

徐工机械 (000425.SZ)

利润率稳步增长，海外量质齐增，现金流显著改善

徐工发布 2024 年报和 25Q1 季报，公司 2024 全年实现营收 916.6 亿元，同比下滑 1.28%，实现归母净利润 59.76 亿元，同比增长 12.2%。我们认为公司的业绩表现符合市场规律，且海外市场的收入占比扩大+盈利能力提升，更好地支撑了公司业绩。此外，现金流的改善也表明公司提质效果更加明显。结合徐工近期的回购、收并购计划，我们认为徐工机械有望继续行稳致远，维持“强烈推荐”的评级。

□ 徐工发布 2024 年报和 25Q1 季报，公司 2024 全年实现营收 916.6 亿元，同比下滑 1.28%，实现归母净利润 59.76 亿元，同比增长 12.2%。24Q4 实现营收 229.3 亿元，同比增长 8.29%，实现归母净利润 6.67 亿元，同比增长 36.9%；25Q1 实现营收 268.2 亿元，同比增长 10.9%，实现归母净利润 20.22 亿元，同比增长 26.4%。

□ 分业务来看：2024 年对公司收入产生拖累的板块分别为起重机械（189 亿元，yoy-10.8%）、混凝土机械（94.1 亿元，yoy-9.8%）、高空作业机械（86.8 亿元，yoy-2.3%）、其他工程机械备件（152.2 亿元，yoy-8.6%）。而对公司收入产生增长贡献的板块分别为土方机械（240.1 亿元，yoy+6.4%）、桩工机械（50.2 亿元，yoy+45.2%）、矿业机械（63.6 亿元，yoy+8.6%）、道路机械（40.6 亿元，yoy+6.4%）。

□ 公司的业绩表现符合市场规律：1）2024 年国内挖机、装载机领涨工程机械机种（挖机销量 yoy+3.1%，装载机销量 yoy+4.1%，而整体工程机械销量 yoy-4.5%），对徐工而言，也是土方机械贡献了收入增长；2）矿业机械继续稳健增长，符合市场份额提升的增量逻辑；3）因道路基础设施投资>地产投资，且基建稳定投入并产生大量维护更新需求，因此道路设备抗跌属性更强。

□ 海外市场继续增长，收入占比扩大至 45.5%：1）2024 年公司海外收入达到 416.9 亿元，同比增长 12%，而国内收入为 499.7 亿元，同比下滑 10.7%；2）2024 年公司海外毛利率达到 25.4%，而境内毛利率为 20.2%，海内外毛利率差距进一步扩大，表明境外市场拓展的质、量双向提升。

□ 现金流大幅改善，经营活动现金流净额增速（60.2%）>扣非后归母净利润增速（28.1%）>归母净利润增速（12.2%），表明公司提质效果明显。此外，2024 年度公司资产负债率压降 2.07pct，达到 62.4%。

□ 近期其他利好的催化：1）徐工已完成回购 3 亿元-6 亿元公司股份，约占公司目前已发行总股本的 0.39%，回购完成的股份将在 10 个工作日内注销。2）徐工机械以 8.2 亿元收购徐工集团持有的徐工重型车辆公司 51%股份，该公司估值 16.11 亿。

□ 继续维持“强烈推荐”的评级。我们预计徐工 25/26/27 年的归母净利润为 78.5/99.6/122.6 亿元，对应动态 PE 分别为 13.3/10.4/8.5 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。

强烈推荐（维持）

中游制造/机械

目标估值：

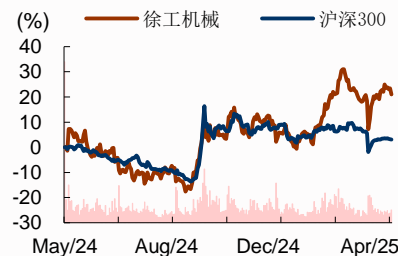
当前股价：8.81 元

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）	104.1
流通市值（十亿元）	71.5
每股净资产（MRQ）	5.2
ROE（TTM）	10.4
资产负债率	63.6%
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	2	17	31
相对表现	5	20	26



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《徐工机械 (000425) 毛利率显著提升，经营性改革显现成效》 2024-10-31
- 《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

胡小禹 S1090522050002

✉ huxiaoyu1@cmschina.com.cn

吴洋 S1090523080001

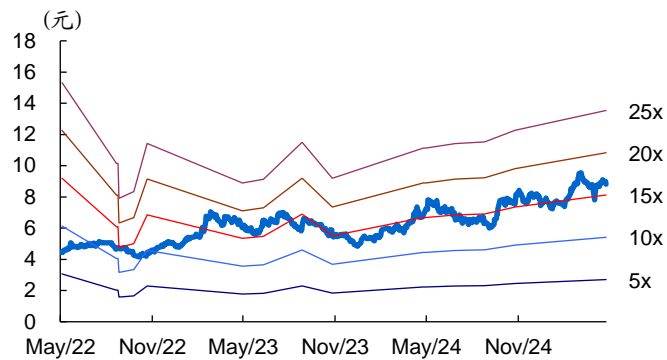
✉ wuyang2@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	92848	91660	105068	121509	137513
同比增长	-1%	-1%	15%	16%	13%
营业利润(百万元)	5640	6529	8590	10917	13446
同比增长	11%	16%	32%	27%	23%
归母净利润(百万元)	5326	5976	7848	9963	12261
同比增长	24%	12%	31%	27%	23%
每股收益(元)	0.45	0.51	0.66	0.84	1.04
PE	19.5	17.4	13.3	10.4	8.5
PB	1.9	1.8	1.6	1.4	1.3

