

柳工(000528)

报告日期: 2025 年 01 月 02 日

## 2025 年目标净利率提升 1% 以上, 公司业绩有望持续高增

### ——柳工点评报告

事件: 2024 年 12 月 27 日晚, 公司公告 2025 年度预算营业收入为 346 亿元, 销售净利率提高一个百分点以上。

#### 投资要点

##### □ 2025 年目标净利率提升 1% 以上, 公司业绩有望持续高增

2024 年 12 月 27 日晚, 公司公告 2025 年度预算营业收入为 346 亿元, 销售净利率提高一个百分点以上, 彰显公司 2025 年盈利能力提升、业绩高速增长的信心。据公司年度预算及我们的盈利预测, 预计 2025 年营业收入同比增长 15%, 归母净利润同比增长 41%, 公司业绩有望实现持续高增长。

##### □ 拟 3-6 亿元二次回购股份, 彰显公司长期发展信心

12 月 2 日晚, 公司公告称拟以公司自有资金及股票回购专项贷款资金 (贷款不超过 4.2 亿元人民币), 拟 3-6 亿元二次回购股份, 拟用于股权激励或员工持股计划, 回购股份的价格不超过 18.20 元/股, 彰显公司长期发展信心。

##### □ 混改+土方机械+电动装载机弹性标的, 挖掘机产品结构优化

1) 混改释放业绩弹性: 公司混改后执行力大幅提升, 围绕“盈利增长、业务增长、能力成长”经营主线, 积极推进全价值链降本增效。2024 前三季度公司归母净利润 13.2 亿元, 同比增长 60%; 毛利率 23.5%, 同比提升 2.8pct; 净利率 5.9%, 同比提升 2.0pct; ROE (平均) 达 7.8%, 同比提升 2.6pct。

2) 土方机械率先筑底复苏: 目前工程机械板块土方机械率先筑底复苏, 2024H1 土方机械业务板块 (挖掘机、装载机等) 收入占比达 62%, 收入同比增长 16%。

3) 电动装载机向上弹性最大的公司之一: 目前电动装载机销量高速增长, 11 月单月电动装载机销量 1005 台, 同比增长 85%, 渗透率达 12%。公司为我国装载机龙头, 2024H1 公司电动装载机销量同比增长 159%。

4) 挖机产品结构优化: 2024H1 公司挖掘机国内销量同比增长 29.5%, 市占率同比提升约 3pct。矿山机械持续推进大型化研发, 2024H1 矿山机械收入同比增长 71%。

##### □ 工程机械行业反转逻辑加强: 出口市占率提升、内需改善、更新周期启动

1) 出口: 挖掘机外销拐点或隐现, 海外市占率有望提升。11 月挖掘机出口销量 8570 台, 同比增长 15%, 8-11 月连续 4 个月正增长, 我们认为挖掘机外销存在继续正增长的概率。11 月装载机出口销量 4263 台, 同比增长 16%。

2) 国内: 挖掘机内销拐点或已现, 期待国内更新周期启动。11 月挖掘机国内销量 9020 台, 同比增长 21%, 3-11 月连续 9 个月正增长, 我们预计挖掘机内销正增长趋势有望延续。近期房地产政策持续利好; 采矿业投资高增、水利建设等有望提供内需增长动能。按 8-10 年更新周期, 预计 2024 年挖机更新需求有望触底。

##### □ 盈利预测与估值: 预计 2024-2026 年归母净利润为 15.4 亿、21.7 亿、28.2 亿元, 同比增长 78%、41%、30% (2024-2026 年 CAGR 为 35%), 2025 年 1 月 2 日收盘价对应 PE 为 15、11、8 倍。维持“买入”评级。

##### □ 风险提示: 基建、地产投资不及预期; 海外贸易摩擦风险。

#### 财务摘要

| (百万元)     | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 27519 | 30014 | 34603 | 40836 |
| (+/-) (%) | 4%    | 9%    | 15%   | 18%   |
| 归母净利润     | 868   | 1541  | 2167  | 2819  |
| (+/-) (%) | 45%   | 78%   | 41%   | 30%   |
| 每股收益(元)   | 0.43  | 0.76  | 1.07  | 1.40  |
| P/E       | 27    | 15    | 11    | 8     |
| ROE(%)    | 5%    | 9%    | 11%   | 13%   |

