

2025 年 02 月 13 日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 市场回暖与运营效率提升共振，助推 2024 年业绩大幅增长

## —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

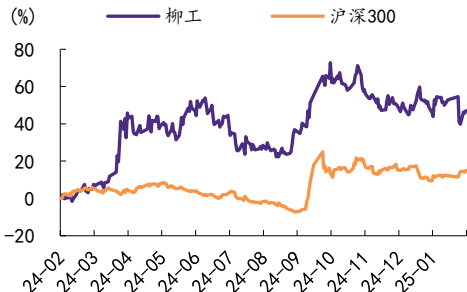
yousw@cfsc.com.cn

### 基本数据

2025-02-12

|             |            |
|-------------|------------|
| 当前股价（元）     | 11.39      |
| 总市值（亿元）     | 230        |
| 总股本（百万股）    | 2019       |
| 流通股本（百万股）   | 1481       |
| 52 周价格范围（元） | 7.56-13.04 |
| 日均成交额（百万元）  | 375.76     |

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《柳工（000528）：提质增效战略成效显著，公司业绩表现优异》2024-10-29
- 2、《柳工（000528）：提质增效战略成效显著，盈利能力持续提升》2024-10-21
- 3、《柳工（000528）：海外业务稳步扩张，营收利润双增长》2024-08-30

柳工 2025 年 1 月 27 日发布 2024 年年度业绩预告：2024 年实现归母净利润约 12.58 亿元至 14.75 亿元（同比增长 45% - 70%），扣非归母净利润约 10.66 亿元至 12.83 亿元（同比增长 88% - 126%）。

### 投资要点

#### ■ 土方机械行业筑底回暖及整体运营效率提升，助推公司经营业绩大幅增长

据中国工程机械工业协会对挖掘机主要制造企业统计，2024 年 12 月各类挖掘机销量 19369 台，同比增长 16%，各类装载机销量 9410 台，同比下降 0.08%；2024 全年挖掘机的销量为 20.11 万台，同比增长 3.13%，各类装载机的销量为 10.82 万台，同比增长 4.14%，土方机械市场需求呈回升态势。此外，公司还在报告期内根据“十四·五”战略规划，围绕“盈利增长、业务增长、能力成长”三大核心任务采取灵活应对策略，同时持续加大各项重点工作变革创新力度，实现了整体运营效率的显著提升。受益于土方机械行业需求筑底回暖以及公司整体运营效率的提升，公司经营业绩实现大幅度增长。

#### ■ 混改激发公司内在活力，持续回购彰显管理层对公司发展的信心

柳工混改完成并实现整体上市后，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公司，公司的主营业务进一步向非工程机械业务板块延伸，产业布局更完善，战略投资者的引入和员工持股计划等还进一步实现了股东结构多元化和治理结构的优化，激发了公司的内在活力。此外，公司还于 2024 年 7 月以集中竞价交易方式实施了首次股份回购，用于新一期的股权激励或员工持股计划，累计回购股份数量约 1932 万股，成交总金额约为 2 亿元（不含交易费用）；2024 年 12 月再次实施股份回购，截至 2025 年 1 月 31 日累计回购约 2904 万股，约占公司目前总股本（约 20.19 亿股）的 1.44%，持续的回购彰显了公司管理层对公司持续稳健发展的信心。

■ 电动化产品持续突破，已基本实现全系列产品新能源化

公司是行业内首家实现全系列全电动技术应用的企业，电动产品销量在全球市场处于领先地位，覆盖 11 条产品线，涵盖装载机、挖掘机、矿卡、工业车辆（高压）等领域，动力包括纯电动、混合动力、甲醇燃料多种组合，配合有纯电、混动、拖线、换电、送电等多技术路线产品推向市场，全系列新能源化产品基本形成。同时，报告期内公司最大电动挖掘机 995FE 在研制及实际运用上取得新突破，电动挖掘机产品序列进一步向上拓宽；电动化产品在研、样机成功研制等工作也在稳步推进，近 20 款新产品上市；公司在无人驾驶工程机械领域也取得了显著进展，电动无人驾驶装载机和无人压路机机群在商业应用中表现优异。

■ 盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 302.57、349.18、405.89 亿元，EPS 分别为 0.72、1.01、1.30 元，当前股价对应 PE 分别为 15.8、11.3、8.8 倍，维持“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；电动化产品研发不及预期；土方机械行业发展不及预期；挖掘机需求不及预期；装载机需求不及预期；混改效果不及预期。

| 预测指标       | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元）  | 27,519 | 30,257 | 34,918 | 40,589 |
| 增长率（%）     | 3.9%   | 9.9%   | 15.4%  | 16.2%  |
| 归母净利润（百万元） | 868    | 1,457  | 2,035  | 2,626  |
| 增长率（%）     | 44.8%  | 67.8%  | 39.7%  | 29.0%  |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.44   | 0.72   | 1.01   | 1.30   |
| ROE（%）     | 4.8%   | 7.7%   | 9.9%   | 11.8%  |

