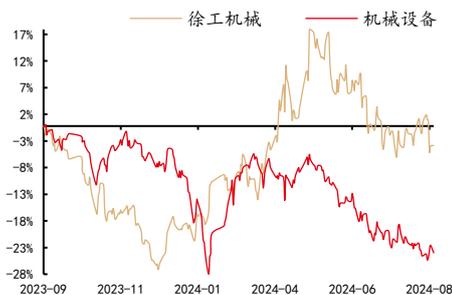


股票投资评级

增持|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	6.37
总股本/流通股本(亿股)	118.16 / 81.20
总市值/流通市值(亿元)	753 / 517
52周内最高/最低价	8.02 / 4.96
资产负债率(%)	64.5%
市盈率	14.16
第一大股东	徐州工程机械集团有限公司

研究所

分析师:刘卓
SAC 登记编号:S1340522110001
Email:liuzhuo@cnpsec.com
分析师:陈基赞
SAC 登记编号:S1340524070003
Email:chenjiyun@cnpsec.com

徐工机械(000425)

业绩保持稳健，资产质量持续优化

● 事件描述

公司发布 2024 年半年度业绩报告，2024H1 实现营收 496.32 亿元，同减 3.21%；实现归母净利润 37.06 亿元，同增 3.24%；实现扣非归母净利润 32.95 亿元，同减 2.35%。

● 事件点评

营收、业绩保持稳健，海外景气度较高。分产品看，2024H1 公司土方机械实现收入 139.08 亿元，同比增长 6.98%；起重机械实现收入 100.96 亿元，同比减少 15.23%；混凝土机械实现收入 51.56 亿元，同比减少 3.45%；高空作业机械实现收入 45.27 亿元，同比减少 11.5%；矿业机械实现收入 35.40 亿元，同比减少 16.43%；道路机械实现收入 27.24 亿元，同比增长 0.96%；其他工程机械、备件及其他实现收入 96.81 亿元，同比增长 7.83%。分区域看，公司境内实现收入 277.31 亿元，同比减少 8.72%；境外实现收入 219.01 亿元，同比增长 4.80%。

毛利率同比基本保持稳定，费用率有所上升。2024H1 公司毛利率同增 0.03pct 至 22.89%，其中起重机械毛利率同增 0.12pct 至 21.46%，土方机械毛利率同减 1.66pct 至 27.17%，混凝土机械毛利率同减 2.7pct 至 15.48%，高空作业机械毛利率同增 0.43pct 至 31.25%，矿业机械毛利率同增 7.67pct 至 24.11%，道路机械毛利率同增 3.38pct 至 26.94%，其他工程机械、备件及其他毛利率同减 0.63pct 至 16.68%。费用率方面，公司 2024H1 期间费用率同增 2.84pct 至 15.07%，其中销售费用率同减 0.4pct 至 6.31%；管理费用率同增 0.4pct 至 2.50%；财务费用率同增 3.29pct 至 2.68%；研发费用率同减 0.46pct 至 3.58%。

海外开拓量利双增，产能布局逐步完善。2024H1 公司实现国际化收入 219 亿，同比增 4.8%；国际化收入占比 44%，同比提升 3.37 个百分点。海外产品终端销量综合占有率同比提升 0.58 个百分点。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。在国际化收入增长的同时，国际化毛利率 24.41%，同比提升 1.22 个百分点。巴西、德国、墨西哥、印度、乌兹别克斯坦等海外产能布局逐步完善，为进一步拓展海外市场，从供应链端控制成本、应对全球贸易壁垒做好谋篇布局。

高端产品乘势而上，新能源产品快速增长。2024H1，公司新能源产品进入增长快车道，收入同比增长 26.76%，其中新能源装载机收入同比增长近 2 倍，行业销量稳居第一；徐工消防在锂电直臂平台车的带动下，新能源产品收入占比已达到 74%；徐工特机聚焦新能源叉车赛道，新能源叉车收入同比增长 80.6%；徐工施维英、徐工环境、徐工港机产品也在大幅向新能源渗透，收入占比均超过了 35%。

● 盈利预测与估值

预计公司 2024-2026 年营业收入为 954.11、1041.84、1145.45 亿元，同比增速为 2.76%、9.20%、9.94%；归母净利润为 62.9、75.54、89.04 亿元，同比增速为 18.10%、20.08%、17.87%。公司 2024-2026 年业绩对应 PE 分别为 11.97、9.96、8.45 倍，维持“增持”评级。

