

# 柳工 (000528)

## 2025 年一季报点评: 归母净利润同比+32%超预期, 大股东增持彰显长期发展信心

买入 (维持)

2025 年 04 月 26 日

证券分析师 周尔双

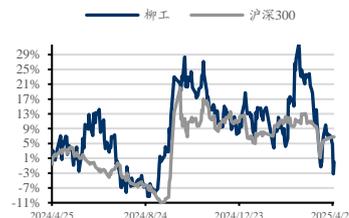
执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	27,519	30,063	35,012	39,165	45,010
同比 (%)	3.93	9.24	16.46	11.86	14.92
归母净利润 (百万元)	867.81	1,327.04	2,071.69	2,893.29	3,794.95
同比 (%)	44.80	52.92	56.11	39.66	31.16
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.43	0.66	1.03	1.43	1.88
P/E (现价&最新摊薄)	25.32	16.56	10.60	7.59	5.79

### 股价走势



### 投资要点

#### ■ 2025Q1 归母净利润同比+32%，公司土方占比高 $\alpha$ 凸显

2025Q1 公司实现营业收入 91.5 亿元，同比+15.2%。2025 年一季度公司国内土方&非土方工程机械产品表现优异，好于行业；海外非洲、中东、亚洲、东南亚、南亚等地区收入均保持高速增长。利润端，公司 2025Q1 实现归母净利润 6.6 亿元，同比+32%，扣非归母净利润 6.1 亿元，同比+34%，业绩好于预告中值。展望 2025 年，国内土方机械开启向上周期，公司是国内土方机械收入占比最高的公司，2024 年公司国内土方机械收入占比约 50%，产品结构优异，有望充分受益于行业周期向上。

#### ■ 盈利能力持续提升，看好公司业绩释放确定性

2025Q1 公司实现销售毛利率 22.0%，同比-0.8pct，毛利率下滑主要是会计准则调整影响；销售净利率 7.0%，同比提升 0.5pct，盈利能力持续提升。费用端，2025Q1 公司期间费用率为 12.0%，同比下降 1.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.5%/2.5%/3.2%/-0.2%，同比分别-0.8/+0.2/+0.4/-0.9pct，费用管控能力优异。我们预计随着公司采购端持续降本、生产效率提升、大型化&电动化产品占比提高、海外渠道建设推进，公司盈利能力有望持续提升。2024 年 12 月，公司发布 2025 年经营展望，预算营业收入 346 亿元，同比+15%，销售净利率提高 1pct 以上，看好公司业绩释放确定性。

#### ■ 混改充分释放成长活力，股份回购增持彰显长期发展信心

(1) 混改释放成长活力：2022 年公司完成混改并实现整体上市，混改完成后陆续发布股权激励和定增，有效扩张产能、升级智慧工厂、激发员工积极性，综合竞争力大幅增强。此外，公司于 2025 年 4 月 25 日发布新版薪酬方案，混改后公司已经基本实现市场化机制，完备的薪酬制度与股权激励政策将有效提升公司内部活力。

(2) 回购增持彰显长期发展信心：2024 年公司实施两期股份回购，截至 25 年 2 月 28 日累计已回购 5523 万股，占公司总股本 2.7%；2025 年 4 月 25 日，公司公告称柳工集团将增持 2.5-5 亿元，回购及增持均彰显长期发展信心。

■ 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 20.72/28.93/37.95 亿元，对应当前市值 PE 分别为 11/8/6x，维持“买入”评级。

■ 风险提示：国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期等

### 市场数据

收盘价(元)	10.17
一年最低/最高价	9.02/13.71
市净率(倍)	1.15
流通 A 股市值(百万元)	20,527.51
总市值(百万元)	20,535.66

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.86
资产负债率(% ,LF)	60.77
总股本(百万股)	2,019.24
流通 A 股(百万股)	2,018.44

