

2024年11月04日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

海外布局逐步完善，盈利能力持续增长

—徐工机械（000425.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：吕卓阳 S1050523060001

lvzy@cfsc.com.cn

联系人：尤少炜 S1050124040003

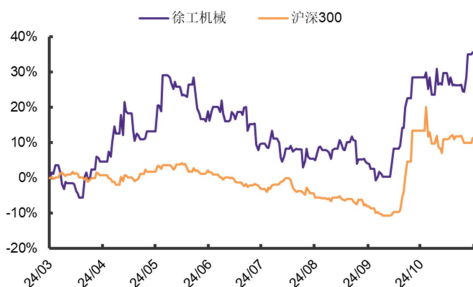
yousw@cfsc.com.cn

基本数据

2024-11-04

当前股价(元)	8.20
总市值(亿元)	968.9
总股本(百万股)	11816.2
流通股本(百万股)	8120.1
52周价格范围(元)	4.91-8.54
日均成交额(百万元)	562.2

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《徐工机械（000425）：海外收入占比提升，盈利能力稳健增长》
2024-09-30

徐工机械10月30日发布2024年前三季度业绩：2024年Q1-Q3实现营业收入687.26亿元(同比-4.11%)，归母净利润53.09亿元(同比+9.71%)，扣非归母净利润48.89亿元(同比+11.85%)。其中2024年Q3单季实现营业收入190.93亿元(同比-6.37%)，归母净利润16.03亿元(同比+28.28%)，扣非归母净利润15.94亿元(同比+59.91%)。

投资要点

■ 工程机械行业拐点将至，公司作为领军企业有望受益

2024年开年以来，随着万亿增发国债项目相继启动，市场需求端逐渐趋于稳定，以及大规模的设备更新政策加快了老旧设备的淘汰进程，激发了部分新设备的更新需求，2024年1-9月国内挖机销量7.4万台，同比+8.62%，整体挖机内销呈现底部回暖趋势。2024年9月工程机械主要产品平均月开工时长为90小时，环比增长3.99%，其中挖掘机82.6小时，工程机械拐点将至，公司凭借其强大的研发能力、丰富的产品线和广泛的市场覆盖，在国内外工程机械行业中均处于领先地位，作为行业内的领军企业，公司有望充分受益。

■ 海外收入与新兴业务收入占比提升，有望促进盈利水平上升

公司发力海外市场，海外营收占比持续提升，截至2024年H1公司海外营收占比为44.13%(同比+3.38pct)。且海外业务高毛利率为24.41%，显著高于国内毛利率2.72pct，拉动整体毛利率提升，2024年Q3毛利率为25.54%(同比+2.53pct)。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，海外市场将得到进一步拓展，提升海外收入占比，从而提升公司综合毛利率。此外，公司积极寻找第二增长曲线，开拓高毛利板块的高空作业平台、矿山机械等业务，24H1公司高空作业机械、矿业机械毛利率分别达到31.25%、24.11%，两种新兴业务收入占比的提高有望促进整体盈利水平上升。

■ 费用管控率良好，经营性现金流持续改善

2024年Q3公司实现销售毛利率25.54%(同比+2.53pct)，

销售净利率 8.31% (同比+1.95pct)，实现较高增长，公司盈利能力持续提升；费用率方面，2024 年 Q3 公司期间费用率为 16.55%(同比-2.13pct)，其中销售费用率为 7.43%(同比-0.20pct)，管理费用率为 3.76%(同比-0.25pct)，研发费用率为 4.31%(同比+0.15pct)，财务费用率为 1.05%(同比-1.83pct)，整体费用管控率良好。2024 年 Q1-Q3，公司经营性现金流净额为 20.44 亿元(同比+24.45%)，经营性现金流进一步改善。

盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 988.58、1103.92、1262.99 亿元，EPS 分别为 0.55、0.68、0.89 元，当前股价对应 PE 分别为 14.9、12.0、9.2 倍，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	98,858	110,392	126,299
增长率 (%)	-1.0%	6.5%	11.7%	14.4%
归母净利润 (百万元)	5,326	6,517	8,044	10,560
增长率 (%)	23.7%	22.4%	23.4%	31.3%
摊薄每股收益 (元)	0.45	0.55	0.68	0.89
ROE (%)	9.3%	10.9%	12.8%	15.8%

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
流动资产:				
现金及现金等价物	23,371	24,107	26,118	27,341
应收款	45,581	48,752	52,928	58,824
存货	32,378	33,562	36,406	40,104
其他流动资产	9,729	10,217	11,094	12,303
流动资产合计	111,060	116,638	126,546	138,572
非流动资产:				
金融类资产	2,704	2,704	2,704	2,704
固定资产	22,510	21,136	19,432	17,816
在建工程	2,923	2,046	1,637	1,310
无形资产	7,374	7,005	6,636	6,286
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	48,315	45,833	43,539
资产总计	161,995	164,953	172,379	182,111
流动负债:				
短期借款	13,526	13,526	13,526	13,526
应付账款、票据	41,844	41,952	45,801	50,798
其他流动负债	26,288	26,288	26,288	26,288
流动负债合计	86,366	86,912	91,362	97,187
非流动负债:				
长期借款	14,513	14,513	14,513	14,513
其他非流动负债	3,628	3,628	3,628	3,628
非流动负债合计	18,142	18,142	18,142	18,142
负债合计	104,508	105,054	109,504	115,328
所有者权益				
股本	11,816	11,816	11,816	11,816
股东权益	57,487	59,899	62,875	66,783
负债和所有者权益	161,995	164,953	172,379	182,111

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	5236	6407	7908	10381
少数股东权益	-90	-111	-136	-179
折旧摊销	3947	2620	2464	2275
公允价值变动	179	140	100	135
营运资金变动	-5701	-4296	-3448	-4978
经营活动现金净流量	3571	4760	6888	7634
投资活动现金净流量	1411	2251	2114	1943
筹资活动现金净流量	-4247	-3995	-4931	-6474
现金流量净额	736	3,016	4,070	3,104

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	92,848	98,858	110,392	126,299
营业成本	72,064	76,093	85,206	96,985
营业税金及附加	442	470	525	601
销售费用	6,702	7,118	7,948	9,094
管理费用	2,706	2,966	2,760	2,779
财务费用	726	828	786	761
研发费用	4,000	4,152	4,416	4,799
费用合计	14,134	15,063	15,910	17,432
资产减值损失	-779	-750	-700	-650
公允价值变动	179	140	100	135
投资收益	-4	158	175	200
营业利润	5,640	6,944	8,607	11,304
加:营业外收入	96	95	90	106
减:营业外支出	59	90	120	150
利润总额	5,678	6,949	8,577	11,260
所得税费用	442	542	669	878
净利润	5,236	6,407	7,908	10,381
少数股东损益	-90	-111	-136	-179
归母净利润	5,326	6,517	8,044	10,560

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	-1.0%	6.5%	11.7%	14.4%
归母净利润增长率	23.7%	22.4%	23.4%	31.3%
盈利能力				
毛利率	22.4%	23.0%	22.8%	23.2%
四项费用/营收	15.2%	15.2%	14.4%	13.8%
净利率	5.6%	6.5%	7.2%	8.2%
ROE	9.3%	10.9%	12.8%	15.8%
偿债能力				
资产负债率	64.5%	63.7%	63.5%	63.3%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	2.0	2.0	2.1	2.1
存货周转率	2.2	2.3	2.4	2.4
每股数据(元/股)				
EPS	0.45	0.55	0.68	0.89
P/E	18.2	14.9	12.0	9.2
P/S	1.0	1.0	0.9	0.8
P/B	1.7	1.7	1.6	1.5

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。

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。