



业绩符合预期，提质增效和出海加速并行

——徐工机械 24 年中报点评

2024 年 09 月 04 日

核心观点

- 业绩符合预期，盈利能力持续优化。**24H1 公司实现营收 496.32 亿元，同比下滑 3.21%，24Q2 实现营收 255 亿元，同比下滑 7.04%，环比增长 5.31%。主要由于行业内需表现仍旧相对疲软，且公司主动暂停了部分低毛利率产品的生产。24H1 公司实现归母净利润 37.06 亿元，同比增长 3.24%，归母净利率 7.47%，同比增加 0.47pct，其中 24Q2 实现归母净利润 21.1 亿元，同比增长 1.89%，环比增加 31.54%，归母净利率 8.27%，同比增加 0.72pct，环比增加 1.65pct。24H1 毛利率 22.89%，同比增加 0.03pct，其中国内毛利率 21.69%，同比下滑 1pct，海外毛利率 24.41%，同比增加 1.2pct。24Q2 公司整体毛利率 22.89%，环比持平。毛利率变动主要受部分国内产品竞争激烈所累，而受海外业务占比提升、成本优化所提振。
- 土方机械和海外业务占比提升。**24H1 公司起重/土方/混凝土等传统业务板块营收同比增速分别-15%/+7%/-3%，土方机械的占比从 23 年的 24.3% 提升至 24H1 的 28%。新兴业务中高机和矿机营收同比增速分别-12%和-16%，主要由于行业整体需求疲软。分国内和国际看，24H1 公司实现境内/境外收入 277 亿元/219 亿元，同比增速分别-9%和+5%，国际化收入占比较 23 年进一步提升 4pct 至 44%。
- 风险管控加强，现金流稳健：**表外风险敞口 796 亿，较年初下降 44 亿，同比 23H1 末下降 137 亿。主要由于公司：（1）积极和金融机构合作开展风险共担业务；（2）成立风控中心专门管控应收账款；同步管理客户质量；（3）销售结构变化，海外占比提升。24H1 公司信用减值损失 1 亿元，较 23H1 减少 10.9 亿元，主要是公司账龄结构改善，2 年及以上账龄应收账款规模下降（23H1/23 年末/24H1 分别 12.3%/12.09%/11.5%）。公司 24H1 经营性现金流净额 17 亿，同比增加 1.68 亿，收现比 3.44%，同比增加 0.44pct，现金流持续优化。
- 盈利预测与投资建议：**挖机数据显示内销边际持续好转，大规模设备更新刺激替换需求释放，行业筑底反弹可期。公司产品覆盖全面，新业务和海外拓展顺利，改革促进提质增效，业绩增长确定性持续加强。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 64 亿元/79 亿元/95 亿元，对应 2024-2026 年 PE 为 12/9/8 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**国内宏观经济不及预期的风险，政策推进程度不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，出口贸易争端的风险。

主要财务指标预测（时间截至 2024/9/4）

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	92,848	98,382	108,053	119,971
收入增长率%	-1.03	5.96	9.83	11.03
归母净利润(百万元)	5,326	6,398	7,906	9,480
利润增速%	23.67	20.12	23.57	19.91
毛利率%	22.38	23.74	24.24	24.57
摊薄 EPS(元)	0.45	0.54	0.67	0.80
PE	13.98	11.63	9.42	7.85
PB	1.33	1.25	1.16	1.07
PS	0.80	0.76	0.69	0.62

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

徐工机械 (000425.SZ)

推荐 首次评级

分析师

鲁佩

☎：021-20257809

✉：lupei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521060001

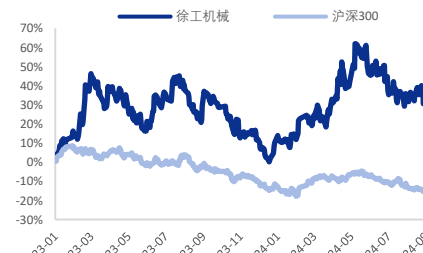
市场数据

2024-09-04

股票代码	000425.SZ
A 股收盘价(元)	6.30
上证指数	2784
总股本(万股)	1181617
实际流通 A 股(万股)	812009
流通 A 股市值(亿元)	512

相对沪深 300 表现图

2024-09-04



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河机械】行业深度_机械行业_中资出海专题系列研究(工程机械)_区域表现分化，主机厂驶入产业出海快车道
- 【银河机械】行业月报_机械行业_7 月挖机内销持续改善，静待行业筑底回升

目录

Catalog

一、老牌工程机械厂商，新业务和出海焕新生	3
(一) 产品覆盖面全，穿越周期能力加强	3
(二) 出海表现持续优异，产能建设持续推进	7
(三) 国资控股改革提质增效，股权激励彰显经营信心	9
二、24H1/24Q2：利润符合预期，经营质量持续提升	12
三、估值与投资建议	14
四、风险提示	14

一、老牌工程机械厂商，新业务和出海焕新生

(一) 产品覆盖面全，穿越周期能力加强

徐工集团的前身是华兴铁工厂（1943 年诞生），后发展为徐州重型机械厂，济南美丰磅厂、徐州顺和汽车修理行、徐州市机械设计研究所则分别是徐州工程机械制造厂、徐州装载机厂、徐州工程机械研究所的前身。上述三厂一所在 1989 年组建成立徐工集团。1957 年，第一台塔式起重机成功试制，1995 年亚洲最大 160 吨全地面起重机成功研发。

1993 年徐工集团及下属公司合资成立徐州工程机械股份有限公司，后者于 1996 年在深交所挂牌上市（简称“徐工机械”）。

2002 年，徐工集团债转股后成立新公司——徐工集团工程机械有限公司（徐工有限）。

2009 年，徐工机械通过定增完成资产重组，并实现核心资产整体上市。2011 年，徐工进入全球工程机械行业前 5 强。

2012 年，徐工机械收购施维英，引进德国混凝土机械成套技术，同时并购荷兰 AMAC、德国 FT 两家高端液压元件企业。2013 年，自主研发的“全球第一吊”4000 吨级履带式起重机首吊成功。2018 年徐工 700 吨级液压挖掘机下线，标志着中国成为继德、日、美之后第 4 个具备 700 吨级以上液压挖掘机研发制造能力的国家。

