

徐工机械 (000425)

2022 年报&2023 年一季报点评：业绩持续优于行业，看好利润及估值双升 买入（维持）

2023 年 05 月 01 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书：S0600522090004

luoyue@dwzq.com.cn

研究助理 韦译捷

执业证书：S0600122080061

weiyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	93,817	100,866	109,845	127,883
同比	-20%	8%	9%	16%
归属母公司净利润 (百万元)	4,307	6,800	8,634	11,869
同比	-48%	58%	27%	37%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.36	0.58	0.73	1.00
P/E (现价&最新股本摊薄)	18.82	11.92	9.39	6.83

关键词：#出口导向

事件 1: 公司发布 2022 年报：2022 年公司营业收入 938 亿元，同比下降 20%，归母净利润 43 亿元，同比下降 48%。根据经营计划，公司 2023 年收入增长目标 10%。

事件 2: 公司发布 2023 年一季报：2023 年 Q1 公司营业收入 239 亿元，同比下降 10%，归母净利润 15 亿元，同比下降 26%。

投资要点

■ 业绩持续优于行业，全球化战略进入兑现期

2022 年挖掘机行业同比下滑 24%，2023 年一季度同比下滑 26%，公司收入相对行业具备明显阿尔法。分产品看，2022 年公司拳头产品起重机械、土方机械、混凝土机械分别实现营收 239、236、95 亿元，同比下降 28%、25%、15%，新兴板块高机、矿机分别实现营收 66、51 亿元，同比增长 33%、44%，增速亮眼。2022 年公司国内营收 660 亿元，同比下滑 33%，海外营收 278 亿元，同比增长 51%，占营收比重提升 14pct 至 30%。根据我们测算，2022 年海外工程机械市场空间约 5000 亿人民币，公司份额不到 6%，国际化长期增长潜力可观。公司出口板块为成长板块、周期较弱、利润率高于国内，分布估值下有望迎来估值中枢上移。国内市场低谷期应享有更高估值，2023 年起公司业绩有望开启筑底反弹，迎来利润及估值双升。

■ 工程机械龙头业绩有望筑底回暖，新徐工估值提升弹性较大

由于钢材、海运费价格高企及规模效应下降，2022 年工程机械企业利润率大幅下滑，2023 年上述因素压力减弱，预计利润率开启修复过程。2022 年主要企业净利率仅 5% 左右，基于当前钢材价格水平，我们预计 2023 年主要企业有望提升约 3 个点，带来利润端 50% 以上增长弹性，业绩有望触底回暖。此外，按照七至八年更新周期，2024-2025 年内销工程机械市场有望迎新轮更新周期，叠加出口增长、利润率修复，工程机械有望困境反转。目前工程机械开工保持较高水平，随着二季度开始行业销量走向低基数，预计全年行业增速前低后高，工程机械龙头业绩有望筑底回暖。公司业绩表现持续优于行业、资产质量提升，目前估值水平相较同行偏低，若后续业绩增长及盈利能力提升逻辑兑现，估值提升弹性较大。

■ 整体上市落地注入优质资产，利润率提升有望迎价值重估

2022 年公司销售毛利率 20.2%，同比下降 1.3pct，其中国内市场毛利率 19.3%，同比下降 2.1pct，海外市场毛利率 22.3%，同比提升 0.6pct。海外毛利率高于国内约 3pct，公司海外营收占比提升部分对冲原材料价格上涨影响。销售净利率 4.6%，同比下降 2.5pct。2022 年公司期间费用率 13.8%，同比基本持平，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 7.2%/2.4%/4.4%/-0.2%，同比变动-0.9/0.5/0.9/-0.6pct。2023 年 Q1 公司销售毛利率 22.63%，同比提升 1.3pct。公司过去毛利率相对同行偏低，整体上市注入优质资产后利润率中枢有望上移。

■ 限制性股票激励核心团队，彰显发展信心

2023 年 2 月公司发布限制性股票激励计划草案，拟授予董事、高管等不超过 2000 名核心员工约 1.2 亿股限制性股票，占公告时公司股本 1%，三个解除限售期的业绩考核分别为 2023-2025 年归母净利润不低于 53/58/65 亿元，或 2023-2025 年累计归母净利润不低于 53/111/176 亿元，彰显发展信心。

