

徐工机械 (000425.SZ)

毛利率显著提升，经营性改革显现成效

徐工机械发布 2024Q3 业绩。1-9 月公司实现营收 687.26 亿元，同比下滑 4.11%，实现归母净利润 53.09 亿元，同比增长 9.71%。Q3 徐工机械销售毛利率达到 25.54%，同比增长 2.53pct，与此同时，Q3 期间费用率同比有所下滑，这表明公司的经营性改革显现成效。若后续国内工程机械上行周期如约而至，徐工作为龙头，有望率先受益。我们继续对徐工机械维持“强烈推荐”评级。

□ 徐工机械发布 2024Q3 业绩。1-9 月公司实现营收 687.26 亿元，同比下滑 4.11%，实现归母净利润 53.09 亿元，同比增长 9.71%，实现扣非归母净利润 48.89 亿元，同比增长 11.85%。

□ 单季度来看，徐工机械 Q3 实现营收 190.94 亿元，同比下滑 6.37%，环比下滑 25.00%，实现归母净利润 16.03 亿元，同比增长 28.28%，环比下滑 23.84%，实现扣非归母净利润 15.94 亿元，同比增长 59.91%，环比下滑 12.80%。

□ 毛/净利率的角度：Q3 徐工机械销售毛利率达到 25.54%，同比增长 2.53pct，环比增长 2.65pct；销售净利率达到 8.31%，同比增长 1.95pct，环比下滑 0.06pct。利润率的提升来自于：1) 公司 Q3 不追求价格竞争，产品竞争力有保证；2) 出海业务持续增长，提高毛利率中枢；3) 核心零部件自制+流程优化，降低生产成本。

□ Q3 费用率方面，整体费用率同比有所下降，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化-0.2/-0.25/+0.15/-1.83pct。公司控费效果的提升也显现出公司对利润的考核更加重视。

□ 行业视角，今年以来挖机内销同比数据持续正增长，表明行业已显现回暖迹象。根据中国工程机械行业协会，2024 年 1-9 月国内销售挖机 73945 台，同比增长 8.62%。此外，工程机械海外销售持续拓展，主机厂出海进展良好。2024 年前三个季度我国工程机械出口额 387.14 亿美元，同比增长 4.31%。

□ 继续维持“强烈推荐”的评级。徐工机械作为工程机械板块龙头，Q3 尽管营业收入有所下降，但毛利率已步入上行通道，表明公司的经营性改革效果显著。若后续国内工程机械上行周期如约而至，徐工作为龙头，有望率先受益。我们预计徐工 24/25/26 年的归母净利润为 63.3/82.8/104.5 亿元，对应动态 PE 分别为 14.5/11.1/8.8 倍。我们继续对公司维持“强烈推荐”的评级。

□ 风险提示：地产、基建投资超预期下滑；传统工程机械更新换代不及预期；高机、矿机、新能源等新品拓展不及预期；成本管控效果不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	93817	92848	95428	109028	127966
同比增长	11%	-1%	3%	14%	17%
营业利润(百万元)	5083	5640	6708	8791	11106
同比增长	-18%	11%	19%	31%	26%
归母净利润(百万元)	4307	5326	6328	8282	10454
同比增长	-23%	24%	19%	31%	26%
每股收益(元)	0.36	0.45	0.54	0.70	0.88
PE	21.3	17.2	14.5	11.1	8.8
PB	1.7	1.6	1.5	1.4	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

中游制造/机械

目标估值:

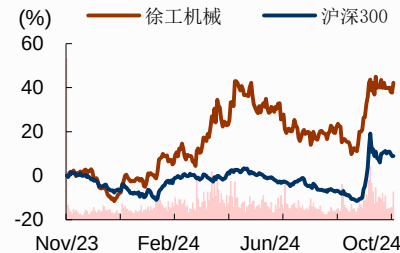
当前股价: 7.77 元

基础数据

总股本 (百万股)	11816
已上市流通股 (百万股)	8120
总市值 (十亿元)	91.8
流通市值 (十亿元)	63.1
每股净资产 (MRQ)	5.0
ROE (TTM)	9.9
资产负债率	63.8%
主要股东 徐州工程机械集团有限公司	
主要股东持股比例	20.83%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	12	27
相对表现	5	4	19



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《徐工机械 (000425) 一上半年业绩大体稳定，产品、区域结构继续改善》2024-08-30
- 《徐工机械 (000425) 23 年业绩符合预期，出口、新业务方兴未艾》2024-04-30
- 《徐工机械 (000425.SZ) 国内工程机械龙头远眺重洋，老牌国企焕发新风采》2023-12-27

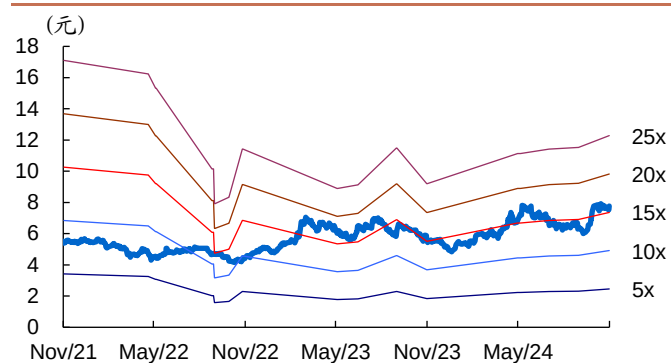
胡小禹 S1090522050002

✉ huxiaoyu1@cmschina.com.cn

吴洋 S1090523080001

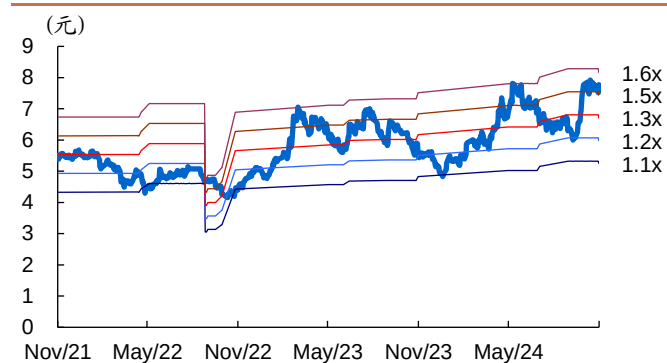
✉ wuyang2@cmschina.com.cn

图 1: 徐工机械历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 徐工机械历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	129118	111060	99798	110172	123528
现金	27827	23371	9798	7846	3775
交易性投资	6653	39	39	39	39
应收票据	6021	3660	3762	4298	5044
应收款项	40457	39998	41088	46944	55098
其它应收款	1912	2072	2129	2432	2855
存货	35099	32378	33179	37437	43616
其他	11148	9542	9803	11175	13100
非流动资产	45968	50935	53390	55398	57035
长期股权投资	2373	4510	4510	4510	4510
固定资产	18956	22510	25774	28508	30799
无形资产商誉	7257	7994	7195	6475	5828
其他	17381	15920	15911	15904	15898
资产总计	175086	161995	153188	165569	180563
流动负债	96549	86366	73465	79920	87536
短期借款	17598	13526	15000	15000	13246
应付账款	50383	41844	42890	48393	56381
预收账款	4967	4708	4826	5445	6344
其他	23600	26288	10750	11083	11565
长期负债	23882	18142	18142	18142	18142
长期借款	15507	12515	12515	12515	12515
其他	8375	5626	5626	5626	5626
负债合计	120431	104508	91607	98062	105678
股本	11816	11816	11816	11816	11816
资本公积金	16784	16031	16031	16031	16031
留存收益	24654	28297	32499	38566	46121
少数股东权益	1401	1342	1235	1094	917
归属于母公司所有者权益	53254	56145	60346	66413	73969
负债及权益合计	175086	161995	153188	165569	180563

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1583	3571	9619	7213	7571
净利润	4295	5236	6221	8141	10277
折旧摊销	3570	3968	4461	4908	5279
财务费用	1171	1579	918	930	970
投资收益	(531)	(545)	(899)	(899)	(899)
营运资金变动	(6695)	(5990)	(1085)	(5874)	(8063)
其它	(226)	(678)	3	6	7
投资活动现金流	(5655)	1411	(6020)	(6020)	(6020)
资本支出	(7986)	(5967)	(6918)	(6918)	(6918)
其他投资	2331	7378	899	899	899
筹资活动现金流	3089	(7778)	(17173)	(3145)	(5623)
借款变动	(11996)	402	(14127)	0	(1754)
普通股增加	3982	0	0	0	0
资本公积增加	11684	(753)	0	0	0
股利分配	(2718)	(4490)	(2127)	(2215)	(2899)
其他	2137	(2938)	(918)	(930)	(970)
现金净增加额	(983)	(2796)	(13573)	(1952)	(4071)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	93817	92848	95428	109028	127966
营业成本	74855	72064	73865	83343	97101
营业税金及附加	406	442	454	518	609
营业费用	6765	6702	6889	7870	9238
管理费用	2285	2706	2781	3177	3729
研发费用	4082	4000	4111	4697	5512
财务费用	(211)	726	918	930	970
资产减值损失	(1137)	(1466)	(600)	(600)	(600)
公允价值变动收益	(70)	179	179	179	179
其他收益	462	724	724	724	724
投资收益	194	(4)	(4)	(4)	(4)
营业利润	5083	5640	6708	8791	11106
营业外收入	105	96	96	96	96
营业外支出	176	59	59	59	59
利润总额	5013	5678	6745	8828	11143
所得税	718	442	525	686	866
少数股东损益	(12)	(90)	(107)	(141)	(177)
归属于母公司净利润	4307	5326	6328	8282	10454

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	11%	-1%	3%	14%	17%
营业利润	-18%	11%	19%	31%	26%
归母净利润	-23%	24%	19%	31%	26%
获利能力					
毛利率	20.2%	22.4%	22.6%	23.6%	24.1%
净利率	4.6%	5.7%	6.6%	7.6%	8.2%
ROE	9.6%	9.7%	10.9%	13.1%	14.9%
ROIC	5.7%	6.0%	7.5%	9.7%	11.4%
偿债能力					
资产负债率	68.8%	64.5%	59.8%	59.2%	58.5%
净负债比率	24.7%	25.7%	18.0%	16.6%	14.3%
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	2.9	2.1	2.3	2.4	2.4
应收账款周转率	2.2	2.1	2.2	2.3	2.3
应付账款周转率	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9
每股资料(元)					
EPS	0.36	0.45	0.54	0.70	0.88
每股经营净现金	0.13	0.30	0.81	0.61	0.64
每股净资产	4.51	4.75	5.11	5.62	6.26
每股股利	0.38	0.18	0.19	0.25	0.27
估值比率					
PE	21.3	17.2	14.5	11.1	8.8
PB	1.7	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	21.7	17.9	14.4	11.9	10.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。