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 邱世梁

执业证书号: S1230520050001

qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

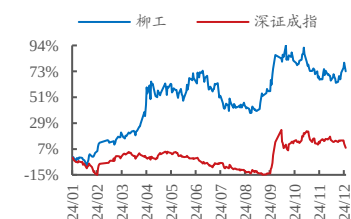
研究助理: 徐琛奇

xuchenqi@stocke.com.cn

#### 基本数据

|          |           |
|----------|-----------|
| 收盘价      | ¥ 11.57   |
| 总市值(百万元) | 23,362.50 |
| 总股本(百万股) | 2,019.23  |

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《拟 3-6 亿元二次回购股份; 混改+土方机械+电动装载机弹性标的》2024.12.11
- 《业绩预告符合预期, 混改、电动装载机高增、挖机市占率提升》2024.07.15
- 《一季度业绩超预期, 混改变革+国际化促盈利能力持续提升》2024.04.10

1 可比公司估值表

图1：可比公司估值表

| 可比公司估值表（数据更新至2025年1月2日） |       |            |           |           |       |       |       |       |       |       |       |            |                   |
|-------------------------|-------|------------|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|-------------------|
| 代码                      | 公司    | 市值<br>(亿元) | 股价<br>(元) | 归母净利润（亿元） |       |       |       | PE    |       |       |       | PB<br>(LF) | ROE（平均）<br>(2023) |
|                         |       |            |           | 2023A     | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |            |                   |
| 600031.SH               | *三一重工 | 1337       | 15.77     | 45.3      | 61.7  | 80.2  | 98.0  | 30    | 22    | 17    | 14    | 1.9        | 7%                |
| 000425.SZ               | *徐工机械 | 910        | 7.70      | 53.3      | 62.2  | 78.2  | 97.9  | 17    | 15    | 12    | 9     | 1.5        | 10%               |
| 000157.SZ               | *中联重科 | 607        | 7.00      | 35.1      | 39.1  | 51.8  | 63.7  | 17    | 16    | 12    | 10    | 1.1        | 6%                |
| 000680.SZ               | *山推股份 | 144        | 9.58      | 7.7       | 10.3  | 14.5  | 19.0  | 19    | 14    | 10    | 8     | 2.4        | 15%               |
|                         | 平均值   | 749        | 10.01     | 35.3      | 43.3  | 56.2  | 69.6  | 21    | 16    | 12    | 10    | 1.7        | 9%                |
| 000528.SZ               | *柳工   | 234        | 11.57     | 8.7       | 15.4  | 21.7  | 28.2  | 27    | 15    | 11    | 8     | 1.3        | 5%                |

注：\*为浙商研究所覆盖标的，采用浙商证券研究所预测数据。  
资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 33275 | 34006 | 37617 | 42109 |
| 现金             | 10353 | 10870 | 11414 | 11870 |
| 交易性金融资产        | 133   | 54    | 72    | 87    |
| 应收账款           | 8305  | 8523  | 10564 | 12633 |
| 其它应收款          | 1457  | 1589  | 1832  | 2162  |
| 预付账款           | 322   | 340   | 384   | 446   |
| 存货             | 8482  | 8686  | 9766  | 11490 |
| 其他             | 4223  | 3944  | 3586  | 3421  |
| <b>非流动资产</b>   | 13303 | 14319 | 14791 | 15198 |
| 金融资产类          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 669   | 739   | 699   | 702   |
| 固定资产           | 6116  | 6852  | 7425  | 8017  |
| 无形资产           | 1451  | 1538  | 1583  | 1582  |
| 在建工程           | 586   | 552   | 447   | 328   |
| 其他             | 4481  | 4638  | 4637  | 4569  |
| <b>资产总计</b>    | 46578 | 48325 | 52409 | 57307 |
| <b>流动负债</b>    | 22274 | 24069 | 25619 | 26991 |
| 短期借款           | 6974  | 8123  | 7335  | 6425  |
| 应付款项           | 11369 | 10629 | 12360 | 14675 |
| 预收账款           | 53    | 47    | 59    | 71    |
| 其他             | 3878  | 5270  | 5866  | 5820  |
| <b>非流动负债</b>   | 6307  | 4522  | 4707  | 5179  |
| 长期借款           | 1257  | 1257  | 1257  | 1257  |
| 其他             | 5050  | 3265  | 3450  | 3922  |
| <b>负债合计</b>    | 28581 | 28591 | 30326 | 32170 |
| 少数股东权益         | 1464  | 1593  | 1774  | 2010  |
| 归属母公司股东权       | 16532 | 18141 | 20308 | 23127 |
| <b>负债和股东权益</b> | 46578 | 48325 | 52409 | 57307 |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2023  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------|-------|--------|--------|--------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1629  | 1673   | 2149   | 2420   |
| 净利润            | 942   | 1669   | 2349   | 3054   |
| 折旧摊销           | 664   | 506    | 570    | 635    |
| 财务费用           | 152   | 166    | 193    | 229    |
| 投资损失           | (102) | (91)   | (96)   | (94)   |
| 营运资金变动         | 393   | (662)  | 223    | 555    |
| 其它             | (420) | 84     | (1090) | (1961) |
| <b>投资活动现金流</b> | (504) | (1078) | (1047) | (918)  |
| 资本支出           | (994) | (1120) | (951)  | (1022) |
| 长期投资           | (71)  | 54     | (12)   | (10)   |
| 其他             | 562   | (11)   | (84)   | 113    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1537  | 623    | 241    | 55     |
| 短期借款           | 2085  | 1149   | (788)  | (910)  |
| 长期借款           | (303) | 0      | 0      | 0      |
| 其他             | (245) | (526)  | 1030   | 965    |
| <b>现金净增加额</b>  | 2662  | 1218   | 1344   | 1557   |

