

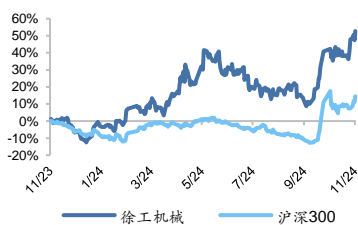
## 徐工机械：国际化+高端化持续推进，盈利能力增强

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-11-07

收盘价（元）	8.43
近12个月最高/最低（元）	8.54/4.78
总股本（百万股）	11816.17
流通股本（百万股）	8120.09
流通股比例（%）	68.72
总市值（亿元）	996.10
流通市值（亿元）	684.52

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：张帆

执业证书号：S0010522070003

邮箱：zhangfan@hazq.com

### 相关报告

1. 《国企改革焕新能，新兴业务+出海双成长》2024-10-06

### 主要观点：

#### ● 公司发布2024年三季报

公司发布2024年三季报，2024年前三季度实现营业收入687.26亿元，同比-4.11%；实现归母净利润53.09亿元，同比+9.71%，扣非后归母净利润48.89亿元，同比+11.85%。**单季度来看**，2024年第三季度，徐工机械实现营业收入190.94亿元，同比-6.37%；归母净利润16.03亿元，同比+28.28%；扣非后归母净利润15.94亿元，同比+59.91%。

#### ● 盈利能力持续增强，经营质量加速改善

2024年第三季度，公司盈利能力显著提升，单季度毛利率达25.54%，同比增长2.53个百分点，环比增长2.65%。此轮增长主要受益于海外市场的拓展以及新兴产品的贡献。与此同时，公司经营质量也在加速改善，前三季度经营活动现金流量净额为20.44亿元，同比增长24.45%，显示出良好的资金流动性。公司回款质量也在不断提升，经营效率显著增强，表内应收款项第三季度环比二季度下降28.83亿元。为进一步优化财务结构，公司正通过资产证券化手段盘活存量资产。10月16日，公司发布公告，计划发行总额不超过200亿元的资产证券化项目，以改善资产负债结构，提高资产周转效率。

#### ● 国际化布局持续完善，产品结构不断优化

公司积极推进国际化战略，根据公司公众号信息，前三季度公司国际化收入同比增长约9%，海外市场的拓展逐渐加速，收入占比提升至46.66%。根据公司中报，公司营销网络覆盖全球190余个国家和地区，且在巴西、德国、墨西哥、印度、乌兹别克斯坦等国家的海外产能布局正在逐步完善。**此外，公司重视高端产品结构调整且成果显现，发展后劲持续增强。**2024年H1高端产品收入同比增长10%以上，且收入占比超32%，同比增长4个百分点，其中新能源产品进入增长快车道，收入同比增长26.76%；“三高一大”和专精特新产品也迸发新活力，取得显著成果。

#### ● 投资建议

我们看好公司长期发展，修改之前的盈利预测为：2024-2026年分别实现营业收入904.53/1041.29/1207.44亿元（前值为989.70/1117.13/1269.89）亿元；归母净利润60.46/75.39/96.25亿元（前值为64.70/83.18/105.26亿元）；2024-2026年对应的EPS为0.51/0.64/0.81元（前值为0.55/0.70/0.89元）。公司当前股价对应的PE为16/13/10倍，维持“买入”投资评级。

#### ● 风险提示

1) 国内行业需求不及预期；2) 海外市场拓展不及预期；3) 应收账款回收风险，变成坏账准备；4) 行业竞争加剧。

### 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	92,848	90,453	104,129	120,744
收入同比(%)	-1.0%	-2.6%	15.1%	16.0%
归属母公司净利润	5,326	6,046	7,539	9,625
净利润同比(%)	23.7%	13.5%	24.7%	27.7%
毛利率(%)	22.4%	23.1%	23.9%	24.7%
ROE(%)	9.7%	10.2%	11.4%	12.9%
每股收益(元)	0.45	0.51	0.64	0.81
P/E	18.70	16.48	13.21	10.35
P/B	1.77	1.60	1.43	1.26
EV/EBITDA	13.43	16.71	14.36	12.14

