

柳工 (000528.SZ)

2025Q1 业绩超预期，国企改革提效增利，净利率接近上一轮周期高点

公司发布 2025 年第一季度报告。2025 年 Q1 公司实现营业收入 91.49 亿元，同比增加 15.24%；归母净利润 6.57 亿元，同比增长 32.00%；扣非归母净利润 6.12 亿元，同比增长 34.09%。**2025 年 Q1 公司净利率 7.03%**，同比在高基数的背景下仍然提升 0.54pct，接近上一轮周期高点 2020Q2 的 7.33%。从公司营运能力看，2025Q1 存货周转天数是 120 天，同比下降 7 天。公司国企改革提升效率和净利率的逻辑持续验证。此外，**公司控股股东增持公司股份，计划 6 个月内增持 2.5~5.0 亿元**，并且本次增持计划不设价格区间，彰显公司对未来的发展信心。

公司装载机市场地位稳固，挖掘机业务增速大超行业增速。2024 年公司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，国际整机毛利率提升 1.4 个百分点；电动装载机全球销量同比增幅 194%，市场占有率保持行业领先地位。公司 2024 年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，海内外市场份额再创新高；整体盈利水平稳步提高，利润同比增长 48%。

公司积极扩展海外市场，推进全球化布局。从产品结构看，装载机、挖掘机等土方机械产品的核心优势持续得到巩固，后市场板块、电动化产品、矿山机械产品等实现快速突破，形成了强劲竞争优势的组合营销解决方案。从市场区域看，各大区均实现盈利性增长，非洲、南亚、中东等区域保持强劲增长势头。区域结构得到持续优化，形成了多元化的海外区域市场结构。

投资建议：我们预计 2025-2027 年，公司实现归母净利润 21、28、37 亿元，对应 PE 为 9.7、7.3、5.5X。柳工在全球工程机械行业中占据相对领先的地位，其电动化装载机成为新的增长点，挖掘机增速和市占率均表现亮眼，高机、农机和矿机等新兴领域正在快速成为公司新的增长引擎。鉴于国内市场有望实现触底反弹，同时在海外市场表现强势，加之国企改革提升效率，公司净利率提升空间大，因此柳工可以赋予更高的盈利反转溢价、以及海外成长溢价，维持“买入”评级。

风险提示：国内需求风险、海外市场风险、汇率波动风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	27,519	30,063	35,208	40,369	45,290
增长率 yoy (%)	3.9	9.2	17.1	14.7	12.2
归母净利润 (百万元)	868	1,327	2,123	2,812	3,733
增长率 yoy (%)	44.8	52.9	60.0	32.5	32.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.43	0.66	1.05	1.39	1.85
净资产收益率 (%)	5.2	7.3	10.8	12.8	14.7
P/E (倍)	23.7	15.5	9.7	7.3	5.5
P/B (倍)	1.2	1.2	1.1	1.0	0.8

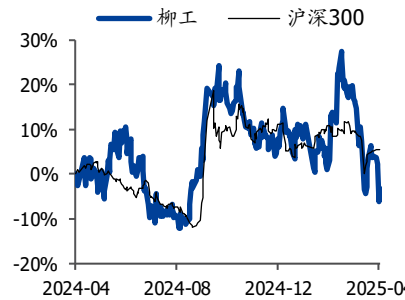
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 25 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	工程机械
前次评级	买入
04 月 25 日收盘价 (元)	10.17
总市值 (百万元)	20,535.66
总股本 (百万股)	2,019.24
其中自由流通股 (%)	99.96
30 日日均成交量 (百万股)	37.46

股价走势



作者

分析师 张一鸣

执业证书编号: S0680522070009

邮箱: zhangyiming@gszq.com

分析师 邓宇亮

执业证书编号: S0680523090001

邮箱: dengyuliang@gszq.com

相关研究

- 《柳工 (000528.SZ): 国企改革提升效率, 净利率提升空间大》 2025-03-30
- 《柳工 (000528.SZ): 国企改革释放利润弹性, Q3 净利率提升明显》 2024-10-27
- 《柳工 (000528.SZ): 国企改革迎新春, 利润释放动力足》 2024-09-08

