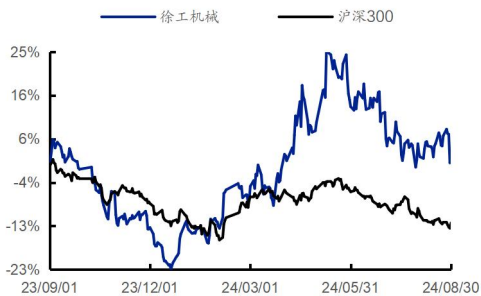


研究所:
 证券分析师: 姚健 S0350522030001
 yaoj@ghzq.com.cn
 联系人: 梅朔 S0350123070010
 meis@ghzq.com.cn

海外拓展量利双增, 经营质量持续改善

——徐工机械(000425)2024年半年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
徐工机械	0.5%	-11.1%	9.2%
沪深300	-1.4%	-7.6%	-12.3%

市场数据

当前价格(元)	6.36
52周价格区间(元)	4.91-8.14
总市值(百万)	75,150.82
流通市值(百万)	51,643.79
总股本(万股)	1,181,616.61
流通股本(万股)	812,009.23
日均成交额(百万)	1,159.31
近一月换手(%)	17.21

相关报告

《徐工机械(000425)深度报告: 工程机械全球领先, 新兴板块+海外拓展贡献新动能(买入)*工程机械*姚健》——2024-08-21

事件:

徐工机械8月29日公告2024年半年报: 2024H1, 公司实现营业收入496.32亿元, 同比-3.21%; 实现归母净利润37.06亿元, 同比+3.24%; 实现扣非归母净利润32.95亿元, 同比-2.35%。

投资要点:

- 传统板块保持优势, 新能源表现亮眼** 2024H1 营业收入同比小幅下降; 汇兑收益同比大幅减少影响下, 归母净利润仍实现正增长。2024H1 土方机械/起重机械/混凝土机械/道路机械/高空作业机械/矿业机械收入分别同比+6.98%/-15.23%/-3.45%/+0.96%/-11.50%/-16.43%。行业下滑趋势下土方机械稳健提速; 徐工重型内销市占率同比提升2pct, 百吨级及以上全地面起重机收入同比增长近30%, 徐工塔机/徐工随车毛利率分别同比+2.9pct/+3.2pct; 道路机械毛利率同比+3.38pct。新能源产品收入同比+26.76%, 其中新能源环卫设备产品收入同比增长超2倍, 新能源装载机收入同比增长近2倍, 新能源叉车收入同比+80.6%。
- 海外开拓量利双增, 市占率继续提升** 2024H1 海外收入219亿元, 同比+4.8%, 占比达44%, 同比+3.37; 其中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+16%, 泵车、搅拌站收入翻倍, 搅拌车增长接近2倍。2024H1 海外毛利率24.41%, 同比+1.22pct, 支撑公司整体毛利率保持稳健。2024H1 海外综合市占率同比+0.58pct, 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。随着巴西、德国、墨西哥、印度、乌兹别克斯坦等海外产能逐步完善, 海外收入有望进一步提升。
- 经营质量持续改善** 公司坚持高质量发展方针, 2024H1 经营性现金流同比增长11%, 资产负债率压降1.24pct, 存货压降21.6亿元。有效控制表外风险敞口, 截至2024年6月30日, 融资租赁回购义务余额583亿元, 同比降低126亿元, 较2023年末压降46亿元。2024H1 应收账款较2023年末增加13.1%, 但从账龄结构来看, 1年以上应收账款占比同比下降8%, 逾期风险控制向好。
- 盈利预测和投资评级** 根据公司2024H1业绩情况, 我们小幅调

整盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 996/1137/1308 亿元，同比增长 7%/14%/15%；实现归母净利润 66/83/105 亿元，同比增长 25%/25%/27%，最新收盘价对应 PE 分别为 11/9/7 倍。公司产品线丰富，海外拓展成果显著，业绩和经营质量有望进一步改善，维持“买入”评级。

- **风险提示** 行业周期性风险，基建、地产投资不及预期风险，海外拓展不及预期风险，市场竞争加剧风险，贸易摩擦加剧风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	92848	99568	113667	130798
增长率(%)	-1	7	14	15
归母净利润（百万元）	5326	6644	8275	10538
增长率(%)	24	25	25	27
摊薄每股收益（元）	0.45	0.56	0.70	0.89
ROE(%)	9	11	13	15
P/E	12.13	11.31	9.08	7.13
P/B	1.15	1.27	1.19	1.10
P/S	0.69	0.75	0.66	0.57
EV/EBITDA	8.30	6.96	5.69	4.39

