

盈利能力提升，经营质量稳步提高

——徐工机械 24 年三季度报点评

2024 年 11 月 03 日

核心观点

- 业绩表现优异，盈利能力持续提升。**24Q1-3 公司实现营收 687.26 亿元，同比-4.11%，24Q3 营收 190.94 亿元，同比-6.37%。24Q1-3 公司实现归母净利润 53.09 亿元，同比+9.71%，归母净利率 7.72%，同比+0.97pct，其中 24Q3 实现归母净利润 16.03 亿元，同比+28.28%，归母净利率 8.4%，同比+2.27pct，环比+0.13pct。24Q1-3 毛利率 23.63%，同比+0.72pct，较上半年增长 0.74pct，其中国内毛利率 22.77%，较 24H1 提升 1.08pct，海外毛利率 24.61%，较 24H1 提升 0.2pct。24Q3 公司整体毛利率 25.54%，环比+2.66pct。毛利率变动主要由于挖机/矿机/高机等高增长板块毛利率提升，高质量大客户占比提升，海外占比继续提高（较 24H1 提升 3pct），以及采购降本效果逐渐显著。
- 行业土方机械内销持续回暖，新兴市场海外拓展态势良好。**（1）内需层面：24 年前三季度土方机械恢复表现较优，挖掘机电销 9 月同比增速+2.5%，1-9 月累计同比增速+8.6%。主要由于 23 年低基数，大规模设备更新、农村和园林建设、“机器替人”等趋势的刺激作用。但以工程起重机、塔机为代表的地产基建强相关产品内销量依旧呈现疲软态势，1-9 月累计销售增速分别-22%和-60%，体现房地产需求依旧承压。展望未来，在下半年货币和财政政策双重发力下，我们认为工程机械终端资金状况有望改善，内需有望持续回暖。（2）海外层面：1-9 月挖机出口累计同比增速-9%，主要由于海外市场需求整体下滑，据 AEM 和中国挖机协会预计 24 年（不含中国）海外挖机需求量 38.7 万台，同比下滑 19.4%。虽然海外整体下滑，但当下以南美、非洲和印度为代表的新兴国家基建、采矿、住房建造等需求依旧旺盛，中企拓展空间依旧较大。
- 费用管控效率继续提升，现金流稳健：**24Q3 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别 7.43%/3.76%/4.31%/1.05%，同比分别-0.20/-0.25/+0.15/-1.83pct。财务费用主要受益于汇兑损失减少而显著下降。24Q1-3 经营性现金流净额达到 20.44 亿元，较 23 年同期增加 4 亿，经营现金流占净利润比例较 23 年同期+0.04。24Q1-3 应收款项/长期应收款分别 469/47 亿，较 24H1 下降 28.5 亿和基本持平，较 23 年同期分别下降 1.7 亿和 1.4 亿。
- 盈利预测与投资建议：**挖机数据显示内销边际持续好转，大型基建、农田建设、设备更新、房地产“止跌回稳”有望共同提振内需。海外需求下滑但中企市占率提升空间依旧可观。公司海外拓展顺利，“一稳一降三调整”战略布局下盈利能力持续提升。我们预计公司 24-26 年实现归母净利润 64.0/79.1/94.8 亿元，对应 24-26 年 PE 为 15/12/10 倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**国内宏观经济不及预期的风险，政策推进程度不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，出口贸易争端的风险。

主要财务指标预测（时间截至 2024/11/3）

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	92,848	98,382	108,053	119,971
收入增长率%	-1.03	5.96	9.83	11.03
归母净利润(百万元)	5,326	6,398	7,906	9,480
利润增速%	23.67	20.12	23.55	19.91
毛利率%	22.38	23.74	24.24	24.57
摊薄 EPS(元)	0.45	0.54	0.67	0.80
PE	18.10	15.07	12.20	10.17
PB	1.72	1.62	1.50	1.38
PS	1.04	0.98	0.89	0.80

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

徐工机械 (000425.SZ)

推荐 维持

分析师

鲁佩

☎：021-20257809

✉：lupei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521060001

研究助理

彭星嘉

✉：pengxingjia_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2024-11-03

股票代码	000425.SZ
A 股收盘价(元)	8.16
上证指数	3272
总股本(万股)	1181617
实际流通 A 股(万股)	812009
流通 A 股市值(亿元)	663

相对沪深 300 表现图

2024-11-03



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河机械】行业深度_机械行业_中资出海专题系列研究(工程机械)_区域表现分化，主机厂驶入产业出海快车道
- 【银河机械】行业月报_机械行业_9 月挖机内销增速提高，出口维持正增长

附录:

