

非金融公司|公司点评|柳工（000528）

# 2024年三季度报点评：业绩符合预期， 混改&电装持续兑现业绩



## | 报告要点

2024Q1-Q3 公司实现营收 228.6 亿元，同比+8%，归母净利润 13.2 亿元，同比+60%；2024Q3 单季度营收 68.0 亿元，同比+12%，环比-16%，归母净利润为 3.4 亿元，同比+59%，环比-31%。我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 303.9/351.1/405.2 亿元，分别同比+10%/16%/15%；归母净利润分别为 15.4/21.0/26.6 亿元，分别同比+77%/37%/26%，维持“买入”评级。

## | 分析师及联系人



刘晓旭



蒙维洒

SAC: S0590524040006

柳工 (000528)

# 2024 年三季报点评：业绩符合预期，混改&电装持续兑现业绩

行业： 机械设备/工程机械  
 投资评级： 买入（维持）  
 当前价格： 12.64 元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股) 1,984/1,446  
 流通 A 股市值(百万元) 18,276.04  
 每股净资产(元) 8.78  
 资产负债率(%) 59.49  
 一年内最高/最低(元) 13.71/6.15

### 股价相对走势



### 相关报告

1、《柳工（000528）：装载机龙头混改提效，国际化电动化促成长》2024.09.11



扫码查看更多

### 事件

2024Q1-Q3 公司实现营收 228.6 亿元，同比+8%，归母净利润 13.2 亿元，同比+60%，扣非归母净利润 12.1 亿元，同比+94%；2024Q3 单季度营收 68.0 亿元，同比+12%，环比-16%，归母净利润为 3.4 亿元，同比+59%，环比-31%；扣非归母净利润 3.1 亿元，同比+200%，环比-31%。

#### ➤ 土方机械需求筑底回升，装载机&挖掘机成长性凸显

公司 2024Q1-Q3 利润实现高增长主要系国内土方机械子行业需求筑底回升，Q3 单季度利润环比下降主要系工程机械传统淡季影响。2024M1-9 国内挖掘机累计销量约 7.4 万台，同比+8.6%；国内装载机累计销量约 4.1 万台，同比持平。（1）**装载机**：2023 年公司装载机市占率约 27%，稳居国内第一。2014 年公司率先掀起装载机电动化浪潮，2022 年国内电动装载机渗透率仅 1%，2023 提升至 3.5%，2024M1-9 突破 10%（M1-9 累计销量约 8300 台，同比+296%），随着电装渗透率持续提升，公司有望充分受益。（2）**挖掘机**：2023 年以来，公司挖掘机市场销量增速大幅跑赢行业，2023 年挖掘机市占率约 11%，同比提升 3-4pct。短期来看，公司挖掘机份额有望凭借小挖进一步提升；中期来看，公司挖掘机整体盈利能力有望凭借中大挖占比提升而上行。

#### ➤ 混改打造阿尔法，“激励+可转债”加码长期竞争力

2022 年公司完成混改实现整体上市，并通过股权激励激发内生活力，可转债加码长期竞争力。（1）股权激励：业绩考核以净资产收益率为考核目标，2024-2026 年 ROE 不低于 6.0%/6.5%/7.0%，彰显公司盈利信心。（2）可转债：增发 30 亿可转债投资工程机械智能化新方向，建成后预计年产各类挖掘机 1.8 万台，各类装载机 3 万台套，平地机约 1100 台套，并具备相关高端配套零部件自制能力。

#### ➤ 看好公司混改释放利润&电装先发优势增厚业绩

我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 303.9/351.1/405.2 亿元，分别同比增长约 10%/16%/15%；归母净利润分别为 15.4/21.0/26.6 亿元，分别同比增长 77%/37%/26%。鉴于公司混改逐渐释放利润弹性叠加海外拓展顺利，维持“买入”评级。

**风险提示：**国内需求复苏不及预期；海外拓展不及预期；行业竞争加剧

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26480	27519	30386	35106	40516
增长率(%)	-7.74%	3.93%	10.42%	15.53%	15.41%
EBITDA(百万元)	1462	2025	3041	3746	4539
归母净利润(百万元)	599	868	1535	2103	2658
增长率(%)	-39.79%	44.80%	76.92%	36.95%	26.43%
EPS(元/股)	0.30	0.44	0.77	1.06	1.34
市盈率(P/E)	41.0	28.3	16.0	11.7	9.2
市净率(P/B)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.8	9.5	10.1	8.4	7.1

