

柳工 (000528)

证券研究报告

2025年08月28日

中报业绩表现稳健，“十五五”战略规划谋篇致远

公司发布 25 年半年报：业绩落于预告区间中值，业绩表现稳健

25H1 公司实现收入 181.81 亿元、同比+13.21%，其中国内收入 96.58 亿元、同比+15.69%，国外收入 85.23 亿元、同比+10.52%。归母净利润 12.3 亿元、同比+25.05%，扣非归母 11.46 亿元、同比+27.01%。

25H1 公司毛利率 22.32%、+0.22pct，其中国内毛利率 15.82%、同比-0.65pct，国外毛利率 29.69%、同比+1.49pct；净利率 6.34%、+0.01pct，加权净资产收益率 6.86%、+0.99pct；期间费用率 12.48%、同比-0.19pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别变动+0.15、-0.01、+0.33、-0.66pct。

工程机械板块稳固提升，国内、海外销量增速总体跑赢行业水平，土方机械产品市场份额再上台阶。

- 1) 装载机：国内外销售收入同比均+20%以上，电装全球销量同比+193%，公司电装出口量占行业电装出口总量 50%以上。
- 2) 挖机：销售收入同比+25%、净利润同比+90%以上，国内、海外终端销量同比分别+31%、+22%，国内、全球市占率+1.6pct、+0.5pct。
- 3) 同时新兴业务和弱周期板块加速成长。

加速全球化进程，推动国际化布局纵深发展：

- 1) 25H1 公司海外业务实现逆周期增长，销量增速远超行业平均水平，土方机械产品市场份额提升 1 个百分点。海外业绩全面突破历史峰值，整机销量、营业收入、毛利率及净利润均创同期新高，毛利率水平再提升近 2 个百分点，海外业务经营性现金流稳健充盈。
- 2) 海外经销商网络规模突破 400 家，服务网点超过 1300 个，全产品线在重点国家和地区的渠道覆盖度显著提升。
- 3) 根据公司半年报董事会决议公告，同意公司全资子公司柳工机械印尼制造有限公司投资 5 亿元人民币在印尼投资建设制造工厂；同意柳工巴西控股公司投资 1.5 亿雷亚尔用于投资设立全资子公司柳工巴西融资租赁公司；深化全球布局。

“十五五”战略规划谋篇致远，全方位构建可持续发展新格局：

根据公司半年报董事会决议公告，同意公司 2030 年实现营业收入 600 亿元的战略目标，其中国际收入占比超过 60%，净利率不低于 8%。

通过构建土方机械核心业务，矿山机械、工业车辆和预应力等成长业务及农机、新技术和产业金融等新兴业务的三大核心增长引擎，全球深化区域能力建设，产品力及海外运营能力提升，行业大客户开发等业务举措；组织和流程变革、过程质量控制、资产质量优化等管理举措，推进“全面解决方案、全面智能化、全面国际化”的三全战略全面升级，达成战略规划目标。

盈利预测：

考虑到 25 年公司减值影响以及“十五五”战略目标，我们下修盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 17.0、23.6、33.1 亿元（前值为 21.7/31.0/42.8 亿元），yoy 分别为 28.4%、38.7%、39.9%，对应 PE 分别为 13.1、9.4、6.7 倍；维持“买入”评级。

风险提示：政策风险，市场风险，汇率风险，原材料价格波动的风险，公司国际市场经营风险等。

投资评级

行业	机械设备/工程机械
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,027.12
流通 A 股股本(百万股)	2,026.39
A 股总市值(百万元)	22,298.36
流通 A 股市值(百万元)	22,290.24
每股净资产(元)	8.90
资产负债率(%)	61.66
一年内最高/最低(元)	13.71/9.02

作者

朱晔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001	
zhuye@tfzq.com	
任康	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525080006	
renkang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《柳工-季报点评：一季报业绩表现优异，集团增持彰显长远发展信心》
2025-04-28
- 2 《柳工-年报点评报告：“三全”战略布局再优化，稳健经营水平再攀升》
2025-03-30
- 3 《柳工-公司点评：二期回购彰显长远发展信心，看好公司高质量可持续发展》
2024-12-03

