

# 柳工 (000528.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 海外市场拓展顺利, 盈利能力持续提升

### 业绩简评

8月28日, 公司发布24年半年报, 24H1公司收入160.60亿元, 同比+6.81%; 归母净利润9.84亿元, 同比+60.20%; 其中单Q2实现收入81.21亿元, 同比+12.11%; 归母净利润4.86亿元, 同比+62.48%, 单季度归母净利润超出业绩预告中值, 略超市场预期。

### 经营分析

**海外: 重视出口机遇, 24H1公司海外收入超过45%。**根据公告, 24H1公司海外市场实现收入77.12亿元, 同比+18.82%, 海外市场收入占比达48.02% (同比+4.85pcts); 从核心产品来看, 24H1公司挖机装载机销量同比增速超过200%, 宽体车海外销量增速为55.7%; 多个品类放量助力公司拓展海外市场, 打开收入天花板。

**多因素共振, 盈利能力持续提升。**24Q2公司毛利率为24.01%, 同比+2.44pcts、环比+1.22pcts, 单季度毛利率创20年以来新高; 24Q2公司净利率为6.17%, 同比+2.10pcts。公司盈利能力明显提升主要得益于: 1) 海外市场拉动利润率提升, 24H1公司海外、国内市场毛利率分别为29.09%、18.15%, 海外市场比国内市场毛利率高10.94pcts, 海外市场占比提升拉动公司整体毛利率; 2) 降本增效: 公司重视全价值链有效降费, 制造成本降幅3.4%、采购成本降幅4.3%。随着公司海外市场持续拓展、降本增效持续推进, 我们看好公司利润率水平持续提升, 预计24-26年公司净利率为5.0%/5.8%/6.4%。

**国内市场装载机、挖机复苏, 公司充分受益国内土方机械上行周期。**根据中国工程机械工业协会, 24年M3-M6国内挖机销量分别为15188/10782/8518/7661台, 同比+9.3%/13.3%/29.2%/25.6%, 国内市场挖机销量连续四个月实现增长, 且国内装载机销量也在24M4-M6实现转正。根据公告, 24H1公司挖机国内销量同比增长29.5%, 市场份额提升3pcts, 随着国内土方类机械产品销量持续增长, 公司有望充分国内复苏。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计2024-2026年公司营业收入为306.19/342.82/389.21亿元, 归母净利润为15.36/19.82/24.90亿元, 对应PE为12/9/7X, 维持“买入”评级。

### 风险提示

下游地产、基建需求不及预期、海外市场竞争加剧、原材料价格上涨风险、汇率波动风险。

### 机械组

分析师: 满在朋 (执业S1130522030002)

manzaipeg@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 9.36元

### 相关报告:

- 《柳工公司点评: 盈利能力持续优化, 业绩保持高增长》, 2024.7.14
- 《柳工公司点评: 盈利能力提升, 24Q1业绩大幅增长》, 2024.4.27
- 《柳工公司点评: 盈利能力持续优化, 24Q1业绩超预期》, 2024.4.10



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,480	27,519	30,619	34,282	38,921
营业收入增长率	-7.74%	3.93%	11.26%	11.96%	13.53%
归母净利润(百万元)	599	868	1,536	1,982	2,490
归母净利润增长率	-39.79%	44.80%	76.97%	29.06%	25.62%
摊薄每股收益(元)	0.307	0.445	0.776	1.002	1.258
每股经营性现金流净额	0.49	0.83	1.25	1.60	2.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.81%	5.25%	8.80%	10.63%	12.37%
P/E	19.18	15.15	12.06	9.35	7.44
P/B	0.73	0.80	1.06	0.99	0.92