### 利润表

| (百万元)           | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 27519 | 30014 | 34603 | 40836 |
| 营业成本            | 21790 | 22986 | 25933 | 30139 |
| 营业税金及附加         | 172   | 155   | 188   | 229   |
| 营业费用            | 2251  | 2581  | 2941  | 3430  |
| 管理费用            | 814   | 840   | 952   | 1103  |
| 研发费用            | 907   | 1050  | 1246  | 1470  |
| 财务费用            | 152   | 166   | 193   | 229   |
| 资产减值损失          | (254) | (235) | (244) | (309) |
| 公允价值变动损益        | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 投资净收益           | 102   | 91    | 96    | 94    |
| 其他经营收益          | 420   | 269   | 275   | 268   |
| <b>营业利润</b>     | 1177  | 2047  | 2904  | 3815  |
| 营业外收支           | 33    | 33    | 33    | 33    |
| <b>利润总额</b>     | 1209  | 2079  | 2936  | 3848  |
| 所得税             | 268   | 411   | 587   | 794   |
| <b>净利润</b>      | 942   | 1669  | 2349  | 3054  |
| 少数股东损益          | 74    | 128   | 182   | 236   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 868   | 1541  | 2167  | 2819  |
| EBITDA          | 1986  | 2664  | 3535  | 4484  |
| EPS（最新摊薄）       | 0.43  | 0.76  | 1.07  | 1.40  |

### 主要财务比率

|                | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 3.93%  | 9.07%  | 15.29% | 18.01% |
| 营业利润           | 53.17% | 73.96% | 41.86% | 31.40% |
| 归属母公司净利润       | 44.80% | 77.55% | 40.66% | 30.06% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 20.82% | 23.42% | 25.05% | 26.19% |
| 净利率            | 3.42%  | 5.56%  | 6.79%  | 7.48%  |
| ROE            | 5.38%  | 8.89%  | 11.27% | 12.98% |
| ROIC           | 4.02%  | 5.90%  | 7.71%  | 9.45%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 61.36% | 59.16% | 57.86% | 56.14% |
| 净负债比率          | 30.52% | 37.25% | 32.96% | 27.16% |
| 流动比率           | 1.49   | 1.41   | 1.47   | 1.56   |
| 速动比率           | 1.11   | 1.05   | 1.09   | 1.13   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.62   | 0.63   | 0.69   | 0.74   |
| 应收账款周转率        | 3.50   | 3.71   | 3.88   | 3.83   |
| 应付账款周转率        | 3.73   | 3.86   | 4.09   | 4.07   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.43   | 0.76   | 1.07   | 1.40   |
| 每股经营现金         | 0.81   | 0.83   | 1.06   | 1.20   |
| 每股净资产          | 8.47   | 8.98   | 10.06  | 11.45  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 26.92  | 15.16  | 10.78  | 8.29   |
| P/B            | 1.37   | 1.29   | 1.15   | 1.01   |
| EV/EBITDA      | 6.65   | 9.48   | 6.82   | 5.05   |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>