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 10 月 22 日收盘价

## 风险提示

国内需求复苏不及预期：工程机械属于周期性行业，如果下游基建投资不及预期，或者设备以旧换新政策落地不及预期，公司或将面临下游需求下降风险。

海外拓展不及预期：公司近年海外拓展顺利，营收占比不断提升，如果设备出口受阻或者电动化产品渗透不及预期，公司营收规模和盈利能力或将下降。

行业竞争加剧：行业下行周期，工程机械头部主机厂之间竞争加剧，可能出现价格战情况，或将影响公司盈利能力。

## 财务预测摘要

资产负债表						单位:百万元					利润表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E				
货币资金	7235	10353	4558	5266	6077	营业收入	26480	27519	30386	35106	40516	营业成本	22031	21790	23381	26707	30464				
应收账款+票据	8150	8669	8766	10127	11688	营业税金及附加	128	172	157	182	210	营业费用	1821	2251	2461	2808	3241				
预付账款	382	322	395	456	526	管理费用	1480	1720	1823	2106	2431	财务费用	75	152	352	238	254				
存货	7988	8482	8835	10092	11512	资产减值损失	-206	-254	-228	-264	-305	公允价值变动收益	0	6	0	0	0				
其他	5747	5448	6372	7341	8451	投资净收益	80	102	120	120	120	其他	-52	-111	-98	-166	-242				
<b>流动资产合计</b>	<b>29502</b>	<b>33275</b>	<b>28926</b>	<b>33281</b>	<b>38254</b>	<b>营业利润</b>	<b>768</b>	<b>1177</b>	<b>2005</b>	<b>2755</b>	<b>3490</b>	营业外净收益	22	33	26	26	26				
长期股权投资	688	669	777	884	992	利润总额	790	1209	2031	2781	3516	所得税	143	268	401	549	694				
固定资产	5011	6208	6122	6268	6123	净利润	647	942	1630	2232	2822	少数股东损益	48	74	94	129	164				
在建工程	810	586	493	300	250	归属于母公司净利润	599	868	1535	2103	2658										
无形资产	1515	1451	1447	1466	1490																
其他非流动资产	4732	4389	4842	4792	4754																
<b>非流动资产合计</b>	<b>12756</b>	<b>13303</b>	<b>13681</b>	<b>13711</b>	<b>13609</b>																
<b>资产总计</b>	<b>42258</b>	<b>46578</b>	<b>42607</b>	<b>46992</b>	<b>51863</b>																
短期借款	4889	6974	1785	3289	4633																
应付账款+票据	9817	11369	10812	12349	14087																
其他	6782	3931	5148	5890	6733																
<b>流动负债合计</b>	<b>21488</b>	<b>22274</b>	<b>17744</b>	<b>21528</b>	<b>25453</b>																
长期带息负债	1701	4334	3410	2542	1631																
长期应付款	285	184	184	184	184																
其他	1608	1789	1789	1789	1789																
<b>非流动负债合计</b>	<b>3595</b>	<b>6307</b>	<b>5383</b>	<b>4515</b>	<b>3604</b>																
<b>负债合计</b>	<b>25083</b>	<b>28581</b>	<b>23127</b>	<b>26044</b>	<b>29058</b>																
少数股东权益	1427	1464	1559	1688	1852																
股本	1951	1951	1984	1984	1984																
资本公积	6019	6039	6417	6417	6417																
留存收益	7777	8542	9520	10859	12551																
<b>股东权益合计</b>	<b>17175</b>	<b>17997</b>	<b>19480</b>	<b>20949</b>	<b>22805</b>																
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>42258</b>	<b>46578</b>	<b>42607</b>	<b>46992</b>	<b>51863</b>																

  

现金流量表						单位:百万元					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	647	942	1630	2232	2822	成长能力					
折旧摊销	597	664	658	728	770	营业收入	-7.74%	3.93%	10.42%	15.53%	15.41%
财务费用	75	152	352	238	254	EBIT	-36.61%	57.32%	75.07%	26.68%	24.89%
存货减少(增加为“-”)	1055	-494	-353	-1256	-1420	EBITDA	-21.78%	38.52%	50.17%	23.19%	21.17%
营运资金变动	-852	-929	-787	-1368	-1580	归属于母公司净利润	-39.79%	44.80%	76.92%	36.95%	26.43%
其它	-602	1261	-221	1161	1324	获利能力					
<b>经营活动现金流</b>	<b>920</b>	<b>1595</b>	<b>1279</b>	<b>1734</b>	<b>2169</b>	毛利率	16.80%	20.82%	23.05%	23.93%	24.81%
资本支出	-1215	-715	-450	-650	-560	净利率	2.44%	3.42%	5.36%	6.36%	6.97%
长期投资	-86	-256	0	0	0	ROE	3.81%	5.25%	8.57%	10.92%	12.69%
其他	823	467	-12	-12	-12	ROIC	3.09%	4.42%	8.15%	9.72%	11.24%
<b>投资活动现金流</b>	<b>-478</b>	<b>-504</b>	<b>-462</b>	<b>-662</b>	<b>-572</b>	偿债能力					
债权融资	-1520	4718	-6114	637	433	资产负债率	59.36%	61.36%	54.28%	55.42%	56.03%
股权融资	476	0	33	0	0	流动比率	1.4	1.5	1.6	1.5	1.5
其他	1500	-3182	-532	-1001	-1219	速动比率	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>456</b>	<b>1537</b>	<b>-6612</b>	<b>-364</b>	<b>-786</b>	营运能力					
<b>现金净增加额</b>	<b>898</b>	<b>2642</b>	<b>-5795</b>	<b>708</b>	<b>812</b>	应收账款周转率	3.4	3.2	3.6	3.6	3.6
						存货周转率	2.8	2.6	2.6	2.6	2.6
						总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
						每股指标(元)					
						每股收益	0.3	0.4	0.8	1.1	1.3
						每股经营现金流	0.5	0.8	0.6	0.9	1.1
						每股净资产	7.9	8.3	9.0	9.7	10.5
						估值比率					
						市盈率	41.0	28.3	16.0	11.7	9.2
						市净率	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
						EV/EBITDA	10.8	9.5	10.1	8.4	7.1
						EV/EBIT	18.3	14.1	12.9	10.5	8.5

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年10月22日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层  
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层  
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