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        | 利润表              | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产：</b>  |              |              |              |              | <b>营业收入</b>      | <b>27,519</b> | <b>30,257</b> | <b>34,918</b> | <b>40,589</b> |
| 现金及现金等价物      | 10,353       | 8,222        | 8,327        | 8,062        | 营业成本             | 21,790        | 23,598        | 26,961        | 30,584        |
| 应收款           | 9,762        | 9,947        | 11,480       | 13,344       | 营业税金及附加          | 172           | 189           | 219           | 254           |
| 存货            | 8,482        | 9,450        | 10,946       | 12,842       | 销售费用             | 2,251         | 2,511         | 2,863         | 3,125         |
| 其他流动资产        | 4,678        | 4,862        | 5,090        | 5,368        | 管理费用             | 814           | 908           | 1,048         | 1,218         |
| 流动资产合计        | 33,275       | 32,481       | 35,843       | 39,617       | 财务费用             | 152           | 249           | 260           | 254           |
| <b>非流动资产：</b> |              |              |              |              | 研发费用             | 907           | 998           | 1,292         | 1,502         |
| 金融类资产         | 3,379        | 3,379        | 3,379        | 3,379        | 费用合计             | 4,123         | 4,667         | 5,463         | 6,099         |
| 固定资产          | 6,116        | 5,680        | 5,194        | 4,740        | 资产减值损失           | -254          | 0             | 0             | -260          |
| 在建工程          | 586          | 410          | 328          | 263          | 公允价值变动           | 6             | 0             | 0             | 0             |
| 无形资产          | 1,451        | 1,379        | 1,306        | 1,237        | 投资收益             | 102           | 0             | 0             | 0             |
| 长期股权投资        | 669          | 669          | 669          | 669          | <b>营业利润</b>      | <b>1,177</b>  | <b>1,773</b>  | <b>2,475</b>  | <b>3,192</b>  |
| 其他非流动资产       | 4,481        | 4,481        | 4,481        | 4,481        | 加：营业外收入          | 39            | 1             | 1             | 1             |
| 非流动资产合计       | 13,303       | 12,619       | 11,979       | 11,390       | 减：营业外支出          | 6             | 6             | 6             | 6             |
| 资产总计          | 46,578       | 45,100       | 47,822       | 51,007       | <b>利润总额</b>      | <b>1,209</b>  | <b>1,768</b>  | <b>2,470</b>  | <b>3,187</b>  |
| <b>流动负债：</b>  |              |              |              |              | 所得税费用            | 268           | 187           | 262           | 338           |
| 短期借款          | 6,974        | 4,833        | 4,833        | 4,833        | <b>净利润</b>       | <b>942</b>    | <b>1,580</b>  | <b>2,208</b>  | <b>2,849</b>  |
| 应付账款、票据       | 11,369       | 10,753       | 11,915       | 13,096       | 少数股东损益           | 74            | 124           | 173           | 223           |
| 其他流动负债        | 3,356        | 3,356        | 3,356        | 3,356        | <b>归母净利润</b>     | <b>868</b>    | <b>1,457</b>  | <b>2,035</b>  | <b>2,626</b>  |
| 流动负债合计        | 22,274       | 19,771       | 21,060       | 22,396       |                  |               |               |               |               |
| <b>非流动负债：</b> |              |              |              |              | <b>主要财务指标</b>    | <b>2023A</b>  | <b>2024E</b>  | <b>2025E</b>  | <b>2026E</b>  |
| 长期借款          | 4,258        | 4,258        | 4,258        | 4,258        | <b>成长性</b>       |               |               |               |               |
| 其他非流动负债       | 2,049        | 2,049        | 2,049        | 2,049        | 营业收入增长率          | 3.9%          | 9.9%          | 15.4%         | 16.2%         |
| 非流动负债合计       | 6,307        | 6,307        | 6,307        | 6,307        | 归母净利润增长率         | 44.8%         | 67.8%         | 39.7%         | 29.0%         |
| 负债合计          | 28,581       | 26,078       | 27,367       | 28,704       | <b>盈利能力</b>      |               |               |               |               |
| <b>所有者权益</b>  |              |              |              |              | 毛利率              | 20.8%         | 22.0%         | 22.8%         | 24.7%         |
| 股本            | 1,951        | 2,019        | 2,019        | 2,019        | 四项费用/营收          | 15.0%         | 15.4%         | 15.6%         | 15.0%         |
| 股东权益          | 17,997       | 19,022       | 20,455       | 22,303       | 净利率              | 3.4%          | 5.2%          | 6.3%          | 7.0%          |
| 负债和所有者权益      | 46,578       | 45,100       | 47,822       | 51,007       | ROE              | 4.8%          | 7.7%          | 9.9%          | 11.8%         |
|               |              |              |              |              | <b>偿债能力</b>      |               |               |               |               |
| <b>现金流量表</b>  | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | 资产负债率            | 61.4%         | 57.8%         | 57.2%         | 56.3%         |
| 净利润           | 942          | 1580         | 2208         | 2849         | <b>营运能力</b>      |               |               |               |               |
| 少数股东权益        | 74           | 124          | 173          | 223          | 总资产周转率           | 0.6           | 0.7           | 0.7           | 0.8           |
| 折旧摊销          | 653          | 684          | 637          | 585          | 应收账款周转率          | 2.8           | 3.0           | 3.0           | 3.0           |
| 公允价值变动        | 6            | 0            | 0            | 0            | 存货周转率            | 2.6           | 2.5           | 2.5           | 2.4           |
| 营运资金变动        | -46          | -1699        | -1968        | -2701        | <b>每股数据(元/股)</b> |               |               |               |               |
| 经营活动现金净流量     | 1629         | 689          | 1050         | 955          | EPS              | 0.44          | 0.72          | 1.01          | 1.30          |
| 投资活动现金净流量     | -504         | 612          | 568          | 519          | P/E              | 25.6          | 15.8          | 11.3          | 8.8           |
| 筹资活动现金净流量     | -3256        | -2696        | -775         | -1000        | P/S              | 0.8           | 0.8           | 0.7           | 0.6           |
| 现金流量净额        | -2,131       | -1,395       | 842          | 475          | P/B              | 1.3           | 1.3           | 1.2           | 1.1           |

资料来源：Wind、华鑫证券研究

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。

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。

免责条款

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。