

徐工机械 (000425.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

资产质量提升，业绩符合预期

业绩简评

8月28日，公司发布24年半年报，24H1公司收入496.32亿元，同比-3.21%；归母净利润37.06亿元，同比+3.24%；其中单Q2实现收入254.58亿元，同比-7.31%；归母净利润21.05亿元，同比+1.89%，扣非后归母净利润18.28亿元，同比-11.69%。

经营分析

持续推进国际市场，24H1海外收入占比超过40%。根据公告24H1公司国际化收入219亿元，同比4.8%；国际化收入占比44%，同比+3.37pcts；分产品来看，挖掘机海外收入yoy+16%、泵车、搅拌站实现翻倍增长；分区域来看，公司在巴西、德国、墨西哥、印度、乌兹别克斯坦等海外产能逐步完善，从供应链端控制成本。海外市场毛利率达到24.41%（比国内市场高2.72pcts），同比+1.22pcts，海外收入占比提升有望带动公司整体利润率持续提升，预计24-26年公司净利率为7.0/8.3/9.4%。

资产质量提升，存货、现金流均有好转。24H1公司经营性现金流为17.06亿元（yoy+11%），增速超过利润增速；此外，公司24H1资产负债率63.27%（同比-4.18pcts），存货为302.17亿元，同比-44.83亿元；公司整体资产质量有所提升。

重视高端市场，新能源、大吨位产品打开新曲线。24H1公司高端产品收入占比超过32%（同比+4pcts），收入增速超过10%。高端类产品主要为新能源产品、大马力产品：1）新能源：24H1公司新能源装载机收入同比增长2倍，销量稳居行业第一；新能源叉车同比+80.6%，新能源产品进展顺利；2）大吨位产品：24H1公司百吨级以上全地面起重机同比增长+30%；100t以上矿车收入占比较去年全年提升12.8pcts。高端产品推进顺利。

盈利预测、估值与评级

我们预计2024-2026年公司营业收入为965.84/1062.99/1185.82亿元，归母净利润为67.81/88.24/111.72亿元，对应PE为12/9/7X，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）：6.68元

相关报告：

- 《徐工机械公司点评：海外拓展顺利，资产质量提升》，2024.4.30
- 《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



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	96,584	106,299	118,582
营业收入增长率	11.25%	-1.03%	4.02%	10.06%	11.55%
归母净利润(百万元)	4,307	5,326	6,781	8,824	11,172
归母净利润增长率	-23.29%	23.67%	27.31%	30.13%	26.60%
摊薄每股收益(元)	0.365	0.451	0.574	0.747	0.945
每股经营性现金流净额	0.13	0.30	0.73	1.28	1.34
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.09%	9.49%	11.28%	13.49%	15.50%
P/E	13.91	12.11	11.64	8.94	7.07
P/B	1.12	1.15	1.31	1.21	1.09

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)							资产负债表 (人民币百万元)							
15.1%														
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	84,328	93,817	92,848	96,584	106,299	118,582	货币资金	23,077	27,827	23,371	21,560	16,854	18,691	
增长率	11.3%	-1.0%	4.0%	10.1%	11.6%		应收账款	41,100	49,546	47,137	53,265	54,255	58,899	
主营业务成本	-70,631	-74,855	-72,064	-74,338	-81,221	-89,893	存货	16,828	35,099	32,378	34,450	36,459	39,070	
%销售收入	83.8%	79.8%	77.6%	77.0%	76.4%	75.8%	其他流动资产	4,160	18,617	9,503	10,769	11,176	11,636	
毛利	13,697	18,962	20,784	22,245	25,078	28,689	流动资产	85,165	131,089	112,389	120,044	118,744	128,296	
%销售收入	16.2%	20.2%	22.4%	23.0%	23.6%	24.2%	%总资产	77.4%	74.9%	69.4%	71.6%	71.6%	73.8%	
营业税金及附加	-276	-406	-442	-483	-531	-593	长期投资	10,086	11,076	12,596	12,596	12,596	12,596	
%销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	9,592	21,850	25,433	26,272	25,491	23,690	
销售费用	-3,931	-6,765	-6,702	-6,954	-7,441	-8,301	%总资产	8.7%	12.5%	15.7%	15.7%	15.4%	13.6%	
%销售收入	4.7%	7.2%	7.2%	7.2%	7.0%	7.0%	无形资产	3,550	7,286	8,039	8,502	8,775	9,038	
管理费用	-1,221	-2,285	-2,706	-2,801	-2,657	-2,965	非流动资产	24,865	43,996	49,605	47,559	47,041	45,494	
%销售收入	1.4%	2.4%	2.9%	2.9%	2.5%	2.5%	%总资产	22.6%	25.1%	30.6%	28.4%	28.4%	26.2%	
研发费用	-2,675	-4,082	-4,000	-4,153	-4,252	-4,506	资产总计	110,029	175,086	161,995	167,604	165,786	173,790	
%销售收入	3.2%	4.4%	4.3%	4.3%	4.0%	3.8%	短期借款	6,742	27,776	29,127	30,714	19,525	13,775	
息税前利润 (EBIT)	5,594	5,423	6,934	7,854	10,196	12,325	应付款项	46,904	55,638	48,880	55,135	58,571	64,819	
%销售收入	6.6%	5.8%	7.5%	8.1%	9.6%	10.4%	其他流动负债	9,480	13,134	8,359	5,517	6,133	6,901	
财务费用	-36	211	-726	-195	-427	-138	流动负债	63,126	96,549	86,366	91,366	84,229	85,494	
%销售收入	0.0%	-0.2%	0.8%	0.2%	0.4%	0.1%	长期贷款	4,149	15,507	12,515	12,515	12,515	12,515	
资产减值损失	-611	-1,131	-1,471	-1,073	-984	-878	其他长期负债	5,585	8,375	5,626	2,261	2,261	2,272	
公允价值变动收益	206	-70	179	270	270	270	其他负债	72,860	120,431	104,508	106,143	99,005	100,282	
投资收益	655	-24	-491	-50	-50	-50	普通股股东权益	36,444	53,254	56,145	60,095	65,390	72,093	
%税前利润	10.4%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	其中：股本	7,834	11,816	11,816	11,816	11,816	11,816	
营业利润	6,182	5,083	5,640	7,266	9,465	11,989	未分配利润	21,654	22,569	25,797	29,866	35,160	41,863	
营业利润率	7.3%	5.4%	6.1%	7.5%	8.9%	10.1%	少数股东权益	726	1,401	1,342	1,365	1,390	1,415	
营业外收支	106	-70	37	50	50	50	负债股东权益合计	110,029	175,086	161,995	167,604	165,786	173,790	
税前利润	6,288	5,013	5,678	7,316	9,515	12,039	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	7.5%	5.3%	6.1%	7.6%	9.0%	10.2%	每股指标							
所得税	-640	-718	-442	-512	-666	-843	每股收益	0.717	0.365	0.451	0.574	0.747	0.945	
所得税率	10.2%	14.3%	7.8%	7.0%	7.0%	7.0%	每股净资产	4.652	4.507	4.752	5.086	5.534	6.101	
净利润	5,647	4,295	5,236	6,804	8,849	11,197	每股经营现金净流	1.031	0.134	0.302	0.730	1.277	1.336	
少数股东损益	33	-12	-90	23	25	25	每股股利	0.060	0.100	0.230	0.230	0.299	0.378	
归属于母公司的净利润	5,615	4,307	5,326	6,781	8,824	11,172	回报率							
净利率	6.7%	4.6%	5.7%	7.0%	8.3%	9.4%	净资产收益率	15.41%	8.09%	9.49%	11.28%	13.49%	15.50%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.10%	2.46%	3.29%	4.05%	5.32%	6.43%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	9.47%	4.56%	6.29%	6.85%	9.41%	11.26%	
净利润	5,647	4,295	5,236	6,804	8,849	11,197	增长率							
少数股东损益	33	-12	-90	23	25	25	主营业务收入增长率	14.01%	11.25%	-1.03%	4.02%	10.06%	11.55%	
非现金支出	2,013	4,700	5,439	4,086	4,127	4,150	EBIT增长率	-3.82%	-3.06%	27.86%	13.27%	29.82%	20.88%	
非经营收益	-359	496	176	3,327	1,329	990	净利润增长率	50.57%	-23.29%	23.67%	27.31%	30.13%	26.60%	
营运资金变动	772	-7,908	-7,281	-5,593	781	-553	总资产增长率	19.86%	59.13%	-7.48%	3.46%	-1.08%	4.83%	
经营活动现金净流	8,073	1,583	3,571	8,623	15,087	15,783	资产管理能力							
资本开支	-3,075	-7,885	-5,903	-5,162	-3,475	-2,475	应收账款周转天数	123.5	139.6	158.1	165.0	150.0	145.0	
投资	-1,296	-1,877	5,272	70	70	70	存货周转天数	77.2	126.6	170.9	170.0	165.0	160.0	
其他	-3,754	4,107	2,042	-50	-50	-50	应付账款周转天数	93.9	109.3	118.2	120.0	120.0	120.0	
投资活动现金净流	-8,125	-5,655	1,411	-5,142	-3,455	-2,455	固定资产周转天数	37.3	73.8	88.5	78.4	64.8	51.9	
股权募资	212	335	441	0	0	0	偿债能力							
债权募资	4,477	5,578	-3,629	-955	-11,189	-5,750	净负债/股东权益	-20.65%	21.08%	35.19%	38.12%	25.07%	12.19%	
其他	-3,182	-2,824	-4,590	-4,311	-5,129	-5,728	EBIT利息保障倍数	153.8	-25.8	9.6	40.3	23.9	89.6	
筹资活动现金净流	1,507	3,089	-7,778	-5,266	-16,318	-11,478	资产负债率	66.22%	68.78%	64.51%	63.33%	59.72%	57.70%	
现金净流量	1,440	-713	-2,974	-1,785	-4,686	1,850								

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	3	9	21	27	73
增持	1	1	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.10	1.16	1.16	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
4	2024-04-30	买入	6.91	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