

柳工（000528）

2024 年业绩预告点评：减值加速导致业绩不及预期，看好 25 年利润高增

买入（维持）

2025 年 02 月 06 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	26480	27519	30627	34642	38487
同比（%）	(7.74)	3.93	11.29	13.11	11.10
归母净利润（百万元）	599.33	867.81	1,371.87	2,071.69	2,841.31
同比（%）	(39.90)	44.80	58.08	51.01	37.15
EPS-最新摊薄（元/股）	0.30	0.43	0.68	1.03	1.41
P/E（现价&最新摊薄）	39.28	27.13	17.16	11.36	8.29

投资要点

■ **Q4 利润低于预期，主要系减值加速计提&费用增长。**24 年公司预计实现归母净利润 12.6-14.8 亿元，同比+45%-70%，中位数 13.7 亿元，同比+58%；扣非归母净利润 10.7-12.8 亿元，同比+87%至 125%，中位数 11.7 亿元，同比+106%。Q4 单季度归母净利润-0.6-1.5 亿元，同比-250%至+273%，中位数 0.5 亿元，同比+11%。公司 Q4 利润不及预期（此前预期约 2 亿），我们判断主要系公司减值加速计提&研发高增：①混凝土机械：公司主动收缩混凝土业务，减少未来风险；②农机：公司农机业务正处于推广期，存在部分存货和坏账风险减值；③研发端：Q4 加大超大型产品、电动化、农机等新产品研发投入。

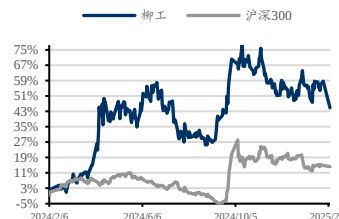
■ **预计土石方 2025 年国内外均边际改善，看好全年利润高增。**行业层面，预计 25 年内销将受益于下游基建回款端边际好转&雅鲁藏布江电站等大项目支撑，土石方机械销量有望实现双位数以上增长；海外来看，25 年预计亚非拉等新兴地区仍有望保持快速增长。公司土石方机械收入占比较高，有望在收入端实现较高增速。利润端，随着国内土石方市占率逐步提升，规模效应下毛利端将迎来明显改善；且 25 年减值计提拖累减少，资产质量较高，有望在利润端实现高增。根据公司此前发布的经营计划，2025 全年营收约 346 亿，净利率实现 6%以上，对应利润 20.8 亿元，按照 24 年中位数 13.7 亿元计算，25 年利润增速超 50%。我们判断公司 2025 年仍是工程机械板块利润增速最快的龙头之一，利润率相较于其他工程机械龙头仍有较大提升空间，业绩增长确定性强。

■ **二次回购用于股权激励，长期股价有支撑、业绩有保障。**2024 年 12 月 19 日公司发布二期股份回购公告，称公司拟使用自有资金及股票回购专项贷款资金通过集中竞价的方式回购部分公司股票用于股权激励或员工持股计划，回购总金额不低于 3 亿元且不超过 6 亿元。截至 2025 年 1 月 10 日，公司二次回购股份占比已达到 1.03%，加上 2024 年 7 月首次回购的 0.98%，公司已经累计回购 2%股份，彰显公司长期发展信心，保障业绩可持续性。

■ **盈利预测与投资评级：**由于公司 Q4 业绩预告低于此前预期，我们下调公司 24-26 年归母净利润预期至 13.7/20.7/28.4 亿元（前值分别为 15.7/21.1/28.9 亿元），同比增长 58%/51%/37%，当前市值对应 PE 为 17/11/8X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**政策力度不及预期、出海不及预期、国内行业回暖不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.65
一年最低/最高价	7.40/13.71
市净率(倍)	1.21
流通 A 股市值(百万元)	15,771.89
总市值(百万元)	21,504.81

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.78
资产负债率(%，LF)	59.49
总股本(百万股)	2,019.23
流通 A 股(百万股)	1,480.93