来源: 公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>28,701</b>	<b>26,480</b>	<b>27,519</b>	<b>30,619</b>	<b>34,282</b>	<b>38,921</b>
增长率		-7.7%	3.9%	11.3%	12.0%	13.5%
主营业务成本	-23,686	-22,031	-21,790	-23,643	-26,172	-29,410
%销售收入	82.5%	83.2%	79.2%	77.2%	76.3%	75.6%
毛利	5,015	4,449	5,729	6,976	8,110	9,511
%销售收入	17.5%	16.8%	20.8%	22.8%	23.7%	24.4%
营业税金及附加	-127	-128	-172	-184	-206	-234
%销售收入	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-2,040	-1,821	-2,251	-2,603	-2,880	-3,308
%销售收入	7.1%	6.9%	8.2%	8.5%	8.4%	8.5%
管理费用	-881	-733	-814	-903	-1,028	-1,129
%销售收入	3.1%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%	2.9%
研发费用	-649	-747	-907	-1,072	-1,241	-1,440
%销售收入	2.3%	2.8%	3.3%	3.5%	3.6%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	1,318	1,021	1,586	2,214	2,755	3,400
%销售收入	4.6%	3.9%	5.8%	7.2%	8.0%	8.7%
财务费用	-109	-75	-152	-134	-132	-119
%销售收入	0.4%	0.3%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-410	-567	-786	-448	-358	-366
公允价值变动收益	0	0	6	35	0	0
投资收益	179	80	94	33	7	8
%税前利润	14.3%	10.1%	7.7%	1.6%	0.3%	0.2%
营业利润	1,233	768	1,177	2,000	2,572	3,224
营业利润率	4.3%	2.9%	4.3%	6.5%	7.5%	8.3%
营业外收支	23	22	33	20	20	20
税前利润	1,256	790	1,209	2,020	2,592	3,244
利润率	4.4%	3.0%	4.4%	6.6%	7.6%	8.3%
所得税	-238	-143	-268	-444	-570	-714
所得税率	19.0%	18.1%	22.1%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	1,018	647	942	1,576	2,022	2,530
少数股东损益	22	48	74	40	40	40
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>995</b>	<b>599</b>	<b>868</b>	<b>1,536</b>	<b>1,982</b>	<b>2,490</b>
净利率	3.5%	2.3%	3.2%	5.0%	5.8%	6.4%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,018	647	942	1,576	2,022	2,530
少数股东损益	22	48	74	40	40	40
非现金支出	940	1,203	1,484	1,237	1,262	1,386
非经营收益	-33	-41	114	248	317	321
营运资金变动	-1,078	-850	-911	-623	-484	-253
<b>经营活动现金净流</b>	<b>846</b>	<b>959</b>	<b>1,629</b>	<b>2,438</b>	<b>3,117</b>	<b>3,984</b>
资本开支	-872	-612	-388	-1,434	-1,685	-1,685
投资	-164	-86	-256	0	0	0
其他	150	219	140	33	7	8
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-886</b>	<b>-478</b>	<b>-504</b>	<b>-1,401</b>	<b>-1,678</b>	<b>-1,677</b>
股权募资	3	89	0	0	0	0
债权募资	-1,187	389	3,233	-1,144	434	-16
其他	-1,482	-22	-1,697	-964	-1,136	-1,345
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2,666</b>	<b>456</b>	<b>1,537</b>	<b>-2,107</b>	<b>-702</b>	<b>-1,361</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-2,731</b>	<b>937</b>	<b>2,677</b>	<b>-1,070</b>	<b>737</b>	<b>946</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,407	7,235	10,353	9,261	9,983	10,918
应收款项	7,458	9,150	9,919	10,517	10,994	11,227
存货	9,043	7,988	8,482	8,269	8,833	9,669
其他流动资产	5,806	5,130	4,521	4,131	4,193	4,266
流动资产	28,713	29,502	33,275	32,178	34,003	36,079
%总资产	71.0%	69.8%	71.4%	69.2%	69.3%	69.6%
长期投资	4,301	4,177	3,666	3,686	3,686	3,686
固定资产	4,972	5,712	6,706	7,456	8,095	8,623
%总资产	12.3%	13.5%	14.4%	16.0%	16.5%	16.6%
无形资产	1,499	1,742	1,630	1,831	1,976	2,117
非流动资产	11,721	12,756	13,303	14,301	15,082	15,747
%总资产	29.0%	30.2%	28.6%	30.8%	30.7%	30.4%
<b>资产总计</b>	<b>40,433</b>	<b>42,258</b>	<b>46,578</b>	<b>46,479</b>	<b>49,085</b>	<b>51,826</b>
短期借款	6,023	7,337	7,465	3,706	4,140	4,124
应付款项	11,900	12,222	13,019	12,799	13,527	14,452
其他流动负债	1,016	1,928	1,790	2,129	2,255	2,435
流动负债	18,939	21,488	22,274	18,634	19,923	21,011
长期贷款	2,641	1,560	1,257	857	857	857
其他长期负债	2,711	2,035	5,050	8,030	8,118	8,237
其他负债	24,291	25,083	28,581	27,521	28,898	30,105
<b>普通股股东权益</b>	<b>15,380</b>	<b>15,747</b>	<b>16,532</b>	<b>17,454</b>	<b>18,643</b>	<b>20,137</b>
其中：股本	1,475	1,951	1,951	1,951	1,951	1,951
未分配利润	6,559	6,799	7,541	8,462	9,652	11,146
少数股东权益	762	1,427	1,464	1,504	1,544	1,584
<b>负债股东权益合计</b>	<b>40,433</b>	<b>42,258</b>	<b>46,578</b>	<b>46,479</b>	<b>49,085</b>	<b>51,826</b>

**比率分析**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.675	0.307	0.445	0.776	1.002	1.258
每股净资产	10.426	8.055	8.473	8.819	9.420	10.175
每股经营现金净流	0.574	0.490	0.835	1.250	1.597	2.042
每股股利	0.060	0.100	0.230	0.315	0.406	0.510
<b>回报率</b>						
净资产收益率	6.47%	3.81%	5.25%	8.80%	10.63%	12.37%
总资产收益率	2.46%	1.42%	1.86%	3.30%	4.04%	4.80%
投入资本收益率	4.26%	3.19%	4.15%	5.84%	6.88%	8.10%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	24.77%	-7.74%	3.93%	11.26%	11.96%	13.53%
EBIT增长率	-22.05%	-22.54%	55.32%	39.64%	24.42%	23.41%
净利润增长率	-25.24%	-39.79%	44.80%	76.97%	29.06%	25.62%
总资产增长率	18.88%	4.51%	10.22%	-0.21%	5.61%	5.58%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	69.4	95.4	104.4	110.0	105.0	95.0
存货周转天数	124.2	141.1	137.9	130.0	127.0	125.0
应付账款周转天数	80.4	91.9	97.9	93.0	88.0	83.0
固定资产周转天数	54.7	67.6	81.2	76.1	69.6	61.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	15.37%	9.87%	6.85%	6.07%	4.28%	-0.40%
EBIT利息保障倍数	12.1	13.6	10.4	16.6	20.9	28.6
资产负债率	60.08%	59.36%	61.36%	59.21%	58.87%	58.09%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	20	25	47
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.05	1.07	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-11-06	买入	6.34	7.86~7.86
2	2024-01-25	买入	6.68	N/A
3	2024-03-30	买入	8.36	N/A
4	2024-04-10	买入	9.20	N/A
5	2024-04-27	买入	10.68	N/A
6	2024-07-14	买入	10.84	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806