

柳工深度报告——

混改释放经营活力，国际化&拓品类助力成长

证券分析师： 崔文娟
分析师登记编号： S1190520020001

证券分析师： 张凤琳
分析师登记编号： S1190523100001

报告摘要

深耕行业六十余载，混改提升经营活力。公司成立于1958年，为国内首家工程机械上市公司，公司在经历2020年混改、2022年吸收合并柳工有限、以及国际化战略持续推进，经营质量显著提升，2023年公司收入同比增长3.93%，归母净利润同比增长44.80%，2024年前三季度，收入规模进一步增长至228.56亿元，同比+8.25%，归母净利润达13.21亿元，同比+59.82%，增速进一步扩大，2024年前三季度毛利率达23.48%，较2023年全年提升2.66pct。

工程机械内需筑底企稳，海外开拓空间广阔。1) 国内市场：今年3月挖机首次月度销量转正，且月度增幅稳定在较高水平，已显示见底向上趋势，同时从开工情况来看，11月中国市场小松挖掘机开工小时数为105.4小时，同比增长4.4%，已连续四个月转正，表明下游开工端正企稳回暖，预计后续随着基建、地产系列政策落地，以及叠加更新周期，非挖类产品起重机、混凝土机械等内销也有望企稳回升。2) 海外市场：据中国海关数据，2021年以来中国工程机械出口体量快速放大，但国产主机厂目前在海外市场份额仍然很低，根据Off-highway统计的全球工程机械市场规模及KHL统计的全球工程机械制造商50强年销售额，海外市场规模约为中国市场的3倍左右，年销售额超千亿美元，市场空间广阔，同时根据KHL发布的数据，2023年全球前50强工程机械企业销售总额达到2434亿美元，其中中国企业上榜13家，13家合计销售总额达到419亿美元，份额占比仅17.2%，提升空间依旧广阔。

产品品类纵横开拓，国际化助力公司加速成长。1) 挖机：2023年公司挖机国内市场占有率超11%，同比提升了3-4个百分点，同时结构优化，2023年1-8月，公司累计出口海外近百台60-120吨级超大型挖掘机，同比增长超过100%，大挖产品逐步打开海外优质客户市场。2) 装载机：2024年上半年公司电动装载机销量同比增幅159%，市场占有率保持行业领先地位，6月单月公司电动装载机第600台下线，同时装载机产品6月单月海外销量超1000台，其中电动装载机单月出口超100台，公司有望凭借全球化布局、以及领先的电动技术在海外实现弯道超车。3) 农机：依据FactMr数据显示，全球农机市场千亿美元，公司坚持“高端，大型，核心技术自主”，目前农拖多款新产品分别在东南亚、国际特区及我国北方等重点市场开展各种工况的可靠性试验及适应性推广验证，计划四季度小批量交付客户订单，明年有望形成规模销售。4) 矿山机械：2024年上半年，公司产品+解决方案的市场策略深入实施，矿山机械板块销售收入增长71%，宽体车国内、海外销量分别增长48.7%和55.7%。5) 国际化：公司在海外深耕20余年，海外已进入收获期，2023年公司海外收入首次破百亿，达到114.62亿元，同比增长41.18%，海外市场持续发力，助力公司加速成长。

报告摘要

盈利预测与投资建议：预计2024年-2026年公司营业收入分别为301.93亿元、350.01亿元和411.62亿元，归母净利润分别为15.75亿元、21.50亿元和27.45亿元，对应EPS分别为0.78元、1.07元、1.37元。公司不断纵横拓展产品品类、坚定推进国际化战略、同时混改成效明显，助力公司盈利能力持续改善，成长确定性强，给予“买入”评级，6个月目标价16.04元，相当于2025年15倍动态市盈率。

风险提示：国内市场需求不及预期；海外市场开拓不及预期；市场竞争加剧等。

财务摘要

■ 盈利预测和财务指标				
	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	27519	30193	35001	41162
营业收入增长率（%）	3.9%	9.7%	15.9%	17.6%
归母净利（百万元）	868	1575	2150	2745
净利润增长率（%）	44.8%	81.5%	36.5%	27.7%
摊薄每股收益（元）	0.44	0.78	1.07	1.37
市盈率（PE）	15.2	14.1	10.3	8.1

资料来源：携宁，太平洋证券整理

第一节：国企改革焕发活力，公司迈入高质量发展

第二节：国内市场筑底企稳，海外市场星辰大海

第三节：产品品类纵横拓展，国际化战略坚定不移

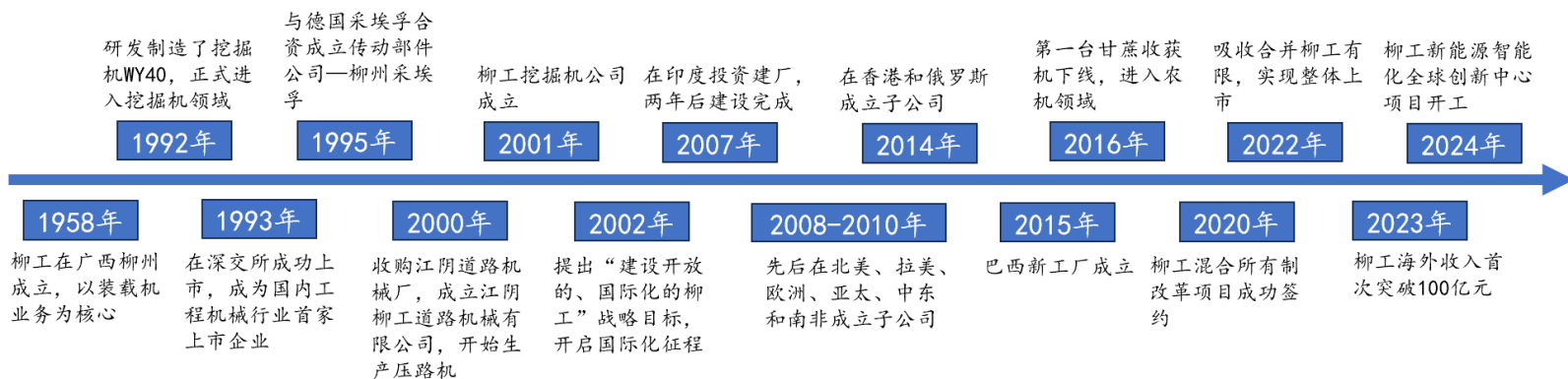
第四节：盈利预测与投资建议

第五节：风险提示

1.1 深耕行业六十余载，产品矩阵不断丰富

公司深耕行业六十余载，为国内首家工程机械上市公司。公司成立于1958年，以装载机业务起家，于1993年改制上市，是工程机械行业和广西第一家上市公司。2000年后公司开始横向布局挖掘机、压路机、起重机、叉车等产品。2002年公司提出“建设开放的、国际化的柳工战略目标”，正式开启了国际化征程。2019年公司启动混合所有制改革，2020年落地。2022年柳工吸收合并柳工有限实现整体上市，柳工有限旗下建筑机械、农业机械、混凝土机械及工程机械生产配套资产整体注入上市公司。2023年，国际化战略成效显著，公司海外业务收入首次突破100亿，达到115亿元，营收占比达42%。经过66年的发展，公司已拥有全球先进的产品线，涉及土方机械、矿山机械、起重机械、建筑预应力、农业机械、工业车辆等30余条整机产品线，以及关键零部件、工程机械配套件、工业机器人、新能源等多条产品线，是全球为数不多能提供全系列产品的全面解决方案的装备供应商。截止2024年年中，公司在全球拥有25个制造基地，5个研发中心，拥有16,000余名员工，已成为处在行业技术、生产和供应物流前沿的全球领先的装备与技术解决方案提供商。

图表：公司发展历程



资料来源：公司公告、公司官网、柳工微信公众号，太平洋证券整理

1.1 深耕行业六十余载，产品矩阵不断丰富

公司主营业务为工程机械及关键零部件的研发、生产、销售和服务。经过上市以来30余年的发展，公司主营业务得到大幅度扩展。1993年上市之初公司主要从事装载机的开发、生产、经营、维修、技术服务等，销售市场主要面向国内。2000年以来公司主营业务逐步扩展为挖掘机、装载机、起重机、压路机、叉车、平地机、推土机、铣刨机、摊铺机、滑移装载机、挖掘装载机、矿用卡车、高空作业平台、桩工机械、混凝土机械等工程机械及配件的研发、生产、销售、服务、融资租赁业务等，以及建筑机械（预应力）、农业机械、拖拉机等。

公司产品矩阵丰富，强周期+弱周期结合平滑周期波动。

土石方机械：主要包括装载机、挖掘机、平地机、滑移装载机、两头忙、推土机、旋挖钻、抓斗等产品。

其他工程机械：起重机械、桩工机械、混凝土机械、矿山机械等产品。

非工程机械：叉车、农用机械等产品。

预应力产品：主要包括OVM预应力锚固体系产品、预应力及特种桥梁施工设备、工程缆索、减隔震产品（工程橡胶支座、阻尼器）、桥梁伸缩缝等产品。

零部件及其他：零部件、智能装备、压缩机等。

1.1 深耕行业六十余载，产品矩阵不断丰富

图表：公司主要产品及用途

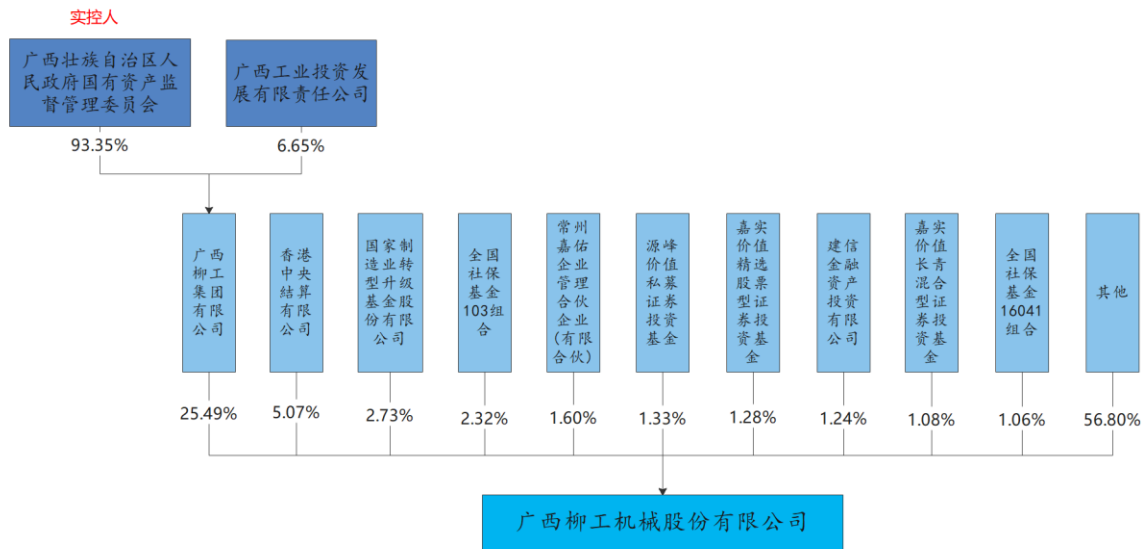
产品类别	产品名称	产品图片	用途情况
土石方机械	装载机		主要用于铲装土壤、砂石、石灰、煤炭等散状物料，也可对矿石、硬土等作轻度铲挖作业。
	挖掘机		主要用于用铲斗挖掘高于或低于承机面的物料，并装入运输车辆或卸至堆料场。
	推土机		主要用于场地清理或平整，开挖深度不大的基坑以及回填，推筑高度不大的路基等。
	平地机		主要用于构筑路基和路面、修筑边坡、开挖边沟，也可搅拌路面混合料、扫除积雪、推送散粒物料以及进行土路和碎石路的养护工作。
其他机械	汽车起重机		主要用于公共设施和港口的吊重等。
	多功能钻机		主要用于钻孔、打桩、沉桩等。
	混凝土设备		广泛应用于基础设施（高铁、桥梁、公路）和房地产的混凝土浇筑领域。
	甘蔗收获机		用于糖料蔗收获。
预应力产品	缆索		用于将作用于梁上的载荷通过缆索体系传递到具有承荷作用的锚固结构上。实现桥梁大跨度的要求。
	锚具		用于保持预应力筋的拉力并将其传递到结构上所用的永久性锚固装置。
其他产品	智能装备		用于工程机械各零部件的生产制造。
	压缩机		用于为各种采掘、钻进及其它工业用途提高气压稳定、气量充沛的驱动空气源。
	零部件		主要为工程机械配套零部件，用于生产工程机械整机。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

1.2 混改+整体上市+股权激励，激发国企经营活力

公司实控人为广西国资委，混改激发经营活力。公司2020年混改，引入7家战略投资者，柳工与战略投资者共同构建“中央和地方国企优势+市场化机制+战略伙伴协同”的广西国企改革发展新模式。2022年，柳工实现整体上市，在国企改革试点“双百企业”中，以最快的速度实现了从混改引资到整体上市的整套改革动作，彰显改革活力。截至2024Q3，公司控股股东为广西柳工集团有限公司，直接持有公司25.49%的股权，广西国资委持有广西柳工集团有限公司93.35%股权，为公司实控人。

图表：股权结构图（截至2024年9月30日）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

1.2 混改+整体上市+股权激励，激发国企经营活力

实施股权激励，构建企业命运共同体。2018年公司首次推出股权激励计划，本次激励对象共1656人，授予限制性股票共1396.51万股，其中首次授予的限制性股票数量为1191.3万股，占公司股本总额的0.814%，首次授予价格为3.37元，预留205.21万股。2023年公司再次推出股权激励计划，本次激励对象共974人，授予限制性股票5314万股，占总股本的3%，其中首次授予的限制性股票数量为5314万股，首次授予价格为6.9元/股（调整后），预留540万股，本次考核对归母净利润收益率、利润总额、经济增加值等指标做出要求，彰显公司未来发展信心。

图表：公司2018年限制性股票解锁安排

解除限售安排	解除限售时间	可解除限售数量占获授权益数量比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	自授予完成登记之日起24个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起36个月内的最后一个交易日当日止	40%	2019年基本每股收益不低于0.61元/股，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；以2017年扣除非经常性损益后的净利润为基数，2019年扣除非经常性损益后的净利润增长率不低于200.84%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；营业利润占利润总额比重不低于75%。
第二个解除限售期	自授予完成登记之日起36个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起48个月内的最后一个交易日当日止	30%	2020年基本每股收益不低于0.67元/股，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；以2017年扣除非经常性损益后的净利润为基数，2020年扣除非经常性损益后的净利润增长率不低于230.85%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；营业利润占利润总额比重不低于75%。
第三个解除限售期	自授予完成登记之日起48个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起60个月内的最后一个交易日当日止	30%	2021年基本每股收益不低于0.74元/股，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；以2017年扣除非经常性损益后的净利润为基数，2021年扣除非经常性损益后的净利润增长率不低于263.89%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；营业利润占利润总额比重不低于75%。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表：公司2023年股票期权行权期安排及业绩考核指标

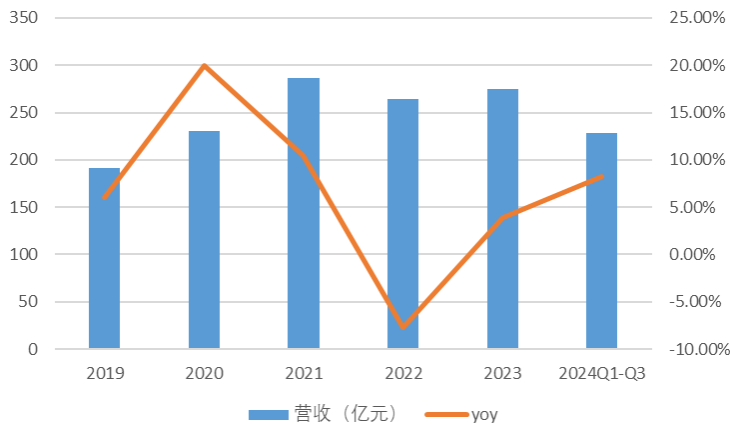
阶段名称	时间安排	行权比例	业绩考核指标
第一个行权期	自授予完成登记之日起24个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起36个月内的最后一个交易日当日止	40%	2024年归母净利润收益率不低于6.0%，且不低于同行业平均业绩或者对标公司75分位值；2024年利润总额比2022年增长不低于20%，且不低于同行业平均业绩或者对标公司75分位值；2024年经济增加值不低于5.04亿或达到集团下达的目标值。
第二个行权期	自授予完成登记之日起36个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起48个月内的最后一个交易日当日止	30%	2025年归母净利润收益率不低于6.5%，且不低于同行业平均业绩或者对标公司75分位值；2025年利润总额比2022年增长不低于35%，且不低于同行业平均业绩或者对标公司75分位值；2025年经济增加值不低于6.04亿或达到集团下达的目标值。
第三个行权期	自授予完成登记之日起48个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起60个月内的最后一个交易日当日止	30%	2026年归母净利润收益率不低于7.0%，且不低于同行业平均业绩或者对标公司75分位值；2026年利润总额比2022年增长不低于50%，且不低于同行业平均业绩或者对标公司75分位值；2026年经济增加值不低于7.04亿或达到集团下达的目标值。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