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：徐工机械盈利预测表

证券代码:	000425				股价:	6.36		投资评级:	买入		日期:	2024/08/30	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	9%	11%	13%	15%	EPS	0.45	0.56	0.70	0.89				
毛利率	22%	23%	23%	24%	BVPS	4.75	5.00	5.35	5.79				
期间费率	11%	11%	11%	11%	估值								
销售净利率	6%	7%	7%	8%	P/E	12.13	11.31	9.08	7.13				
成长能力					P/B	1.15	1.27	1.19	1.10				
收入增长率	-1%	7%	14%	15%	P/S	0.69	0.75	0.66	0.57				
利润增长率	24%	25%	25%	27%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.55	0.59	0.62	0.66	营业收入	92848	99568	113667	130798				
应收账款周转率	2.31	2.50	2.71	2.86	营业成本	72064	76701	87563	99786				
存货周转率	2.14	2.38	2.65	2.85	营业税金及附加	442	548	625	732				
偿债能力					销售费用	6702	7169	8184	9417				
资产负债率	65%	65%	66%	66%	管理费用	2706	2987	3410	3924				
流动比	1.29	1.29	1.28	1.30	财务费用	726	615	509	434				
速动比	0.82	0.85	0.87	0.90	其他费用/(-收入)	4000	4381	5001	5755				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	5640	7269	9057	11545				
现金及现金等价物	23410	33222	40429	47593	营业外净收支	37	0	0	0				
应收款项	43658	43240	47993	51229	利润总额	5678	7269	9057	11545				
存货净额	32378	31959	34052	36034	所得税费用	442	654	815	1039				
其他流动资产	11614	12979	13765	13795	净利润	5236	6615	8242	10506				
流动资产合计	111060	121399	136239	148651	少数股东损益	-90	-29	-33	-32				
固定资产	22510	22965	24016	23496	归属于母公司净利润	5326	6644	8275	10538				
在建工程	2923	3326	3572	3693	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	20991	21856	21922	22485	经营活动现金流	3571	17962	18175	20471				
长期股权投资	4510	5121	6040	7262	净利润	5326	6644	8275	10538				
资产总计	161995	174667	191789	205587	少数股东损益	-90	-29	-33	-32				
短期借款	13526	15095	16334	17197	折旧摊销	3968	5080	5739	6270				
应付款项	41844	47907	54824	60914	公允价值变动	-179	0	0	0				
合同负债	4708	4200	5525	6169	营运资金变动	-7281	5239	2883	2327				
其他流动负债	26288	27176	29463	30313	投资活动现金流	1411	-7953	-9554	-6792				
流动负债合计	86366	94377	106145	114593	资本支出	-5903	-6797	-7327	-6336				
长期借款及应付债券	14513	16021	17206	17330	长期投资	5272	-1988	-2265	-480				
其他长期负债	3628	3882	3944	3981	其他	2042	832	37	24				
长期负债合计	18142	19902	21150	21312	筹资活动现金流	-7778	-1032	-2949	-5662				
负债合计	104508	114279	127295	135904	债务融资	-3629	3888	2500	1035				
股本	11816	11816	11816	11816	权益融资	441	-139	0	0				
股东权益	57487	60388	64494	69682	其它	-4590	-4781	-5448	-6697				
负债和股东权益总计	161995	174667	191789	205587	现金净增加额	-2974	8786	5673	8017				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【机械小组介绍】

姚健，复旦大学财务学硕士，7年证券从业经验，现任国海证券机械研究团队首席分析师，主要覆盖锂电设备、光伏设备、激光、检测检验、工业机器人、自动化、工程机械等若干领域，专注成长股挖掘。

杜先康，中国人民大学金融硕士，现任国海证券机械行业分析师，主要覆盖光伏设备、半导体设备等领域。

李亦桐，美国宾夕法尼亚大学硕士，哈尔滨工业大学学士，现任国海证券机械行业分析师，主要覆盖通用自动化、刀具、工控、机器人、出口等领域。

梅朔，对外经济贸易大学硕士，现任国海证券机械行业研究助理，主要覆盖工程机械、仪器仪表、X光产业链、第三方检测等领域。

【分析师承诺】

姚健，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。