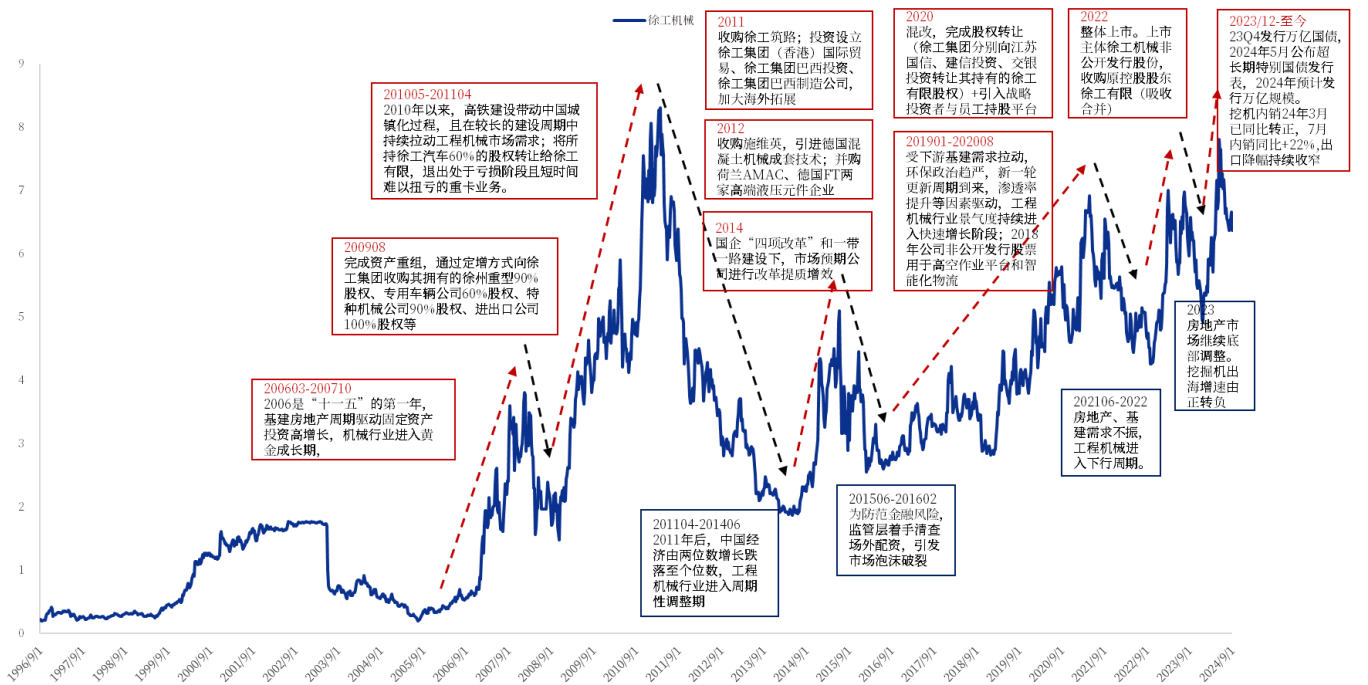
2020 年，徐工有限完成混改，完成股权转让，引入战略投资者和员工持股平台，增强治理水平。2021 年，徐工位列全球工程机械行业第三位。

2022 年，徐工机械吸收合并徐工有限旗下所有资产，完成整体上市。

2023 年，徐工机械启动智改数转项目，与 IBM、SAP 签订战略合作协议。

.....

图1：公司历史与股价复盘







注：时间截止 2024/9/1

资料来源：Wind，公司官网，中国银河证券研究院

徐工是我国工程机械领域产品覆盖最全面的公司之一。公司由起重机械起家，目前产品已经涵盖土方机械、起重机械、混凝土机械、高空作业机械、矿业机械、道路机械、桩工机械、农业机械等，实现了工程机械和矿业机械领域多品类覆盖。土方机械和起重机械是公司两大核心业务板块，以2023年为例二者营收占比达到24%和23%，高空作业机械和矿业机械是公司具备潜力的新兴业务，二者2023年营收同比增速达到36%和14%。

表1：公司主要业务及产品

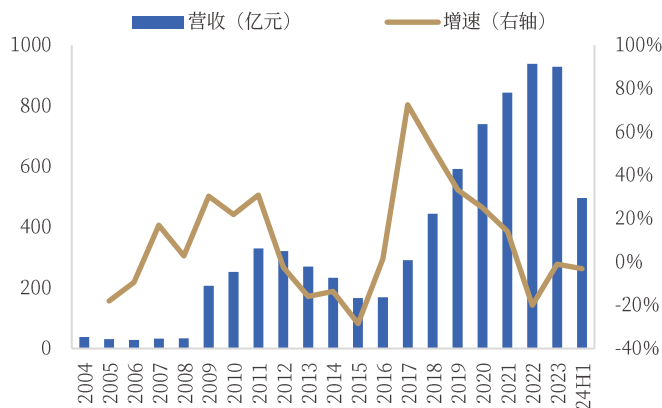
业务	主要产品种类									
起重机械	汽车起重机	履带起重机	随车起重机	塔式起重机	电动/混合动力起重机	施工升降机	全地面起重机	屋面吊	强夯机	侧面起重机
										
挖掘机械	微挖	小挖	中挖	大挖	新能源设备	轮式挖掘机	铁路挖	林业机械	破拆机器人	
										
混凝土机械	混凝土泵车 (微混/插混/燃油)	混凝土搅拌运输车 (纯电/微混/天然气/燃油)	混凝土搅拌站	车载式混凝土泵 (纯电/混动/燃油)	喷浆车 (纯电/燃油)	拖式混凝土泵	布料杆			
										
消防机械 (主要是高机)	新能源履带剪叉	高空作业平台	高空作业车							
										
矿山机械	连续采煤机	煤矿掘锚机	锂电单轨道	矿用挖掘机	宽体自卸车 (电动/燃油)	铰接式自卸车	破碎筛分	地下铲运机	矿用液壓掘进钻车	地下运矿车
										
道路机械	压路机	摊铺机	铣刨机	平地机	推土机	路面冷再生机	沥青拌合站	厂拌站	沥青路面养护车	
										
桩工机械	旋转钻机	地下连续墙液压抓斗	双轮铣刨机	双轮铣削搅拌机	静压桩机	全回转套管钻机				
										

										
农业机械	拖拉机	履带式收获机	玉米收获机							
										

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

复盘公司规模，其跟随工程机械周期波动上行，近年盈利能力逐步加强。在 2005-2011、2016-2021 两轮上行周期中，公司收入增速实现常年正增长，而受工程机械下行周期影响，公司收入增速在 2012-2015 年出现了负增长。以工程机械第一大品类挖机销售增速代表工程机械行业周期，公司在历史周期中营收增速与其呈现较强的正相关性。然而我们可以看见，随着公司出口占比由 21 年及之前的约 15% 大幅跃升至 24H1 的 44%，以及 22 年整体上市后挖机、混凝土机械、矿机等优质资产注入，产品结构优化，公司营收逐渐独立于挖机销售增速，呈现更加稳健的态势。且 23 年以来公司归母净利润持续正增长。

