

24 年业绩高速增长，混改释放经营活力

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年报，2024 年实现营收 300.6 亿元，同比+9.2%；归母净利润 13.3 亿元，同比+52.9%；2024Q4 实现营收 72.1 亿元，同比+12.5%，归母净利润 0.06 亿元，同比-84.6%。24 年业绩高速增长，盈利能力持续提升。
- **提质增效战略成效显著，盈利能力持续提升。**报告期内，公司根据“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，积极采取灵活的应对策略，同时持续加大各项重点工作变革创新力度，公司整体运营效率显著提升。2024 年公司综合毛利率为 22.5%，同比+1.7pp，主要系业务结构优化、全价值链有效降本控费等；净利率为 4.6%，同比+1.2pp；期间费用率为 15.0%，同比基本持平；其中，销售、管理、研发和财务费用率分别为 7.9%、2.8%、3.8%、0.5%，分别同比-0.3pp、-0.1pp、+0.5pp、-0.1pp。
- **海外市场营收同比+20.1%，电动化产品增速超 380%，拉动公司业绩高增。**从收入看，2024 年，公司海外市场实现营收 137.6 亿元，同比+20.1%，业务占比提升 4.1pp 至 45.8%，毛利率提升 1.5pp 至 28.6%；公司电动装载机、挖掘机、平地机等电动产品线全面上市，电动化产品营收增速超 380%，助力公司业绩高增。从销量看，公司工程机械板块多品类海外持续放量，2024 年，公司产品海外销量增速跑赢行业水平 22pp，其中，挖机出口销量增速优于行业 15pp、海外市场市占率再创新高，小型机业务海外增速超 60%、海外挖掘装载机销量增长超 130%，平地机出口销量同比提升超 40%、海外市场市占率提升 2pp，公司产品海外竞争力持续提升。
- **国内市场景气度持续回升，公司有望充分受益。**根据工程机械行业协会，2025M1-M2，挖掘机/装载机内销分别同比+51%、+26%，叠加挖掘机、装载机老旧设备淘汰更换、更新购置新能源产品的政策进一步实施，行业景气有望持续回升；挖掘机/装载机外销分别同比+7%、8%，整体来看国内出口绝对量仍保持较高水平。2024 年，公司土方机械产品（装载机+挖掘机等）国内市场份额突破新高度，同比提升 1.3pp，土方机械产品全球营收同比+15%，实现国内国际市场双增长；装载机国内市场份额稳居第一、挖掘机业务销量增速优于行业 27pp；目前公司的装载机、挖掘机两大拳头产品和小型工程机械、矿用卡车、汽车起重机、高空机械等新兴业务构筑的产品组合+全面解决方案有望持续发力，为公司长期发展提供充足动力。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年归母净利润为 19.8、26.5、32.2 亿元，对应当前股价 PE 为 12、9、7 倍，未来三年归母净利润复合增长率 34%。给予公司 2025 年 15 倍 PE，目标价 14.70 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观政策变动风险、海外市场发展不确定性风险、汇率波动风险。

指标\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	300.63	347.22	388.27	435.23
增长率	9.24%	15.50%	11.82%	12.10%
归属母公司净利润(亿元)	13.27	19.75	26.48	32.20
增长率	52.92%	48.83%	34.10%	21.58%
每股收益 EPS(元)	0.66	0.98	1.31	1.59
净资产收益率 ROE	7.25%	9.93%	11.91%	12.89%
PE	17	12	9	7
PB	1.31	1.18	1.06	0.94

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 邵桂龙
执业证号: S1250521050002
电话: 021-58351893
邮箱: tgl@swsc.com.cn

分析师: 张艺蝶
执业证号: S1250524070008
电话: 021-58351893
邮箱: zydyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	20.19
流通 A 股(亿股)	20.18
52 周内股价区间(元)	8.59-13.38
总市值(亿元)	230.19
总资产(亿元)	479.07
每股净资产(元)	8.66

相关研究

1. 柳工(000528): 全面解决方案持续发力, Q3 业绩超预期 (2024-10-23)
2. 柳工(000528): 24H1 业绩高速增长超预期, 盈利能力持续提升 (2024-08-29)
3. 柳工(000528): 24Q1 业绩超预期, 混改变革+国际化持续推进 (2024-04-12)