盈利预测与投资评级：公司吸收徐工有限增厚业绩，我们上调公司 2023-2024 年归母净利润为 68 (原值 50) /86 (原值 59) 亿元，预计 2025 年归母净利润为 119 亿元，当前市值对应 PE 为 12/9/7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业周期波动、全球化拓展不及预期、汇率波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.86
一年最低/最高价	4.33/7.50
市净率(倍)	1.50
流通 A 股市值(百万元)	33,179.75
总市值(百万元)	81,058.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.57
资产负债率(% ,LF)	68.39
总股本(百万股)	11,816.17
流通 A 股(百万股)	4,836.70

相关研究

《徐工机械(000425)：2022 年三季报点评：Q3 业绩符合预期，整体上市有望提升盈利能力》

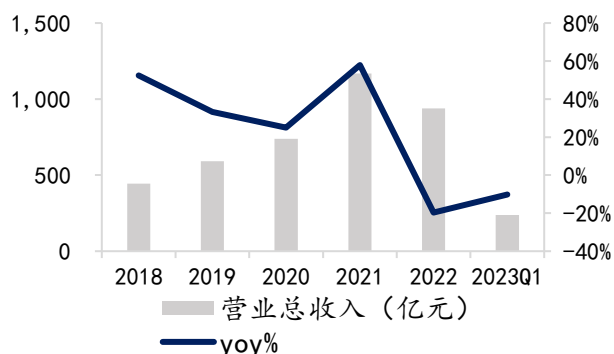
2022-10-27

《徐工机械(000425)：2022 年中报点评：业绩表现优于行业，下半年增速有望回暖》

2022-09-03

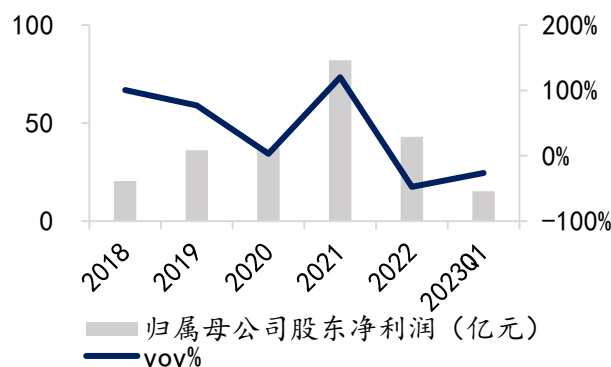
注：2021 年以前（不含 2021 年）财务数据均为吸收合并徐工有限前数据，未经追溯调整

图1：2022 年公司营业收入 938 亿元，同比下降 20%



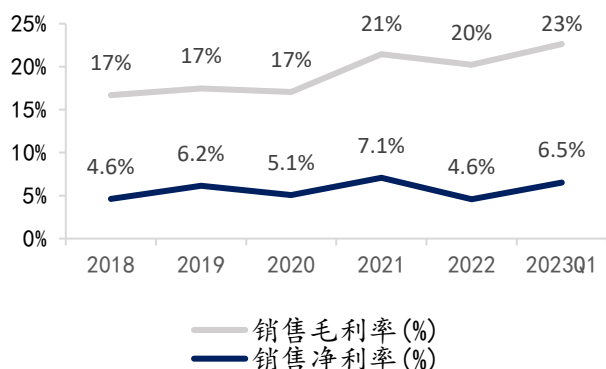
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2022 年公司实现归母净利润 43 亿元，同比下降 48%



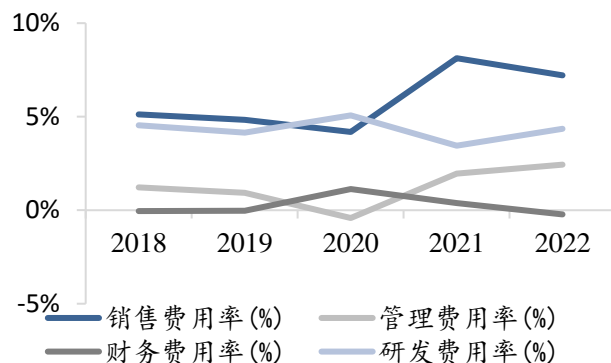
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：混改后公司毛利率提升明显