### 相关研究

《柳工(000528): 2025Q1 业绩预告点评: 归母净利润同比+25%到+35%超预期, 看好 2025 年盈利能力继续改善》

2025-04-13

《柳工(000528): 2024 年报点评: 业绩符合市场预期, 看好公司国际化&拓品类逻辑持续兑现》

2025-03-29

## 柳工三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>33,963</b>	<b>52,733</b>	<b>58,887</b>	<b>68,069</b>	<b>营业总收入</b>	<b>30,063</b>	<b>35,012</b>	<b>39,165</b>	<b>45,010</b>
货币资金及交易性金融资产	8,402	3,628	4,858	7,035	营业成本(含金融类)	23,299	26,974	29,718	33,811
经营性应收款项	11,115	23,585	26,137	29,829	税金及附加	201	210	235	270
存货	9,416	17,677	19,499	22,186	销售费用	2,366	2,836	3,133	3,466
合同资产	202	403	450	518	管理费用	853	1,050	1,155	1,305
其他流动资产	4,828	7,440	7,944	8,502	研发费用	1,141	1,155	1,253	1,440
<b>非流动资产</b>	<b>13,944</b>	<b>14,201</b>	<b>14,388</b>	<b>14,445</b>	财务费用	152	173	318	282
长期股权投资	740	740	740	740	加:其他收益	239	277	313	360
固定资产及使用权资产	6,815	7,118	7,216	7,242	投资净收益	(81)	104	98	104
在建工程	250	204	230	294	公允价值变动	(15)	0	0	0
无形资产	1,382	1,340	1,303	1,271	减值损失	(597)	(307)	(26)	(3)
商誉	165	165	165	165	资产处置收益	21	69	86	90
长期待摊费用	20	20	20	20	<b>营业利润</b>	<b>1,620</b>	<b>2,756</b>	<b>3,824</b>	<b>4,986</b>
其他非流动资产	4,570	4,615	4,713	4,713	营业外净收支	32	(10)	(10)	(10)
<b>资产总计</b>	<b>47,907</b>	<b>66,934</b>	<b>73,274</b>	<b>82,514</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,652</b>	<b>2,746</b>	<b>3,814</b>	<b>4,976</b>
<b>流动负债</b>	<b>23,518</b>	<b>40,689</b>	<b>43,901</b>	<b>49,060</b>	减:所得税	265	494	687	896
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,040	6,040	6,040	6,040	<b>净利润</b>	<b>1,387</b>	<b>2,252</b>	<b>3,128</b>	<b>4,081</b>
经营性应付款项	13,465	26,949	29,326	33,385	减:少数股东损益	60	180	235	286
合同负债	544	1,266	1,459	1,676	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,327</b>	<b>2,072</b>	<b>2,893</b>	<b>3,795</b>
其他流动负债	3,468	6,434	7,076	7,958	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.66	1.03	1.43	1.88
非流动负债	5,273	5,273	5,273	5,273	EBIT	1,873	2,920	4,132	5,258
长期借款	631	631	631	631	EBITDA	2,597	3,603	4,841	5,997
应付债券	2,597	2,597	2,597	2,597	毛利率(%)	22.50	22.96	24.12	24.88
租赁负债	121	121	121	121	归母净利率(%)	4.41	5.92	7.39	8.43
其他非流动负债	1,923	1,923	1,923	1,923	收入增长率(%)	9.24	16.46	11.86	14.92
<b>负债合计</b>	<b>28,792</b>	<b>45,963</b>	<b>49,175</b>	<b>54,334</b>	归母净利润增长率(%)	52.92	56.11	39.66	31.16
归属母公司股东权益	17,569	19,246	22,139	25,934					
少数股东权益	1,546	1,726	1,961	2,246					
<b>所有者权益合计</b>	<b>19,115</b>	<b>20,972</b>	<b>24,100</b>	<b>28,180</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>47,907</b>	<b>66,934</b>	<b>73,274</b>	<b>82,514</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,322	(3,169)	2,383	3,223	每股净资产(元)	8.66	9.49	10.92	12.80
投资活动现金流	(342)	(816)	(759)	(651)	最新发行在外股份(百万股)	2,019	2,019	2,019	2,019
筹资活动现金流	(2,751)	(804)	(424)	(424)	ROIC(%)	5.39	8.13	10.61	12.13
现金净增加额	(1,786)	(4,804)	1,200	2,147	ROE-摊薄(%)	7.55	10.76	13.07	14.63
折旧和摊销	724	683	709	739	资产负债率(%)	60.10	68.67	67.11	65.85
资本开支	(404)	(841)	(724)	(720)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.56	10.60	7.59	5.79
营运资本变动	(1,517)	(6,672)	(1,730)	(1,841)	P/B(现价)	1.26	1.15	1.00	0.85

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>