



柳工 (000528.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩表现亮眼,看好海外持续释放利润

业绩简评

2025年8月26日,公司发布2025年中报,25H1公司实现营业收入181.8亿元,同比+13.2%,归母净利润12.3亿元,同比+25.1%,扣非归母净利润11.5亿元,同比+27.0%;其中25Q2实现营业收入90.3亿元,同比+11.2%,归母净利润5.7亿元,同比+17.9%,扣非归母净利润5.3亿元,同比+19.8%。

经营分析

海外业务稳健增长,盈利能力继续提升。25H1公司实现海外收入85.2亿元,同比+10.5%,毛利率为29.7%,同比+0.6pct。分产品来看,25H1公司装载机海外收入增速超20%、挖掘机出口销量同比+22.1%,矿山机械、高空作业机械、起重机、叉车等均实现超40%的销量增长。分区域来看,公司南亚、中东中亚、印尼及非洲增速靠前,最高达80%以上。参考25Q2卡特彼勒EAME地区增速转正、北美地区降幅缩窄,欧美发达地区市场下半年需求有望逐步回暖向上,看好公司海外业务下半年再获佳绩。

装载机内外兼修,挖机量利齐增。装载机内外兼修:25H1公司装载机板块国内外均实现收入超过20%的同比增长。挖机量利齐增:25H1公司挖机内销、外销同比+31.0%、+22.1%,内外销共振带动25H1挖机板块收入同比+25.1%,净利润同比增长超90%。装载机、挖机作为公司优势板块,有望继续实现优于行业表现。

电动化战略成效显著,打造差异化竞争优势。25H1公司电装销量同比+193%,其中出口量占行业总出口的50%以上,为电装出口绝对龙头,国内市场渗透率高于行业整体水平。公司已累计推出100余款电动化产品,有望依靠电装优势持续赋能全产品线,看好公司电动化持续打造差异化竞争优势。

董事会决议审议通过多项议案,看好公司中长期成长。8月26日,公司董事会决议投资5亿元建设印尼制造工厂、1.94亿元设立巴西融资租赁公司,全球化布局持续推进。董事会审议通过《关于公司十五五战略规划的议案》,规划2030年实现营收600亿元,海外占比超60%,净利率不低于8%,看好公司中长期成长。

盈利预测、估值与评级

我们预计25-27年公司营收为348.41/403.67/467.58亿元、归母净利润为18.47/25.61/33.60亿元,对应PE为12/9/7倍。维持“买入”评级。

风险提示

国内需求不及预期、海外市场竞争加剧、原材料价格上涨风险、汇率波动风险。

机械组

分析师:满在朋(执业S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

分析师:倪赵义(执业S1130524120001)

nizhaoyi@gjzq.com.cn

联系人:刘民喆

liuminzhe@gjzq.com.cn

市价(人民币):11.31元

相关报告:

- 《柳工公司点评:受益行业复苏,全年盈利能力明显提升》,2025.3.31
- 《公司深度研究:以改革促发展,新柳工扬帆起航》,2025.2.18
- 《柳工公司点评:24年利润高增,受益内需周期上行》,2025.2.4



公司基本情况(人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,519	30,063	34,841	40,367	46,758
营业收入增长率	3.93%	9.24%	15.89%	15.86%	15.83%
归母净利润(百万元)	868	1,327	1,847	2,561	3,360
归母净利润增长率	44.80%	52.92%	39.18%	38.63%	31.20%
摊薄每股收益(元)	0.445	0.657	0.911	1.263	1.657
每股经营性现金流净额	0.83	0.65	1.17	1.82	2.29
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.25%	7.55%	10.00%	12.43%	14.85%
P/E	15.15	18.35	12.41	8.95	6.82
P/B	0.80	1.39	1.24	1.11	1.01