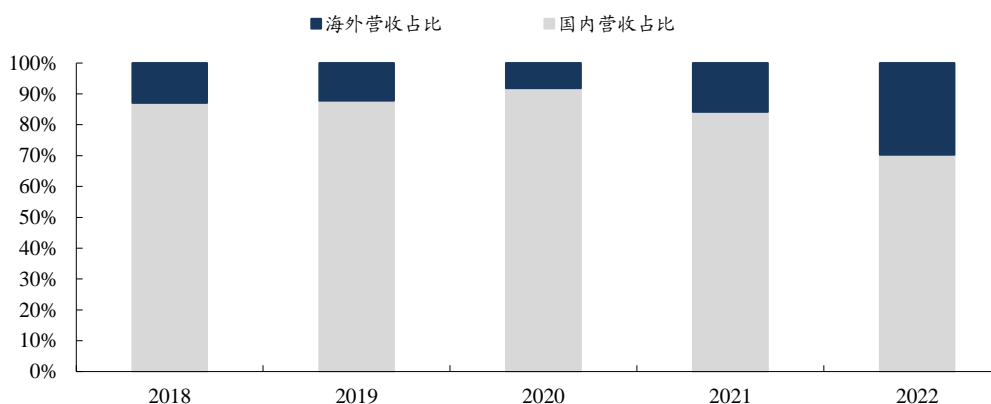
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2022 年公司期间费用率同比持平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2022 年公司海外营收占比提升至 30%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

徐工机械三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	129,118	147,375	160,306	195,789	营业总收入	93,817	100,866	109,845	127,883
货币资金及交易性金融资产	34,480	53,252	65,576	73,879	营业成本(含金融类)	74,855	78,947	85,077	97,029
经营性应收款项	50,104	54,759	54,481	73,220	税金及附加	406	403	439	512
存货	35,099	30,398	30,522	39,124	销售费用	6,765	6,859	7,140	8,312
合同资产	6	0	0	0	管理费用	2,285	2,219	2,417	2,813
其他流动资产	9,428	8,966	9,728	9,567	研发费用	4,082	4,035	4,394	5,115
非流动资产	45,968	41,732	37,033	31,864	财务费用	-211	504	549	639
长期股权投资	2,373	2,373	2,373	2,373	加:其他收益	462	504	549	639
固定资产及使用权资产	19,224	16,145	12,141	7,389	投资净收益	194	202	220	256
在建工程	2,894	1,736	1,042	625	公允价值变动	-70	0	0	0
无形资产	6,443	6,443	6,443	6,443	减值损失	-1,131	-698	-559	-556
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-6	0	0	0
长期待摊费用	29	29	29	29	营业利润	5,083	7,907	10,040	13,801
其他非流动资产	15,004	15,004	15,004	15,004	营业外净收支	-70	0	0	0
资产总计	175,086	189,106	197,339	227,653	利润总额	5,013	7,907	10,040	13,801
流动负债	96,549	104,621	104,220	122,665	减:所得税	718	1,107	1,406	1,932
短期借款及一年内到期的非流动负债	27,776	27,776	27,776	27,776	净利润	4,295	6,800	8,634	11,869
经营性应付款项	50,383	59,265	58,897	75,866	减:少数股东损益	-12	0	0	0
合同负债	4,967	3,947	4,254	4,851	归属母公司净利润	4,307	6,800	8,634	11,869
其他流动负债	13,422	13,632	13,292	14,171	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.36	0.58	0.73	1.00
非流动负债	23,882	23,882	23,882	23,882	EBIT	6,689	9,315	11,253	15,098
长期借款	15,507	15,507	15,507	15,507	EBITDA	10,259	14,550	16,752	20,768
应付债券	2,715	2,715	2,715	2,715	毛利率(%)	20.21	21.73	22.55	24.13
租赁负债	196	196	196	196	归母净利率(%)	4.59	6.74	7.86	9.28
其他非流动负债	5,464	5,464	5,464	5,464	收入增长率(%)	-19.67	7.51	8.90	16.42
负债合计	120,431	128,504	128,102	146,547	归母净利润增长率(%)	-47.53	57.88	26.97	37.46
归属母公司股东权益	53,254	59,202	67,836	79,705					
少数股东权益	1,401	1,401	1,401	1,401					
所有者权益合计	54,655	60,603	69,237	81,106					
负债和股东权益	175,086	189,106	197,339	227,653					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,583	21,830	14,312	9,955	每股净资产(元)	4.51	5.01	5.74	6.75
投资活动现金流	-5,655	-798	-580	-244	最新发行在外股份(百万股)	11,816	11,816	11,816	11,816
筹资活动现金流	3,089	-2,260	-1,408	-1,408	ROIC(%)	6.09	7.72	8.71	10.70
现金净增加额	-713	18,772	12,324	8,302	ROE-摊薄(%)	8.09	11.49	12.73	14.89
折旧和摊销	3,570	5,236	5,498	5,670	资产负债率(%)	68.78	67.95	64.91	64.37
资本开支	-7,885	-1,000	-800	-500	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.82	11.92	9.39	6.83
营运资本变动	-7,908	7,890	-1,567	-9,292	P/B(现价)	1.52	1.37	1.19	1.02

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>