盈利预测

关键假设：

1) 土方石机械板块：公司该业务板块主要包括挖掘机和装载机两大核心产品及推土机等其他机械；根据工程机械行业协会，2025M1-M2，挖掘机/装载机内销分别同比+51%、+26%，柳工以装载机起家，深入布局“全面国四，全面领先”的战略，市场份额持续保持领先，挖机业务近年来国内市占率持续提升，考虑到 2022-2024 年公司跑赢行业，预计 2025-2027 年公司挖机产品市占率、装载机销量均有望保持稳中有升，且公司推土机等机械产品目前拓展顺利。综合考虑 2025-2027 年该板块营收增速有望为 17%、12%、12%；目前公司海外出口占比提升，海外产品毛利率高，预计该板块毛利率提升。

2) 其他机械及零部件板块：该业务板块包括叉车、高机、农机等产品及零部件等产品，2023 年以来公司该业务板块拓展顺利，随着工程机械进入上行周期和公司海外收入占比提升，综合来看公司该业务板块 2025-2027 年板块整体订单有望分别同比增长 16%、13%、15%；目前公司海外出口占比提升，海外产品毛利率高，预计该板块毛利率提升。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表1：公司分业务收入及毛利率预测

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
土方石机械板块	收入	179.41	210.37	235.81	263.42
	增速	12.79%	17.26%	12.09%	11.71%
	毛利率	22.04%	22.25%	23.04%	23.43%
其他工程机械 及零部件板块	收入	90.79	105.02	119.14	136.94
	增速	2.96%	15.66%	13.45%	14.94%
	毛利率	21.78%	22.74%	23.94%	24.43%
预应力产品	收入	25.17	26.43	27.75	29.14
	增速	12.23%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	24.87%	25.50%	26.00%	26.00%
租赁业务	收入	5.25	5.41	5.57	5.73
	增速	-4.84%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	39.25%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	收入	300.63	347.22	388.27	435.23
	增速	9.24%	15.50%	11.82%	12.10%
	毛利率	22.50%	22.93%	23.77%	24.14%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

我们选取和公司同属于工程机械领域的三一重工、中联重科、徐工机械、恒立液压作为可比公司，4 家可比公司 2025-2026 年平均 PE 分别为 20、16 倍。国内工程机械行业向好，公司的装载机、挖掘机两大拳头产品和小型工程机械、矿用卡车、汽车起重机、高空机械等新兴业务构筑的产品组合+全面解决方案持续发力，有望形成较强业绩支撑。预计公司

2025-2027 年归母净利润为 19.8、26.5、32.2 亿元，对应当前股价 PE 为 12、9、7 倍，未来三年归母净利润复合增长率 34%。给予公司 2025 年 15 倍 PE，目标价 14.70 元，维持“买入”评级。

表2：可比公司估值（截至 2025 年 4 月 1 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
600031.SH	三一重工	18.93	0.72	0.96	1.22	26.33	19.81	15.52
000157.SZ	中联重科	7.50	0.41	0.58	0.71	18.29	12.97	10.52
000425.SZ	徐工机械	8.74	0.53	0.68	0.87	16.36	12.91	10.10
601100.SH	恒立液压	79.90	1.92	2.25	2.70	41.58	35.55	29.64
可比公司平均值						25.64	20.31	16.45