1.3 混改释放经营活力，公司盈利能力持续提升

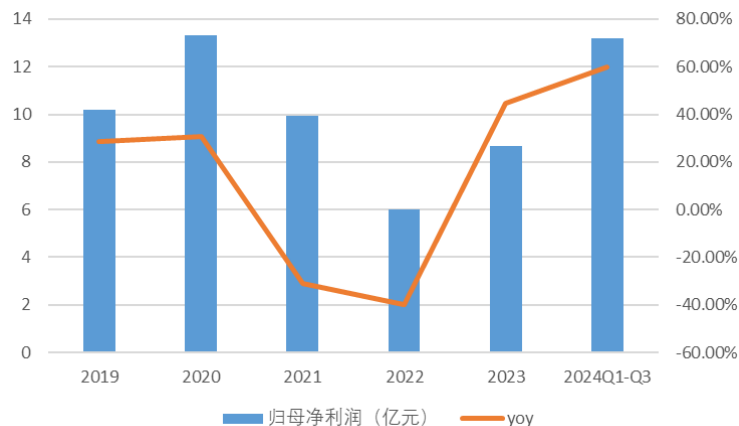
公司收入稳健增长，归母净利润同比高增。公司收入受工程机械周期影响，2021年年中国内工程机械行业开始下行，公司营收达到阶段高峰，2022年收入开始承压，同比有所下降，2023年公司国际化战略加速推进，海外收入持续增长平滑国内下行周期，叠加混改释放经营活力，公司收入、归母净利润均实现转正，分别同比+3.93%，+44.80%。2024年前三季度，公司收入进一步增长至228.56亿元，同比+8.25%，归母净利润达13.21亿元，同比+59.82%，增速进一步扩大。

图表：公司营收及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）

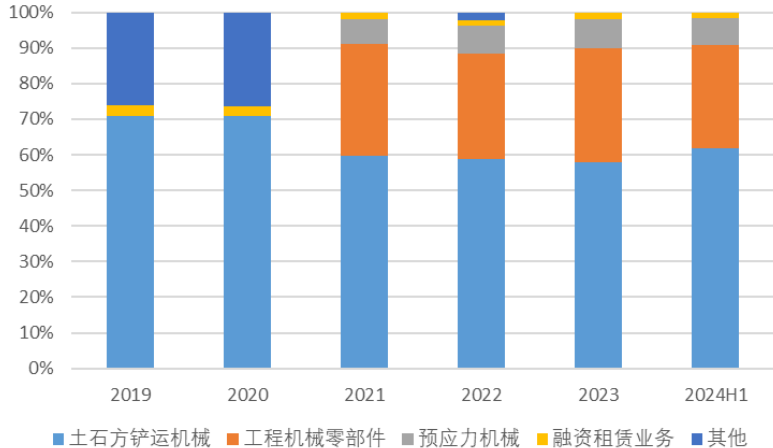


资料来源：Wind，太平洋证券整理

1.3 混改释放经营活力，公司盈利能力持续提升

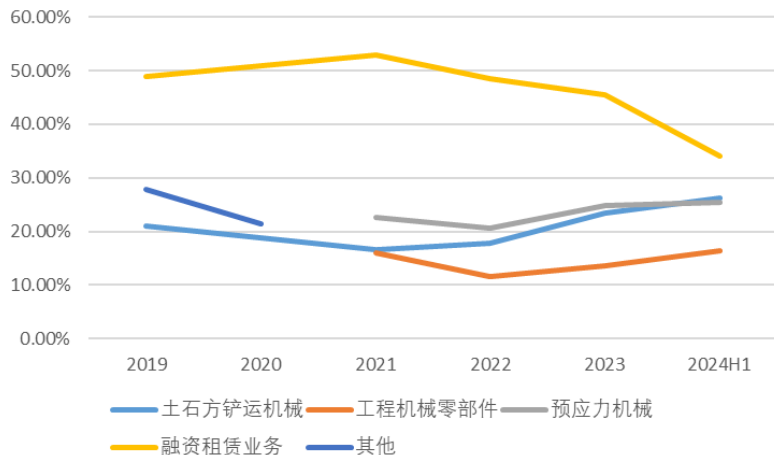
土方机械为公司主要收入来源，**2024H1收入占比61.87%**。土方机械（装载机、挖掘机、平地机、推土机等）一直为公司主要收入来源，2019-2020年收入占比约71%，吸收合并柳工有限后，引入弱周期产品预应力机械、农机等，致土方机械占比有所下降，但营收占比仍超过一半。得益于混改及海外市场加速开拓，公司土方机械、工程机械零部件、预应力机械毛利率均呈现持续改善趋势，2024H1分别为26.21%、16.35%、25.39%。

图表：公司收入结构（单位：%）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表：公司分产品毛利率（单位：%）

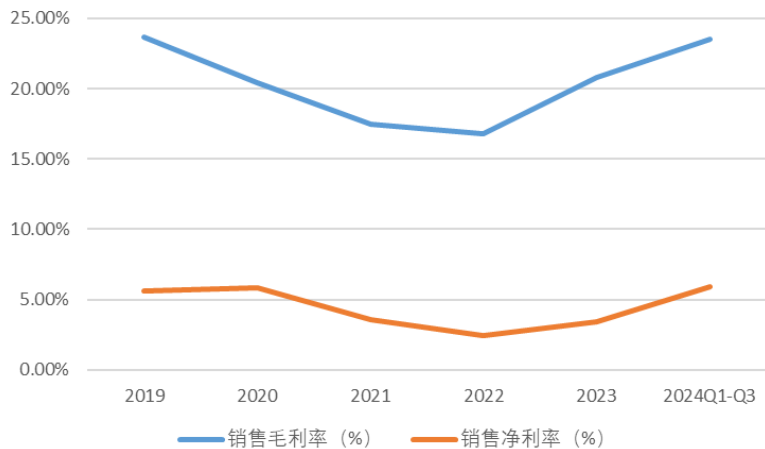


资料来源：Wind，太平洋证券整理

1.3 混改释放经营活力，公司盈利能力持续提升

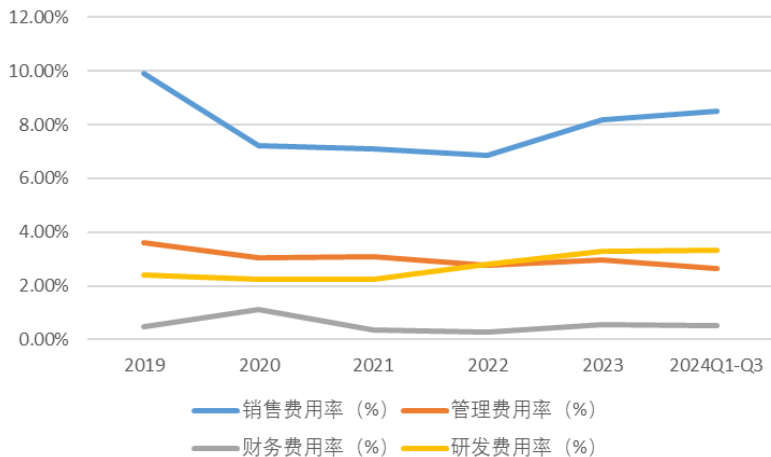
毛利率持续改善，费用率相对稳定。得益于混改后经营效率提升、产品结构优化、海外市场持续开拓，公司盈利能力持续改善，2024年前三季度毛利率达23.48%，较2023年全年提升2.66pct。费用率方面，其中财务、管理、研发费用率相对稳定，销售费用率有所上升，主要系海外渠道开拓所致。预计未来随着公司管理效率持续改善、降本继续推进、产品的销售结构优化以及国际化战略进一步深化，公司盈利能力有望进一步提升。

图表：公司毛利率、净利率（单位：%）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表：公司期间费用率（单位：%）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