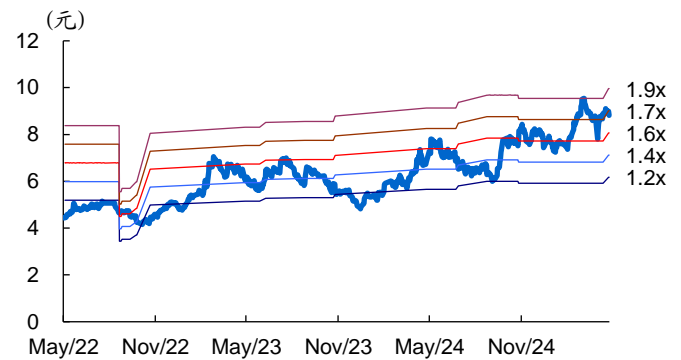
资料来源：公司数据、招商证券

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	111060	108087	108950	125706	142489
现金	23371	20205	8857	10345	12414
交易性投资	39	54	54	54	54
应收票据	3660	2612	2994	3462	3918
应收款项	39998	39776	45572	52703	59645
其它应收款	2072	2972	3406	3939	4458
存货	32378	32543	36723	42106	47205
其他	9542	9925	11343	13097	14795
非流动资产	50935	52882	53692	54344	54865
长期股权投资	4510	3904	3904	3904	3904
固定资产	22510	24431	26213	27739	29046
无形资产商誉	7994	9581	8623	7761	6985
其他	15920	14966	14952	14940	14931
资产总计	161995	160970	162641	180050	197354
流动负债	86366	79795	75735	85915	93932
短期借款	13526	13686	15000	17282	17817
应付账款	41844	41366	46690	53535	60018
预收账款	4708	4923	5556	6371	7142
其他	26288	19821	8489	8728	8954
长期负债	18142	20713	20713	20713	20713
长期借款	12515	12635	12635	12635	12635
其他	5626	8078	8078	8078	8078
负债合计	104508	100508	96449	106628	114645
股本	11816	11816	11816	11816	11816
资本公积金	16031	15630	15630	15630	15630
留存收益	28297	31862	37584	44800	54073
少数股东权益	1342	1153	1163	1175	1190
归属于母公司所有者权益	56145	59309	65030	72247	81519
负债及权益合计	161995	160970	162641	180050	197354

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3571	5720	6484	7420	10001
净利润	5236	5983	7858	9976	12276
折旧摊销	3968	4106	4485	4643	4774
财务费用	1579	1471	1076	1041	1053
投资收益	(545)	(427)	(869)	(869)	(869)
营运资金变动	(5990)	(4749)	(6071)	(7376)	(7238)
其它	(678)	(665)	5	6	6
投资活动现金流	1411	(1918)	(4426)	(4426)	(4426)
资本支出	(5967)	(2938)	(5296)	(5296)	(5296)
其他投资	7378	1021	869	869	869
筹资活动现金流	(7778)	(6659)	(13406)	(1506)	(3506)
借款变动	402	(4595)	(10203)	2282	536
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(753)	(401)	0	0	0
股利分配	(4490)	(2127)	(2127)	(2747)	(2989)
其他	(2938)	464	(1076)	(1041)	(1053)
现金净增加额	(2796)	(2857)	(11348)	1487	2069

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	92848	91660	105068	121509	137513
营业成本	72064	70991	80127	91874	103000
营业税金及附加	442	415	476	550	623
营业费用	6702	5309	7355	8506	9626
管理费用	2706	2817	3229	3735	4226
研发费用	4000	3738	4285	4955	5608
财务费用	726	1935	1076	1041	1053
资产减值损失	(1466)	(795)	(800)	(800)	(800)
公允价值变动收益	179	(2)	(2)	(2)	(2)
其他收益	724	928	928	928	928
投资收益	(4)	(57)	(57)	(57)	(57)
营业利润	5640	6529	8590	10917	13446
营业外收入	96	94	94	94	94
营业外支出	59	41	41	41	41
利润总额	5678	6582	8643	10970	13499
所得税	442	599	785	995	1223
少数股东损益	(90)	7	10	12	15
归属于母公司净利润	5326	5976	7848	9963	12261

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-1%	-1%	15%	16%	13%
营业利润	11%	16%	32%	27%	23%
归母净利润	24%	12%	31%	27%	23%
获利能力					
毛利率	22.4%	22.5%	23.7%	24.4%	25.1%
净利率	5.7%	6.5%	7.5%	8.2%	8.9%
ROE	9.7%	10.4%	12.6%	14.5%	15.9%
ROIC	6.0%	7.8%	9.2%	11.0%	12.2%
偿债能力					
资产负债率	64.5%	62.4%	59.3%	59.2%	58.1%
净负债比率	25.7%	23.5%	17.0%	16.6%	15.4%
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	2.1	2.2	2.3	2.3	2.3
应收账款周转率	2.1	2.1	2.3	2.3	2.3
应付账款周转率	1.6	1.7	1.8	1.8	1.8
每股资料(元)					
EPS	0.45	0.51	0.66	0.84	1.04
每股经营净现金	0.30	0.48	0.55	0.63	0.85
每股净资产	4.75	5.02	5.50	6.11	6.90
每股股利	0.18	0.18	0.23	0.25	0.31
估值比率					
PE	19.5	17.4	13.3	10.4	8.5
PB	1.9	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	19.4	15.9	13.3	11.4	9.8

资料来源：公司数据、招商证券

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。