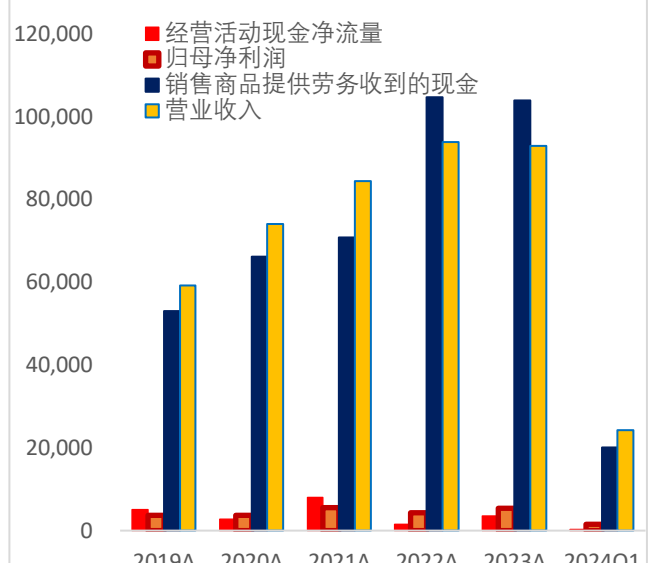
资料来源：Wind、中原证券研究所

图 3：公司盈利能力指标



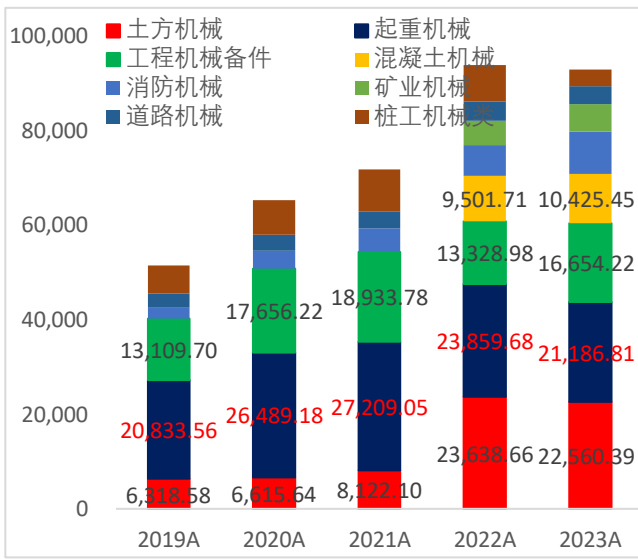
资料来源：Wind、中原证券研究所

图 4：公司经营现金净流量（百万元）



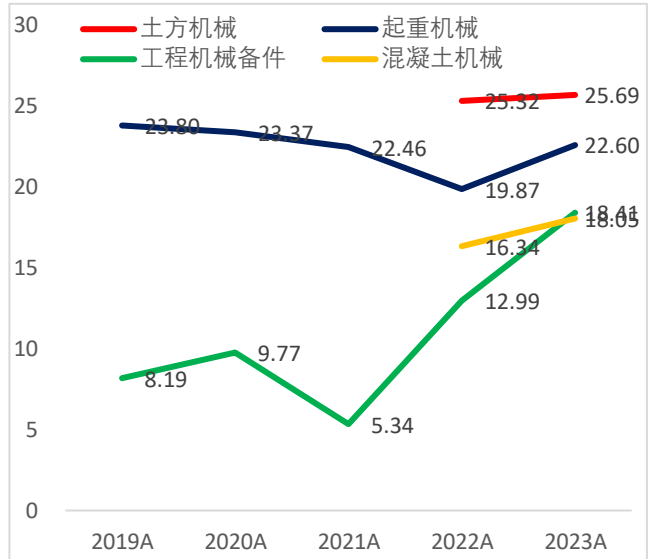
资料来源：Wind、中原证券研究所

图 5: 分业务营业收入 (百万元)



资料来源: Wind、中原证券研究所

图 6: 分业务毛利率 (%)



资料来源: Wind、中原证券研究所

图 7: 公司 2023 年主要营业收入结构 (元、%)

