

2024年09月30日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 海外收入占比提升，盈利能力稳健增长

—徐工机械（000425.SZ）公司动态研究报告

买入（首次）

投资要点

分析师：吕卓阳 S1050523060001

lvzy@cfsc.com.cn

联系人：尤少炜 S1050124040003

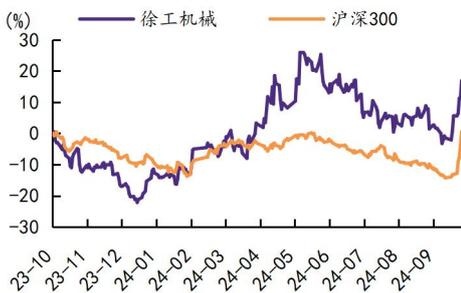
yousw@cfsc.com.cn

## 基本数据

2024-09-27

|            |           |
|------------|-----------|
| 当前股价（元）    | 7.41      |
| 总市值（亿元）    | 876       |
| 总股本（百万股）   | 11816     |
| 流通股本（百万股）  | 8120      |
| 52周价格范围（元） | 4.96-8.02 |
| 日均成交额（百万元） | 501.75    |

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## ■ 高端产品乘势而上，新能源产品稳步增长

公司将高端产品作为结构性调整的主攻方向，塑造产品差异化竞争力，在公司多元化布局方面成效显著。2024年上半年，高端产品收入同比增长10.0%以上，占总收入的比重超过32.0%，同比增长4个百分点，产品结构性调整取得较好效果。新能源产品进入增长快车道，收入同比增长26.8%。新能源装载机收入同比增长近2倍，占总收入23.3%，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74.0%，同比增长6.7个百分点，领跑行业。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%。随着新能源产品渗透率稳步增长，产品结构持续优化，预计产品竞争力会进一步提升。

## ■ 海外收入占比提升，全球布局逐步完善

公司坚定不移推进“国际化主战略”，深耕国际化发展布局。2024年上半年，公司海外业务收入为219.01亿元（同比+4.80%），海外收入占比为44.13%（同比+3.38pct）。其中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，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。在海外收入增长的同时，2024年上半年海外毛利率为24.41%（同比+1.22pct），较国内毛利率高2.72pct，盈利能力也有所提升。随着巴西、德国、墨西哥、印度、乌兹别克斯坦等海外产能布局逐步完善，预计能够进一步拓展海外市场。

## ■ 盈利能力有所提升，经营性现金流持续改善

2024年H1公司销售毛利率为22.89%（同比+0.03pct），销售净利率为7.52%（同比+0.67pct），盈利能力有所提升。期间费用率为15.07%（同比+2.83pct），销售费用率为6.31%（同比-0.41pct），管理费用率为2.5%（同比+0.4pct），研发费用率为3.58%（同比-0.46pct），期间费用率增加主要系报告期内汇兑损失较2023年同期增加导致的财务费用大幅增加所致，2024H1公司汇兑损失为7.40亿元，2023年同期为-9.48亿元。2024年上半年，公司经营性现金流净额为17.06亿元（同比+10.96%），经营性现金流持续改善。

## 盈利预测

预计公司受益于新能源产品渗透率提高带来的产品结构调整，海外产能的逐步释放将拓展海外市场并推动盈利能力大幅提升。预测公司 2024-2026 年收入分别为 99.93、109.56、127.46 亿元，EPS 分别为 0.54、0.68、0.87 元，当前股价对应 PE 分别为 13.7、10.9、8.5 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## 风险提示

国际贸易风险；行业竞争加剧风险；主要原材料价格波动的风险；海外经营风险；客户集中风险；汇率波动的风险。

| 预测指标       | 2023A  | 2024E  | 2025E   | 2026E   |
|------------|--------|--------|---------|---------|
| 主营收入（百万元）  | 92,848 | 99,932 | 109,555 | 127,455 |
| 增长率（%）     | -1.0%  | 7.6%   | 9.6%    | 16.3%   |
| 归母净利润（百万元） | 5,326  | 6,389  | 8,057   | 10,316  |
| 增长率（%）     | 23.7%  | 19.9%  | 26.1%   | 28.0%   |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.45   | 0.54   | 0.68    | 0.87    |
| ROE（%）     | 9.3%   | 10.2%  | 11.7%   | 13.3%   |

