

2024年10月29日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

提质增效战略成效显著，公司业绩表现优异

—柳工（000528.SZ）公司事件点评报告
买入（维持）事件

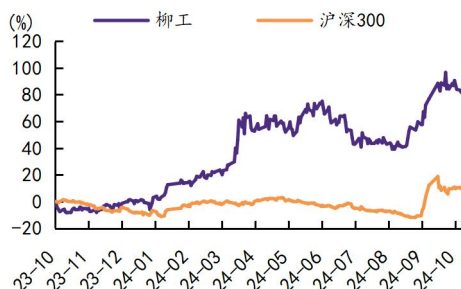
分析师：吕卓阳 S1050523060001
lvzy@cfsc.com.cn
联系人：尤少炜 S1050124040003
yousw@cfsc.com.cn

基本数据

2024-10-29

| | |
|------------|------------|
| 当前股价（元） | 11.92 |
| 总市值（亿元） | 237 |
| 总股本（百万股） | 1984 |
| 流通股本（百万股） | 1446 |
| 52周价格范围（元） | 6.19-13.04 |
| 日均成交额（百万元） | 308.38 |

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《柳工（000528）：提质增效战略成效显著，盈利能力持续提升》2024-10-21
- 《柳工（000528）：海外业务稳步扩张，营收利润双增长》2024-08-30
- 《柳工（000528）：业绩符合预期，盈利能力大幅提升》2024-04-29

柳工10月23日发布2024年前三季度业绩报告：2024年Q1-Q3实现营业收入228.56亿元（同比+8.25%），归母净利润13.21亿元（同比+59.82%），扣非归母净利润12.09亿元（同比+93.89%）。其中2024年Q3单季实现营业收入67.96亿元（同比+11.81%），归母净利润3.37亿元（同比+58.74%），扣非归母净利润3.07亿元（同比+200.22%）。

投资要点

■ 土方机械市场回暖，带动公司业绩持续增长

土方机械市场装载机、挖机板块进一步复苏，公司业绩充分受益于土方机械上行周期。根据中国工程机械工业协会对挖掘机和装载机主要制造企业统计，2024年9月各类挖掘机销量为15831台，同比增长10.8%，装载机销量8072台，同比增长4.98%，土方机械市场持续复苏；从公司收入结构来看，2024年H1公司土方机械板块收入占比高达61.87%，而该板块业务主要产品为挖掘机、装载机、路面机械等，因此公司充分受益于挖掘机、装载机板块复苏，2024年H1公司土方机械板块实现营业收入99.37亿元（同比+15.91%）。随着土方机械市场新一轮上行周期开启，公司核心主业有望充分带动公司业绩持续增长。

■ 深度拓展海外市场，稳健推进国际化进程

公司深入贯彻“全面国际化”战略，坚定不移地采取高水平“走出去”和“可持续的高质量发展”策略，海外业务持续向好。2024年H1海外市场收入77.12亿元（同比+18.82%），成熟、新兴市场业务均实现增长，其中新兴市场增长超25%，所有区域均实现盈利；非洲市场、南亚市场增速上半年领跑海外区域，收入占比分别扩大了9.4个百分点及3.0个百分点，整体业务区域结构向更均衡优化；2024年H1公司海外毛利率为29.09%（同比+1.12pct），比国内毛利率高10.94pct，海外业务的高毛利率助力公司总体业绩持续增长。随着公司持续深耕海外市场并完善国际化布局，海外业务有望实现更高速度、更高质量的增长。

■ 提质增效战略成效显著，盈利能力稳步提升

公司持续推进提质增效战略，围绕“盈利增长、业务增长、

能力成长”三大核心任务，持续加大各项重点工作变革创新力度，公司整体运营效率显著提升，实现了公司前三季度经营业绩的大幅度增长。2024Q1-Q3 公司毛利率为 23.48%(同比+2.83pct)，净利率为 5.94%(同比+2.00pct)，均实现较高增长，公司盈利能力持续提升；2024Q1-Q3 公司经营活动产生的现金流为 10.78 亿元，2023 年同期为-0.63 亿元，经营性现金流大幅改善；期间费用率为 15.02%(同比+0.81pct)，费用增速低于营业收入增幅，公司费用管控较为良好。随着公司持续推进三大财务报表优化工作，预计提质增效战略将继续提高公司营运效率，助力公司盈利能力高增。

盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 300.34、350.24、389.21 亿元，EPS 分别为 0.75、1.05、1.29 元，当前股价对应 PE 分别为 16.0、11.3、9.2 倍，给予“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济环境和相关行业经营环境变化的风险；市场竞争风险；主要原材料价格波动的风险；海外经营风险；客户集中风险；汇率波动的风险。

| 预测指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元） | 27,519 | 30,034 | 35,024 | 38,921 |
| 增长率（%） | 3.9% | 9.1% | 16.6% | 11.1% |
| 归母净利润（百万元） | 868 | 1,480 | 2,088 | 2,564 |
| 增长率（%） | 44.8% | 70.6% | 41.1% | 22.8% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.44 | 0.75 | 1.05 | 1.29 |
| ROE（%） | 4.8% | 7.8% | 10.2% | 11.5% |

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 | 10,458 | 10,485 | 10,793 |
| 应收款 | 9,762 | 9,874 | 11,515 | 12,796 |
| 存货 | 8,482 | 9,449 | 10,947 | 12,552 |
| 其他流动资产 | 4,678 | 4,851 | 5,095 | 5,286 |
| 流动资产合计 | 33,275 | 34,632 | 38,042 | 41,427 |
| 非流动资产: | | | | |
| 金融类资产 | 3,379 | 3,379 | 3,379 | 3,379 |
| 固定资产 | 6,116 | 5,680 | 5,194 | 4,740 |
| 在建工程 | 586 | 410 | 328 | 263 |
| 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 | 12,619 | 11,979 | 11,390 |
| 资产总计 | 46,578 | 47,251 | 50,021 | 52,817 |
| 流动负债: | | | | |
| 短期借款 | 6,974 | 6,974 | 6,974 | 6,974 |
| 应付账款、票据 | 11,369 | 10,752 | 11,915 | 12,799 |
| 其他流动负债 | 3,356 | 3,356 | 3,356 | 3,356 |
| 流动负债合计 | 22,274 | 21,905 | 23,204 | 24,196 |
| 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 | 28,212 | 29,511 | 30,503 |
| 所有者权益 | | | | |
| 股本 | 1,951 | 1,984 | 1,984 | 1,984 |
| 股东权益 | 17,997 | 19,039 | 20,509 | 22,314 |
| 负债和所有者权益 | 46,578 | 47,251 | 50,021 | 52,817 |

| 现金流量表 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 942 | 1606 | 2266 | 2782 |
| 少数股东权益 | 74 | 126 | 178 | 218 |
| 折旧摊销 | 653 | 684 | 637 | 585 |
| 公允价值变动 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -46 | -1621 | -2084 | -2086 |
| 经营活动现金净流量 | 1629 | 795 | 997 | 1499 |
| 投资活动现金净流量 | -504 | 612 | 568 | 519 |
| 筹资活动现金净流量 | -1020 | -564 | -796 | -977 |
| 现金流量净额 | 105 | 842 | 769 | 1,042 |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

| 利润表 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 27,519 | 30,034 | 35,024 | 38,921 |
| 营业成本 | 21,790 | 23,598 | 26,961 | 29,897 |
| 营业税金及附加 | 172 | 188 | 219 | 244 |
| 销售费用 | 2,251 | 2,493 | 2,872 | 2,997 |
| 管理费用 | 814 | 901 | 1,051 | 1,168 |
| 财务费用 | 152 | 306 | 322 | 298 |
| 研发费用 | 907 | 991 | 1,296 | 1,440 |
| 费用合计 | 4,123 | 4,691 | 5,541 | 5,903 |
| 资产减值损失 | -254 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 102 | 4 | 3 | 3 |
| 营业利润 | 1,177 | 1,802 | 2,540 | 3,117 |
| 加:营业外收入 | 39 | 1 | 1 | 1 |
| 减:营业外支出 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 利润总额 | 1,209 | 1,796 | 2,535 | 3,112 |
| 所得税费用 | 268 | 190 | 269 | 330 |
| 净利润 | 942 | 1,606 | 2,266 | 2,782 |
| 少数股东损益 | 74 | 126 | 178 | 218 |
| 归母净利润 | 868 | 1,480 | 2,088 | 2,564 |

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | 3.9% | 9.1% | 16.6% | 11.1% |
| 归母净利润增长率 | 44.8% | 70.6% | 41.1% | 22.8% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 20.8% | 21.4% | 23.0% | 23.2% |
| 四项费用/营收 | 15.0% | 15.6% | 15.8% | 15.2% |
| 净利率 | 3.4% | 5.3% | 6.5% | 7.1% |
| ROE | 4.8% | 7.8% | 10.2% | 11.5% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 61.4% | 59.7% | 59.0% | 57.8% |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| 应收账款周转率 | 2.8 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |
| 存货周转率 | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.4 |
| 每股数据(元/股) | | | | |
| EPS | 0.44 | 0.75 | 1.05 | 1.29 |
| P/E | 26.8 | 16.0 | 11.3 | 9.2 |
| P/S | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| P/B | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |

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。

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。

免责声明

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。