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	111059.89	114785.96	122592.40	134860.00
现金	23371.00	21327.92	23925.72	27115.33
应收账款	39997.58	43637.96	47840.11	53030.51
其它应收款	2071.52	2727.37	2390.91	2650.43
预付账款	1676.81	1875.55	1637.17	1809.91
存货	32378.42	33409.19	34867.86	37590.88
其他	11564.55	11807.96	11930.61	12662.93
非流动资产	50934.72	52742.22	53328.31	53801.53
长期投资	4509.96	4509.96	4509.96	4509.96
固定资产	22510.29	22460.76	22608.44	22676.12
无形资产	7373.71	7380.63	7407.96	7425.08
其他	16540.76	18390.87	18801.95	19190.36
资产总计	161994.61	167528.18	175920.71	188661.52
流动负债	86366.04	89806.07	93410.07	100408.93
短期借款	13526.32	12526.32	12026.32	11526.32
应付账款	20963.55	23793.43	24887.24	28107.03
其他	51876.17	53486.33	56496.51	60775.59
非流动负债	18141.59	16861.14	16861.14	16861.14
长期借款	12515.23	11599.92	11599.92	11599.92
其他	5626.36	5261.22	5261.22	5261.22
负债合计	104507.62	106667.21	110271.21	117270.07
少数股东权益	1342.31	1370.24	1409.96	1457.60
归属母公司股东权益	56144.67	59490.73	64239.53	69933.85
负债和股东权益	161994.61	167528.18	175920.71	188661.52

现金流量表(百万元)	2024A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3570.91	7922.77	9691.41	10858.72
净利润	5236.10	6426.34	7945.27	9527.21
折旧摊销	3967.76	3160.01	2414.99	2505.19
财务费用	1579.18	436.55	416.14	408.64
投资损失	-544.62	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-7280.58	-2755.67	-2484.59	-3112.77
其它	613.07	655.54	1399.60	1530.44
投资活动现金流	1411.39	-3992.57	-3020.73	-2975.21
资本支出	-5902.74	-4454.99	-2699.58	-2626.07
长期投资	5271.68	-310.90	-280.26	-295.58
其他	2042.45	773.32	-40.89	-53.56
筹资活动现金流	-7778.41	-5773.28	-4072.88	-4693.90
短期借款	-4071.90	-1000.00	-500.00	-500.00
长期借款	-2991.68	-915.31	0.00	0.00
其他	-714.83	-3857.98	-3572.88	-4193.90
现金净增加额	-2973.51	-2043.08	2597.80	3189.61

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	92848.22	98382.18	108053.13	119971.46
营业成本	72064.27	75021.90	81858.69	90495.60
营业税金及附加	441.52	467.84	513.83	570.50
营业费用	6702.49	7378.66	7887.88	8638.55
管理费用	2705.84	3038.04	3240.51	3599.14
财务费用	726.01	1066.95	766.85	541.16
资产减值损失	-692.34	-1043.27	-1289.00	-1431.57
公允价值变动收益	178.62	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-3.77	0.00	0.00	0.00
营业利润	5640.50	6934.01	8614.83	10306.67
营业外收入	96.13	138.27	113.29	115.90
营业外支出	59.00	104.04	112.87	91.97
利润总额	5677.63	6968.24	8615.26	10330.60
所得税	441.54	541.90	669.99	803.39
净利润	5236.10	6426.34	7945.27	9527.21
少数股东损益	-90.37	27.92	39.73	47.64
归属母公司净利润	5326.47	6398.42	7905.54	9479.58
EBITDA	10222.00	11195.20	11797.09	13376.95
EPS (元)	0.45	0.54	0.67	0.80

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	-1.03%	5.96%	9.83%	11.03%
营业利润	10.97%	22.93%	24.24%	19.64%
归属母公司净利润	23.51%	20.12%	23.55%	19.91%
毛利率	22.38%	23.74%	24.24%	24.57%
净利率	5.74%	6.50%	7.32%	7.90%
ROE	9.49%	10.76%	12.31%	13.56%
ROIC	5.70%	7.21%	8.09%	8.93%
资产负债率	64.51%	63.67%	62.68%	62.16%
净负债比率	35.43%	33.71%	26.54%	19.23%
流动比率	1.29	1.28	1.31	1.34
速动比率	0.82	0.83	0.87	0.90
总资产周转率	0.55	0.60	0.63	0.66
应收账款周转率	2.31	2.35	2.36	2.38
应付账款周转率	3.09	3.35	3.36	3.42
每股收益	0.45	0.54	0.67	0.80
每股经营现金	0.30	0.67	0.82	0.92
每股净资产	4.75	5.03	5.44	5.92
P/E	18.10	15.07	12.20	10.17
P/B	1.72	1.62	1.50	1.38
EV/EBITDA	8.30	10.45	9.65	8.23
P/S	1.04	0.98	0.89	0.80

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

鲁佩，机械首席分析师。伦敦政治经济学院经济学硕士，证券从业 10 年，2021 年加入中国银河证券研究院，曾获新财富最佳分析师、IAMAC 最受欢迎卖方分析师、万得金牌分析师、中证报最佳分析师、Choice 最佳分析师、金翼奖等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn