

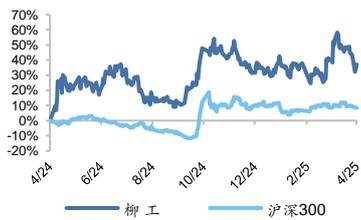
## 盈利端高增，看好公司多元化与国际化发展

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-07

|                  |            |
|------------------|------------|
| 收盘价 (元)          | 11.27      |
| 近 12 个月最高/最低 (元) | 13.71/8.34 |
| 总股本 (百万股)        | 2019.24    |
| 流通股本 (百万股)       | 2018.45    |
| 流通股比例 (%)        | 99.96      |
| 总市值 (亿元)         | 227.57     |
| 流通市值 (亿元)        | 227.48     |

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张帆

执业证书号：S0010522070003

邮箱：zhangfan@hazq.com

### 相关报告

- 《利润持续高增，海外市场加速拓展》2024-08-29
- 《国企改革焕发新能量，业绩持续高增有动力》2024-05-09
- 《盈利能力持续提升，电动化+国际化助力高成长》2024-10-23

### 主要观点：

#### ● 公司发布 2024 年年报

公司发布 2024 年年报，2024 年全年实现营业收入 300.63 亿元，同比增长 9.24%；实现归母净利润 13.27 亿元，同比增长 52.92%；加权平均净资产收益率为 7.93%，较 2023 年上升 2.53pct。**单季度来看**，2024 年第四季度，柳工实现营业收入 72.07 亿元，同比增长 12.52%；归母净利润为 0.06 亿元，同比减少 84.55%；扣非后归母净利润为 -0.72 亿元。

#### ● 工程机械板块加速拓展，新兴业务培育新增长极

报告期内，公司工程机械板块全面跑赢行业，市场份额同比再提升。土方机械产品全球累计收入同比增长 15%，实现国内国际市场双增长，其中国内市场份额同比提升 1.3pct。**具体来看**，**装载机业务**国内市场份额稳居第一，海外新兴市场增量显著，CLG8128H 型装载机及以上大型机销量同比提升 230%，电动装载机全球销量同比增幅 194%。**挖掘机业务**，销量增速优于行业 27 个百分点，出口销量增速优于行业 15 个百分点，产品也实现了超大型、大型、轮式、电动、细分市场全覆盖。**平地机业务**，国内整体毛利水平提升 5 个百分点，海外市场份额提升 2 个百分点。**新兴业务板块**，**矿山机械业务**全年销售收入同比超 60%；**高空机械业务**出口增长超 150%；**农机方面**，首台 200 马力动力换挡拖拉机 LT2004-BP 成功下线，标志着柳工在动力换挡技术上实现重要突破，动力换挡、混电技术大马力重型高端拖拉机产品实现批量上市。

#### ● 海外渠道建设进一步提升，国际化业务高速发展

2024 年公司海外实现营收共计 137.60 亿元，同比+20.05%，海外毛利率同比提升 1.51pct。截至 2024 年底，公司累计经销商近 400 家，网点数量超过 1300 个，渠道覆盖率已增长至接近 70%，可为超过 180 个国家和地区的客户提供支持和服。其中，**新兴市场收入同比增长超过 30%**，非洲、南亚、中东等区域保持强劲增长势头，未来有望向上打开成长空间。

#### ● 投资建议

我们看好公司长期发展，修改之前的盈利预测为：2024-2026 年营业收入预测维持不变，为 345.59/399.80/463.22 亿元 (2025-2026 年前值为 350.23/405.64 亿元)；归母净利润预测为 19.83/25.56/32.63 亿元 (2025-2026 年前值为 21.65/27.72 亿元)；以当前总股本 20.19 亿股计算的摊薄 EPS 为 0.98/1.27/1.62 元 (2025-2026 年前值为 1.09/1.40 元)。当前股价对应的 PE 倍数为 11/9/7 倍，维持“买入”投资评级。

#### ● 风险提示

- 1) 国内行业需求不及预期；2) 海外市场拓展不及预期；3) 应收账款回收风险，变成坏账准备；4) 行业竞争加剧。

### 重要财务指标

单位：百万元

| 主要财务指标    | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 30063 | 34559 | 39980 | 46322 |
| 收入同比 (%)  | 9.2%  | 15.0% | 15.7% | 15.9% |
| 归属母公司净利润  | 1327  | 1983  | 2556  | 3263  |
| 净利润同比 (%) | 52.9% | 49.5% | 28.9% | 27.7% |
| 毛利率 (%)   | 22.5% | 23.6% | 24.4% | 25.3% |
| ROE (%)   | 7.6%  | 10.8% | 12.9% | 15.0% |
| 每股收益 (元)  | 0.68  | 0.98  | 1.27  | 1.62  |
| P/E       | 17.67 | 11.47 | 8.90  | 6.97  |
| P/B       | 1.39  | 1.24  | 1.14  | 1.04  |
| EV/EBITDA | 9.77  | 6.31  | 5.01  | 3.93  |

