

股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	8.76
总股本/流通股本(亿股)	19.51 / 14.14
总市值/流通市值(亿元)	171 / 124
52周内最高/最低价	8.76 / 6.19
资产负债率(%)	61.4%
市盈率	19.69
第一大股东	广西柳工集团有限公司

研究所

分析师:刘卓
SAC 登记编号:S1340522110001
Email:liuzhuo@cnpsec.com
研究助理:陈基赞
SAC 登记编号:S1340123010003
Email:chenjiyan@cnpsec.com

柳工(000528)

多元化+国际化持续推进，国企改革成效显著

● 事件描述

公司发布 2023 年年度报告，全年实现营收 275.19 亿元，同增 3.93%；实现归母净利润 8.68 亿元，同增 44.80%；实现扣非归母净利润 5.69 亿元，同增 20.04%。

● 事件点评

各项业务均实现稳健增长。分产品来看，土石方铲运机械、其他工程机械及配件、预应力机械分别实现收入 159.06、88.18、22.43 亿元，同比增速分别为 2.24%、4.39%、7.88%，各项业务均实现稳健增长。

国内、海外公司营收增速均跑赢行业。公司国内市场收入 160 亿元，同比减少 12.55%，整体销量增速跑赢行业，土方机械产品销量增速跑赢行业 7pct。其中，装载机国内市占率连续 4 年提升，稳居行业第一，挖掘机市占率大幅度提升 3 个百分点，位居行业第三。国际市场营收 114.6 亿元，同比增长 41.18%，销量增速跑赢行业 20pct。

毛利率、费用率均有所上升。公司实现整体毛利率 20.82%，同比大幅上升 4.12pct，主要原因包括：海外收入占比提升；电动化、高附加值产品占比提升；经营管理效率持续提升。费用率方面，公司期间费用率同比上升 2.24pct 至 14.98%，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别同比上升 1.30、0.19、0.27、0.47pct 至 6.88%、2.77%、0.28%、2.82%。

公司大力发展矿山机械、高空机械、农业机械、工业车辆等战略新业务及成长业务，持续优化产业布局。矿山机械业务方面，加快产品研发，加大与客户合作抢抓矿山市场，实现多区域批量销售，销量同比增长明显。高空机械业务方面，打造总持有成本 TCO 最优和服务城市应用的品牌理念，全年销售收入增长 112%，其中海外同比增长 123%。农业机械业务方面，完成国四拖拉机产品批量切换，立项开发高端智能化拖拉机产品，积极开拓国内外农机市场。工业车辆业务方面，海外收入增长 57%，海外占比 60%。

“三全”战略精准落地，混改成效显著。公司以“盈利增长、业务增长、能力成长”贯彻企业经营全过程，不断提升公司治理水平，深化混合所有制改革。公司首次股票期权激励计划落地实施，充分调动管理层及核心员工的积极性。公司推进全价值链降本增效，净利率、ROE 等重要指标均有不同程度提升。通过深化精益生产、优化工艺、产品结构优化，加速供应商整合、采购件质量提升，实现价值链降本增效。中长期看，随着公司治理水平的提升与营销体系的优化，我们认为公司的净利率水平有望持续向行业均值修复。

● 盈利预测与估值

预计公司 2024-2026 年营业收入为 312.77、354.78、396.22 亿元，同比增速为 13.66%、13.43%、11.68%；归母净利润为 11.22、14.24、17.44 亿元，同比增速为 29.26%、26.97%、22.48%。公司 2024-2026 年业绩对应 PE 分别为 15.24、12.00、9.80 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

● **风险提示：**

海外市场开拓不及预期风险；国内市场持续下行；市场竞争加剧风险；原材料价格波动。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	27519	31277	35478	39622
增长率(%)	3.93	13.66	13.43	11.68
EBITDA（百万元）	1774.67	3528.42	4070.92	4615.44
归属母公司净利润（百万元）	867.81	1121.73	1424.21	1744.42
增长率(%)	44.80	29.26	26.97	22.48
EPS(元/股)	0.44	0.57	0.73	0.89
市盈率 (P/E)	19.70	15.24	12.00	9.80
市净率 (P/B)	1.03	1.00	0.95	0.90
EV/EBITDA	8.23	5.16	4.24	3.62

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	27519	31277	35478	39622	营业收入	3.9%	13.7%	13.4%	11.7%
营业成本	21790	24722	27942	31116	营业利润	53.2%	23.4%	27.4%	22.8%
税金及附加	172	188	206	218	归属于母公司净利润	44.8%	29.3%	27.0%	22.5%
销售费用	2251	2440	2732	3011	获利能力				
管理费用	814	876	976	1070	毛利率	20.8%	21.0%	21.2%	21.5%
研发费用	907	1032	1171	1308	净利率	3.2%	3.6%	4.0%	4.4%
财务费用	152	160	145	115	ROE	5.2%	6.5%	7.9%	9.1%
资产减值损失	-254	-269	-298	-337	ROIC	2.8%	7.6%	8.8%	10.0%
营业利润	1177	1451	1849	2271	偿债能力				
营业外收入	39	36	37	37	资产负债率	61.4%	61.1%	61.6%	60.8%
营业外支出	6	9	9	8	流动比率	1.49	1.47	1.44	1.46
利润总额	1209	1479	1878	2300	营运能力				
所得税	268	266	338	414	应收账款周转率	3.50	3.78	3.95	4.01
净利润	942	1213	1540	1886	存货周转率	3.34	3.50	3.62	3.69
归母净利润	868	1122	1424	1744	总资产周转率	0.62	0.66	0.71	0.76
每股收益(元)	0.44	0.57	0.73	0.89	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.44	0.57	0.73	0.89
货币资金	10353	10093	10523	10589	每股净资产	8.47	8.80	9.23	9.77
交易性金融资产	133	133	133	133	估值比率				
应收票据及应收账款	8305	8536	9828	10418	PE	19.70	15.24	12.00	9.80
预付款项	322	371	419	467	PB	1.03	1.00	0.95	0.90
存货	8482	9377	10234	11254	现金流量表				
流动资产合计	33275	34336	37209	39180	净利润	942	1213	1540	1886
固定资产	6120	6539	6726	6699	折旧和摊销	699	758	803	831
在建工程	586	460	358	274	营运资本变动	-911	-712	-632	-1545
无形资产	1451	1496	1536	1571	其他	900	1051	1093	1148
非流动资产合计	13303	13746	13988	14021	经营活动现金流净额	1629	2309	2803	2320
资产总计	46578	48083	51197	53200	资本开支	-388	-957	-779	-601
短期借款	6974	6674	6424	6174	其他	-116	-106	-111	-92
应付票据及应付账款	11369	12254	14447	15287	投资活动现金流净额	-504	-1063	-890	-693
其他流动负债	3931	4426	4893	5353	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	22274	23354	25764	26814	债务融资	3233	-600	-500	-500
其他	6307	6007	5757	5507	其他	-1697	-906	-983	-1061
非流动负债合计	6307	6007	5757	5507	筹资活动现金流净额	1537	-1506	-1483	-1561
负债合计	28581	29361	31521	32322	现金及现金等价物净增加额	2677	-260	430	65
股本	1951	1951	1951	1951					
资本公积金	6039	6039	6039	6039					
未分配利润	7541	8007	8632	9432					
少数股东权益	1464	1555	1671	1812					
其他	1001	1169	1383	1644					
所有者权益合计	17997	18721	19676	20879					
负债和所有者权益总计	46578	48083	51197	53200					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048