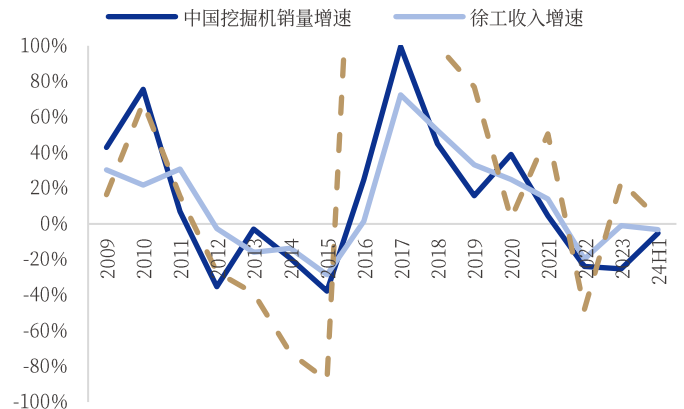
图2：公司营收及增速



注：由于 2009 年进行了重大资产重组，经调整的 2008 年收入是 158.89 亿元，图中营收增速已调整为可比情况，即 30%；2022 年收入增速考虑吸收合并之后，调整为-20%

资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

图3：公司利润端维持正增长

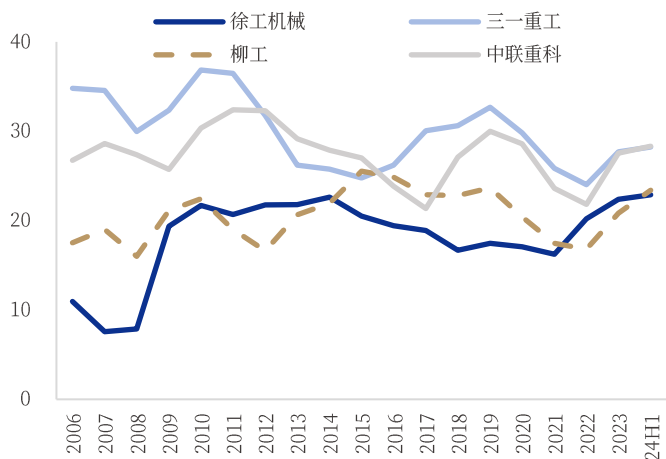


注：2022 年收入增速考虑吸收合并之后，调整为-20%

资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

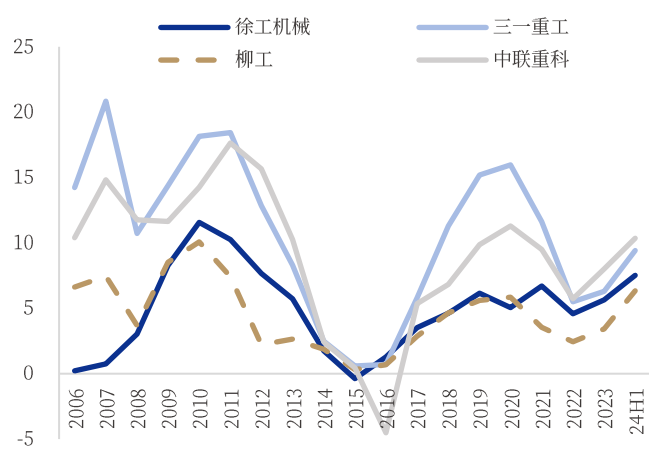
毛利率和归母净利率稳步提升。2023 年徐工销售毛利率、销售净利率分别达到 22.4%和 5.64%，同比提升 2.2 个百分点和 1.1 个百分点，毛利率水平重回历史峰值，净利率也逐渐接近上一轮周期顶点。2023 年公司实现归母净利润 53.3 亿元，同比+24%，实现归母净利率 5.7%，同比增加 1.1 个百分点。

图4: 主要工程机械主机厂销售毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

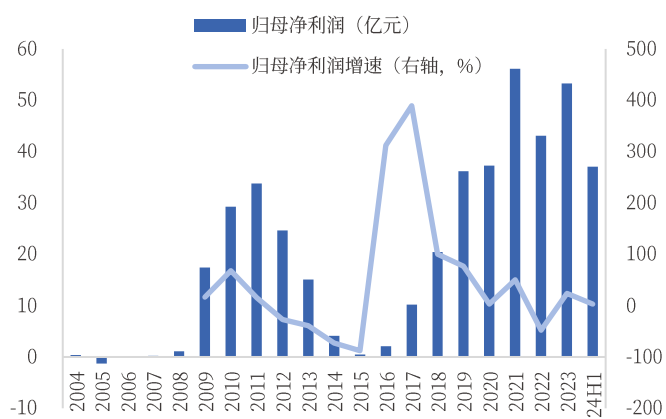
图5: 主要工程机械主机厂销售净利率 (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

期间费用管控得当。由于海外拓展需要投入营销资源,海外建厂等也增加了管理费用支出需求,叠加内需疲软下国内收入增速低迷,公司2022年费用率同比上升4.45个百分点。随着混改后调整渐入佳境,管理效率不断增强,2023年期间费用率增幅放缓,费用管控能力有所提升。

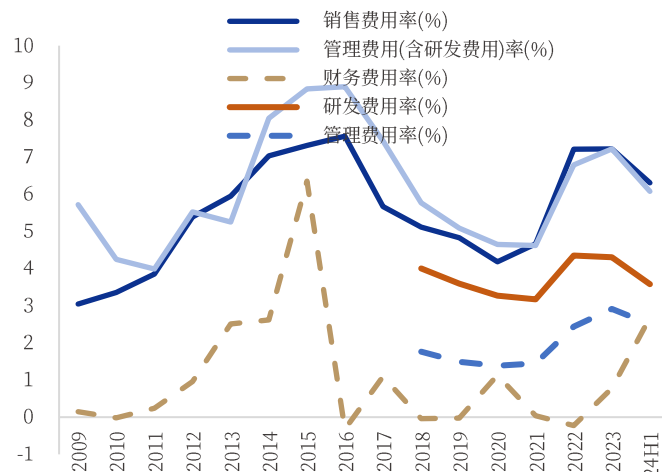
图6: 公司归母净利润及增速



注: 由于2009年进行了重大资产重组,经调整的2008年归母净利润是14.97亿元,图中归母净利润增速已调整为可比情况,即16.4%;2022年整体上市,当年归母净利润同比增速已调整为可比

