

运营质量持续提升，高端化带动盈利提升

2024 年 10 月 31 日

► **事件：**公司发布 24 年三季度报告，2024Q1-Q3 实现营收 687.26 亿元，yoy-4.11%，归母净利润 53.09 亿元，yoy+9.71%，扣非归母净利润 48.89 亿元，yoy+11.85%，销售毛利率 23.63%，同比+0.73pct，销售净利率 7.74%，同比+1.03pct。其中 24Q3 实现营收 190.94 亿元，yoy-6.37%，归母净利润 16.03 亿元，yoy+28.28%，扣非归母净利润 15.94 亿元，yoy+59.91%，销售毛利率 25.54%，同比+2.53pct，环比+2.65pct，销售净利率 8.31%，同比+1.95pct，环比-0.06pct。

► **国内工程机械行业有望进入上行周期。**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。挖机内销已连续多月同比转正，24M1-M9 挖机销量 7.4 万台，同比+8.6%。短期来看，考虑到宏观层面 24Q3-24Q4 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。长期来看，国家提出的“两步走”战略，目前还是第二个战略步骤的起步阶段，工程机械行业仍有较大的发展空间。

► **高端产品占比提升，盈利能力有望上行。**高端产品是结构性调整的主攻方向，是摆脱传统铺摊子、数台量、低价内卷，塑造差异化竞争力的路径选择。24H1 公司高端产品收入同比增长 10%以上，占总收入比超 32%、同比增长 4 个百分点。公司产品的结构性调整取得效果：**1) 公司新能源产品进入增长快车道**，收入同比增长 26.76%，公司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；**2) 公司“三高一大”、专精特新产品进展顺利**，大马力矿用平地机收入占比较去年全年提升 6 个百分点，100t 以上矿车收入占比较去年全年提高 12.8 个百分点，挖机面向欧美澳高端市场的产品收入占比较去年全年提升 6 个百分点。

► **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。24Q1-Q3 公司经营性现金流量净额为 20.43 亿元，同比增长 24.48%，增速超过公司利润增速。截至 24Q3 末，公司应收款项（应收票据+应收账款+应收款项融资+其他应收款+一年内到期的非流动资产）相对二季度环比下降 25.46 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 64.7、80.9、100.4 亿元，对应 PE 分别为 14、11、9 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	95,095	107,006	121,989
增长率 (%)	-1.0	2.4	12.5	14.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,326	6,473	8,086	10,039
增长率 (%)	23.5	21.5	24.9	24.2
每股收益 (元)	0.45	0.55	0.68	0.85
PE	17	14	11	9
PB	1.6	1.5	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

7.52 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

- 徐工机械 (000425.SZ) 2024 年中报点评：海外开拓量利双增，运营质量持续提升-2024/08/29
- 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
- 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
- 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

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	95,095	107,006	121,989
营业成本	72,064	73,051	82,016	93,132
营业税金及附加	442	452	449	488
销售费用	6,702	6,562	7,276	8,173
管理费用	2,706	2,663	2,889	3,172
研发费用	4,000	3,899	4,173	4,636
EBIT	6,254	9,120	10,864	13,067
财务费用	726	1,577	1,536	1,529
资产减值损失	-692	-629	-638	-647
投资收益	-4	190	193	195
营业利润	5,640	7,085	8,890	11,098
营业外收支	37	40	40	40
利润总额	5,678	7,125	8,930	11,138
所得税	442	606	786	1,025
净利润	5,236	6,519	8,144	10,113
归属于母公司净利润	5,326	6,473	8,086	10,039
EBITDA	10,222	13,211	15,075	17,356

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	23,371	27,295	36,196	45,541
应收账款及票据	43,658	44,173	46,451	50,931
预付款项	1,677	2,045	2,050	2,142
存货	32,378	30,823	31,257	31,691
其他流动资产	9,976	10,073	9,928	10,398
流动资产合计	111,060	114,409	125,882	140,702
长期股权投资	4,510	4,631	4,631	4,631
固定资产	22,510	23,674	24,612	25,338
无形资产	7,374	7,224	7,302	7,380
非流动资产合计	50,935	52,895	53,405	53,866
资产合计	161,995	167,305	179,288	194,568
短期借款	13,526	13,605	13,605	13,605
应付账款及票据	41,844	42,879	48,369	55,183
其他流动负债	30,996	28,774	29,708	31,289
流动负债合计	86,366	85,257	91,681	100,077
长期借款	12,515	12,748	12,748	12,748
其他长期负债	5,626	7,930	7,930	7,930
非流动负债合计	18,142	20,678	20,678	20,678
负债合计	104,508	105,935	112,359	120,755
股本	11,816	11,816	11,816	11,816
少数股东权益	1,342	1,388	1,446	1,520
股东权益合计	57,487	61,370	66,929	73,813
负债和股东权益合计	161,995	167,305	179,288	194,568

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	2.42	12.53	14.00
EBIT 增长率	28.51	45.82	19.13	20.27
净利润增长率	23.51	21.53	24.92	24.15
盈利能力 (%)				
毛利率	22.38	23.18	23.35	23.66
净利润率	5.74	6.81	7.56	8.23
总资产收益率 ROA	3.29	3.87	4.51	5.16
净资产收益率 ROE	9.49	10.79	12.35	13.89
偿债能力				
流动比率	1.29	1.34	1.37	1.41
速动比率	0.80	0.87	0.93	0.99
现金比率	0.27	0.32	0.39	0.46
资产负债率 (%)	64.51	63.32	62.67	62.06
经营效率				
应收账款周转天数	155.97	152.82	140.67	132.93
存货周转天数	168.54	155.73	136.25	121.66
总资产周转率	0.55	0.58	0.62	0.65
每股指标 (元)				
每股收益	0.45	0.55	0.68	0.85
每股净资产	4.75	5.08	5.54	6.12
每股经营现金流	0.30	0.91	1.49	1.59
每股股利	0.18	0.22	0.27	0.34
估值分析				
PE	17	14	11	9
PB	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	11.18	8.65	7.58	6.59
股息收益率 (%)	2.39	2.91	3.63	4.51

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	5,236	6,519	8,144	10,113
折旧和摊销	3,968	4,091	4,211	4,289
营运资金变动	-7,281	-1,708	2,999	2,037
经营活动现金流	3,571	10,726	17,632	18,740
资本开支	-5,903	-5,580	-4,674	-4,698
投资	5,272	-374	0	0
投资活动现金流	1,411	-4,924	-4,481	-4,502
股权募资	441	0	0	0
债务募资	-3,629	2,713	0	0
筹资活动现金流	-7,778	-1,878	-4,249	-4,893
现金净流量	-2,974	3,924	8,902	9,345

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。	公司评级	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