相关研究

《柳工(000528)：公布 2025 年经营计划，预计 2025 年收入/利润同比分别+15%/35%【勘误版】》

2025-01-03

《柳工(000528)：公布 2025 年经营计划，预计 2024 年收入/利润同比分别+15%/35%》

2025-01-02

柳工三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	33,275	58,452	57,252	63,665	营业总收入	27,519	30,627	34,642	38,487
货币资金及交易性金融资产	10,486	4,605	8,566	10,449	营业成本(含金融类)	21,790	23,901	26,656	29,133
经营性应收款项	8,784	25,938	23,433	25,790	税金及附加	172	184	208	231
存货	8,482	19,927	17,572	19,229	销售费用	2,251	2,557	2,806	3,079
合同资产	208	452	399	442	管理费用	814	949	1,039	1,135
其他流动资产	5,315	7,530	7,283	7,756	研发费用	907	1,072	1,143	1,232
非流动资产	13,303	13,102	12,608	12,169	财务费用	152	238	415	297
长期股权投资	669	669	669	669	加:其他收益	240	245	277	308
固定资产及使用权资产	6,208	5,964	5,573	5,108	投资净收益	102	92	104	115
在建工程	586	293	147	73	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	1,451	1,451	1,451	1,451	减值损失	(786)	(250)	0	0
商誉	165	165	165	165	资产处置收益	180	61	69	77
长期待摊费用	14	14	14	14	营业利润	1,177	1,874	2,825	3,880
其他非流动资产	4,210	4,545	4,589	4,688	营业外净收支	33	(10)	(10)	(20)
资产总计	46,578	71,553	69,861	75,834	利润总额	1,209	1,864	2,815	3,860
流动负债	22,274	45,627	41,897	44,782	减:所得税	268	373	563	772
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,465	7,738	7,738	7,738	净利润	942	1,491	2,252	3,088
经营性应付款项	11,423	29,653	26,631	28,749	减:少数股东损益	74	119	180	247
合同负债	575	1,425	1,252	1,433	归属母公司净利润	868	1,372	2,072	2,841
其他流动负债	2,811	6,811	6,275	6,862	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.43	0.68	1.03	1.41
非流动负债	6,307	6,557	6,557	6,557	EBIT	1,076	2,102	3,230	4,158
长期借款	1,257	1,257	1,257	1,257	EBITDA	1,775	2,639	3,768	4,696
应付债券	3,001	3,001	3,001	3,001	毛利率(%)	20.82	21.96	23.05	24.30
租赁负债	76	76	76	76	归母净利率(%)	3.15	4.48	5.98	7.38
其他非流动负债	1,973	2,223	2,223	2,223	收入增长率(%)	3.93	11.29	13.11	11.10
负债合计	28,581	52,185	48,454	51,339	归母净利润增长率(%)	44.80	58.08	51.01	37.15
归属母公司股东权益	16,532	17,785	19,643	22,484					
少数股东权益	1,464	1,584	1,764	2,011					
所有者权益合计	17,997	19,369	21,407	24,495					
负债和股东权益	46,578	71,553	69,861	75,834					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,629	(5,793)	4,609	2,363	每股净资产(元)	8.42	8.76	9.68	11.09
投资活动现金流	(504)	93	84	39	最新发行在外股份(百万股)	2,019	2,019	2,019	2,019
筹资活动现金流	1,537	(199)	(762)	(548)	ROIC(%)	2.99	5.49	7.96	9.50
现金净增加额	2,677	(5,911)	3,931	1,853	ROE-摊薄(%)	5.25	7.71	10.55	12.64
折旧和摊销	699	537	538	538	资产负债率(%)	61.36	72.93	69.36	67.70
资本开支	(388)	51	59	57	P/E (现价&最新股本摊薄)	27.13	17.16	11.36	8.29
营运资本变动	(911)	(8,369)	1,435	(1,640)	P/B (现价)	1.38	1.33	1.20	1.05

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>