资料来源: 公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

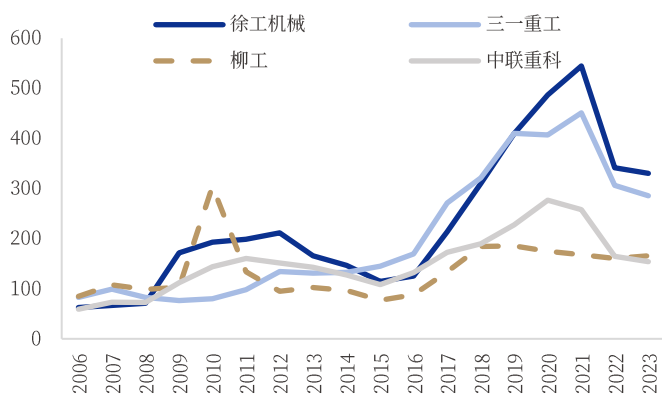
图7: 公司各项费用率



资料来源: 公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

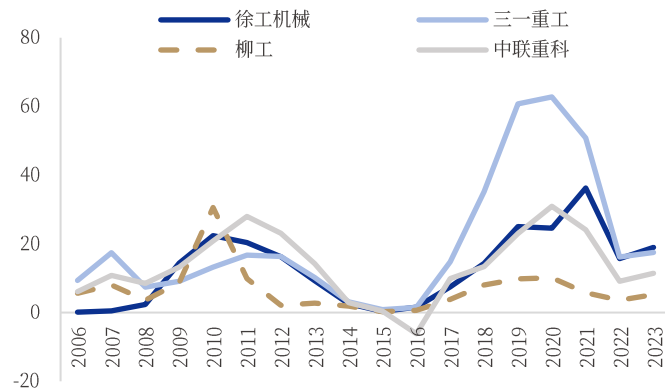
公司人效优势加强,人均创收和创利领先可比公司。工程机械属于技术密集、劳动密集、资本密集型行业,人效能一定程度上反映公司的管理效率。与同行三一重工、柳工、中联重科相比,徐工23年人均创收和人均创利分别330万元、18.95万元,处于行业领先水平。

图8: 公司人均创收 (万元)



资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

图9: 公司人均创利 (万元)

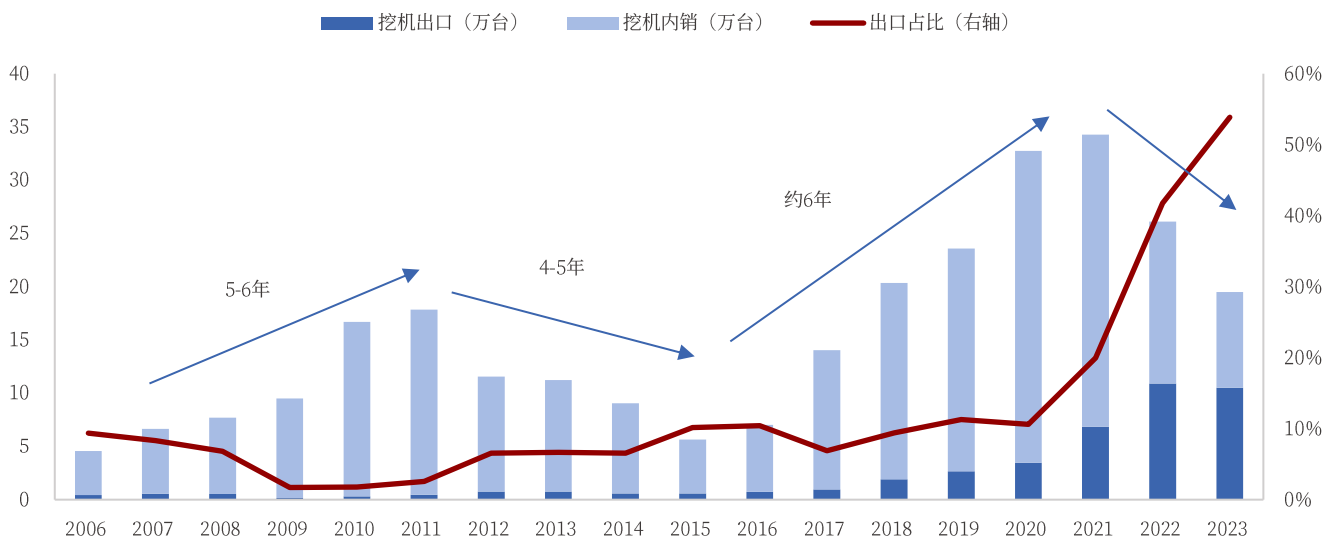


资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 出海表现持续优异, 产能建设持续推进

在内需表现不佳情况下, 出海是国内工程机械厂商开辟新增长点的重要途径。首先, 受国内房地产和基建等下游需求不足影响, 自 2021 年以来, 中国工程机械市场经历了内需不足的周期低谷期, 2023 年挖掘机内销 9.0 万台, 同比下滑 41%, 已经连续 2 年跌幅超过 40%。其次, 随着多年经营, 中国企业在品牌产品、技术和服务上能力逐步比肩并超越海外大厂, 但全球市占率依旧处于偏低水平, 拓展空间可观。据 KHL《2024 全球工程机械制造商排行榜》, 2023 年徐工集团全球市占率约为 5.3%, 三一重工约为 4.2%, 中联重科约为 2.4%, 远低于卡特彼勒的 16.8% 和小松的 10.4%。同时, 出口产品毛利率往往高于内销, 出海可一定程度改善国内工程机械厂商盈利能力。