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	33275	33963	37110	40810	45414
现金	10353	8360	7554	8661	9717
应收票据及应收账款	8305	10457	11516	13678	14587
其他应收款	1457	1042	1884	1471	2293
预付账款	322	307	430	415	533
存货	8482	9416	11345	12203	13902
其他流动资产	4355	4381	4381	4381	4381
非流动资产	13303	13944	14677	15257	15722
长期投资	669	740	903	1045	1184
固定资产	6120	6675	7120	7530	7854
无形资产	1451	1382	1414	1376	1339
其他非流动资产	5063	5146	5240	5306	5345
资产总计	46578	47907	51787	56067	61136
流动负债	22274	23518	26204	28410	30513
短期借款	6974	5395	5941	5763	6108
应付票据及应付账款	11369	13424	15334	17284	18877
其他流动负债	3931	4700	4928	5363	5528
非流动负债	6307	5273	4771	4214	3589
长期借款	4258	3229	2727	2169	1545
其他非流动负债	2049	2044	2044	2044	2044
负债合计	28581	28792	30975	32623	34102
少数股东权益	1464	1546	1671	1859	2097
股本	1951	2019	2019	2019	2019
资本公积	6039	6548	6548	6548	6548
留存收益	8606	9536	10983	12825	15204
归属母公司股东权益	16532	17569	19141	21584	24937
负债和股东权益	46578	47907	51787	56067	61136

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1629	1322	1084	3467	2898
净利润	942	1387	2248	3000	3971
折旧摊销	664	687	692	785	870
财务费用	152	152	61	-38	-102
投资损失	-102	81	-70	-43	-33
营运资金变动	-929	-1538	-1849	-240	-1812
其他经营现金流	902	553	2	3	3
投资活动现金流	-504	-342	-1357	-1325	-1305
资本支出	794	664	570	438	326
长期投资	-256	54	-163	-142	-139
其他投资现金流	35	376	-949	-1029	-1119
筹资活动现金流	1537	-2751	-1079	-857	-882
短期借款	2085	-1579	0	0	0
长期借款	2636	-1029	-502	-557	-625
普通股增加	0	68	0	0	0
资本公积增加	20	509	0	0	0
其他筹资现金流	-3204	-719	-577	-300	-257
现金净增加额	2677	-1786	-1352	1285	711

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27519	30063	35208	40369	45290
营业成本	22111	23299	27025	30652	33981
营业税金及附加	172	201	195	235	275
营业费用	1930	2366	2827	3217	3564
管理费用	814	853	1034	1145	1149
研发费用	907	1141	1393	1532	1583
财务费用	152	152	61	-38	-102
资产减值损失	-254	-238	-258	-253	-252
其他收益	240	239	258	253	252
公允价值变动收益	6	-15	-2	-3	-3
投资净收益	102	-81	70	43	33
资产处置收益	180	21	0	0	0
营业利润	1177	1620	2741	3665	4869
营业外收入	39	45	38	39	40
营业外支出	6	12	10	10	10
利润总额	1209	1652	2768	3694	4899
所得税	268	265	520	694	928
净利润	942	1387	2248	3000	3971
少数股东损益	74	60	125	188	238
归属母公司净利润	868	1327	2123	2812	3733
EBITDA	2266	2628	3663	4671	5915
EPS (元)	0.43	0.66	1.05	1.39	1.85

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	3.9	9.2	17.1	14.7	12.2
营业利润(%)	53.2	37.7	69.2	33.7	32.8
归属于母公司净利润(%)	44.8	52.9	60.0	32.5	32.8
获利能力					
毛利率(%)	19.7	22.5	23.2	24.1	25.0
净利率(%)	3.2	4.4	6.0	7.0	8.2
ROE(%)	5.2	7.3	10.8	12.8	14.7
ROIC(%)	4.2	5.8	8.1	10.0	11.8
偿债能力					
资产负债率(%)	61.4	60.1	59.8	58.2	55.8
净负债比率(%)	13.8	11.5	14.8	5.4	-0.2
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	3.4	3.2	3.2	3.2	3.2
应付账款周转率	2.1	1.9	1.9	1.9	1.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.66	1.05	1.39	1.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	0.65	0.54	1.72	1.44
每股净资产(最新摊薄)	8.14	8.66	9.44	10.65	12.31
估值比率					
P/E	23.7	15.5	9.7	7.3	5.5
P/B	1.2	1.2	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	10.7	9.2	6.9	5.1	3.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 25 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com