第一章节：国企改革焕发活力，公司迈入高质量发展

第二章节：国内市场筑底企稳，海外市场星辰大海

第三章节：产品品类纵横拓展，国际化战略坚定不移

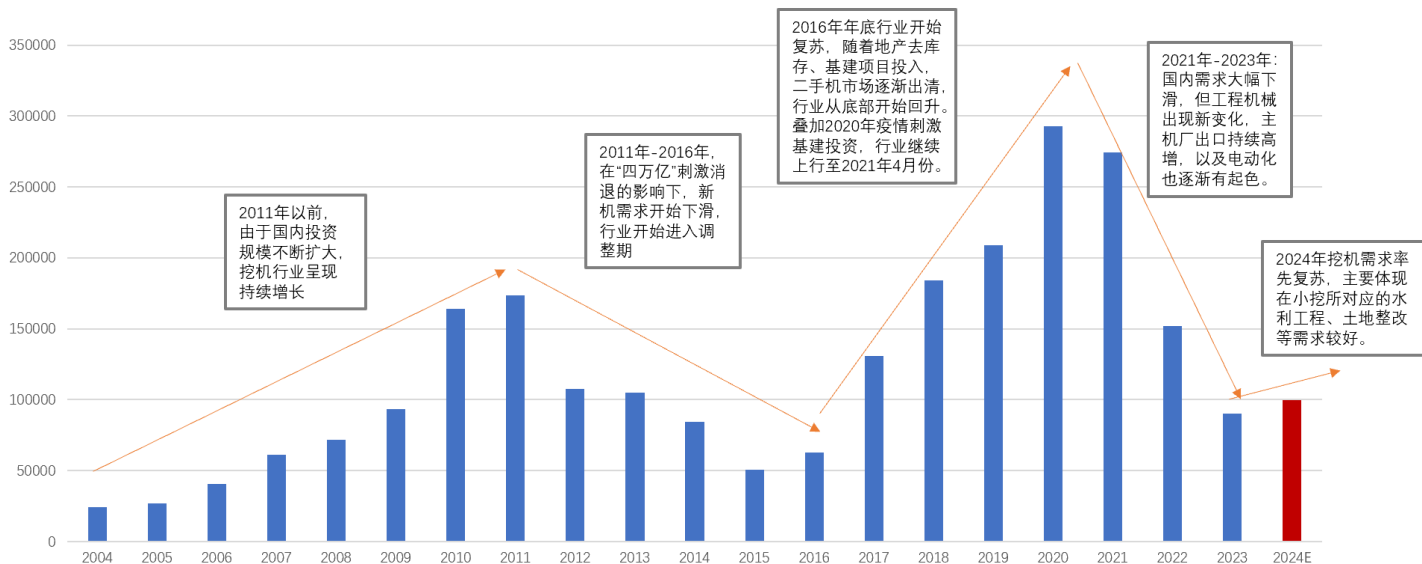
第四章节：盈利预测与投资建议

第五章节：风险提示

2.1 更新周期叠加政策加码，内需正处于企稳回升通道

挖机月度销量已转正，周期底部信号明显。挖机是工程机械行业的核心产品，其应用范围广，是所有品类中的先导产品，今年3月挖机首次月度销量转正，3-11月单月销量同比分别为9.27%、13.30%、29.2%、25.6%、21.9%、18.1%、21.5%、21.6%、20.5%，月度增幅稳定在较高水平，行业底部信号明显，预计后续随着基建、地产系列政策落地，以及叠加更新周期，需求有望继续企稳向上。

图表：挖机历年内销销量（单位：台）



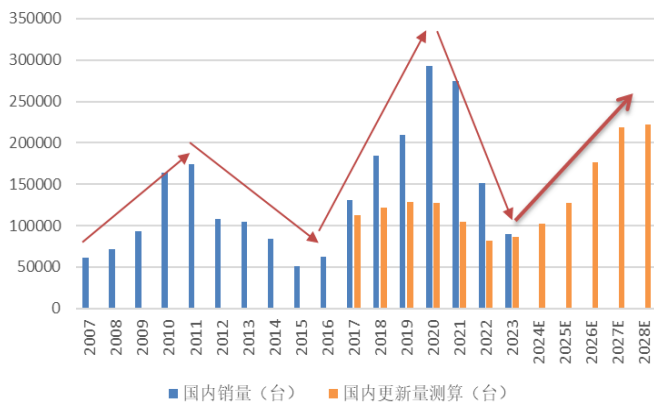
资料来源：工程机械工业协会，太平洋证券整理

2.1 更新周期叠加政策加码，内需有望企稳回升

周期磨底，新一轮更新周期有望启动。假设设备平均更新周期为8年，但销售的设备在使用后第6-10年平均更新，按照此模型，2024年起挖机新一轮更新周期将启动，此后会有几年替换需求。

政策驱动，国二及以下老旧设备有望加快出清。今年住房城乡建设部印发《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》，提到重点任务之一是建筑施工设备更新，按照《施工现场机械设备检查技术规范》(JGJ160)等要求，更新淘汰使用超过10年以上高污染、能耗高、老化磨损严重、技术落后的建筑施工工程机械设备，包括挖掘、装载、混凝土搅拌、升降机、推土机等设备(车辆)。鼓励更新购置新能源、新技术工程机械设备和智能升降机、建筑机器人等智能建造设备。我们测算，到2023年底，按照设备更新平均10年，从保有量看，挖机、装载机、压路机、平地机、摊铺机等设备仍有10-23%的比例为国二，以旧换新政策驱动下，老旧设备有望加速出清。

图表：挖机按6-10年寿命测算更新周期（单位：台）



资料来源：工程机械工业协会，太平洋证券整理

图表：设备更新平均10年，测算保有量结构（单位：台，%）

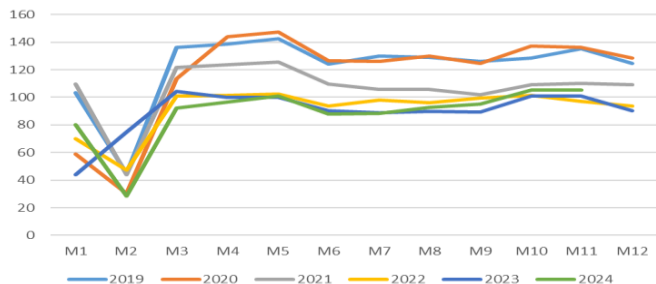
2023年存量	挖掘机	装载机	压路机	平地机	摊铺机
国二 (201401-201603)	150939	201473	22532	3145	3902
国三+国四 (201604-202312)	1380539	663972	95690	12094	15745
总计	1531478	865445	118221	15238	19647
国二存量占比	10%	23%	19%	21%	20%
国三+国四存量占比	90%	77%	81%	79%	80%

资料来源：工程机械工业协会，太平洋证券整理

2.1更新周期叠加政策加码，内需有望企稳回升

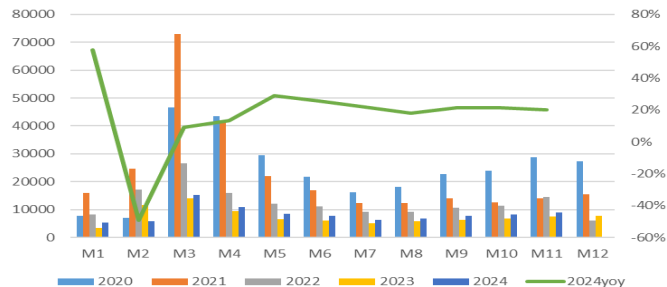
小松开工小时同比转正，下游开工端企稳回暖。11月中国市场小松挖掘机开工小时数为105.4小时，同比增长4.4%，连续四个月转正，表明下游开工端正企稳回暖。同时从销售数据来看，挖机从今年3月至今月度销售持续同比正增长，且增幅维持在较高水平，已显现见底向上趋势，我们认为，后续随着政策端逐步落地、叠加设备更新周期，非挖类产品起重机、混凝土机械等内销也有望企稳回升。