● **风险提示：**

工程机械行业持续下行；国际化进展不及预期；竞争加剧风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	92848	95411	104184	114545
增长率(%)	-1.03	2.76	9.20	9.94
EBITDA（百万元）	10222.00	14399.81	16093.51	17999.17
归属母公司净利润（百万元）	5326.47	6290.38	7553.73	8903.77
增长率(%)	23.51	18.10	20.08	17.87
EPS（元/股）	0.45	0.53	0.64	0.75
市盈率（P/E）	14.13	11.97	9.96	8.45
市净率（P/B）	1.34	1.26	1.17	1.08
EV/EBITDA	8.30	6.46	5.44	4.53

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	92848	95411	104184	114545	营业收入	-1.0%	2.8%	9.2%	9.9%
营业成本	72064	73582	80140	87874	营业利润	11.0%	25.4%	20.0%	17.7%
税金及附加	442	429	469	515	归属于母公司净利润	23.5%	18.1%	20.1%	17.9%
销售费用	6702	6393	6876	7445	获利能力				
管理费用	2706	2672	2813	2978	毛利率	22.4%	22.9%	23.1%	23.3%
研发费用	4000	3816	4063	4353	净利率	5.7%	6.6%	7.3%	7.8%
财务费用	726	958	672	536	ROE	9.5%	10.5%	11.7%	12.8%
资产减值损失	-692	-734	-804	-879	ROIC	5.7%	8.8%	9.7%	10.6%
营业利润	5640	7071	8486	9993	偿债能力				
营业外收入	96	119	109	110	资产负债率	64.5%	62.6%	65.0%	61.9%
营业外支出	59	101	99	93	流动比率	1.29	1.31	1.29	1.36
利润总额	5678	7089	8496	10010	营运能力				
所得税	442	851	1020	1201	应收账款周转率	2.31	2.39	2.45	2.48
净利润	5236	6238	7476	8808	存货周转率	2.75	3.05	2.89	3.00
归母净利润	5326	6290	7554	8904	总资产周转率	0.55	0.59	0.59	0.61
每股收益(元)	0.45	0.53	0.64	0.75	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.45	0.53	0.64	0.75
货币资金	23371	24192	28417	33324	每股净资产	4.75	5.07	5.46	5.91
交易性金融资产	39	39	39	39	估值比率				
应收票据及应收账款	43658	45653	52201	54080	PE	14.13	11.97	9.96	8.45
预付款项	1677	1840	2004	2197	PB	1.34	1.26	1.17	1.08
存货	32378	30284	41708	34782	现金流量表				
流动资产合计	111060	111905	135877	134583	净利润	5236	6238	7476	8808
固定资产	22510	23111	23012	22223	折旧和摊销	3968	4126	4433	4704
在建工程	2923	2293	1872	1589	营运资本变动	-7281	-1750	-477	-1701
无形资产	7374	8014	8544	8964	其他	1648	2652	2748	2854
非流动资产合计	50935	51733	51923	51429	经营活动现金流净额	3571	11266	14181	14665
资产总计	161995	163638	187800	186011	资本开支	-5903	-4795	-4499	-4073
短期借款	13526	12526	11726	11226	其他	7314	-56	-47	-37
应付票据及应付账款	41844	41957	61780	54410	投资活动现金流净额	1411	-4851	-4545	-4110
其他流动负债	30996	30657	31774	33092	股权融资	441	-206	0	0
流动负债合计	86366	85141	105280	98728	债务融资	-3629	-1800	-1300	-1000
其他	18142	17342	16842	16342	其他	-4590	-3589	-4110	-4649
非流动负债合计	18142	17342	16842	16342	筹资活动现金流净额	-7778	-5595	-5410	-5649
负债合计	104508	102482	122122	115070	现金及现金等价物净增加额	-2974	821	4226	4906
股本	11816	11784	11784	11784					
资本公积金	16395	16221	16221	16221					
未分配利润	25797	28781	32247	36271					
少数股东权益	1342	1290	1213	1118					
其他	2136	3080	4213	5548					
所有者权益合计	57487	61156	65678	70942					
负债和所有者权益总计	161995	163638	187800	186011					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048