

柳工 (000528.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

受益行业复苏,全年盈利能力明显提升

业绩简评

3月30日,公司发布24年年报,24年公司实现营业收入300.63亿元,同比+9.24%;其中单Q4实现收入72.07亿元,同比+12.52%。;24年公司实现归母净利润13.27亿元,同比+52.92%;扣非后归母净利润11.38亿元,同比+100.10%;其中单Q4实现归母净利润为0.06亿元,同比-84.55%。

经营分析

海外:发力海外市场,24年公司海外收入超过45%。根据公告,24H1公司海外市场实现收入137.60亿元,同比+20.05%,海外市场收入占比达45.77%;从核心产品来看,24年公司挖机出口销量增速优于行业15pcts,海外市场份额再创新高,小型机业务海外增速超过60%、海外挖掘装载机销量增长超130%;多个品类放量助力公司拓展海外市场,打开收入天花板。

国内市场装载机、挖机板块率先复苏,公司充分受益国内土方机械上行周期。从公司收入结构来看,24年公司土石方铲运机械板块收入占比达到59.68%,其中该板块业务主要产品为挖机、装载机、推土机等;根据中国机械杂志公众号,25M1-2国内挖掘机合计销量为17045台,同比+51.4%;根据公告,24年公司土石方铲运机械实现收入179.41亿元,同比+12.79%;此外,根据公司公告,24年公司内销增速优于行业13pcts、挖机利润同比+50%、挖机内销增速优于行业增速27pcts;随着国内新一轮更新周期开启,公司核心主业有望充分受益市场上行周期。

规模效应显现,带动24年盈利能力明显提升。根据公告,24年公司毛利率、净利率分别为22.50%、4.61%,同比+1.68、1.19pcts,其中国内市场利润率提升幅度明显,主要得益于公司土石方机械复苏后实现的规模效应,看好未来几年公司净利率持续提升,预计25-27年公司净利率为6.0%、6.9%、7.5%。

盈利预测、估值与评级

我们根据公告调整盈利预测,预计2025-2027年公司营业收入为349.16/405.49/466.73亿元,归母净利润为21.05/27.89/35.00亿元,对应PE为12/9/7X,维持“买入”评级。

风险提示

下游地产、基建需求不及预期、海外市场竞争加剧、原材料价格上涨风险、汇率波动风险。

机械组

分析师:满在朋(执业S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

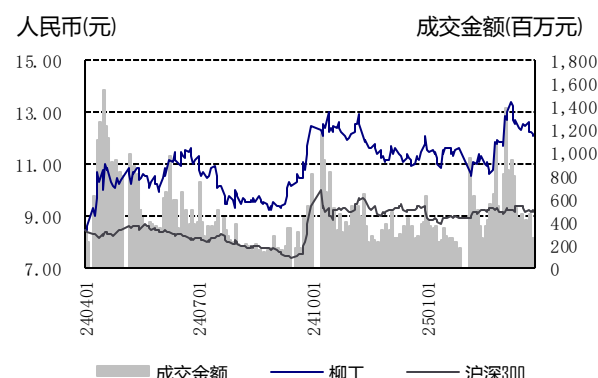
分析师:倪赵义(执业S1130524120001)

nizhaoyi@gjzq.com.cn

市价(人民币):12.05元

相关报告:

- 《公司深度研究:以改革促发展,新柳工扬帆起航》, 2025.2.18
- 《柳工公司点评:24年利润高增,受益内需周期上行》, 2025.2.4
- 《柳工公司点评:25年经营计划再彰显业绩高增决心》, 2024.12.28



公司基本情况(人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,519	30,063	34,916	40,549	46,673
营业收入增长率	3.93%	9.24%	16.14%	16.13%	15.10%
归母净利润(百万元)	868	1,327	2,105	2,789	3,500
归母净利润增长率	44.80%	52.92%	58.65%	32.49%	25.49%
摊薄每股收益(元)	0.445	0.657	1.043	1.381	1.734
每股经营性现金流净额	0.83	0.65	1.23	1.88	2.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.25%	7.55%	10.95%	13.35%	15.22%
P/E	15.15	18.35	11.56	8.72	6.95
P/B	0.80	1.39	1.27	1.16	1.06