图表：中国市场小松开机小时数（单位：小时）



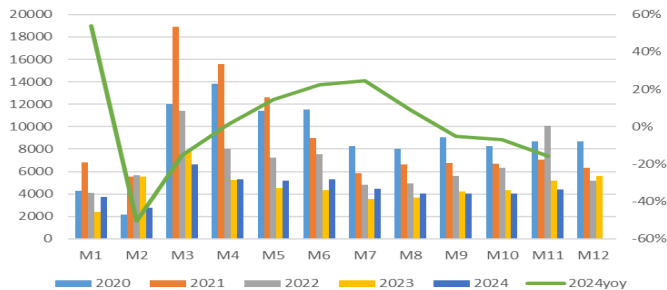
资料来源：小松官网，太平洋证券整理

图表：挖机内销月度销量及同比（单位：台，%）



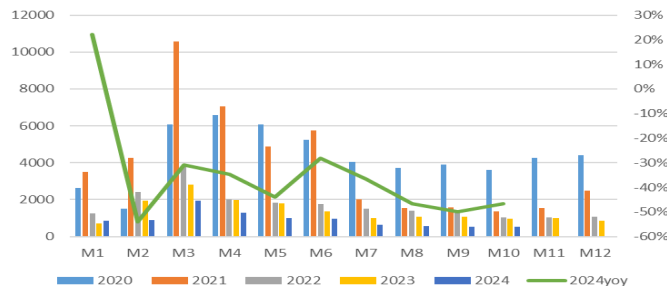
资料来源：工程机械工业协会，太平洋证券整理

图表：装载机内销月度销量及同比（单位：台，%）



资料来源：工程机械工业协会，太平洋证券整理

图表：汽车起重机内销月度销量及同比（单位：台，%）

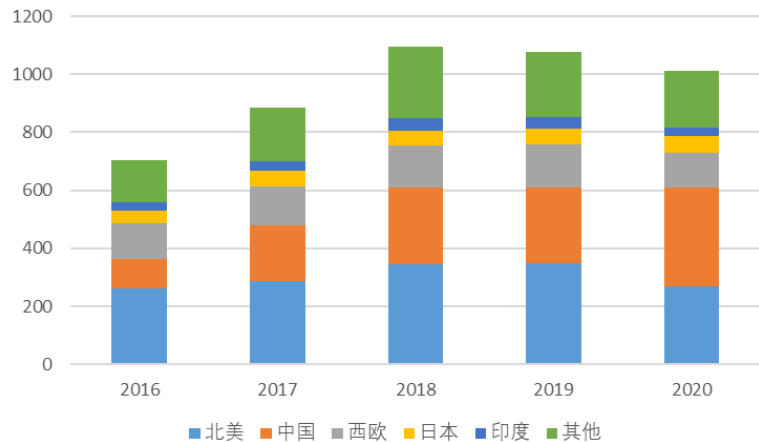


资料来源：工程机械工业协会，太平洋证券整理

2.2 海外市场空间广阔，看好国产主机厂持续深耕

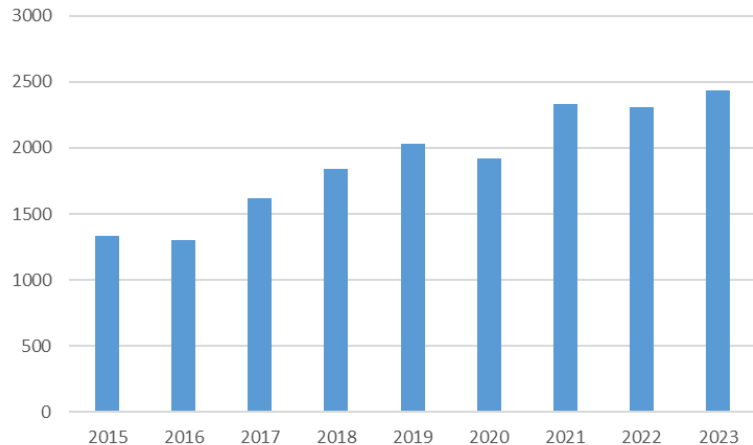
海外市场星辰大海，仍是未来开拓重点。根据Off-highway统计的全球工程机械市场规模（以土方机械为主，包括挖掘机、装载机、伸缩臂叉车、推土机、平地机、自卸车等）及KHL统计的全球工程机械制造商50强年销售额，从金额口径看，海外市场规模约为中国市场的3倍左右，年销售额超千亿美元，市场空间广阔。我们认为，在一带一路沿线国家，中国企业具备天然优势，是出口的重要增长点，欧美发达国家市场规模体量大、目前中国企业份额低，长期来看具有核心竞争力的头部企业进军欧美市场潜力很大。

图表：全球工程机械销售金额（亿美元）



资料来源：Off-highway，柳工公告，太平洋证券整理

图表：全球工程机械50强企业年销售额（亿美元）

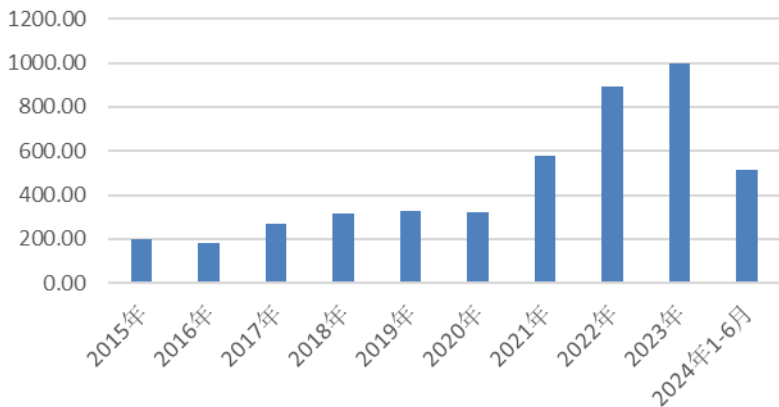


资料来源：KHL，太平洋证券整理

2.2 海外市场空间广阔，看好国产主机厂持续深耕

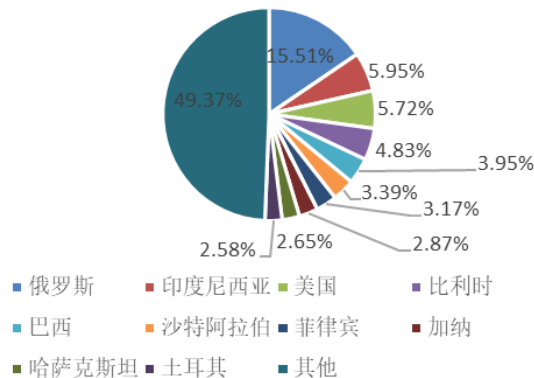
海外市场空间广阔，出口规模快速放大。据中国海关数据，2021年以来中国工程机械出口体量快速放大，主要出口地涉及200余国家，出口区域广泛，其中出口金额占比5%以上的区域仅俄罗斯、印尼、美国，其余地区较为分散。海外高增长，一方面因为2020年疫情导致全球工程机械企业普遍经营受挫，而国内企业较早复工复产，产能、供应链、销售服务等方面与外资企业相比优势明显。同时，国内工程机械厂商在海外开拓多年，本身也具备一定的市场渠道、服务能力，因此能够快速打开海外市场。

图表：2015-2024年中国工程机械行业出口金额（亿元）



资料来源：海关总署（品类含机动推土机、侧铲推土机、筑路机、平地机、铲运机、机械铲、挖掘机、机铲装载机、捣固机械及压路机），太平洋证券整理

图表：2024H1年中国工程机械出口目的地占比



资料来源：海关总署（品类含机动推土机、侧铲推土机、筑路机、平地机、铲运机、机械铲、挖掘机、机铲装载机、捣固机械及压路机），太平洋证券整理

2.2 海外市场空间广阔，看好国产主机厂持续深耕

国产主机厂全球份额仍有很大提升空间。根据KHL发布的数据，2023年全球前50强工程机械企业销售总额达到2434亿美元，创有史以来最高纪录，其中中国企业上榜13家，13家合计销售总额达到419亿美元，份额占比仅17.2%，与海外龙头相比，卡特、小松份额分别为16.8%、10.4%，仍有很大差距，因此，尽管这两年国产厂商在海外收入规模快速放大，但份额提升空间依旧广阔。

图表：挖机历年内销量（单位：台）

排名	公司	2023年销售额（亿美元）	市场份额	排名	公司	2023年销售额（亿美元）	市场份额
1	卡特彼勒	410	16.80%	26	住友	25.85	1.10%
2	小松	253.02	10.40%	27	法亚集团	22.72	0.90%
3	迪尔	147.95	6.10%	28	马尼托瓦克	22.28	0.90%
4	徐工集团	129.64	5.30%	29	多田野	19.96	0.80%
5	利勃海尔	103.2	4.20%	30	希尔博	15.86	0.70%
6	三一重工	102.24	4.20%	31	山推	14.72	0.60%
7	沃尔沃	98.92	4.10%	32	龙工	14.69	0.60%
8	日立建机	91.05	3.70%	33	竹内	14.59	0.60%
9	杰西博	80.82	3.30%	34	临工重机	14	0.60%
10	斗山山猫	74.83	3.10%	35	阿斯太克	13.38	0.50%
11	山特维克	72.71	3.00%	36	安迈	12.84	0.50%
12	中联重科	58.13	2.40%	37	铁建重工	9.83	0.40%
13	美卓奥图泰	56.83	2.30%	38	宝峨	9.31	0.40%
14	安百拓	55.91	2.30%	39	鼎力	8.81	0.40%
15	特雷克斯	51.52	2.10%	40	斯凯杰科	8.66	0.40%
16	豪士科-捷尔杰	49.9	2.00%	41	山河智能	8.49	0.30%
17	久保田	42.95	1.80%	42	欧历胜	8.3	0.30%
18	凯斯纽荷兰	39	1.60%	43	同力重工	8.18	0.30%
19	柳工	38.42	1.60%	44	Hidromek	7.57	0.30%
20	HD Hyundai Infracore	35.7	1.50%	45	森尼伯根	7.47	0.30%
21	现代	29.3	1.20%	46	贝尔设备	7.45	0.30%
22	神钢建机	28.89	1.20%	47	洋马	7.28	0.30%
23	威克诺森	28.72	1.20%	48	默罗	6.92	0.30%
24	曼尼通	26.75	1.10%	49	福田雷沃	6.78	0.30%
25	帕尔菲格	26.51	1.10%	50	星邦智能	5.28	0.20%
全球前50强合计销售额						2434亿美元	
中国企业合计销售额						419亿美元	
中国企业份额						17.20%	

资料来源：KHL，太平洋证券整理

第一节：国企改革焕发活力，公司迈入高质量发展

第二节：国内市场筑底企稳，海外市场星辰大海

第三节：产品品类纵横拓展，国际化战略坚定不移

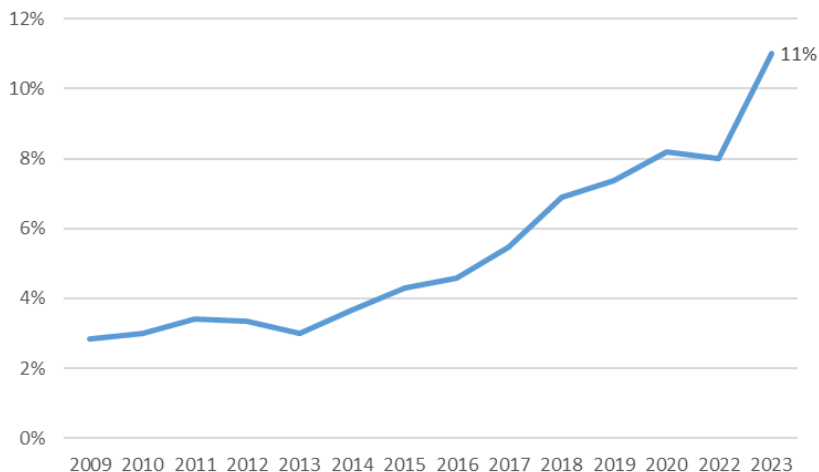
第四节：盈利预测与投资建议

第五节：风险提示

3.1 挖机：挖机内销份额提升明显，产品结构进一步向大型化突破

挖机内销市占率提升明显。2023年，公司挖掘机国内市场占有率超11%，同比提升了3-4个百分点，2024年上半年，公司挖掘机国内销量同比实现正增长 29.5%，增速大幅优于行业水平，市场份额实现再提升 3 个百分点，得益于：1) 公司坚持渠道优化，使渠道竞争力得以提升；2) 公司加大研发投入，发行可转债建设智能工厂并投入使用，使挖机性能提升、成本降低；3) 今年以来农田水利需求旺盛、机器替人扩大小挖应用场景，公司小挖产品竞争力强，能够抢占更多份额。

图表：公司挖机历年市占率（单位：%）



资料来源：工程机械工业协会、公司公告，太平洋证券整理

图表：公司2023年发行可转债

序号	项目名称	项目投资金额 (万元)	募集资金投资额 (万元)	项目情况
1	柳工挖掘机智慧工厂项目	163,794.00	140,000.00	拟整合优化柳州地区两个挖掘机工厂，集中打造挖掘机智慧工厂，建成后预计可实现年产各类挖掘机 1.8 万台。
2	柳工装载机智能化改造项目	130,000.00	70,000.00	新增 3T 及大型矿用装载机，减速机高端零部件等新业务，建成后将成为国内乃至全球智能化程度领先的工程机械综合产业基地，项目建成后年产各类装载机 3.00 万台套，平地机约 0.11 万台套，并具备相关高端配套零部件自制能力。
3	中源液压业务新工厂规划建设项目	47,200.00	24,000.00	拟将广西中源机械有限公司原有液压附件生产线进行整体搬迁，并在此基础上进行产能扩充、技术改造与自动化升级，项目建成后预计可实现年产各类工程机械液压附件约 15 万套。
4	工程机械前沿技术研发与应用项目	24,433.00	20,000.00	开展工程机械低碳化技术、智能化技术、数字化技术、新型基础件技术等方向的产品和技术研发。
5	补充流动资金	46,000.00	46,000.00	
	合计	411,427.00	300,000.00	

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

3.1 挖机：挖机内销份额提升明显，产品结构进一步向大型化突破

挖机结构优化，大型化产品进一步突破。公司对挖机系列产品结构进行了优化，有效提升了中大挖的销售比例，2023年柳工120吨级挖掘机9125F首发海外，此款产品专为矿山工况精心打造，2023年1-8月，柳工累计出口海外近百台60-120吨级超大型挖掘机，包含965EHD、970E、975EHD、990FHD、9125F等，同比增长超过100%。2024年公司陆续向西班牙关键客户交付了首台满足欧洲V阶段排放标准的975F大型挖掘机、向南非某大型矿山交付990F挖掘机、向印尼矿山客户交付首台9125FHD，凭借其高作业效率和高可靠性，大挖产品逐步打开海外优质客户市场，市场竞争力正逐渐增强。

图表：公司9125F大挖产品



资料来源：柳工国际微信公众号，太平洋证券整理

图表：公司975F大挖产品



资料来源：柳工国际微信公众号，太平洋证券整理

3.2 装载机：装载机行业龙头，电动化赋能引领全球

深耕电动化十年，电动装载机领跑行业。柳工从2014年开启工程机械电动化研发，2019年，在北京国际工程机械展上率先推出了856H-EV纯电动装载机和922FE纯电动挖掘机，成为全球首发大型电动工程机械的厂家，实现了从“0”到“1”的飞跃。公司在电动化领域深耕十年，现已覆盖装载机、挖掘机、矿用卡车、高空作业平台等11条电动产品线，成为行业内电动产品种类最齐全的品牌之一。公司2024半年报披露，上半年公司电动装载机销量同比增幅159%，市场占有率保持行业领先地位。与此同时，柳工官网微信公众号发布文章，其电动装载机6月单月第600台下线，电装单月产销量破记录，根据工程机械工业协会数据，2024年6月单月行业电装销售1570台，表明柳工电装领跑行业。

图表：公司电控及电装产品

电动装载机		
 额定载质量: 2000 kg 工作质量: 4000 kg 最大牵引力: 40 kN	 额定载质量: 3000 kg 工作质量: 4400 kg 最大牵引力: 50 kN	 额定载质量: 5000 kg 工作质量: 9000 kg 最大牵引力: 175 kN
 额定载质量: 5000 kg 工作质量: 9000 kg 最大牵引力: 175 kN	 额定载质量: 5000 kg 工作质量: 9000 kg 最大牵引力: 180 kN	 额定载质量: 6000 kg 工作质量: 10000 kg 最大牵引力: 180 kN
 额定载质量: 6000 kg 工作质量: 10700 kg 最大牵引力: 190 kN	 额定载质量: 7000 kg 工作质量: 12700 kg 最大牵引力: 200 kN	 额定载质量: 7000 kg 工作质量: 12400 kg 最大牵引力: 270 kN
 额定载质量: 7000 kg 工作质量: 12400 kg 最大牵引力: 270 kN	 额定载质量: 10000 kg 工作质量: 18000 kg 最大牵引力: 270 kN	
电动挖掘机		
 机重: 1780 kg 功率: 10 kW 挖掘力: 0.28 kN	 机重: 2760/2980 kg 功率: 16.8 kW 挖掘力: 0.28 kN	 机重: 8180 kg 功率: 90 kW 挖掘力: 0.2 kN
 机重: 24100 kg 功率: 140 kW 挖掘力: 1.2 kN	 机重: 20000 kg 功率: 140 kW 挖掘力: 1.2 kN	 机重: 24000 kg 功率: 160 kW 挖掘力: 1.2 kN
 机重: 38000 kg 功率: 208 kW 挖掘力: 2.0 kN	 机重: 60000 kg 功率: 480/210 kW (柴油/电) 挖掘力: 3.0 kN	