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	26,480	27,519	30,063	34,841	40,367	46,758	货币资金	7,235	10,353	8,360	10,380	11,630	13,009
增长率		3.9%	9.2%	15.9%	15.9%	15.8%	应收款项	9,150	9,919	11,850	12,875	13,803	14,353
主营业务成本	-22,031	-21,790	-23,299	-26,701	-30,832	-35,545	存货	7,988	8,482	9,416	9,463	10,331	11,649
%销售收入	83.2%	79.2%	77.5%	76.6%	76.4%	76.0%	其他流动资产	5,130	4,521	4,337	4,673	4,767	4,866
毛利	4,449	5,729	6,764	8,140	9,534	11,213	流动资产	29,502	33,275	33,963	37,390	40,531	43,877
%销售收入	16.8%	20.8%	22.5%	23.4%	23.6%	24.0%	%总资产	69.8%	71.4%	70.9%	72.4%	73.8%	75.4%
营业税金及附加	-128	-172	-201	-219	-242	-281	长期投资	4,177	3,666	3,952	3,972	3,972	3,972
%销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	5,712	6,706	6,925	6,918	6,882	6,677
销售费用	-1,821	-2,251	-2,366	-2,708	-3,104	-3,564	%总资产	13.5%	14.4%	14.5%	13.4%	12.5%	11.5%
%销售收入	6.9%	8.2%	7.9%	7.8%	7.7%	7.6%	无形资产	1,742	1,630	1,567	1,769	1,915	2,057
管理费用	-733	-814	-853	-952	-1,078	-1,241	非流动资产	12,756	13,303	13,944	14,253	14,356	14,287
%销售收入	2.8%	3.0%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	%总资产	30.2%	28.6%	29.1%	27.6%	26.2%	24.6%
研发费用	-747	-907	-1,141	-1,292	-1,486	-1,718	资产总计	42,258	46,578	47,907	51,643	54,888	58,164
%销售收入	2.8%	3.3%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%	短期借款	7,337	7,465	6,040	8,589	7,913	7,123
息税前利润 (EBIT)	1,021	1,586	2,204	2,968	3,625	4,410	应付款项	12,222	13,019	15,505	14,949	16,331	17,915
%销售收入	3.9%	5.8%	7.3%	8.5%	9.0%	9.4%	其他流动负债	1,928	1,790	1,973	2,468	2,661	2,885
财务费用	-75	-152	-152	-134	-148	-115	流动负债	21,488	22,274	23,518	26,006	26,904	27,924
%销售收入	0.3%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.2%	长期贷款	1,560	1,257	631	631	631	631
资产减值损失	-567	-786	-597	-725	-605	-591	其他长期负债	2,035	5,050	4,642	4,908	5,039	5,200
公允价值变动收益	0	6	-15	-7	-5	-5	负债	25,083	28,581	28,792	31,546	32,574	33,755
投资收益	80	94	-148	-150	-100	-100	普通股股东权益	15,747	16,532	17,569	18,471	20,607	22,623
%税前利润	10.1%	7.7%	n.a	n.a	n.a	n.a	其中：股本	1,951	1,951	2,019	2,087	2,087	2,087
营业利润	768	1,177	1,620	2,274	3,087	3,980	未分配利润	6,799	7,541	8,407	9,515	11,052	13,067
营业利润率	2.9%	4.3%	5.4%	6.5%	7.6%	8.5%	少数股东权益	1,427	1,464	1,546	1,626	1,706	1,786
营业外收支	22	33	32	20	20	20	负债股东权益合计	42,258	46,578	47,907	51,643	54,888	58,164
税前利润	790	1,209	1,652	2,294	3,107	4,000	比率分析						
利润率	3.0%	4.4%	5.5%	6.6%	7.7%	8.6%		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
所得税	-143	-268	-265	-367	-466	-560	每股指标						
所得税率	18.1%	22.1%	16.1%	16.0%	15.0%	14.0%	每股收益	0.307	0.445	0.657	0.911	1.263	1.657
净利润	647	942	1,387	1,927	2,641	3,440	每股净资产	8.055	8.473	8.701	9.112	10.166	11.160
少数股东损益	48	74	60	80	80	80	每股经营现金净流	0.490	0.835	0.655	1.165	1.821	2.285
归属于母公司的净利润	599	868	1,327	1,847	2,561	3,360	每股股利	0.060	0.100	0.230	0.354	0.491	0.644
净利率	2.3%	3.2%	4.4%	5.3%	6.3%	7.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	3.81%	5.25%	7.55%	10.00%	12.43%	14.85%
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	总资产收益率	1.42%	1.86%	2.77%	3.58%	4.67%	5.78%
净利润	647	942	1,387	1,927	2,641	3,440	投入资本收益率	3.19%	4.15%	6.51%	7.79%	9.19%	10.89%
少数股东损益	48	74	60	80	80	80	增长率						
非现金支出	1,203	1,484	1,321	1,519	1,476	1,540	主营业务收入增长率	-7.74%	3.93%	9.24%	15.89%	15.86%	15.83%
非经营收益	-41	114	132	432	420	335	EBIT 增长率	-22.54%	55.32%	38.98%	34.70%	22.11%	21.67%
营运资金变动	-850	-911	-1,517	-1,446	-737	-544	净利润增长率	-39.79%	44.80%	52.92%	39.18%	38.63%	31.20%
经营活动现金净流	959	1,629	1,322	2,432	3,800	4,770	总资产增长率	4.51%	10.22%	2.85%	7.80%	6.28%	5.97%
资本开支	-612	-388	-404	-1,465	-965	-805	资产管理能力						
投资	-86	-256	54	-42	-5	-5	应收账款周转天数	95.4	104.4	111.8	114.0	107.0	97.0
其他	219	140	8	-150	-100	-100	存货周转天数	141.1	137.9	140.2	132.0	127.0	125.0
投资活动现金净流	-478	-504	-342	-1,656	-1,070	-910	应付账款周转天数	91.9	97.9	105.4	100.0	93.0	88.0
股权募资	89	0	44	-207	600	0	固定资产周转天数	67.6	81.2	81.0	69.5	59.0	49.5
债权募资	389	3,233	-1,646	2,551	-676	-789	偿债能力						
其他	-22	-1,697	-1,149	-1,068	-1,379	-1,674	净负债/股东权益	9.87%	6.85%	4.54%	6.87%	-2.45%	-11.12%
筹资活动现金净流	456	1,537	-2,751	1,277	-1,456	-2,464	EBIT 利息保障倍数	13.6	10.4	14.5	22.2	24.5	38.3
现金净流量	937	2,677	-1,786	2,053	1,274	1,397	资产负债率	59.36%	61.36%	60.10%	61.08%	59.35%	58.03%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	13	17	61
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究