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	26,480	27,519	30,063	34,916	40,549	46,673
增长率		3.9%	9.2%	16.1%	16.1%	15.1%
主营业务成本	-22,031	-21,790	-23,299	-26,852	-31,024	-35,554
%销售收入	83.2%	79.2%	77.5%	76.9%	76.5%	76.2%
毛利	4,449	5,729	6,764	8,064	9,526	11,119
%销售收入	16.8%	20.8%	22.5%	23.1%	23.5%	23.8%
营业税金及附加	-128	-172	-201	-220	-243	-280
%销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-1,821	-2,251	-2,366	-2,619	-3,041	-3,500
%销售收入	6.9%	8.2%	7.9%	7.5%	7.5%	7.5%
管理费用	-733	-814	-853	-943	-1,095	-1,260
%销售收入	2.8%	3.0%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%
研发费用	-747	-907	-1,141	-1,117	-1,320	-1,469
%销售收入	2.8%	3.3%	3.8%	3.2%	3.3%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	1,021	1,586	2,204	3,165	3,826	4,610
%销售收入	3.9%	5.8%	7.3%	9.1%	9.4%	9.9%
财务费用	-75	-152	-152	-95	-88	-140
%销售收入	0.3%	0.6%	0.5%	0.3%	0.2%	0.3%
资产减值损失	-567	-786	-597	-742	-644	-530
公允价值变动收益	0	6	-15	-7	-5	-5
投资收益	80	94	-148	-40	7	8
%税前利润	10.1%	7.7%	n.a	n.a	0.2%	0.2%
营业利润	768	1,177	1,620	2,582	3,396	4,242
营业利润率	2.9%	4.3%	5.4%	7.4%	8.4%	9.1%
营业外收支	22	33	32	20	20	20
税前利润	790	1,209	1,652	2,602	3,416	4,262
利润率	3.0%	4.4%	5.5%	7.5%	8.4%	9.1%
所得税	-143	-268	-265	-416	-547	-682
所得税率	18.1%	22.1%	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	647	942	1,387	2,185	2,869	3,580
少数股东损益	48	74	60	80	80	80
归属于母公司的净利润	599	868	1,327	2,105	2,789	3,500
净利率	2.3%	3.2%	4.4%	6.0%	6.9%	7.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	647	942	1,387	2,185	2,869	3,580
少数股东损益	48	74	60	80	80	80
非现金支出	1,203	1,484	1,321	1,535	1,516	1,479
非经营收益	-41	114	132	240	283	277
营运资金变动	-850	-911	-1,517	-1,399	-738	-478
经营活动现金净流	959	1,629	1,322	2,562	3,930	4,858
资本开支	-612	-388	-404	-451	-985	-885
投资	-86	-256	54	-42	-5	-5
其他	219	140	8	-40	7	8
投资活动现金净流	-478	-504	-342	-533	-983	-882
股权募资	89	0	44	393	0	0
债权募资	389	3,233	-1,646	749	-208	-950
其他	-22	-1,697	-1,149	-1,142	-1,421	-1,700
筹资活动现金净流	456	1,537	-2,751	0	-1,629	-2,650
现金净流量	937	2,677	-1,786	2,029	1,318	1,327

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,235	10,353	8,360	10,356	11,650	12,959
应收账款	9,150	9,919	11,850	12,859	13,806	14,314
存货	7,988	8,482	9,416	9,546	10,395	11,652
其他流动资产	5,130	4,521	4,337	3,973	4,068	4,162
流动资产	29,502	33,275	33,963	36,733	39,919	43,088
%总资产	69.8%	71.4%	70.9%	72.5%	74.0%	75.5%
长期投资	4,177	3,666	3,952	3,972	3,972	3,972
固定资产	5,712	6,706	6,925	6,918	6,892	6,692
%总资产	13.5%	14.4%	14.5%	13.7%	12.8%	11.7%
无形资产	1,742	1,630	1,567	1,769	1,915	2,057
非流动资产	12,756	13,303	13,944	13,922	14,035	13,971
%总资产	30.2%	28.6%	29.1%	27.5%	26.0%	24.5%
资产总计	42,258	46,578	47,907	50,654	53,954	57,059
短期借款	7,337	7,465	6,040	6,787	6,579	5,629
应付账款	12,222	13,019	15,505	15,011	16,415	17,901
其他流动负债	1,928	1,790	1,973	2,537	2,754	2,988
流动负债	21,488	22,274	23,518	24,335	25,748	26,518
长期贷款	1,560	1,257	631	631	631	631
其他长期负债	2,035	5,050	4,642	4,836	4,969	5,123
负债	25,083	28,581	28,792	29,802	31,348	32,273
普通股股东权益	15,747	16,532	17,569	19,226	20,900	23,000
其中：股本	1,951	1,951	2,019	2,087	2,087	2,087
未分配利润	6,799	7,541	8,407	9,670	11,344	13,444
少数股东权益	1,427	1,464	1,546	1,626	1,706	1,786
负债股东权益合计	42,258	46,578	47,907	50,654	53,954	57,059

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.307	0.445	0.657	1.043	1.381	1.734
每股净资产	8.055	8.473	8.701	9.521	10.350	11.390
每股经营现金净流	0.490	0.835	0.655	1.228	1.883	2.328
每股股利	0.060	0.100	0.230	0.403	0.535	0.671
回报率						
净资产收益率	3.81%	5.25%	7.55%	10.95%	13.35%	15.22%
总资产收益率	1.42%	1.86%	2.77%	4.16%	5.17%	6.13%
投入资本收益率	3.19%	4.15%	6.51%	8.61%	9.92%	11.51%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.74%	3.93%	9.24%	16.14%	16.13%	15.10%
EBIT 增长率	-22.54%	55.32%	38.98%	43.63%	20.88%	20.48%
净利润增长率	-39.79%	44.80%	52.92%	58.65%	32.49%	25.49%
总资产增长率	4.51%	10.22%	2.85%	5.73%	6.51%	5.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	95.4	104.4	111.8	114.0	107.0	97.0
存货周转天数	141.1	137.9	140.2	132.0	127.0	125.0
应付账款周转天数	91.9	97.9	105.4	100.0	93.0	88.0
固定资产周转天数	67.6	81.2	81.0	69.4	58.7	49.6
偿债能力						
净负债/股东权益	9.87%	6.85%	4.54%	-1.91%	-8.40%	-16.78%
EBIT 利息保障倍数	13.6	10.4	14.5	33.3	43.5	32.9
资产负债率	59.36%	61.36%	60.10%	58.83%	58.10%	56.56%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	7	18	26	70
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.05	1.04	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-04-27	买入	10.68	N/A
2	2024-07-14	买入	10.84	N/A
3	2024-08-28	买入	9.23	N/A
4	2024-10-12	买入	12.40	N/A
5	2024-10-23	买入	12.64	N/A
6	2024-12-28	买入	11.50	N/A
7	2025-02-04	买入	11.66	N/A
8	2025-02-18	买入	11.04	14.85~14.85

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806