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表：公司电装单月产品超600台

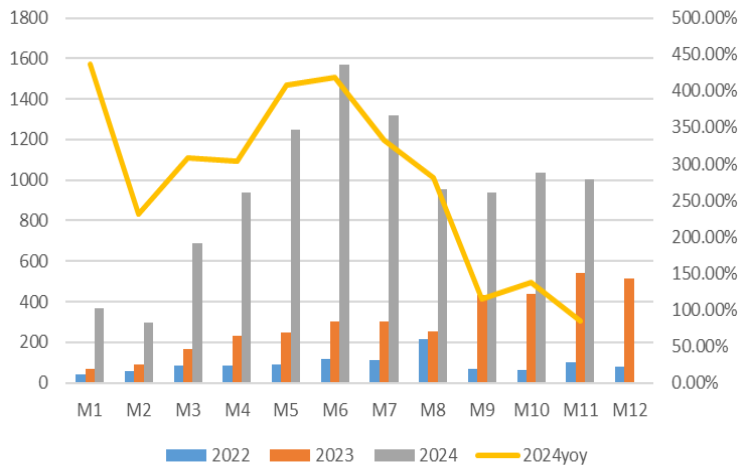


资料来源：柳工微信公众号，太平洋证券整理

3.2 装载机：装载机行业龙头，电动化赋能引领全球

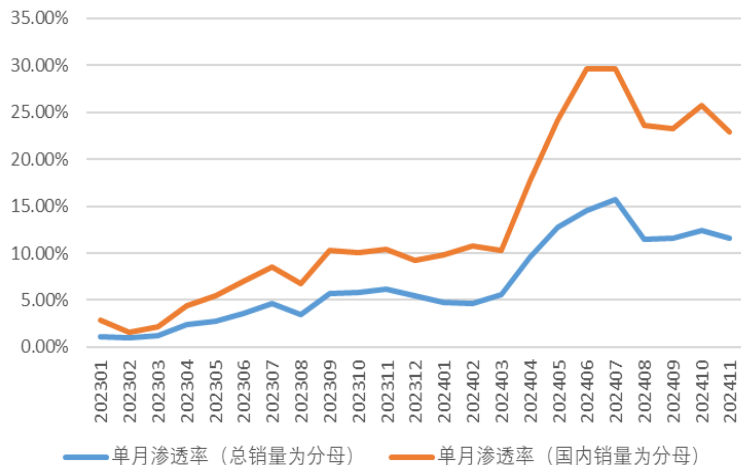
国内电装渗透率快速提升，公司有望凭借优势在海外弯道超车。根据工程机械工业协会数据，电装销售持续增长，2024年1-11月，全行业共销售电动装载机10366台，同比增长236.67%，电动化渗透率进一步突破，2024年1-11月，电动装载机渗透率达10.49%，考虑到目前电动化产品销售仍以国内为主，若以国内销量为分母，2024年1-11月，电动装载机渗透率已达20.80%。柳工作为行业龙头企业，目前公司电动化产品已成功获得欧盟市场的CE认证证书，并远销海外35多个国家和地区，累计销量突破6500台。同时其装载机产品6月单月海外销量超1000台，其中电动装载机单月出口超100台，其电动产品全球领跑，有望凭借全球化布局、以及领先的电动技术实现弯道超车。

图表：电动装载机单月销量及同比（单位：台，%）



资料来源：工程机械工业协会，太平洋证券整理

图表：电动装载机渗透率（单位：%）

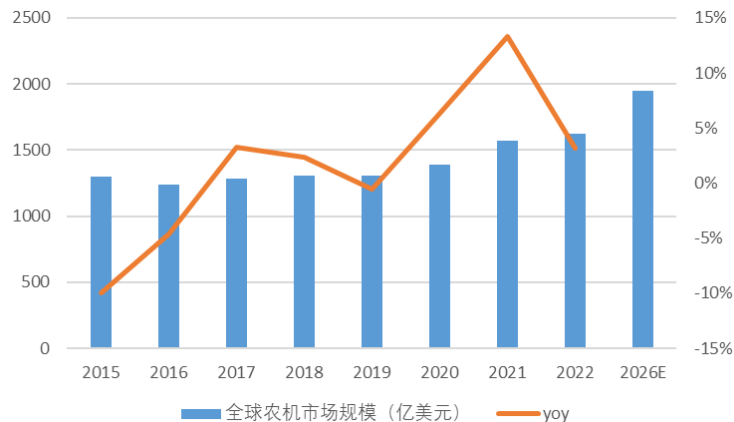


资料来源：工程机械工业协会，太平洋证券整理

3.3 农机：坚持高端、大型、自主可控，农机业务批量销售在即

全球农机市场空间广阔，公司农机业务批量销售在即。依据FactMr数据显示，全球农机市场呈现稳定增长态势，2022年全球规模达到1620亿美元，同比增长3%，到2026年全球农业机械市场规模将进一步扩容至1949亿美元，并继续保持稳定增长态势。公司农机业务成立于2016年，2017年甘蔗收获机正式对外发布，2022年大型甘蔗收获机首次批量进军亚太市场。拖拉机产品发布于2020年，柳工对农拖的发展定位是坚持“高端，大型，核心技术自主”，目前多款新产品分别在东南亚、国际特区及我国北方等重点市场开展各种工况的可靠性试验及适应性推广验证，已取得可喜成效，计划四季度小批量交付客户订单，明年有望形成规模销售。

图表：全球农业机械市场规模统计及预测（单位：亿美元）



资料来源：威马农机招股说明书、德国机械设备制造业联合会（VDMA）、FactMr、ReportLinker，太平洋证券整理

图表：公司农机产品



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

3.4 矿山机械：矿山设备产品齐全，打造矿山全面解决方案

公司矿山设备产品齐全，可根据不同工况提供解决方案。公司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，满足客户多样化需求。公司矿用装载机、矿用挖掘机、矿用推土机、矿用平地机、矿用卡车等产品可以为客户提供从“钻孔-开采-铲装”至“运输-铲运”的矿山全面解决方案，目前，柳工的各种大型设备高效应用在东盟、南美、澳洲、俄罗斯、非洲、欧美等典型矿山上，让矿山运营更安全、高效、便捷。2024年上半年，公司产品+解决方案的市场策略深入实施，大客户占比再提升6个百分点，完成7大行业的11个场景产品组合解决方案输出，实现4个新场景解决方案的拓展。矿山机械业务持续推进产品电智化、大型化研发，建立直销模式、优化客户结构，2024年上半年销售收入增长71%，宽体车国内、海外销量分别增长48.7%和55.7%。

图表：柳工矿山机械产品

矿用装载机



矿用挖掘机



矿用推土机



矿用平地机



矿卡



3.5 国际化：国际化战略坚定不移，大力开拓海外市场

国际化战略持续推进，全球产业布局逐步完善。2002年，柳工正式开启了国际化征程，经过二十二年的探索，柳工走出了一条从海外贸易、海外营销、到海外制造、海外并购，以及海外人才培养和储备的国际化路径，并按照营销网络建设、研发制造本地化、投资并购“三部曲”的战略思维开展国际化业务。截止2024年年中，公司在全球拥有 25 个制造基地，5 个研发中心，拥有16,000 余名员工，已成为处在行业技术、生产和供应物流前沿的全球领先的装备与技术解决方案提供商。

