

徐工机械 (000425)

证券研究报告

2023年05月04日

“双优于”高质量发展，穿越周期彰显成长韧性

事件：公司发布 22 年报及 23 一季报。

2022 年全年：

1) 实现营收 938.17 亿元，同比-19.67%；实现归母净利润 43.07 亿元，同比-47.53%；实现扣非归母净利润 34.68 亿元，同比-53.05%。

2) 全年毛利率 20.21%，同比-1.25pct；归母净利率 4.59%，同比-2.44pct；扣非归母净利率 3.70%，同比-2.63pct。

3) 期间费用率为 13.77%，同比-0.14pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.21%、2.44%、4.35%、-0.22%，同比分别变动-0.91、+0.47、+0.90、-0.60pct。

2023Q1 单季度：

1) 实现营收 238.13 亿元，同比-10.11%，环比+26.91%；实现归母净利润 15.23 亿元，同比-26.38%；实现扣非归母净利润 13.04 亿元，同比+0.39%。

2) Q1 单季度毛利率 22.63%，同比+1.30pct；归母净利率 6.40%，同比-1.41pct；扣非归母净利率 5.48%，同比+0.57pct；

3) 期间费用率为 14.89%，同比+2.80pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.07%、2.30%、4.03%、1.49%，同比分别变动-0.39、+0.26、-0.07、+3.00pct (主要系汇兑损失)。

点评：

分产品来看，22 年起重机械/土方机械/混凝土机械/其他工程机械、备件及其他分别实现营收 238.60/236.39/95.02/133.29 亿元，同比-28.13%/-24.84%/-14.94%/-33.36%；毛利率分别为 19.87%/25.32%/16.34%/12.99%，同比分别-1.88pct/-2.05pct/-1.19pct/+0.05pct。**分地区来看**，22 年境内/境外分别实现营收 659.79/278.38 亿元，同比分别-32.88%/+50.50%；毛利率分别为 19.32%/22.33%，同比分别-2.10pct/+0.64pct。

产业布局优势渐显，穿越周期彰显韧性：

1) **五大支柱产业坚强有力**：第一，土方机械持续提升市场地位。挖掘机市场占有率持续提升，装载机凭借出口优势跃升至行业第一。第二，起重机械稳居全球第一。轮式起重机、履带式起重机、塔机、升降机、随车起重机占有率分别提升 1.64pct、4.95pct、3.84pct、3.05pct、3.35pct。第三，基础工程机械不断夯实，五大产品线全面发力，占有率全面提升。第四，混凝土机械努力补短提能，立足“两车一站”全力寻求突破。泵车、搅拌车、搅拌站国内占有率分别提升 6.24、2.13、1.94pct。第五，道路机械出口收入占比近 50%，压路机、摊铺机、平地机占有率居行业第一，铣刨机占有率提升 2.1pct。

2) **新兴产业快速增长**：22 年新兴产业收入 167.2 亿元、同比+28.8%。其中：徐工矿机全力打造成套化、电动化、智能化、无人化产品优势，出口收入+266.5%；徐工消防公司保持良好的发展势头，主营销售净利率超 10%；徐工港机公司收入+46.84%；小型工程机械瞄准海外市场快速壮大，收入同比增长 1.1 倍。

国际化战略布局实现新突破，支撑公司穿越周期：22 年公司国际化收入 278.38 亿元、同比+50.5%，出口占有率+2.42pct。1) 八大区实现全面增长，亚太、中亚、非洲、美洲、欧洲、西亚北非、大洋洲、南美八国分别增长 60.2%、68.82%、35.97%、217.94%、195.11%、27.19%、19.10%、99.29%。2) 重点产品实现大幅增长，挖掘机械、中大装载机、轮式起重机、矿山机械、路面机械收入分别增长 48.56%、31.45%、74.05%、256.2%、24.87%。3) 备件网络持续完善，南非等 6 个备件中心完成建设，尼日利亚等 13 个国家 23 个备件网点完成 PMS 系统库存联网。

盈利预测：我们看好行业 23 年起有望筑底回升，同时公司表现有望优于行业；因此上调盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润分别为 61.53 亿元 (前值 61.50 亿元)、84.29 亿元 (前值 78.86 亿元)、105.58 亿元，对应 PE 分别为 12.18、8.89、7.10X，维持“买入”评级。

风险提示：下游开工不及预期，宏观政策波动，技术创新推动不及预期，疫情反复等风险。

投资评级

行业	机械设备/工程机械
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	6.34 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	11,816.17
流通 A 股股本(百万股)	4,836.70
A 股总市值(百万元)	74,914.49
流通 A 股市值(百万元)	30,664.67
每股净资产(元)	4.57
资产负债率(%)	68.39
一年内最高/最低(元)	7.50/4.33

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

朱晔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《徐工机械-公司点评:发布股权激励计划，彰显“珠峰登顶”信心》 2023-02-23
- 《徐工机械-季报点评:整体业绩优于行业，Q4 行业回暖有望助力公司持续修复盈利》 2022-11-14
- 《徐工机械-半年报点评:穿越周期彰显经营韧性，盈利能力较为稳定》 2022-09-02

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	84,327.58	93,817.12	100,109.67	112,324.15	128,919.36
增长率(%)	14.01	11.25	6.71	12.20	14.77
EBITDA(百万元)	10,881.29	13,505.00	12,624.11	14,303.92	16,581.68
归属母公司净利润(百万元)	5,614.61	4,307.10	6,152.66	8,428.84	10,558.19
增长率(%)	50.57	(23.29)	42.85	37.00	25.26
EPS(元/股)	0.48	0.36	0.52	0.71	0.89
市盈率(P/E)	13.34	17.39	12.18	8.89	7.10
市净率(P/B)	2.06	1.41	1.29	1.20	1.09
市销率(P/S)	0.89	0.80	0.75	0.67	0.58
EV/EBITDA	2.64	4.10	2.75	3.89	1.68

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	23,076.76	27,826.82	37,168.05	16,344.81	44,194.39
应收票据及应收账款	38,526.80	46,477.78	42,508.60	60,455.21	61,301.96
预付账款	1,443.13	2,470.57	600.09	2,813.63	1,068.45
存货	16,827.84	35,099.46	871.12	41,068.96	8,843.48
其他	5,290.00	17,237.05	13,336.03	16,358.12	14,280.00
流动资产合计	85,164.54	129,111.68	94,483.90	137,040.73	129,688.27
长期股权投资	2,196.98	2,372.83	2,372.83	2,372.83	2,372.83
固定资产	8,609.41	18,956.27	14,613.75	10,271.23	5,928.72
在建工程	982.31	2,894.00	2,894.00	2,894.00	2,894.00
无形资产	3,526.44	7,257.03	6,730.10	6,203.17	5,676.23
其他	9,549.43	14,487.42	11,014.97	11,747.74	11,378.25
非流动资产合计	24,864.57	45,967.56	37,625.66	33,488.97	28,250.03
资产总计	110,029.11	175,085.60	132,109.56	170,529.70	157,938.30
短期借款	3,128.76	17,598.22	3,000.00	3,000.00	3,000.00
应付票据及应付账款	42,852.15	50,383.24	40,977.65	64,474.31	53,236.93
其他	14,798.00	23,599.96	19,542.72	29,776.55	22,323.84
流动负债合计	60,778.91	91,581.42	63,520.36	97,250.87	78,560.76
长期借款	4,149.46	15,506.90	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付债券	4,736.05	2,715.22	3,725.63	3,220.43	3,473.03
其他	848.71	5,660.14	3,254.43	4,457.28	3,855.86
非流动负债合计	9,734.21	23,882.27	8,980.06	9,677.71	9,328.89
负债合计	72,859.94	120,431.03	72,500.42	106,928.58	87,889.65
少数股东权益	725.67	1,400.60	1,406.68	1,403.45	1,405.73
股本	7,833.67	11,816.17	11,816.17	11,816.17	11,816.17
资本公积	5,100.56	16,784.07	16,784.07	16,784.07	16,784.07
留存收益	23,374.62	24,658.70	28,870.24	33,310.22	39,704.61
其他	134.65	(4.97)	731.99	287.22	338.08
股东权益合计	37,169.17	54,654.57	59,609.13	63,601.12	70,048.65
负债和股东权益总计	110,029.11	175,085.60	132,109.56	170,529.70	157,938.30