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表         | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>流动资产:</b>  |         |         |         |         |
| 现金及现金等价物      | 23,371  | 23,477  | 23,524  | 23,642  |
| 应收款           | 45,581  | 48,734  | 53,127  | 61,458  |
| 存货            | 32,378  | 35,330  | 39,139  | 45,165  |
| 其他流动资产        | 9,729   | 10,199  | 11,249  | 12,646  |
| 流动资产合计        | 111,060 | 117,740 | 127,039 | 142,910 |
| <b>非流动资产:</b> |         |         |         |         |
| 金融类资产         | 2,704   | 2,704   | 2,704   | 2,704   |
| 固定资产          | 22,510  | 22,187  | 21,633  | 21,331  |
| 在建工程          | 2,923   | 2,126   | 1,701   | 1,361   |
| 无形资产          | 7,374   | 7,218   | 7,062   | 6,901   |
| 长期股权投资        | 4,510   | 4,510   | 4,510   | 4,510   |
| 其他非流动资产       | 13,618  | 13,618  | 13,618  | 13,618  |
| 非流动资产合计       | 50,935  | 49,658  | 48,524  | 47,720  |
| 资产总计          | 161,995 | 167,398 | 175,563 | 190,631 |
| <b>流动负债:</b>  |         |         |         |         |
| 短期借款          | 13,526  | 13,446  | 13,446  | 13,446  |
| 应付账款、票据       | 41,844  | 44,537  | 47,526  | 53,617  |
| 其他流动负债        | 26,288  | 24,541  | 22,775  | 22,571  |
| 流动负债合计        | 86,366  | 87,727  | 89,449  | 96,269  |
| <b>非流动负债:</b> |         |         |         |         |
| 长期借款          | 14,513  | 14,453  | 14,393  | 14,333  |
| 其他非流动负债       | 3,628   | 2,607   | 2,647   | 2,682   |
| 非流动负债合计       | 18,142  | 17,061  | 17,041  | 17,016  |
| 负债合计          | 104,508 | 104,787 | 106,490 | 113,284 |
| <b>所有者权益</b>  |         |         |         |         |
| 股本            | 11,816  | 11,816  | 11,816  | 11,816  |
| 股东权益          | 57,487  | 62,611  | 69,073  | 77,346  |
| 负债和所有者权益      | 161,995 | 167,398 | 175,563 | 190,631 |

| 现金流量表     | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润       | 5236  | 6280  | 7920  | 10141 |
| 少数股东权益    | -90   | -108  | -137  | -175  |
| 折旧摊销      | 3947  | 1869  | 1840  | 1795  |
| 公允价值变动    | 179   | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动    | -5701 | -5134 | -7529 | -8934 |
| 经营活动现金净流量 | 3571  | 2908  | 2094  | 2827  |
| 投资活动现金净流量 | 1411  | 1121  | 979   | 642   |
| 筹资活动现金净流量 | -4877 | -1296 | -1518 | -1927 |
| 现金流量净额    | 106   | 2,732 | 1,555 | 1,542 |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

| 利润表     | 2023A  | 2024E  | 2025E   | 2026E   |
|---------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入    | 92,848 | 99,932 | 109,555 | 127,455 |
| 营业成本    | 72,064 | 77,679 | 84,513  | 95,799  |
| 营业税金及附加 | 442    | 475    | 521     | 606     |
| 销售费用    | 6,702  | 6,895  | 7,012   | 8,030   |
| 管理费用    | 2,706  | 2,598  | 2,848   | 4,079   |
| 财务费用    | 726    | 797    | 831     | 796     |
| 研发费用    | 4,000  | 4,297  | 4,766   | 6,245   |
| 费用合计    | 14,134 | 14,588 | 15,456  | 19,150  |
| 资产减值损失  | -779   | 0      | 0       | -5      |
| 公允价值变动  | 179    | 0      | 0       | 0       |
| 投资收益    | -4     | 0      | 3       | 3       |
| 营业利润    | 5,640  | 7,183  | 9,068   | 11,894  |
| 加:营业外收入 | 96     | 95     | 95      | 95      |
| 减:营业外支出 | 59     | 59     | 59      | 59      |
| 利润总额    | 5,678  | 7,219  | 9,104   | 11,930  |
| 所得税费用   | 442    | 938    | 1,183   | 1,790   |
| 净利润     | 5,236  | 6,280  | 7,920   | 10,141  |
| 少数股东损益  | -90    | -108   | -137    | -175    |
| 归母净利润   | 5,326  | 6,389  | 8,057   | 10,316  |

| 主要财务指标           | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长性</b>       |       |       |       |       |
| 营业收入增长率          | -1.0% | 7.6%  | 9.6%  | 16.3% |
| 归母净利润增长率         | 23.7% | 19.9% | 26.1% | 28.0% |
| <b>盈利能力</b>      |       |       |       |       |
| 毛利率              | 22.4% | 22.3% | 22.9% | 24.8% |
| 四项费用/营收          | 15.2% | 14.6% | 14.1% | 15.0% |
| 净利率              | 5.6%  | 6.3%  | 7.2%  | 8.0%  |
| ROE              | 9.3%  | 10.2% | 11.7% | 13.3% |
| <b>偿债能力</b>      |       |       |       |       |
| 资产负债率            | 64.5% | 62.6% | 60.7% | 59.4% |
| <b>营运能力</b>      |       |       |       |       |
| 总资产周转率           | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.7   |
| 应收账款周转率          | 2.0   | 2.1   | 2.1   | 2.1   |
| 存货周转率            | 2.2   | 2.2   | 2.2   | 2.1   |
| <b>每股数据(元/股)</b> |       |       |       |       |
| EPS              | 0.45  | 0.54  | 0.68  | 0.87  |
| P/E              | 16.4  | 13.7  | 10.9  | 8.5   |
| P/S              | 0.9   | 0.9   | 0.8   | 0.7   |
| P/B              | 1.6   | 1.4   | 1.3   | 1.1   |

## ■ 机械组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，五年商品证券投研经验。

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4年投研经验。

陆陈场：硕士，2023年4月加入华鑫证券。

何春玉：硕士，2023年8月加入华鑫证券。

尤少炜：硕士，2024年4月加入华鑫证券。

## ■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入   | > 20%               |
| 2 | 增持   | 10% — 20%           |
| 3 | 中性   | -10% — 10%          |
| 4 | 卖出   | < -10%              |

行业投资评级说明：

|   | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐   | > 10%               |
| 2 | 中性   | -10% — 10%          |
| 3 | 回避   | < -10%              |

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。