资料来源：wind，华安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>111,060</b>	<b>114,378</b>	<b>137,454</b>	<b>146,686</b>	<b>营业收入</b>	<b>92,848</b>	<b>90,453</b>	<b>104,129</b>	<b>120,744</b>
现金	23,371	22,768	26,210	30,393	营业成本	72,064	69,564	79,229	90,893
应收账款	43,715	45,644	54,373	54,987	营业税金及附加	442	373	429	497
其他应收款	1,923	1,874	2,157	2,501	销售费用	6,702	6,439	7,309	8,414
预付账款	1,677	1,634	1,881	2,181	管理费用	6,705	6,352	7,208	8,298
存货	32,378	34,664	43,863	46,225	财务费用	726	532	633	841
其他流动资产	7,995	42,458	52,833	56,624	资产减值损失	1,471	1,550	1,896	1,953
<b>非流动资产</b>	<b>50,935</b>	<b>57,147</b>	<b>65,191</b>	<b>74,458</b>	公允价值变动收益	179	0	0	0
长期投资	4,510	4,735	4,972	5,221	投资净收益	(4)	(3)	(3)	(3)
固定资产	22,510	27,065	32,151	37,917	<b>营业利润</b>	<b>5,640</b>	<b>6,351</b>	<b>8,118</b>	<b>10,529</b>
无形资产	7,374	8,829	10,543	12,560	营业外收入	96	124	99	106
其他非流动资产	16,541	16,517	17,524	18,760	营业外支出	59	99	111	90
<b>资产总计</b>	<b>161,995</b>	<b>171,525</b>	<b>202,645</b>	<b>221,144</b>	<b>利润总额</b>	<b>5,678</b>	<b>6,375</b>	<b>8,106</b>	<b>10,546</b>
<b>流动负债</b>	<b>86,366</b>	<b>89,954</b>	<b>113,663</b>	<b>122,700</b>	所得税	442	432	695	1,084
短期借款	29,127	29,477	38,466	49,823	<b>净利润</b>	<b>5,236</b>	<b>5,943</b>	<b>7,411</b>	<b>9,462</b>
应付账款	46,552	48,004	60,991	56,579	少数股东损益	(90)	(103)	(128)	(163)
其他流动负债	10,687	12,473	14,206	16,297	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,326</b>	<b>6,046</b>	<b>7,539</b>	<b>9,625</b>
<b>非流动负债</b>	<b>18,142</b>	<b>18,142</b>	<b>18,142</b>	<b>18,142</b>	EBITDA	10,664	8,595	10,626	13,502
长期借款	12,515	12,515	12,515	12,515	EPS (元)	0.45	0.51	0.64	0.81
其他非流动负债	5,626	5,626	5,626	5,626					
<b>负债合计</b>	<b>104,508</b>	<b>108,095</b>	<b>131,804</b>	<b>140,841</b>					
少数股东权益	1,342	1,240	1,112	949	<b>主要财务比率</b>				
股本	11,816	11,816	11,816	11,816	<b>会计年度</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
资本公积	16,395	18,161	20,362	23,173	<b>成长能力</b>				
留存收益	27,933	32,213	37,551	44,365	营业收入	-1.03%	-2.58%	15.12%	15.96%
归属母公司股东权益	56,145	62,190	69,729	79,354	营业利润	10.97%	12.59%	27.83%	29.70%
<b>负债和股东权益</b>	<b>161,995</b>	<b>171,525</b>	<b>202,645</b>	<b>221,144</b>	归属于母公司净利润	23.67%	13.50%	24.70%	27.68%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	22.38%	23.09%	23.91%	24.72%
					净利率(%)	5.74%	6.68%	7.24%	7.97%
					ROE(%)	9.74%	10.22%	11.43%	12.91%
					ROIC(%)	6.47%	6.80%	7.49%	8.08%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	64.51%	63.02%	65.04%	63.69%
					净负债比率(%)	31.78%	30.31%	34.97%	39.78%
					流动比率	1.29	1.27	1.21	1.20
					速动比率	0.91	0.89	0.82	0.82
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.55	0.54	0.56	0.57
					应收账款周转率	2.06	2.02	2.08	2.21
					应付账款周转率	1.41	1.47	1.45	1.55
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.45	0.51	0.64	0.81
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.62	0.34	0.33
					每股净资产(最新摊薄)	4.75	5.26	5.90	6.72
					<b>估值比率</b>				
					P/E	18.7	16.5	13.2	10.3
					P/B	1.8	1.6	1.4	1.3
					EV/EBITDA	13.43	16.71	14.36	12.14

资料来源: WIND, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**张帆，华安机械行业首席分析师，机械行业从业2年，证券从业16年，曾多次获得新财富分析师。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 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。