图表：公司出海发展历程



资料来源：广西国资微信公众号，太平洋证券整理

图表：公司海外布局版图

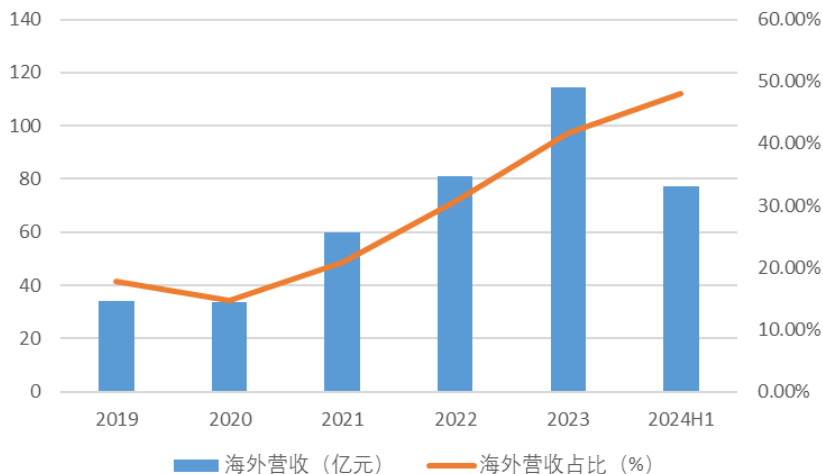


资料来源：广西贸促微信公众号，太平洋证券整理

3.5 国际化：国际化战略坚定不移，大力开拓海外市场

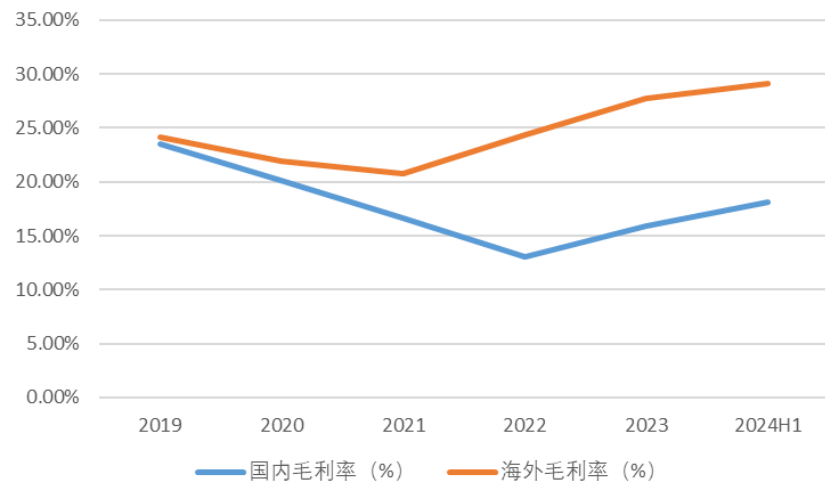
海外收入持续增长，盈利能力高于国内。经过20余年深耕，海外已进入收获期，2023年公司海外收入首次破百亿，达到114.62亿元，同比增长41.18%，2024年海外市场继续发力，上半年实现收入77.12亿元，同比增长18.81%，营收占比达48.02%，较2023年全年提升6.37pct。从区域结构来看，其中非洲、拉美、南亚、中东中亚市场收入高速增长，收入结构占比在扩大。同时，随着公司降本增效、产品线的拓宽，国内海外市场毛利率均有不同程度提升，其中海外盈利能力显著高于国内，2024年上半年海外毛利率达29.09%，比国内高10.94pct。

图表：公司海外收入及营收占比（单位：亿元，%）



资料来源：广西国资微信公众号，太平洋证券整理

图表：公司内外销毛利率（单位：%）



资料来源：广西贸促微信公众号，太平洋证券整理

第一节：国企改革焕发活力，公司迈入高质量发展

第二节：国内市场筑底企稳，海外市场星辰大海

第三节：产品品类纵横拓展，国际化战略坚定不移

第四节：盈利预测与投资建议

第五节：风险提示

盈利预测与投资建议

预计2024年-2026年公司营业收入分别为301.93亿元、350.01亿元和411.62亿元，归母净利润分别为15.75亿元、21.50亿元和27.45亿元，对应EPS分别为0.78元、1.07元、1.37元。公司不断纵横拓展产品品类、坚定推进国际化战略、同时混改成效明显，助力公司盈利能力持续改善，成长确定性高，给予“买入”评级，6个月目标价16.04元，相当于2025年15倍动态市盈率。

财务摘要

■ 盈利预测和财务指标				
	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	27519	30193	35001	41162
营业收入增长率(%)	3.9%	9.7%	15.9%	17.6%
归母净利（百万元）	868	1575	2150	2745
净利润增长率(%)	44.8%	81.5%	36.5%	27.7%
摊薄每股收益（元）	0.44	0.78	1.07	1.37
市盈率（PE）	15.2	14.1	10.3	8.1

资料来源：携宁，太平洋证券整理

盈利预测与投资建议

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,235	10,353	10,277	10,789	11,517
应收和预付款项	8,208	8,627	9,064	10,710	12,562
存货	7,988	8,482	8,889	10,189	11,927
其他流动资产	6,071	5,812	5,413	5,753	6,097
流动资产合计	29,502	33,275	33,643	37,441	42,102
长期股权投资	688	669	647	625	603
投资性房地产	235	325	325	325	325
固定资产	4,902	6,120	6,140	6,185	6,244
在建工程	810	586	481	376	271
无形资产开发支出	1,555	1,451	1,469	1,453	1,414
长期待摊费用	21	14	14	14	14
其他非流动资产	34,047	37,412	38,065	41,855	46,513
资产总计	42,258	46,578	47,141	50,834	55,385
短期借款	4,889	6,974	5,974	5,874	5,774
应付和预收款项	9,859	11,423	11,413	13,367	15,708
长期借款	1,560	1,257	1,057	957	907
其他负债	8,775	8,928	9,959	10,537	11,164
负债合计	25,083	28,581	28,403	30,735	33,552
股本	1,951	1,951	2,010	2,010	2,010
资本公积	6,019	6,039	5,980	5,980	5,980
留存收益	7,933	8,606	9,470	10,663	12,184
归母公司股东权益	15,747	16,532	17,158	18,351	19,872
少数股东权益	1,427	1,464	1,580	1,748	1,961
股东权益合计	17,175	17,997	18,738	20,099	21,833
负债和股东权益	42,258	46,578	47,141	50,834	55,385

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	959	1,629	1,954	2,137	2,595
投资性现金流	-478	-504	-377	-458	-482
融资性现金流	456	1,537	-1,640	-1,167	-1,385
现金增加额	937	2,677	-76	512	728

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26,480	27,519	30,193	35,001	41,162
营业成本	22,031	21,790	23,700	27,271	31,862
营业税金及附加	128	172	196	228	268
销售费用	1,821	2,251	2,476	2,730	3,211
管理费用	733	814	876	1,015	1,194
财务费用	75	152	0	0	0
资产减值损失	-206	-254	-164	-128	-104
投资收益	80	102	91	116	136
公允价值变动	0	6	0	0	0
营业利润	768	1,177	2,163	2,977	3,808
其他非经营损益	22	33	32	33	34
利润总额	790	1,209	2,195	3,010	3,842
所得税	143	268	505	692	884
净利润	647	942	1,691	2,318	2,959
少数股东损益	48	74	115	168	213
归母股东净利润	599	868	1,575	2,150	2,745

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	16.80%	20.82%	21.50%	22.08%	22.59%
销售净利率	2.26%	3.15%	5.22%	6.14%	6.67%
销售收入增长率	-7.74%	3.93%	9.72%	15.93%	17.60%
EBIT 增长率	-33.17%	37.91%	104.02%	37.10%	27.65%
净利润增长率	-39.90%	44.80%	81.52%	36.47%	27.71%
ROE	3.81%	5.25%	9.18%	11.71%	13.82%
ROA	1.56%	2.12%	3.61%	4.73%	5.57%
ROIC	2.44%	2.81%	5.71%	7.53%	9.14%
EPS (X)	0.31	0.44	0.78	1.07	1.37
PE (X)	19.01	15.15	14.12	10.34	8.10
PB (X)	0.73	0.80	1.30	1.21	1.12
PS (X)	0.43	0.48	0.74	0.64	0.54
EV/EBITDA (X)	9.39	8.23	7.73	5.75	4.45

资料来源：携宁，太平洋证券整理

第一节：国企改革焕发活力，公司迈入高质量发展

第二节：国内市场筑底企稳，海外市场星辰大海

第三节：产品品类纵横拓展，国际化战略坚定不移

第四节：盈利预测与投资建议

第五节：风险提示

风险提示

风险一：国内市场需求不及预期；

风险二：海外市场开拓不及预期；

风险三：市场竞争加剧等。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街9号华远企业号D座二单元七层

上海市浦东南路500号国开行大厦10楼D座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心19层1904号

广州市大道中圣丰广场988号102室



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。