

业绩保持快速增长，大股东增持彰显发展信心

——柳工 2024 年年报&2025 年一季报点评

核心要点：

□ 公司发布 2025 年一季报与 2024 年年报，业绩保持快速增长

2025 年 4 月 25 日，公司发布 2025 年一季度报告。根据公司 2025 年一季度，2025 年一季度公司营业收入同比增长 15.2%至 91.5 亿元，归母净利润同比增长 32.0%至 6.6 亿元，扣非后归母净利润增长 34.1%至 6.1 亿元。根据公司 2024 年年报，2024 年公司营业收入约 300.6 亿元，同比增长 9.2%；归母净利润 13.3 亿元，同比增长 52.9%；扣非后归母净利润 11.4 亿元，同比增长 100.1%；经营活动现金流净额 13.3 亿元，同比减少 18.5%；基本每股收益 0.68 元，同比增长 53.4%。加权平均 ROE 约 7.9%，同比上升 2.5pct。

□ 行业需求筑底回升叠加公司经营效率提升，推动公司业绩快速增长

土石方机械。2024 年，公司装载机业务保持业绩规模最大贡献，国内市场份额稳居第一。电动装载机全球销量同比增长 194%，市场占有率行业领先。挖掘机业务销量增速高于行业 27pct，出口销量高于行业 15pct，海内外市场份额再创新高。公司 2024 年土石方机械业务收入同比增长 12.8%至 179.4 亿元，毛利率同比上升 0.2pct 至 22.0%。

其他工程机械及零部件方面。公司小型工程机械、汽车起重机、高空机械、塔机、摊铺机等品种销量增长均超 100%；平地机、桩工机械、矿卡、叉车市场规模快速增长；后市场配件全年收入超 10 亿元，多个大品类和销售大区均创下历史新高。推动公司 2024 年其他工程机械及零部件业务收入同比增长 3.0%至 90.8 亿元，毛利率同比上升 8.8pct 至 21.8%。

□ 电动化&国际化双重驱动，公司盈利能力持续增强

国际化方面。公司目前已进入深度国际化阶段，在印度、巴西、阿根廷、印尼设立四家海外制造基地，开发当地供应链，实现本地化生产。在印度、欧洲、美国、海外特区设立研发机构，通过近 400 家经销商为海外客户提供销售和服务支持，构建起服务全球客户的国际经营体系。2024 年，公司海外地区收入达 137.6 亿元，四年复合增速达 42.1%，收入占比由 2020 年 14.7 提升至 2024 年 45.8%。毛利率则在电动化产品占比上升、原材料成本下降等因素驱动下，由 2021 年 20.8%提升至 2024 年 28.6%。

电动化方面。2024 年公司成功下地 29 款电动产品、发布上市 20 余款。公司已累计开发 90 余款电动产品，覆盖 11 条产品线，形成 2-10 吨装载机、1.7-95 吨挖掘机完整型谱，包括纯电动、拖电、换电、混合动力、甲醇燃料、多动力等多种技术路线。2024 年，电动化成为公司海外业务新的增长点，电动化产品收入同比增长超 380%。

□ 信用减值损失同比减少，期间费用率&风险敞口略有上升

费用率方面，公司持续加大销售和研发投入，2024 年销售和研发费用同比增长 22.6%、25.8%，占收入比重同比提升 0.9、0.5pct 至 7.9%、3.8%。叠加管理和财务费用率同比下降 0.1、-0.3pct 至 2.8%、0.5%，2024 年公司期间费用率同比上升 1.2pct 至 15.0%。此外，2024 年，公司信用减值损失同比减少 1.7 亿元，占营业收入比例同比下降 0.7pct 至 1.2%。

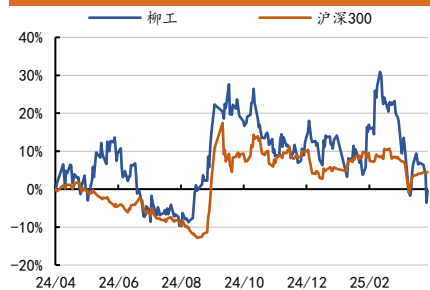
表外风险敞口方面，截至 2024 年末，公司融资租赁、按揭、定向保

相关研究：

1. 《20240415湘财证券-柳工 000528.SZ-海外业务发展迅速，盈利能力持续增强》
2. 《20250207湘财证券-柳工 000528.SZ-公司发布2024年业绩预告，业绩保持快速增长》

公司评级：买入（上调）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-13.3	-10.7	-8.7
绝对收益	-16.6	-11.9	-3.1

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：轩鹏程

证书编号：S0500521070003

Tel: (8621) 50295321

Email: xuanpc@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路 88 号

中国人寿金融中心 10 楼

兑仓等业务担保余额合计约 68.5 亿元，占收入比例同比下降 2.9pct 至 25.7%。而受应收账款增加影响，2024 年末公司表内风险敞口（应收票据+应收账款+应收款项融资+长期应收款+一年内到期非流动资产+发放贷款及垫款）约 165.7 亿元，占收入比例同比上升 4.3pct 至 55.1%。

投资建议

公司作为国内工程机械龙头之一，2022 年实现混改和集团整体上市，极大提高公司市场化程度与核心竞争力。2024 年和 2025 年一季度，在公司国内业务企稳和国外地区收入持续增长下，公司业绩保持高速增长。此外，根据《2025-04-26-000528.SZ-柳工-关于大股东增持公司股份计划的公告》，公司控股股东柳工集团宣布，计划增持公司股份约 2.5~5.0 亿元。展望未来，随国内土方机械需求持续增长和公司海外业务持续发展，公司业绩有望保持增长。我们预计 2025-2027 年，公司营业收入 347.0、394.8、443.2 亿元，同比增长 15.4%、13.8%、12.3%；归母净利润 20.8、26.4、33.7 亿元，同比增长 56.9%、26.6%、27.8%。对应 2025 年 4 月 25 日收盘价，市盈率为 9.9、7.8、6.1 倍。鉴于公司业绩有望持续快速增长，当前估值水平较低，我们将公司评级由“增持”上调至“买入”。

风险提示

国内工程机械复苏不及预期。公司国际化进程不及预期。原材料价格上涨。贸易摩擦加剧。汇兑损失和减值损失增加。

财务预测	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	30063	34697	39483	44320
同比	9.2%	15.4%	13.8%	12.3%
归母净利润（百万元）	1327	2083	2636	3368
同比	52.9%	56.9%	26.6%	27.8%
毛利率	22.5%	22.9%	23.5%	24.4%
ROE	7.6%	10.7%	12.4%	14.3%
每股收益（元）	0.66	1.03	1.31	1.67
P/E	15.47	9.86	7.79	6.10
P/B	1.17	1.05	0.97	0.87
EV/EBITDA	8.70	6.54	5.32	4.29

资料来源：天软、湘财证券研究所

附表 1 柳工财务报表以及相应指标

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E					
流动资产	33963	38972	42401	46465					
货币资金	8360	10365	11445	13439					
应收账款	10246	11666	12903	13795					
其他应收款	1042	1146	1363	1682					
预付账款	307	398	456	503					
存货	9416	10265	11276	12175					
其他流动资产	4592	5133	4958	4871					
非流动资产	13944	13205	13335	13439					
长期股权投资	740	0	0	0					
固定资产	6675	6797	6993	7022					
在建工程	250	500	400	400					
无形资产	1382	1501	1552	1612					
其他非流动资产	4896	4408	4389	4404					
资产总计	47907	52177	55736	59904					
流动负债	23518	25733	27452	29187					
短期借款	5395	6707	6942	7102					
应付账款	7415	7493	8158	8713					
其他流动负债	10709	11533	12353	13372					
非流动负债	5273	5259	5255	5264					
长期借款	631	631	631	631					
其他非流动负债	4642	4627	4624	4633					
负债合计	28792	30992	32708	34451					
归属母公司股东权益	17569	19546	21270	23543					
股本	2019	2019	2019	2019					
资本公积	6548	6548	6548	6548					
留存收益	9536	11067	12838	15111					
少数股东权益	1546	1640	1759	1910					
负债和股东权益	47907	52177	55736	59904					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	1322	1250	2610	3613					
净利润	1387	2177	2754	3520					
资产减值准备	0	-390	306	519					
折旧摊销	687	763	848	934					
财务费用	307	-43	-67	-99					
投资损失	2	0	0	0					
营运资金变动	-1538	-1404	-1149	-1145					
其他经营现金流	478	147	-83	-116					
投资活动现金流	-342	-824	-758	-808					
资本支出	664	1050	860	880					
长期投资	-54	-1030	0	0					
其他投资现金流	268	-805	102	72					
筹资活动现金流	-2751	1578	-771	-812					
短期借款	-1579	1313	235	160					
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	266	-1005	-972					
现金净增加额	-1786	2005	1081	1993					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E					
营业收入	30063	34697	39483	44320					
营业成本	23299	26760	30214	33511					
税金及附加	201	216	252	283					
销售费用	2366	2724	3080	3444					
管理费用	853	972	1094	1219					
研发费用	1141	1318	1500	1684					
财务费用	152	-43	-67	-99					
信用减值损失	-360	-320	-300	-300					
资产减值损失	-238	-200	-180	-150					
公允价值变动收益	-15	0	0	0					
投资收益	-81	0	0	0					
营业利润	1620	2550	3242	4153					
营业外收入	45	43	39	40					
营业外支出	12	0	0	0					
利润总额	1652	2593	3281	4193					
所得税	265	416	527	673					
净利润	1387	2177	2754	3520					
少数股东损益	60	94	119	152					
归属母公司净利润	1327	2083	2636	3368					
EBITDA	2458	3270	4023	4988					
EPS (元)	0.66	1.03	1.31	1.67					

主要财务比率				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	9.2%	15.4%	13.8%	12.3%
营业利润	37.7%	57.4%	27.2%	28.1%
归属母公司净利润	52.9%	56.9%	26.6%	27.8%
获利能力				
毛利率(%)	22.5%	22.9%	23.5%	24.4%
净利率(%)	4.4%	6.0%	6.7%	7.6%
ROE(%)	7.6%	10.7%	12.4%	14.3%
ROIC(%)	10.0%	12.3%	14.7%	18.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	60.1%	59.4%	58.7%	57.5%
流动比率	1.44	1.51	1.54	1.59
速动比率	1.04	1.12	1.13	1.17
利息保障倍数	5.49	20.43	23.65	29.54
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.69	0.73	0.77
应收账款周转率	2.85	2.83	2.92	2.98
存货周转率	2.48	2.60	2.69	2.73
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.66	1.03	1.31	1.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.62	1.29	1.79
每股净资产(最新摊薄)	8.70	9.68	10.53	11.66
估值比率				
P/E	15.47	9.86	7.79	6.10
P/B	1.17	1.05	0.97	0.87
EV/EBITDA	8.70	6.54	5.32	4.29

资料来源：天软、湘财证券研究所

分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

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%以上；

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。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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。