	2023 年		2022 年		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	92,848,220,501.93	100%	93,817,122,393.59	100%	-1.03%
分行业					
工程机械行业	92,848,220,501.93	100.00%	93,817,122,393.59	100.00%	-1.03%
分产品					
1.起重机械	21,186,809,413.76	22.82%	23,859,678,816.08	25.43%	-11.20%
2.土方机械	22,560,391,288.72	24.30%	23,638,659,582.45	25.20%	-4.56%
3.混凝土机械	10,425,449,816.15	11.23%	9,501,710,278.40	10.13%	9.72%
4.桩工机械	3,459,317,506.57	3.73%	7,769,848,256.55	8.28%	-55.48%
5.高空作业机械	8,883,145,509.94	9.57%	6,550,179,316.02	6.98%	35.62%
6.矿业机械	5,860,727,528.06	6.31%	5,133,183,946.62	5.47%	14.17%
7.道路机械	3,818,155,791.20	4.11%	4,034,885,120.32	4.30%	-5.37%
8.其他工程机械、备件及其他	16,654,223,647.53	17.93%	13,328,977,077.15	14.21%	24.95%
分地区					
境内	55,628,020,835.77	59.91%	65,978,962,589.27	70.33%	-15.69%
境外	37,220,199,666.16	40.09%	27,838,159,804.32	29.67%	33.70%

资料来源: 徐工机械 2023 年报、中原证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>129,118</b>	<b>111,060</b>	<b>120,893</b>	<b>133,983</b>	<b>149,849</b>
现金	27,827	23,371	23,802	25,499	28,934
应收票据及应收账款	46,478	43,658	48,782	54,797	61,774
其他应收款	1,912	2,072	2,276	2,598	2,913
预付账款	2,471	1,677	2,141	2,305	2,614
存货	35,099	32,378	35,441	40,089	44,713
其他流动资产	15,331	7,905	8,450	8,695	8,901
<b>非流动资产</b>	<b>46,041</b>	<b>50,935</b>	<b>51,938</b>	<b>51,338</b>	<b>49,928</b>
长期投资	2,373	4,510	4,622	4,646	4,699
固定资产	18,956	22,510	23,457	23,167	22,109
无形资产	6,443	7,374	7,676	7,908	7,850
其他非流动资产	18,268	16,541	16,183	15,616	15,270
<b>资产总计</b>	<b>175,159</b>	<b>161,995</b>	<b>172,831</b>	<b>185,321</b>	<b>199,777</b>
<b>流动负债</b>	<b>96,549</b>	<b>86,366</b>	<b>91,499</b>	<b>97,422</b>	<b>104,524</b>
短期借款	17,598	13,526	14,259	13,391	13,056
应付票据及应付账款	50,383	41,844	46,432	52,280	58,399
其他流动负债	28,567	30,996	30,808	31,750	33,069
<b>非流动负债</b>	<b>23,949</b>	<b>18,142</b>	<b>18,939</b>	<b>19,668</b>	<b>20,254</b>
长期借款	15,507	12,515	13,782	14,511	15,097
其他非流动负债	8,442	5,626	5,157	5,157	5,157
<b>负债合计</b>	<b>120,497</b>	<b>104,508</b>	<b>110,438</b>	<b>117,090</b>	<b>124,778</b>
少数股东权益	1,402	1,342	1,289	1,221	1,127
股本	11,816	11,816	11,816	11,816	11,816
资本公积	16,784	16,395	16,430	16,430	16,430
留存收益	24,664	28,223	33,101	39,006	45,868
归属母公司股东权益	53,259	56,145	61,104	67,010	73,872
<b>负债和股东权益</b>	<b>175,159</b>	<b>161,995</b>	<b>172,831</b>	<b>185,321</b>	<b>199,777</b>