图10: 中国挖掘机内销和出口情况

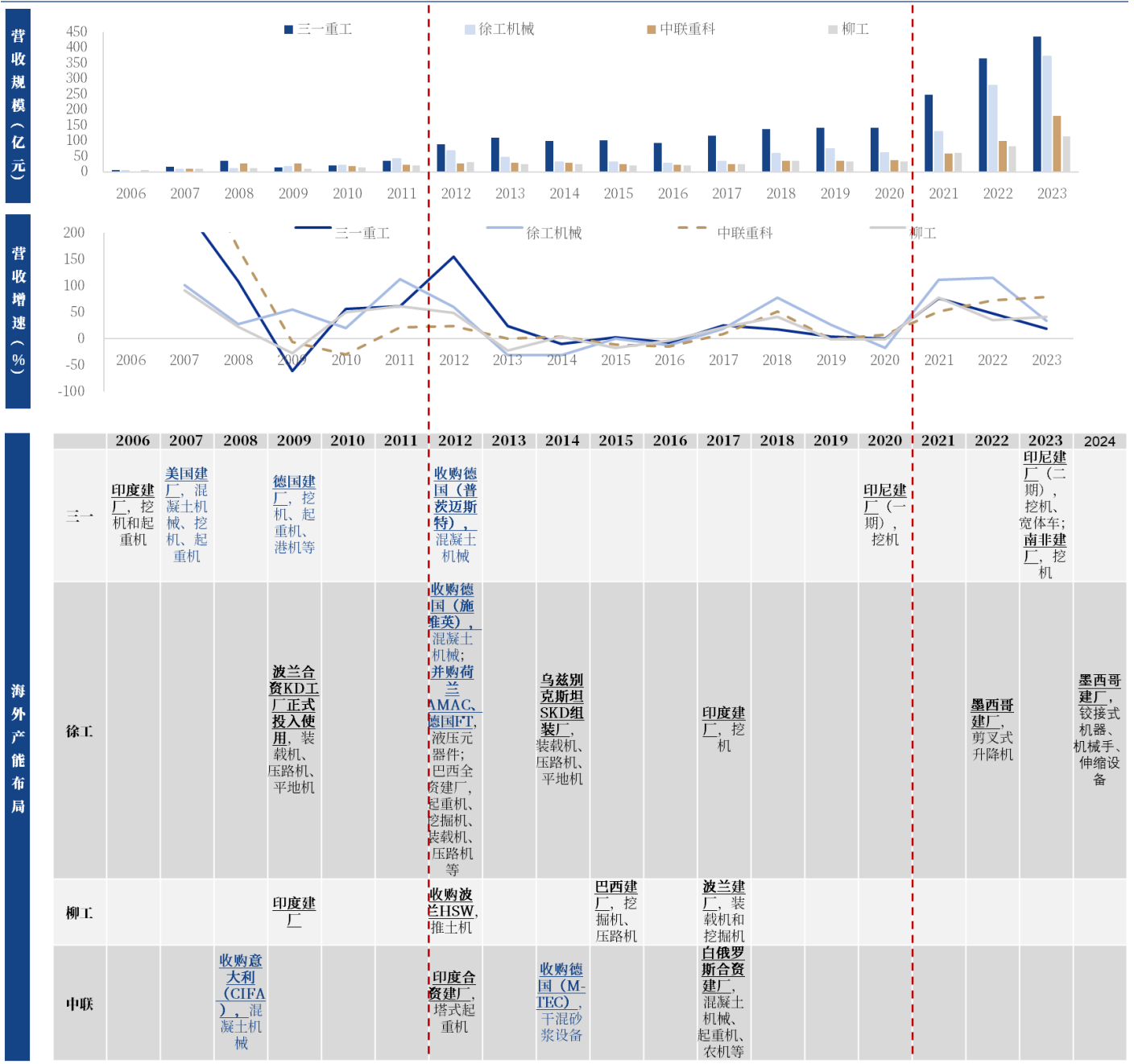


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

徐工在海外采用出口贸易、海外绿地建厂、跨国并购和全球研发“四位一体”的国际化发展模式。截至 2023 年末, 公司拥有 39 家海外子公司, 40 个海外大型服务备件中心, 营销网络覆盖全球 193 个国家和地区。海外产能布局层面, 公司经历了从改装装配产能出海 (2007 波兰合资建立 KD

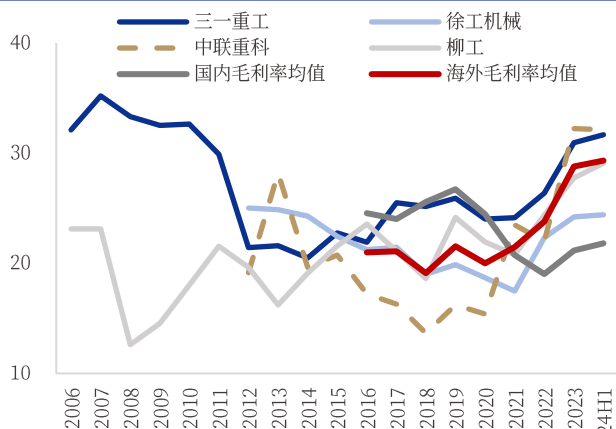
工厂)，到海外建厂&大力收并购（如 2012 年在巴西建厂，收购德国施维英，并购荷兰 AMAC、德国 FT 等），再到争取形成协同共生的区域一体化生产网络（如 2021 和 2024 年积极在墨西哥建厂，计划以墨西哥生产基地为核心实现北美一体化和美洲一体化）。24H1/2023 年徐工海外收入占比达到 44%/40%，较 2021 年的 15.3%大幅提升，未来海外业务将进一步蓬勃发展。

图11：主要工程机械厂商海外收入及产能布局



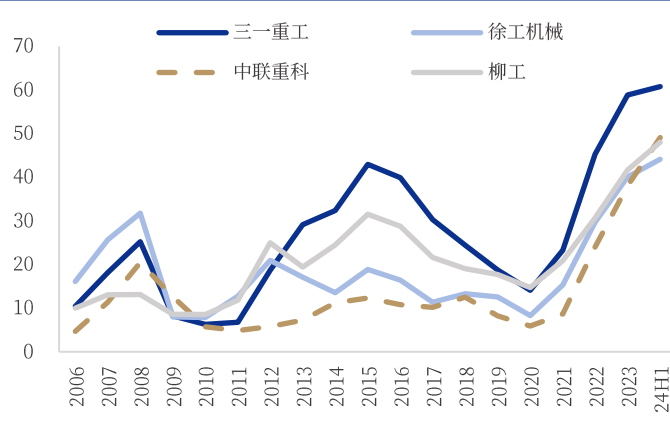
资料来源：Wind，三一官网，徐工官网，柳工官网，中联官网，广西国资委，中国工程机械工业协会，苏商会，中国银河证券研究院

图12: 主要工程机械主机厂海外毛利率 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

图13: 主要工程机械主机厂海外收入占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 国资控股改革提质增效, 股权激励彰显经营信心

公司已于 2020 年完成混改, 2022 年整体上市, 2023 年发行新一轮股权激励计划, 改革逐步多元深化和聚焦功能性。通过改革, 既能够保证国企控股, 又发挥了市场化机制和战略伙伴的作用, 将员工利益与企业发展深度绑定, 同时优化产品布局, 实现了治理结构和产品结构的升级, 提升了企业规模效应和盈利能力。

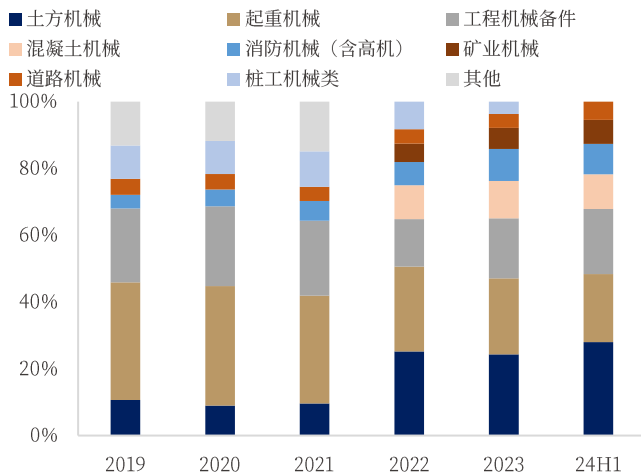
表2: 公司改革方案

方式	目的	时间	具体方案	
股权激励	公司和核心团队利益深度绑定; 进一步完善法人治理结构, 提高员工积极性	2023	授予约 1.09 亿股, 覆盖全体高管和中层干部, 尤其是国际化、数字化、技术营销等人才	
混改, “国企优势+市场化机制+战略伙伴协同”	产业和资本协同合作, 提高市场化运作效率, 增强治理水平; 公司和员工利益深度绑定	2020	股权转让 (徐工集团分别向江苏国信、建信投资、交银投资转让其持有的徐工有限股权) + 引入战略投资者与员工持股平台	
整体上市	完善业务结构和丰富产品线	2022	上市主体徐工机械非公开发行股份, 收购原控股股东徐工有限 (吸收合并)	挖机、矿机、塔机、混凝土机械等优质资产注入上市公司, 带来毛利率改善

资料来源: 徐工机械公司公告, Wind、中国银河证券研究院

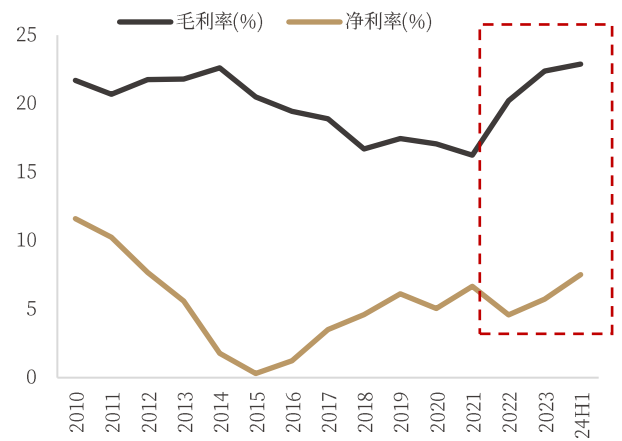
改革后徐工机械盈利能力显著改善。经过吸收合并整体上市后, 徐工机械产品结构中新增加土方、混凝土、矿业机械 (2023 年营收占比分别 24%、11%、6%), 产品矩阵更加完善, 尤其是新添挖机、塔机等高毛利产品, 驱动徐工机械毛利率 2022 年提升 4 个百分点, 净利率也随之提高。

图14: 合并后徐工机械产品结构得到优化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

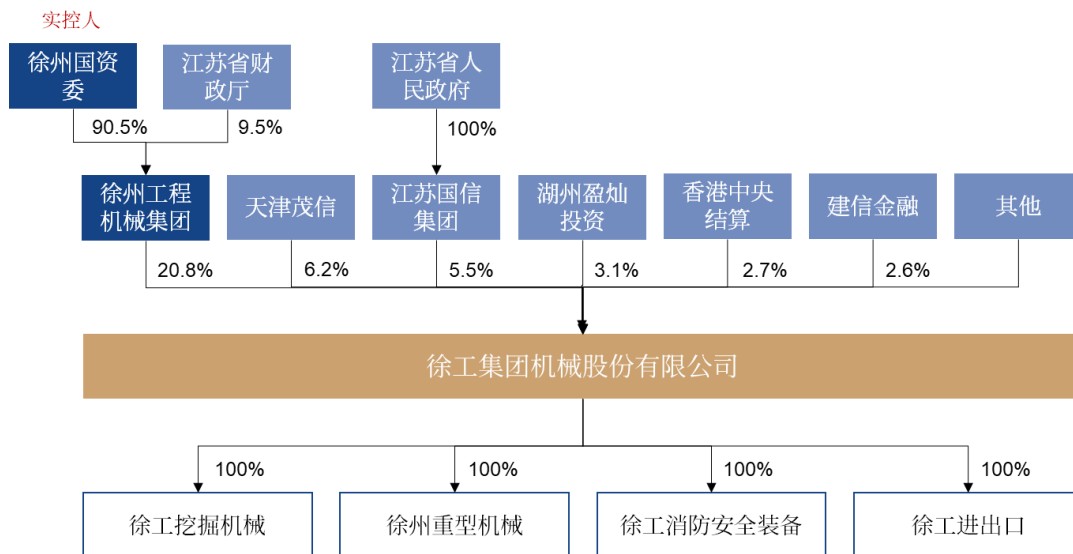
图15: 改革后徐工机械毛利率和净利率提升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

徐州国资委为实控人。混改后徐工机械实控人依旧为徐工集团（截至 24 年 5 月，持股比例为 20.83%），而徐工集团实控人为徐州国资委（持股 90.5%）。公司下属全资子公司、控股子公司众多，对净利润影响达 10%以上的参股公司包括徐州重型机械、徐工挖掘机械、徐工消防安全装备、徐工进出口。

图16: 公司股权结构



资料来源: Wind, 公司官网, 中国银河证券研究院

股权激励深度绑定核心员工，解锁条件彰显公司经营信心。2023 年公司实施了股权激励计划，首次授予对象包括管理层和核心技术/业务人员，回购价格为 3.09 元/股，首次授予 1.09 亿股，约占总股本的 0.92%。业绩考核目标上，公司三个接触限售期目标分别为，2023/2024/2025 年净利润不低于 53 亿元/58 亿元（或 2 年净利润累计不低于 111 亿元）/65 亿元（或 3 年净利润累计不低于 176 亿元），且净利润不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平。此外，2023/2024/2025 年净资产收益率不低于 9%/9.5%/10%，2023-2025 年每年分红比例不低于当年实现的可供分配利润

的 30%。

表3：2023 年公司限制性股票激励计划

条目	内容	
首次授予日	2023 年 5 月 5 日	
激励对象	首次授予激励对象 1,732 人，主要针对管理层和核心技术/业务人员	
回购价格及数量	回购价格 3.09 元/股，共拟授予 1.18 亿股，首次授予 1.09 亿股，约占总股本 0.92%，预留 0.09 亿股	
业绩考核目标	第一个解除限售期	①2023 年度净资产收益率不低于 9%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；②2023 年度净利润不低于 53 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；③2023 年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%。
	第二个解除限售期	①2024 年度净资产收益率不低于 9.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；②2024 年度净利润不低于 58 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；或 2023-2024 年净利润累计值不低于 111 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；③2024 年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%
	第三个解除限售期	①2025 年度净资产收益率不低于 10%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；②2025 年度净利润不低于 65 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；或 2023-2025 年净利润累计值不低于 176 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；③2025 年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%。
对标企业	中联重科，三一重工，柳工，太原重工，山推股份，安徽合力，山河智能，厦工股份，润邦股份，建设机械，天桥起重，南方路机，汉马科技，铁建重工，振华重工，诺力股份，北方股份，法兰泰克	

