

公司研究

净利润加速增长，高端化、国际化带动盈利能力提升

——徐工机械（000425.SZ）2024 年三季度报点评

要点

净利润加速增长，盈利能力持续回升

徐工机械 2024Q1-Q3 实现营业收入 687.26 亿元，同比下降 4.11%；归母净利润 53.09 亿元，同比增长 9.71%；毛利率 23.63%，同比增长 0.73 个百分点；净利率 7.74%，同比增长 1.03 个百分点。

2024Q3 公司实现营业收入 190.94 亿元，同比下降 6.37%；归母净利润 16.03 亿元，同比增长 28.28%；毛利率 25.52%，同比增长 2.53 个百分点；净利率 8.31%，同比增长 1.95 个百分点。

产品高端化、国际化趋势带动公司盈利能力提升

2024Q3 公司盈利能力显著提升，我们认为主要受公司高端化、国际化趋势所带动。高端产品是公司结构性调整的主攻方向，2024H1 公司高端产品收入同比增长 10%以上，占总收入比重超 32%，同比增长 4 个百分点。

公司积极开拓海外市场，进一步完善全球产业布局。2024H1 公司海外市场收入 219.0 亿元，同比增长 4.8%，海外市场收入占比 44%，同比提升 3.4 个百分点。2024H1 公司海外毛利率高于内销毛利率 2.72 个百分点，随着海外占比的不断提升，公司盈利能力有望持续优化。

工程机械内销呈现回暖趋势，公司有望深度受益

2024 年 1-9 月我国挖掘机内销销量 7.39 万台，同比增长 8.62%；其中 9 月份我国挖掘机内销销量 0.76 万台，同比增长 21.5%，挖掘机内销销量回暖显示出工程机械行业呈现复苏趋势。

根据光大证券宏观组，9 月专项债发行已显著提速，将对后续基建投资带来支撑，预计四季度重大项目投资将成为稳增长的重要抓手，基建投资增速有望稳定回升，工程机械行业下游需求有望持续复苏。整体来看我国工程机械行业仍处于筑底阶段，未来随着宏观政策的不断发力，工程机械行业有望持续复苏，公司作为我国工程机械龙头有望深度受益。

维持“买入”评级

公司净利润稳定增长，我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 66.1/82.6/100.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.56/0.70/0.85 元；公司盈利能力改善，海外业务仍有广阔成长空间，维持公司“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；下游行业景气度波动风险；海外市场拓展不顺风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	93,817	92,848	103,792	117,238	130,766
营业收入增长率	11.25%	-1.03%	11.79%	12.95%	11.54%
净利润（百万元）	4,307	5,326	6,607	8,261	10,080
净利润增长率	-23.29%	23.67%	24.03%	25.04%	22.02%
EPS（元）	0.36	0.45	0.56	0.70	0.85
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.09%	9.49%	10.90%	12.47%	13.81%
P/E	21	17	14	11	9
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-31

买入（维持）

当前价：7.77 元

作者

分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001
021-52523851
chenjianing@ebscn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005
0755-23915357
huangshuaibin@ebscn.com

分析师：李佳琦

执业证书编号：S0930524070006
021-52523836
lijiaqi@ebscn.com

联系人：夏天宇

xiatianyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	118.16
总市值(亿元):	918.12
一年最低/最高(元):	4.78/8.54
近 3 月换手率:	45.07%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.56	7.42	33.31
绝对	-1.02	21.22	42.27

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	93,817	92,848	103,792	117,238	130,766
营业成本	74,855	72,064	80,270	90,073	99,871
折旧和摊销	3,549	3,947	2,700	2,908	3,149
税金及附加	406	442	415	469	523
销售费用	6,765	6,702	7,369	8,207	9,023
管理费用	2,285	2,706	2,906	3,165	3,400
研发费用	4,082	4,000	4,359	4,924	5,492
财务费用	-211	726	918	1,065	1,183
投资收益	194	-4	200	200	200
营业利润	5,083	5,640	7,468	9,347	11,415
利润总额	5,013	5,678	7,508	9,387	11,455
所得税	718	442	901	1,126	1,375
净利润	4,295	5,236	6,607	8,261	10,080
少数股东损益	-12	-90	0	0	0
归属母公司净利润	4,307	5,326	6,607	8,261	10,080
EPS(元)	0.36	0.45	0.56	0.70	0.85