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,583</b>	<b>3,571</b>	<b>8,081</b>	<b>9,558</b>	<b>10,460</b>
净利润	4,302	5,236	6,704	8,473	10,397
折旧摊销	3,570	3,968	2,948	2,977	3,091
财务费用	1,171	1,579	1,059	1,091	1,090
投资损失	-531	-545	-70	-51	-68
营运资金变动	-7,908	-7,281	-3,429	-3,554	-4,499
其他经营现金流	979	613	869	622	449
<b>投资活动现金流</b>	<b>-5,655</b>	<b>1,411</b>	<b>-4,381</b>	<b>-2,283</b>	<b>-1,591</b>
资本支出	-7,885	-5,903	-3,718	-2,310	-1,606
长期投资	-1,877	5,272	-111	-23	-53
其他投资现金流	4,107	2,042	-552	51	68
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,089</b>	<b>-7,778</b>	<b>-3,115</b>	<b>-5,579</b>	<b>-5,434</b>
短期借款	5,942	-4,072	733	-869	-335
长期借款	4,776	-2,992	1,267	729	586
普通股增加	3,982	0	0	0	0
资本公积增加	-3,873	-389	35	0	0
其他筹资现金流	-7,738	-326	-5,150	-5,439	-5,685
<b>现金净增加额</b>	<b>-713</b>	<b>-2,974</b>	<b>431</b>	<b>1,697</b>	<b>3,435</b>

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>93,817</b>	<b>92,848</b>	<b>105,057</b>	<b>118,714</b>	<b>133,564</b>
营业成本	74,855	72,064	80,751	90,626	101,343
营业税金及附加	406	442	485	553	620
营业费用	6,765	6,702	7,669	8,666	9,750
管理费用	2,285	2,706	3,152	3,561	4,007
研发费用	4,082	4,000	4,728	5,342	6,010
财务费用	-211	726	591	615	580
资产减值损失	-326	-692	-520	-333	-266
其他收益	462	724	718	849	942
公允价值变动收益	-70	179	0	0	0
投资净收益	194	-4	70	51	68
资产处置收益	-6	5	1	3	3
<b>营业利润</b>	<b>5,083</b>	<b>5,640</b>	<b>7,530</b>	<b>9,542</b>	<b>11,742</b>
营业外收入	105	96	123	133	124
营业外支出	176	59	35	47	51
<b>利润总额</b>	<b>5,013</b>	<b>5,678</b>	<b>7,618</b>	<b>9,628</b>	<b>11,815</b>
所得税	711	442	914	1,155	1,418
<b>净利润</b>	<b>4,302</b>	<b>5,236</b>	<b>6,704</b>	<b>8,473</b>	<b>10,397</b>
少数股东损益	-11	-90	-54	-68	-94
<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,312</b>	<b>5,326</b>	<b>6,757</b>	<b>8,541</b>	<b>10,491</b>
EBITDA	8,436	10,222	11,157	13,220	15,486
EPS (元)	0.36	0.45	0.57	0.72	0.89

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-19.67	-1.03	13.15	13.00	12.51
营业利润 (%)	-44.11	10.97	33.49	26.73	23.05
归属母公司净利润 (%)	-47.46	23.51	26.86	26.39	22.83
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	20.21	22.38	23.14	23.66	24.12
净利率 (%)	4.60	5.74	6.43	7.19	7.85
ROE (%)	8.10	9.49	11.06	12.75	14.20
ROIC (%)	4.14	5.70	6.75	8.07	9.23
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	68.79	64.51	63.90	63.18	62.46
净负债比率 (%)	220.44	181.79	177.00	171.61	166.37
流动比率	1.34	1.29	1.32	1.38	1.43
速动比率	0.87	0.82	0.83	0.87	0.91
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.55	0.55	0.63	0.66	0.69
应收账款周转率	2.37	2.31	2.51	2.55	2.54
应付账款周转率	3.08	3.09	3.65	3.66	3.65
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.36	0.45	0.57	0.72	0.89
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.13	0.30	0.68	0.81	0.89
每股净资产 (最新摊薄)	4.51	4.75	5.17	5.67	6.25
<b>估值比率</b>					
P/E	21.59	17.48	13.78	10.90	8.88
P/B	1.75	1.66	1.52	1.39	1.26
EV/EBITDA	9.28	8.30	10.21	8.40	6.93

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。