注：上述“净利润”及“净资产收益率”均以归母净利润计算

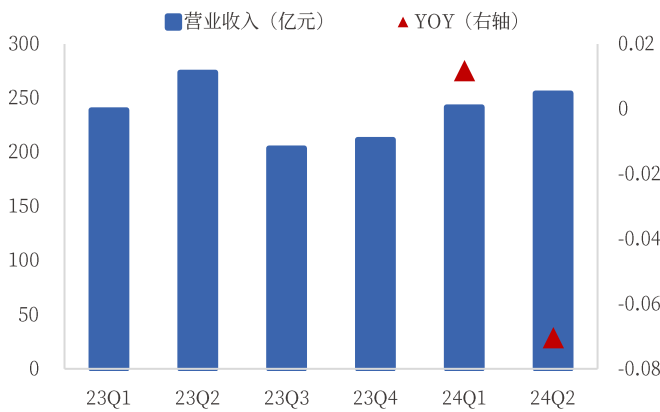
资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

二、24H1/24Q2：利润符合预期，经营质量持续提升

24H1 公司实现营收 496.32 亿元，同比下滑 3.21%，24Q2 实现营收 255 亿元，同比下滑 7.04%，环比增长 5.31%。主要由于内需表现仍旧相对疲软，且公司为确保盈利能力主动暂停了部分低毛利率产品的生产。

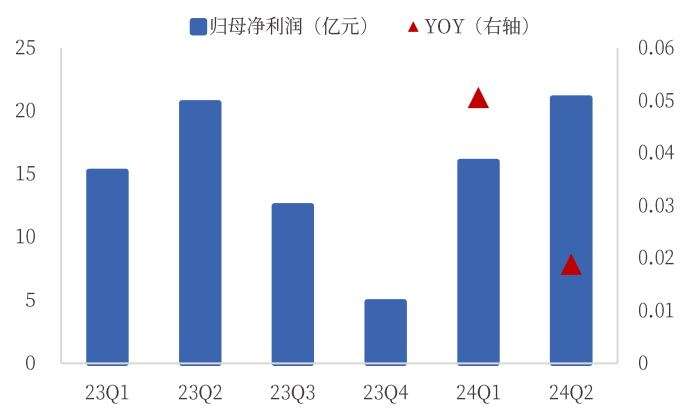
24H1 公司实现归母净利润 37.06 亿元，同比增长 3.24%，归母净利率 7.47%，同比增加 0.47pct，其中 24Q2 实现归母净利润 21.1 亿元，同比增长 1.89%，环比增加 31.54%，归母净利率 8.27%，同比增加 0.72pct，环比增加 1.65pct，主要由于毛利率进一步提升以及费用管控效果逐渐显现。

图17：单季度营业收入及增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图18：单季度归母净利润及增速

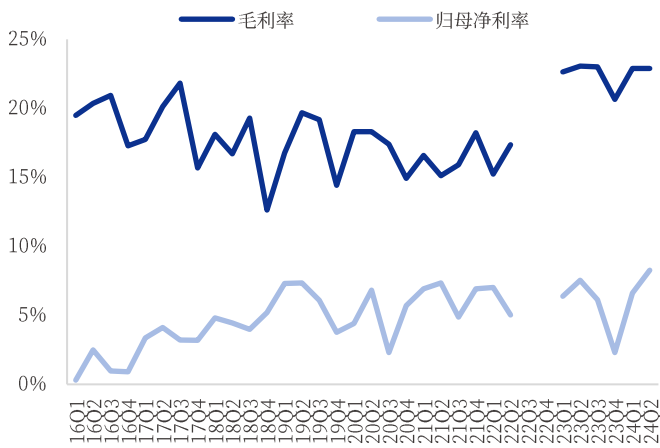


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

24H1 公司毛利率 22.89%，同比增加 0.03pct，其中国内毛利率 21.69%，同比下滑 1pct，海外毛利率 24.41%，同比增加 1.2pct。24Q2 公司整体毛利率 22.89%，环比持平。毛利率变动主要受部分国内产品竞争激烈所累，而受海外业务占比提升、成本优化所提振。

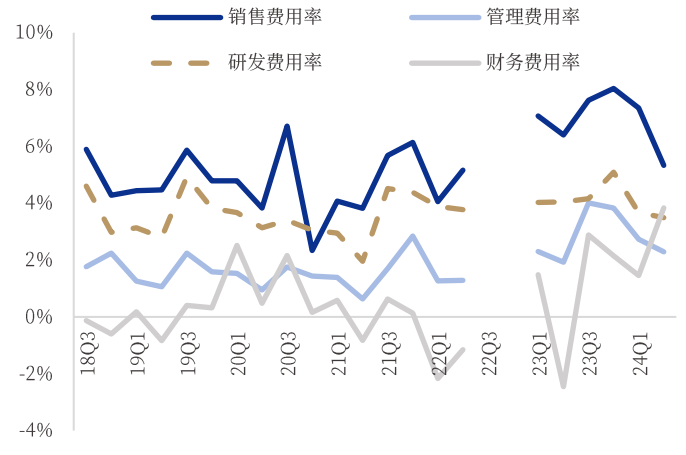
24H1 公司管理费用/销售费用/财务费用/研发费用分别 12.42 亿元/31.34 亿元/12.28 亿元/17.77 亿元，管理费用率/销售费用率/财务费用率/研发费用率分别 2.5%/6.31%/2.68%/3.58%。24Q2 管理费用率/销售费用率/财务费用率/研发费用率分别 2.29%/5.33%/3.84%/3.49%，同比分别 +0.37pct/-1.08pct/+6.29pct/-0.56pct，其中财务费用大幅上涨主要由于汇兑情况由收益转为损失。

图19: 单季度毛利率和归母净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 单季度各项费用率



注: 22年下半年吸收合并整体上市阶段费用率非常规波动, 在此剔除 22Q3 和 22Q4 两个季度

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、估值与投资建议

挖机数据显示内销边际持续好转，大规模设备更新刺激替换需求释放，行业筑底反弹可期。公司产品覆盖全面，新业务和海外拓展顺利，改革促进提质增效，业绩增长确定性持续加强。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 64 亿元/79 亿元/95 亿元，对应 2024-2026 年 PE 为 12/9/8 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表4: 可比公司估值 (截止 2024 年 9 月 4 日)

股票代码	股票名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE(X)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600031.SH	三一重工	1385.66	16.35	0.53	0.72	0.93	1.19	31	23	18	14
000528.SZ	柳工	185.23	9.36	0.44	0.73	0.97	1.27	21	13	10	7
000157.SZ	中联重科	523.28	6.03	0.43	0.51	0.65	0.80	15	12	9	8
平均值				0.47	0.66	0.85	1.08	22	16	12	10
000425.SZ	徐工机械	744.42	6.30	0.45	0.54	0.67	0.80	14	12	9	8