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

| 会计年度           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 33963 | 36112 | 40910 | 46033 |
| 现金             | 8360  | 8324  | 9116  | 10308 |
| 应收账款           | 10246 | 11023 | 13189 | 15028 |
| 其他应收款          | 1042  | 1514  | 1569  | 1923  |
| 预付账款           | 307   | 367   | 409   | 474   |
| 存货             | 9416  | 10402 | 12053 | 13723 |
| 其他流动资产         | 4592  | 4482  | 4575  | 4576  |
| <b>非流动资产</b>   | 13944 | 14050 | 14121 | 13972 |
| 长期投资           | 740   | 740   | 740   | 740   |
| 固定资产           | 6675  | 6924  | 7222  | 7422  |
| 无形资产           | 1382  | 1319  | 1256  | 1193  |
| 其他非流动资产        | 5146  | 5067  | 4903  | 4617  |
| <b>资产总计</b>    | 47907 | 50162 | 55031 | 60006 |
| <b>流动负债</b>    | 23518 | 24849 | 28026 | 30859 |
| 短期借款           | 5395  | 5395  | 5395  | 5395  |
| 应付账款           | 7415  | 7812  | 9274  | 10433 |
| 其他流动负债         | 10709 | 11642 | 13357 | 15031 |
| <b>非流动负债</b>   | 5273  | 5273  | 5273  | 5273  |
| 长期借款           | 631   | 631   | 631   | 631   |
| 其他非流动负债        | 4642  | 4642  | 4642  | 4642  |
| <b>负债合计</b>    | 28792 | 30122 | 33299 | 36132 |
| 少数股东权益         | 1546  | 1684  | 1853  | 2050  |
| 股本             | 2019  | 2019  | 2019  | 2019  |
| 资本公积           | 6548  | 6548  | 6548  | 6548  |
| 留存收益           | 9002  | 9789  | 11312 | 13256 |
| 归属母公司股东权益      | 17569 | 18356 | 19879 | 21824 |
| <b>负债和股东权益</b> | 47907 | 50162 | 55031 | 60006 |

| 会计年度           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1322  | 2373  | 3032  | 3663  |
| 净利润            | 1387  | 2121  | 2725  | 3459  |
| 折旧摊销           | 724   | 745   | 810   | 932   |
| 财务费用           | 307   | 482   | 482   | 482   |
| 投资损失           | 2     | 93    | 108   | 125   |
| 营运资金变动         | -1517 | -948  | -929  | -1202 |
| 其他经营现金流        | 3324  | 2949  | 3491  | 4527  |
| <b>投资活动现金流</b> | -342  | -729  | -727  | -670  |
| 资本支出           | -404  | -729  | -837  | -866  |
| 长期投资           | 54    | 102   | 231   | 332   |
| 其他投资现金流        | 8     | -102  | -121  | -136  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -2751 | -1663 | -1514 | -1800 |
| 短期借款           | -1579 | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | -626  | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 68    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 509   | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -1122 | -1663 | -1514 | -1800 |
| <b>现金净增加额</b>  | -1786 | -35   | 791   | 1193  |

资料来源: wind, 华安证券研究所

| 会计年度            | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 30063 | 34559 | 39980 | 46322 |
| 营业成本            | 23299 | 26408 | 30206 | 34612 |
| 营业税金及附加         | 201   | 205   | 251   | 292   |
| 销售费用            | 2366  | 2824  | 3226  | 3723  |
| 管理费用            | 853   | 977   | 1126  | 1295  |
| 财务费用            | 152   | 422   | 422   | 410   |
| 资产减值损失          | -238  | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | -15   | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | -81   | -93   | -108  | -125  |
| <b>营业利润</b>     | 1620  | 2582  | 3332  | 4185  |
| 营业外收入           | 45    | 39    | 41    | 42    |
| 营业外支出           | 12    | 10    | 10    | 11    |
| <b>利润总额</b>     | 1652  | 2611  | 3364  | 4216  |
| 所得税             | 265   | 490   | 639   | 756   |
| <b>净利润</b>      | 1387  | 2121  | 2725  | 3459  |
| 少数股东损益          | 60    | 138   | 169   | 196   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 1327  | 1983  | 2556  | 3263  |
| EBITDA          | 2597  | 3778  | 4596  | 5558  |
| EPS (元)         | 0.68  | 0.98  | 1.27  | 1.62  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |
| 营业收入            | 9.2%   | 15.0%  | 15.7%  | 15.9%  |
| 营业利润            | 37.7%  | 59.4%  | 29.0%  | 25.6%  |
| 归属于母公司净利润       | 52.9%  | 49.5%  | 28.9%  | 27.7%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |
| 毛利率 (%)         | 22.5%  | 23.6%  | 24.4%  | 25.3%  |
| 净利率 (%)         | 4.4%   | 5.7%   | 6.4%   | 7.0%   |
| ROE (%)         | 7.6%   | 10.8%  | 12.9%  | 15.0%  |
| ROIC (%)        | 5.5%   | 8.4%   | 9.9%   | 11.4%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 资产负债率 (%)       | 60.1%  | 60.0%  | 60.5%  | 60.2%  |
| 净负债比率 (%)       | 150.6% | 150.3% | 153.2% | 151.3% |
| 流动比率            | 1.44   | 1.45   | 1.46   | 1.49   |
| 速动比率            | 0.86   | 0.86   | 0.87   | 0.90   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.64   | 0.70   | 0.76   | 0.81   |
| 应收账款周转率         | 3.26   | 3.25   | 3.30   | 3.28   |
| 应付账款周转率         | 3.46   | 3.47   | 3.54   | 3.51   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.68   | 0.98   | 1.27   | 1.62   |
| 每股经营现金流 (摊薄)    | 0.65   | 1.18   | 1.50   | 1.81   |
| 每股净资产           | 8.70   | 9.09   | 9.84   | 10.81  |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |
| P/E             | 17.67  | 11.47  | 8.90   | 6.97   |
| P/B             | 1.39   | 1.24   | 1.14   | 1.04   |
| EV/EBITDA       | 9.77   | 6.31   | 5.01   | 3.93   |

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**张帆，华安机械行业首席分析师，机械行业从业2年，证券从业16年，曾多次获得新财富分析师。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。