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,519.12	30,062.71	34,683.45	40,470.16	47,907.88
增长率(%)	3.93	9.24	15.37	16.68	18.38
EBITDA(百万元)	3,507.68	4,167.19	3,586.80	4,626.95	5,787.70
归属母公司净利润(百万元)	867.81	1,327.04	1,704.19	2,364.16	3,307.80
增长率(%)	44.80	52.92	28.42	38.73	39.91
EPS(元/股)	0.43	0.65	0.84	1.17	1.63
市盈率(P/E)	25.69	16.80	13.08	9.43	6.74
市净率(P/B)	1.35	1.27	1.19	1.13	1.04
市销率(P/S)	0.81	0.74	0.64	0.55	0.47
EV/EBITDA	2.36	4.54	4.82	3.88	3.19

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,352.63	8,359.71	8,906.60	7,735.61	6,667.41	营业收入	27,519.12	30,062.71	34,683.45	40,470.16	47,907.88
应收票据及应收账款	8,305.10	10,457.02	12,279.91	14,025.69	15,251.34	营业成本	21,789.82	23,298.54	26,966.23	31,173.14	36,495.50
预付账款	322.39	307.00	427.62	512.81	552.60	营业税金及附加	172.33	200.74	208.10	242.82	287.45
存货	8,482.38	9,416.45	10,059.16	10,722.93	11,579.87	销售费用	2,250.91	2,365.99	2,497.21	2,751.97	3,209.83
其他	5,604.50	5,221.77	5,998.26	5,754.27	5,934.72	管理费用	813.70	852.56	971.14	1,133.16	1,341.42
流动资产合计	33,067.01	33,761.95	37,671.54	38,751.32	39,985.95	研发费用	906.67	1,141.08	1,317.97	1,537.87	1,820.50
长期股权投资	669.36	740.09	770.09	800.09	830.09	财务费用	151.84	151.54	102.57	120.40	113.14
固定资产	6,119.83	6,675.19	6,512.06	6,798.93	7,035.80	资产/信用减值损失	(785.64)	(597.23)	(780.00)	(614.35)	(578.29)
在建工程	586.05	250.27	400.27	300.27	200.27	公允价值变动收益	6.35	(14.77)	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,451.35	1,382.46	1,315.09	1,247.73	1,180.37	投资净收益	101.54	(81.13)	33.51	17.97	25.74
其他	4,476.83	4,895.67	4,652.70	4,581.38	4,637.68	其他	935.06	1,125.72	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	13,303.41	13,943.68	13,650.22	13,728.40	13,884.22	营业利润	1,176.55	1,619.65	1,873.74	2,914.42	4,087.48
资产总计	46,578.04	47,907.16	51,321.76	52,479.72	53,870.17	营业外收入	38.92	44.79	37.75	39.03	40.12
短期借款	6,974.06	5,394.66	7,000.00	6,000.00	5,500.00	营业外支出	6.23	12.44	10.16	10.37	9.80
应付票据及应付账款	11,369.26	13,423.52	15,040.83	15,266.39	15,146.53	利润总额	1,209.24	1,652.00	1,901.32	2,943.08	4,117.80
其他	3,355.79	4,155.64	4,796.17	4,985.80	5,381.19	所得税	267.61	265.17	305.19	472.41	660.97
流动负债合计	21,699.11	22,973.83	26,837.00	26,252.18	26,027.72	净利润	941.63	1,386.83	1,596.13	2,470.68	3,456.83
长期借款	1,257.20	631.49	400.00	400.00	400.00	少数股东损益	73.82	59.79	(108.06)	106.52	149.03
应付债券	3,000.78	2,597.45	1,886.68	2,494.97	2,326.37	归属于母公司净利润	867.81	1,327.04	1,704.19	2,364.16	3,307.80
其他	2,049.25	2,044.43	2,022.20	2,038.63	2,035.08	每股收益(元)	0.43	0.65	0.84	1.17	1.63
非流动负债合计	6,307.23	5,273.37	4,308.88	4,933.60	4,761.45	主要财务比率					
负债合计	28,581.43	28,791.66	31,145.87	31,185.78	30,789.17		2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	1,464.45	1,546.06	1,492.03	1,545.29	1,619.81	成长能力					
股本	1,951.21	2,019.23	2,027.12	2,027.12	2,027.12	营业收入	3.93%	9.24%	15.37%	16.68%	18.38%
资本公积	6,039.15	6,547.97	6,567.83	6,567.83	6,567.83	营业利润	53.17%	37.66%	15.69%	55.54%	40.25%
留存收益	8,605.95	9,535.52	10,387.61	11,569.69	13,223.59	归属于母公司净利润	44.80%	52.92%	28.42%	38.73%	39.91%
其他	(64.14)	(533.28)	(298.71)	(416.00)	(357.36)	获利能力					
股东权益合计	17,996.61	19,115.50	20,175.88	21,293.93	23,080.99	毛利率	20.82%	22.50%	22.25%	22.97%	23.82%
负债和股东权益总计	46,578.04	47,907.16	51,321.76	52,479.72	53,870.17	净利率	3.15%	4.41%	4.91%	5.84%	6.90%
						ROE	5.25%	7.55%	9.12%	11.97%	15.41%
						ROIC	10.28%	12.73%	13.67%	18.62%	22.87%
						偿债能力					
						资产负债率	61.36%	60.10%	60.69%	59.42%	57.15%
						净负债率	7.62%	4.76%	7.81%	9.10%	10.54%
						流动比率	1.49	1.44	1.40	1.48	1.54
						速动比率	1.11	1.04	1.03	1.07	1.09
						营运能力					
						应收账款周转率	3.41	3.20	3.05	3.08	3.27
						存货周转率	3.34	3.36	3.56	3.89	4.30
						总资产周转率	0.62	0.64	0.70	0.78	0.90
						每股指标(元)					
						每股收益	0.43	0.65	0.84	1.17	1.63
						每股经营现金流	0.80	0.65	0.49	0.87	1.07
						每股净资产	8.16	8.67	9.22	9.74	10.59
						估值比率					
						市盈率	25.69	16.80	13.08	9.43	6.74
						市净率	1.35	1.27	1.19	1.13	1.04
						EV/EBITDA	2.36	4.54	4.82	3.88	3.19
						EV/EBIT	2.91	5.43	6.06	4.67	3.72