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	5,647.22	4,294.67	6,152.66	8,428.84	10,558.19
折旧摊销	1,401.48	3,569.64	4,869.45	4,869.45	4,869.45
财务费用	496.52	1,170.88	281.59	(579.25)	(705.14)
投资损失	(718.13)	(531.15)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	63.26	(7,948.39)	27,327.98	(30,523.23)	16,951.87
其它	1,182.31	1,027.26	8.88	(6.12)	3.77
经营活动现金流	8,072.65	1,582.90	38,440.56	(18,010.32)	31,478.14
资本支出	2,667.76	14,902.44	2,405.72	(1,202.86)	601.43
长期投资	(479.02)	175.85	0.00	0.00	0.00
其他	(10,313.33)	(20,733.19)	360.92	1,105.27	(252.63)
投资活动现金流	(8,124.59)	(5,654.91)	2,766.64	(97.59)	348.80
债权融资	1,932.91	30,582.02	(30,659.00)	1,715.40	137.07
股权融资	(1,990.09)	12,808.67	(1,206.97)	(4,430.72)	(4,114.42)
其他	1,564.41	(40,301.97)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,507.23	3,088.72	(31,865.96)	(2,715.33)	(3,977.35)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,455.29	(983.29)	9,341.23	(20,823.24)	27,849.58

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	84,327.58	93,817.12	100,109.67	112,324.15	128,919.36
营业成本	70,630.94	74,855.16	78,959.83	87,781.57	99,824.87
营业税金及附加	275.80	406.30	380.49	456.68	507.07
销售费用	3,930.62	6,765.50	7,107.79	7,975.01	9,153.27
管理费用	1,220.92	2,284.60	2,302.52	2,583.46	2,965.15
研发费用	2,674.93	4,082.25	4,004.39	4,492.97	5,156.77
财务费用	36.36	(210.55)	281.59	(579.25)	(705.14)
资产/信用减值损失	(611.27)	(1,130.51)	(400.00)	(400.00)	(400.00)
公允价值变动收益	206.20	(70.29)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	654.61	194.35	200.00	200.00	200.00
其他	(873.44)	1,557.49	0.00	0.00	0.00
营业利润	6,181.91	5,082.83	6,873.07	9,413.72	11,817.36
营业外收入	169.33	105.47	150.00	150.00	150.00
营业外支出	63.59	175.57	100.00	100.00	100.00
利润总额	6,287.66	5,012.73	6,923.07	9,463.72	11,867.36
所得税	640.43	718.07	761.54	1,041.01	1,305.41
净利润	5,647.22	4,294.67	6,161.53	8,422.71	10,561.95
少数股东损益	32.62	(12.43)	8.88	(6.12)	3.77
归属于母公司净利润	5,614.61	4,307.10	6,152.66	8,428.84	10,558.19
每股收益(元)	0.48	0.36	0.52	0.71	0.89

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	14.01%	11.25%	6.71%	12.20%	14.77%
营业利润	44.61%	-17.78%	35.22%	36.97%	25.53%
归属于母公司净利润	50.57%	-23.29%	42.85%	37.00%	25.26%
获利能力					
毛利率	16.24%	20.21%	21.13%	21.85%	22.57%
净利率	6.66%	4.59%	6.15%	7.50%	8.19%
ROE	15.41%	8.09%	10.57%	13.55%	15.38%
ROIC	24.05%	22.84%	13.06%	43.52%	23.01%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	66.22%	68.78%	54.88%	62.70%	55.65%
净负债率	-20.04%	33.25%	-36.15%	0.65%	-39.98%
流动比率	1.35	1.34	1.49	1.41	1.65
速动比率	1.08	0.97	1.47	0.99	1.54

营运能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
应收账款周转率	2.27	2.21	2.25	2.18	2.12
存货周转率	5.64	3.61	5.57	5.36	5.17
总资产周转率	0.84	0.66	0.65	0.74	0.78

每股指标(元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	0.48	0.36	0.52	0.71	0.89
每股经营现金流	0.68	0.13	3.25	-1.52	2.66
每股净资产	3.08	4.51	4.93	5.26	5.81

估值比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
市盈率	13.34	17.39	12.18	8.89	7.10
市净率	2.06	1.41	1.29	1.20	1.09
EV/EBITDA	2.64	4.10	2.75	3.89	1.68
EV/EBIT	3.03	5.57	4.48	5.90	2.37

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com