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,583	3,571	5,960	7,791	10,078
净利润	4,307	5,326	6,607	8,261	10,080
折旧摊销	3,549	3,947	2,700	2,908	3,149
净营运资金增加	22,756	4,251	6,970	7,755	7,667
其他	-29,029	-9,954	-10,316	-11,133	-10,819
投资活动产生现金流	-5,655	1,411	-6,116	-6,120	-6,120
净资本支出	-7,885	-5,903	-6,200	-6,200	-6,200
长期投资变化	2,373	4,510	-100	-100	-100
其他资产变化	-143	2,804	184	180	180
融资活动现金流	3,089	-7,778	2,733	1,691	-576
股本变化	3,982	0	0	0	0
债务净变化	30,371	-2,358	5,777	5,398	3,911
无息负债变化	17,200	-13,565	3,640	4,291	3,897
净现金流	-713	-2,974	2,577	3,361	3,382

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	20.2%	22.4%	22.7%	23.2%	23.6%
EBITDA 率	10.4%	13.3%	11.9%	12.4%	13.0%
EBIT 率	6.6%	9.0%	9.3%	10.0%	10.6%
税前净利润率	5.3%	6.1%	7.2%	8.0%	8.8%
归母净利润率	4.6%	5.7%	6.4%	7.0%	7.7%
ROA	2.5%	3.2%	3.8%	4.3%	4.9%
ROE (摊薄)	8.1%	9.5%	10.9%	12.5%	13.8%
经营性 ROIC	6.4%	8.3%	8.2%	9.0%	9.8%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	69%	65%	65%	65%	64%
流动比率	1.34	1.29	1.24	1.22	1.22
速动比率	0.97	0.91	0.88	0.87	0.87
归母权益/有息债务	1.16	1.29	1.23	1.21	1.24
有形资产/有息债务	3.59	3.47	3.34	3.29	3.31

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	175,086	161,995	175,892	191,200	205,783
货币资金	27,827	23,371	25,948	29,309	32,692
交易性金融资产	6,653	39	39	39	39
应收账款	40,457	39,998	43,795	48,393	52,780
应收票据	6,021	3,660	4,152	4,690	5,231
其他应收款 (合计)	1,912	2,072	2,039	2,284	2,530
存货	35,099	32,378	35,723	38,682	41,345
其他流动资产	5,748	5,143	5,143	5,143	5,143
流动资产合计	129,118	111,060	121,405	133,361	144,836
其他权益工具	3,501	3,521	3,521	3,521	3,521
长期股权投资	2,373	4,510	4,608	4,708	4,808
固定资产	18,956	22,510	22,795	23,472	24,361
在建工程	2,894	2,923	5,342	7,157	8,518
无形资产	6,443	7,374	7,376	7,376	7,377
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	2,924	1,957	1,957	1,957	1,957
非流动资产合计	45,968	50,935	54,487	57,838	60,947
总负债	120,431	104,508	113,925	123,615	131,422
短期借款	17,598	13,526	21,904	29,302	35,213
应付账款	25,706	20,964	22,476	24,320	25,966
应付票据	24,678	20,880	22,476	24,320	25,966
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	6,598	2,081	2,081	2,081	2,081
流动负债合计	96,549	86,366	97,675	109,264	118,972
长期借款	15,507	12,515	10,515	8,515	6,515
应付债券	2,715	1,998	1,998	1,998	1,998
其他非流动负债	1,271	1,599	1,599	1,599	1,599
非流动负债合计	23,882	18,142	16,250	14,350	12,450
股东权益	54,655	57,487	61,967	67,585	74,361
股本	11,816	11,816	11,816	11,816	11,816
公积金	18,874	18,821	19,482	20,308	21,316
未分配利润	22,569	25,797	29,616	34,409	40,176
归属母公司权益	53,254	56,145	60,624	66,243	73,019
少数股东权益	1,401	1,342	1,342	1,342	1,342

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	7.21%	7.22%	7.10%	7.00%	6.90%
管理费用率	2.44%	2.91%	2.80%	2.70%	2.60%
财务费用率	-0.22%	0.78%	0.88%	0.91%	0.90%
研发费用率	4.35%	4.31%	4.20%	4.20%	4.20%
所得税率	14%	8%	12%	12%	12%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.15	0.18	0.22	0.28	0.34
每股经营现金流	0.13	0.30	0.50	0.66	0.85
每股净资产	4.51	4.75	5.13	5.61	6.18
每股销售收入	7.94	7.86	8.78	9.92	11.07

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	21	17	14	11	9
PB	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	13.0	10.8	11.3	9.9	8.7
股息率	1.9%	2.3%	2.9%	3.6%	4.4%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP