

2024年04月29日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩符合预期，盈利能力大幅提升

—柳工（000528.SZ）公司事件点评报告 买入（首次）

分析师：吕卓阳 S1050523060001
lvzy@cfsc.com.cn

基本数据

2024-04-26

当前股价（元）	10.68
总市值（亿元）	208
总股本（百万股）	1951
流通股本（百万股）	1413
52周价格范围（元）	6.19-11.2
日均成交额（百万元）	170.36

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

柳工发布 2024 年一季报：2024 年 1-3 月公司实现营业收入 79.39 亿元，同比增长 1.88%，归母净利润为 4.98 亿元，同比增长 58.03%。毛利率 22.79%（同比+3.99pct），净利率 6.49%（同比+2.33pct）。

2023 年 1-12 月公司实现营业收入 275.19 亿元，同比增长 3.93%，归母净利润为 8.68 亿元，同比增长 44.80%；毛利率 20.82%（同比+4.02pct），净利率 3.42%（同比+0.98pct）。

投资要点

国内工程机械行业处于下行周期，公司业绩增长跑赢行业整体增速

工程机械行业处于成熟的发展阶段，行业集中度高，国内外头部厂商竞争激烈，国内工程机械行业仍保持周期下行趋势，2023 年工程机械行业出口稳定增长但增速收窄；中国企业的国际化程度加深，国际业务尤其是重点海外市场占比持续增大，有效平衡国内工程机械行业的周期性波动；非工程机械市场周期性较弱，总体发展处于平稳上升态势。公司国内市场整体销量增速跑赢行业，土方机械产品销量增速跑赢行业 7%，海外市场销量增速跑赢行业 20%。

海外业绩大幅提升，多元化发展提升市场地位

公司积极创新海外业务模式，坚持从渠道和客户两个维度推动业务增长、盈利增长，2023 年累计销量超 2.6 万台，同比增长 23%，海外营业收入 114.62 亿元，同比增长 41.18%，占比公司整体收入的 41.65%。电动装载机销量同比增长 67%，市场占有率稳居第一；挖掘机业务市场份额增长 3 个百分点，创下历史新高；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；着力发展起重机械、桩工机械、混凝土机械等挑战业务，起重机械业务创新销售模式与多样化销售渠道并举，成功发布 26 款新产品，新品毛利提升近 8%。

盈利能力提升明显，经营性现金流明显改善

2023 年毛利率 20.82%（同比+4.02pct），净利率 3.42%（同

比+0.98pct），期间费用率为 14.98%（同比+2.23%），其中，销售费用率 8.18%（同比+1.30pct），研发费用率 3.29%（同比+0.47%）。2023 年公司经营活动产生的现金流净额 16.29 亿元，同比增加 69.90%，经营性现金流量明显改善。

■ 盈利预测

公司深耕工程机械市场领域 60 余年，丰富的产品线和完善的配套服务体系可为全球不同工况的客户的全系列产品、全生命周期、全价值链解决方案，多项产品保持行业领先地位，并加快海外市场的拓展。预测公司 2024-2026 年收入分别为 311.12、344.00、377.66 亿元，EPS 分别为 0.78、0.93、1.07 元，当前股价对应 PE 分别为 14、11、10 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

行业竞争加剧风险；海外业务拓展不及预期；下游需求增长不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入（百万元）	27,519	31,112	34,400	37,766
增长率（%）	3.9%	13.1%	10.6%	9.8%
归母净利润（百万元）	868	1,522	1,820	2,096
增长率（%）	44.8%	75.4%	19.6%	15.2%
摊薄每股收益（元）	0.44	0.78	0.93	1.07
ROE（%）	4.8%	8.1%	9.1%	9.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	10,353	12,669	17,542	21,315
应收款	9,762	9,768	11,310	12,416
存货	8,482	12,832	13,360	13,776
其他流动资产	4,678	5,035	5,349	5,668
流动资产合计	33,275	40,305	47,561	53,175
非流动资产:				
金融类资产	3,379	3,480	3,629	3,779
固定资产	6,116	6,060	5,676	5,318
在建工程	586	284	284	279
无形资产	1,451	1,379	1,306	1,237
长期股权投资	669	669	669	669
其他非流动资产	4,481	4,481	4,481	4,481
非流动资产合计	13,303	12,873	12,417	11,984
资产总计	46,578	53,178	59,978	65,159
流动负债:				
短期借款	6,974	7,093	7,203	7,293
应付账款、票据	11,369	16,884	19,298	22,690
其他流动负债	3,356	3,356	3,356	3,356
流动负债合计	22,274	27,983	33,627	37,477
非流动负债:				
长期借款	4,258	4,258	4,258	4,258
其他非流动负债	2,049	2,049	2,049	2,049
非流动负债合计	6,307	6,307	6,307	6,307
负债合计	28,581	34,290	39,934	43,785
所有者权益				
股本	1,951	1,951	1,951	1,951
股东权益	17,997	18,887	20,043	21,375
负债和所有者权益	46,578	53,178	59,978	65,159

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	942	1652	1975	2275
少数股东权益	74	130	155	178
折旧摊销	653	480	473	444
公允价值变动	6	0	0	0
营运资金变动	-46	977	3299	2070
经营活动现金净流量	1629	3239	5902	4966
投资活动现金净流量	-504	257	234	213
筹资活动现金净流量	1191	-642	-709	-853
现金流量净额	2,317	2,854	5,428	4,326

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	27,519	31,112	34,400	37,766
营业成本	21,790	24,436	26,851	29,276
营业税金及附加	172	215	241	302
销售费用	2,251	2,520	2,804	3,116
管理费用	814	918	1,049	1,190
财务费用	152	271	187	111
研发费用	907	1,052	1,187	1,341
费用合计	4,123	4,760	5,227	5,757
资产减值损失	-531	-13	-12	-10
公允价值变动	6	0	0	0
投资收益	102	3	2	2
营业利润	1,177	1,930	2,310	2,662
加:营业外收入	39	20	20	20
减:营业外支出	6	6	6	6
利润总额	1,209	1,943	2,324	2,676
所得税费用	268	292	349	401
净利润	942	1,652	1,975	2,275
少数股东损益	74	130	155	178
归母净利润	868	1,522	1,820	2,096

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	3.9%	13.1%	10.6%	9.8%
归母净利润增长率	44.8%	75.4%	19.6%	15.2%
盈利能力				
毛利率	20.8%	21.5%	21.9%	22.5%
四项费用/营收	15.0%	15.3%	15.2%	15.2%
净利率	3.4%	5.3%	5.7%	6.0%
ROE	4.8%	8.1%	9.1%	9.8%
偿债能力				
资产负债率	61.4%	64.5%	66.6%	67.2%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	2.8	3.2	3.0	3.0
存货周转率	2.6	1.9	2.0	2.1
每股数据(元/股)				
EPS	0.44	0.78	0.93	1.07
P/E	24.0	13.7	11.4	9.9
P/S	0.8	0.7	0.6	0.6
P/B	1.3	1.2	1.1	1.1

机械组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，五年商品证券投研经验。

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4年投研经验。

陆陈炆：硕士，2023年4月加入华鑫证券。

何春玉：硕士，2023年8月加入华鑫证券。

尤少炜：硕士，2024年4月加入华鑫证券。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。