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

四、风险提示

国内宏观经济不及预期的风险，政策推进程度不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，出口贸易争端的风险。

图表目录

图 1: 公司历史与股价复盘	3
图 2: 公司营收及增速	5
图 3: 公司利润端维持正增长	5
图 4: 主要工程机械主机厂销售毛利率 (%)	6
图 5: 主要工程机械主机厂销售净利率 (%)	6
图 6: 公司归母净利润及增速	6
图 7: 公司各项费用率	6
图 8: 公司人均创收 (万元)	7
图 9: 公司人均创利 (万元)	7
图 10: 中国挖掘机内销和出口情况.....	7
图 11: 主要工程机械厂商海外收入及产能布局	8
图 12: 主要工程机械主机厂海外毛利率 (%)	9
图 13: 主要工程机械主机厂海外收入占比 (%)	9
图 14: 合并后徐工机械产品结构得到优化.....	10
图 15: 改革后徐工机械毛利率和净利率提升.....	10
图 16: 公司股权结构.....	10
图 17: 单季度营业收入及增速.....	12
图 18: 单季度归母净利润及增速.....	12
图 19: 单季度毛利率和归母净利率.....	13
图 20: 单季度各项费用率.....	13
表 1: 公司主要业务及产品	4
表 2: 公司改革方案	9
表 3: 2023 年公司限制性股票激励计划.....	11
表 4: 可比公司估值 (截止 2024 年 9 月 4 日)	14

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	111059.89	116516.19	124322.89	136590.66
现金	23371.00	23016.90	25614.97	28804.75
应收账款	39997.58	43637.96	47840.11	53030.51
其它应收款	2071.52	2727.37	2390.91	2650.43
预付账款	1676.81	1875.55	1637.17	1809.91
存货	32378.42	33409.19	34867.86	37590.88
其他	11564.55	11849.21	11971.86	12704.18
非流动资产	50934.72	51782.39	52368.48	52841.70
长期投资	4509.96	4509.96	4509.96	4509.96
固定资产	22510.29	22460.76	22608.44	22676.12
无形资产	7373.71	7380.63	7407.96	7425.08
其他	16540.76	17431.05	17842.13	18230.54
资产总计	161994.61	168298.58	176691.37	189432.36
流动负债	86366.04	90145.96	93749.95	100748.82
短期借款	13526.32	12526.32	12026.32	11526.32
应付账款	20963.55	23793.43	24887.24	28107.03
其他	51876.17	53826.21	56836.39	61115.47
非流动负债	18141.59	17395.39	17395.39	17395.39
长期借款	12515.23	11599.92	11599.92	11599.92
其他	5626.36	5795.47	5795.47	5795.47
负债合计	104507.62	107541.34	111145.34	118144.21
少数股东权益	1342.31	1370.24	1409.96	1457.60
归属母公司股东权益	56144.67	59387.00	64136.07	69830.56
负债和股东权益	161994.61	168298.58	176691.37	189432.36

现金流量表(百万元)	2024A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3570.91	8110.29	9691.85	10859.01
净利润	5236.10	6426.34	7945.71	9527.50
折旧摊销	3967.76	3160.01	2414.99	2505.19
财务费用	1579.18	436.55	416.14	408.64
投资损失	-544.62	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-7280.58	-2755.67	-2484.59	-3112.77
其它	613.07	843.06	1399.60	1530.44
投资活动现金流	1411.39	-3410.11	-3020.73	-2975.21
资本支出	-5902.74	-3909.84	-2699.58	-2626.07
长期投资	5271.68	-310.90	-280.26	-295.58
其他	2042.45	810.63	-40.89	-53.56
筹资活动现金流	-7778.41	-4854.28	-4073.05	-4694.01
短期借款	-4071.90	-1000.00	-500.00	-500.00
长期借款	-2991.68	-915.31	0.00	0.00
其他	-714.83	-2938.98	-3573.05	-4194.01
现金净增加额	-2973.51	-354.10	2598.06	3189.78

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	92848.22	98382.18	108053.13	119971.46
营业成本	72064.27	75021.90	81858.69	90495.60
营业税金及附加	441.52	467.84	513.83	570.50
营业费用	6702.49	7378.66	7887.88	8638.55
管理费用	2705.84	3038.04	3240.51	3599.14
财务费用	726.01	1066.95	755.02	529.34
资产减值损失	-692.34	-1043.27	-1289.00	-1431.57
公允价值变动收益	178.62	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-3.77	0.00	0.00	0.00
营业利润	5640.50	6934.01	8615.31	10306.98
营业外收入	96.13	138.27	113.29	115.90
营业外支出	59.00	104.04	112.87	91.97
利润总额	5677.63	6968.24	8615.73	10330.91
所得税	441.54	541.90	670.03	803.41
净利润	5236.10	6426.34	7945.71	9527.50
少数股东损益	-90.37	27.92	39.73	47.64
归属母公司净利润	5326.47	6398.42	7905.98	9479.86
EBITDA	10222.00	11195.20	11785.75	13365.44
EPS (元)	0.45	0.54	0.67	0.80

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	-1.03%	5.96%	9.83%	11.03%
营业利润	10.97%	22.93%	24.25%	19.64%
归属母公司净利润	23.51%	20.12%	23.56%	19.91%
毛利率	22.38%	23.74%	24.24%	24.57%
净利率	5.74%	6.50%	7.32%	7.90%
ROE	9.49%	10.77%	12.33%	13.58%
ROIC	5.70%	7.20%	8.06%	8.90%
资产负债率	64.51%	63.90%	62.90%	62.37%
净负债比率	35.43%	31.55%	24.52%	17.37%
流动比率	1.29	1.29	1.33	1.36
速动比率	0.82	0.84	0.88	0.91
总资产周转率	0.55	0.60	0.63	0.66
应收账款周转率	2.31	2.35	2.36	2.38
应付账款周转率	3.09	3.35	3.36	3.42
每股收益	0.45	0.54	0.67	0.80
每股经营现金	0.30	0.69	0.82	0.92
每股净资产	4.75	5.03	5.43	5.91
P/E	13.98	11.63	9.42	7.85
P/B	1.33	1.25	1.16	1.07
EV/EBITDA	8.30	8.36	7.68	6.50
P/S	0.80	0.76	0.69	0.62

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

鲁佩，机械首席分析师。伦敦政治经济学院经济学硕士，证券从业 10 年，2021 年加入中国银河证券研究院，曾获新财富最佳分析师、IAMAC 最受欢迎卖方分析师、万得金牌分析师、中证报最佳分析师、Choice 最佳分析师、金翼奖等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn