

海外开拓量利双增，运营质量持续提升

2024 年 08 月 29 日

➤ **事件：**公司发布 24 年中报，24H1 实现营收 496.3 亿元，yoy-3.2%，归母净利润 37.1 亿元，yoy+3.2%，扣非归母净利润 32.9 亿元，yoy-2.4%，销售毛利率 22.89%，同比+0.03pct，销售净利率 7.52%，同比+0.67pct。其中 24Q2 实现营收 254.6 亿元，yoy-7.0%，归母净利润 21.1 亿元，yoy+1.9%，扣非归母净利润 18.28 亿元，yoy-11.69%，销售毛利率 22.89%，同比-0.17pct，销售净利率 8.37%，同比+1.23pct。

➤ **海外开拓量利双增。**24H1 公司国际化业务收入 219 亿，yoy+4.8%，国际化收入占比达 44%，yoy+3.37pct。受益于公司持续开拓海外市场，挖机、装载机、压路机、高空作业平台等主要产品海外占有率均实现增长，海外产品终端销量综合占有率同比提升 0.58 个百分点。分产品来看，24H1 公司全地面起重机和越野轮胎起重机海外收入接近翻倍，挖掘机海外收入同比增长 16%，混凝土设备全球协同成效初显，海外泵车、搅拌站收入翻倍，搅拌车增长接近 2 倍。同时，国际化毛利率同样有所增加，24H1 公司国际化毛利率 24.41%，yoy+1.22pct。整体来看，海外市场空间巨大，随着公司未来巴西、德国、墨西哥、印度、乌兹别克斯坦等海外产能逐步完善，市场占比有望进一步提升。

➤ **国内工程机械筑底信号明显。**2024 年开年以来，受益于万亿增发国债相关项目陆续开工，市场需求端有所企稳。同时大规模设备更新政策加速老旧“国一”“国二”设备淘汰，刺激了部份新机更新需求，整体挖机内销呈现底部回暖趋势。24H1 中除 2 月受到春节假期，雨雪等因素导致国内多数工地处于停产状态，导致当月销量同比下滑近 50%，其余月份挖机内销均同比增长。尤其是 24M3 以来挖掘机内销同比持续转正，从 3 月同比增长 9.3%，4 月同比增长 13.3%，5 月 29.2% 的增长，再到 6 月同比增长 25.6%。考虑到宏观层面 24Q3 专项债发行有望迎来高峰，随着专项债、超长期国债等资金投入使用，三四季度相关陆续开工，工程机械今年有望实现筑底向上。

➤ **公司经营质量持续提升。**公司始终坚守主业，坚持“高质量、控风险、世界级、稳增长”经营发展方针，经营质量持续提升。24H1 公司经营性现金流同比增长 11%，超过利润增速；资产负债率为 63.3%，较 23 年末减少 1.24pct；存货 302.17 亿元，较上年末压降 21.6 亿元。

➤ **投资建议：**考虑到国内工程机械市场呈现底部向上趋势，公司市场地位稳固，海外持续开拓发展，我们预测公司 2024-2026 年净利润为 65.3、84.1、105.7 亿元，对应 PE 分别为 12、9、7 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**工程机械国内需求复苏不及预期风险；工程机械行业市场竞争加剧风险；海外工程机械市场需求回落风险；矿机业务发展不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	92,848	100,992	114,888	132,615
增长率 (%)	-1.0	8.8	13.8	15.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,326	6,534	8,410	10,572
增长率 (%)	23.5	22.7	28.7	25.7
每股收益 (元)	0.45	0.55	0.71	0.89
PE	15	12	9	7
PB	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

6.68 元



分析师 李哲

执业证书：S0100521110006

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师 罗松

执业证书：S0100521110010

邮箱：luosong@mszq.com

相关研究

1.徐工机械 (000425.SZ) 深度报告：国内周期触底反弹，海外&新产品贡献增量收入-2024/06/02

2.徐工机械 (000425.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：新兴业务进展顺利，国际化布局进一步完善-2024/04/30

3.徐工机械 (000425.SZ) 2023 年中报点评：海外业务突破，盈利能力提升-2023/08/31

4.徐工机械 (000425.SZ) 2022 年中报点评：外销亮眼，盈利性保持稳定-2022/08/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	92,848	100,992	114,888	132,615
营业成本	72,064	78,219	88,809	102,114
营业税金及附加	442	480	483	530
销售费用	6,702	7,069	7,927	9,018
管理费用	2,706	2,727	2,872	3,249
研发费用	4,000	4,141	4,366	4,907
EBIT	6,254	8,918	11,027	13,431
财务费用	726	1,443	1,512	1,518
资产减值损失	-692	-404	-380	-355
投资收益	-4	101	138	146
营业利润	5,640	7,162	9,281	11,718
营业外收支	37	37	37	37
利润总额	5,678	7,199	9,318	11,755
所得税	442	619	848	1,105
净利润	5,236	6,580	8,470	10,650
归属于母公司净利润	5,326	6,534	8,410	10,572
EBITDA	10,222	13,023	15,284	17,794

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	23,371	23,570	31,442	40,487
应收账款及票据	43,658	47,062	50,395	56,369
预付款项	1,677	2,190	2,220	2,349
存货	32,378	33,273	34,157	35,102
其他流动资产	9,976	9,367	9,807	10,375
流动资产合计	111,060	115,463	128,021	144,682
长期股权投资	4,510	4,605	4,605	4,605
固定资产	22,510	23,840	24,957	25,801
无形资产	7,374	7,424	7,702	7,980
非流动资产合计	50,935	52,606	53,516	54,177
资产合计	161,995	168,070	181,538	198,858
短期借款	13,526	12,593	12,593	12,593
应付账款及票据	41,844	45,912	52,375	60,505
其他流动负债	30,996	30,554	31,698	33,596
流动负债合计	86,366	89,058	96,665	106,694
长期借款	12,515	11,600	11,600	11,600
其他长期负债	5,626	5,764	5,764	5,764
非流动负债合计	18,142	17,364	17,364	17,364
负债合计	104,508	106,422	114,029	124,058
股本	11,816	11,816	11,816	11,816
少数股东权益	1,342	1,388	1,449	1,526
股东权益合计	57,487	61,648	67,509	74,801
负债和股东权益合计	161,995	168,070	181,538	198,858

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-1.03	8.77	13.76	15.43
EBIT 增长率	28.51	42.59	23.65	21.80
净利润增长率	23.51	22.66	28.72	25.71
盈利能力 (%)				
毛利率	22.38	22.55	22.70	23.00
净利润率	5.74	6.47	7.32	7.97
总资产收益率 ROA	3.29	3.89	4.63	5.32
净资产收益率 ROE	9.49	10.84	12.73	14.43
偿债能力				
流动比率	1.29	1.30	1.32	1.36
速动比率	0.80	0.82	0.87	0.94
现金比率	0.27	0.26	0.33	0.38
资产负债率 (%)	64.51	63.32	62.81	62.38
经营效率				
应收账款周转天数	155.97	148.17	139.54	131.85
存货周转天数	168.54	151.08	136.67	122.08
总资产周转率	0.55	0.61	0.66	0.70
每股指标 (元)				
每股收益	0.45	0.55	0.71	0.89
每股净资产	4.75	5.10	5.59	6.20
每股经营现金流	0.30	0.91	1.44	1.59
每股股利	0.18	0.22	0.28	0.36
估值分析				
PE	15	12	9	7
PB	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.70	7.62	6.49	5.57
股息收益率 (%)	2.69	3.31	4.25	5.35

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	5,236	6,580	8,470	10,650
折旧和摊销	3,968	4,106	4,257	4,363
营运资金变动	-7,281	-1,922	2,194	1,698
经营活动现金流	3,571	10,742	17,060	18,825
资本开支	-5,903	-5,739	-5,122	-4,973
投资	5,272	-313	0	0
投资活动现金流	1,411	-5,074	-4,984	-4,827
股权募资	441	0	0	0
债务募资	-3,629	-1,197	0	0
筹资活动现金流	-7,778	-5,469	-4,204	-4,953
现金净流量	-2,974	199	7,872	9,045

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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026