现金流量表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	941.63	1,386.83	1,704.19	2,364.16	3,307.80
折旧摊销	664.12	687.26	730.49	780.49	830.49
财务费用	503.58	306.97	102.57	120.40	113.14
投资损失	(109.01)	1.54	(33.51)	(17.97)	(25.74)
营运资金变动	(514.00)	(2,083.32)	(1,409.76)	(1,579.92)	(2,198.18)
其它	142.64	1,022.73	(108.06)	106.52	149.03
经营活动现金流	1,628.96	1,322.01	985.92	1,773.67	2,176.55
资本支出	1,446.92	906.86	672.23	883.57	903.54
长期投资	(18.69)	70.74	30.00	30.00	30.00
其他	(1,931.80)	(1,319.71)	(1,715.41)	(1,575.76)	(1,822.13)
投资活动现金流	(503.57)	(342.11)	(1,013.17)	(662.19)	(888.59)
债权融资	2,612.10	(2,605.52)	1,109.89	(929.85)	(686.38)
股权融资	(419.01)	(428.47)	(535.75)	(1,352.62)	(1,669.77)
其他	(656.53)	283.37	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,536.56	(2,750.63)	574.14	(2,282.47)	(2,356.16)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,661.95	(1,770.73)	546.89	(1,170.99)	(1,068.20)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com