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	300.63	347.22	388.27	435.23	净利润	13.87	21.01	28.10	34.10
营业成本	232.99	267.62	295.97	330.19	折旧与摊销	6.87	7.01	7.01	7.01
营业税金及附加	2.01	2.43	2.72	3.05	财务费用	1.52	4.60	4.54	4.47
销售费用	23.66	27.08	29.51	32.64	资产减值损失	-2.38	-2.38	-2.41	-2.39
管理费用	8.53	23.61	25.24	27.42	经营营运资本变动	11.90	-22.49	-6.63	-9.43
财务费用	1.52	4.60	4.54	4.47	其他	-18.56	10.15	-0.68	3.07
资产减值损失	-2.38	-2.38	-2.41	-2.39	经营活动现金流净额	13.22	17.90	29.93	36.83
投资收益	-0.81	0.50	0.50	0.50	资本支出	-2.09	-10.00	-5.00	-5.00
公允价值变动损益	-0.15	-0.05	-0.06	-0.07	其他	-1.33	31.57	0.44	0.43
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3.42	21.57	-4.56	-4.57
营业利润	16.20	24.70	33.13	40.29	短期借款	-15.79	1.05	0.00	0.00
其他非经营损益	0.32	0.31	0.32	0.31	长期借款	-6.26	0.00	0.00	0.00
利润总额	16.52	25.01	33.45	40.60	股权融资	5.77	0.00	0.00	0.00
所得税	2.65	4.00	5.35	6.50	支付股利	0.00	-2.65	-3.95	-5.30
净利润	13.87	21.01	28.10	34.10	其他	-11.22	-8.89	-4.54	-4.47
少数股东损益	0.60	1.26	1.61	1.91	筹资活动现金流净额	-27.51	-10.49	-8.49	-9.77
归属母公司股东净利润	13.27	19.75	26.48	32.20	现金流量净额	-17.86	28.99	16.88	22.49
资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	83.60	112.58	129.46	151.95	成长能力				
应收和预付款项	118.06	130.97	147.96	166.14	销售收入增长率	9.24%	15.50%	11.82%	12.10%
存货	94.16	108.93	123.09	136.44	营业利润增长率	37.66%	52.53%	34.12%	21.59%
其他流动资产	43.81	8.20	9.12	10.18	净利润增长率	47.28%	51.50%	33.74%	21.38%
长期股权投资	7.40	7.40	7.40	7.40	EBITDA 增长率	23.39%	47.71%	23.04%	15.85%
投资性房地产	2.27	2.27	2.27	2.27	获利能力				
固定资产和在建工程	69.24	74.27	74.30	74.33	毛利率	22.50%	22.93%	23.77%	24.14%
无形资产和开发支出	15.47	13.45	11.43	9.42	三费率	11.21%	15.93%	15.27%	14.83%
其他非流动资产	45.05	45.03	45.01	44.99	净利率	4.61%	6.05%	7.24%	7.84%
资产总计	479.07	503.11	550.06	603.12	ROE	7.25%	9.93%	11.91%	12.89%
短期借款	53.95	55.00	55.00	55.00	ROA	2.89%	4.18%	5.11%	5.65%
应付和预收款项	142.99	153.56	173.17	193.57	ROIC	10.55%	15.86%	18.41%	20.53%
长期借款	6.31	6.31	6.31	6.31	EBITDA/销售收入	8.18%	10.46%	11.51%	11.89%
其他负债	84.67	76.56	79.75	83.60	营运能力				
负债合计	287.92	291.43	314.23	338.48	总资产周转率	0.64	0.71	0.74	0.75
股本	20.19	20.19	20.19	20.19	固定资产周转率	4.70	5.40	6.55	8.01
资本公积	65.48	65.48	65.48	65.48	应收账款周转率	3.07	3.16	3.12	3.12
留存收益	95.36	112.45	134.99	161.89	存货周转率	2.48	2.53	2.49	2.50
归属母公司股东权益	175.69	194.96	217.50	244.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.07%	—	—	—
少数股东权益	15.46	16.72	18.33	20.24	资本结构				
股东权益合计	191.15	211.68	235.83	264.64	资产负债率	60.10%	57.93%	57.13%	56.12%
负债和股东权益合计	479.07	503.11	550.06	603.12	带息债务/总负债	29.95%	29.95%	27.78%	25.79%
					流动比率	1.44	1.51	1.57	1.63
					速动比率	1.04	1.05	1.10	1.15
					股利支付率	0.00%	13.44%	14.91%	16.45%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	24.58	36.31	44.68	51.77	每股收益	0.66	0.98	1.31	1.59
PE	17.35	11.66	8.69	7.15	每股净资产	8.70	9.66	10.77	12.10
PB	1.31	1.18	1.06	0.94	每股经营现金	0.65	0.89	1.48	1.82
PS	0.77	0.66	0.59	0.53	每股股利	0.00	0.13	0.20	0.26
EV/EBITDA	7.61	4.21	3.04	2.19					
股息率	0.00%	1.15%	1.72%	2.30%					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn