

柳工（000528.SZ）

业绩表现亮眼，国内外增速均优于行业水平

公司发布 2025 年半年度报告。公司今年上半年实现营业总收入 181.81 亿元，同比增长 13.21%，归母净利润 12.30 亿元、同比增长 25.05%。国内业务稳健发展，实现收入 96.58 亿元，同比增长 15.69%；海外业务持续增长趋势，海外业务收入 85.23 亿元，同比增长 10.52%，占比公司整体收入比重的 46.88%，海外业务已成为公司业绩增长的“压舱石”。公司核心业务板块土方机械产品销量增速连续多年跑赢行业水平，上半年国内销量增速优于行业水平，海外销量增速优于行业水平 19 个百分点。

海外业务规模质量双提升。2025 年上半年，在全球工程机械行业持续承压、竞争白热化的严峻形势下，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。分区域看，各营销区域营收结构均衡，整体业务稳健增长，新兴市场增长动能强劲，南亚、中东中亚、印尼及非洲等重点区域增速位居前列，最高达 80% 以上。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；持续完善行业客户体系，在工程机械、矿山设备等领域形成多层次的市场渗透格局，大客户收入实现 15% 以上的增长。

土方机械产品市场份额再上台阶。装载机业务国内外销售收入均实现超过 20% 的同比增长。电动装载机全球销量同比增长 193.0%，国内市场渗透率高于行业水平，柳工电动装载机出口量占行业电装出口总量 50% 以上，绝对第一，在欧洲、印度等市场取得先发优势，量价齐增。无人驾驶电动装载机逐步建立起典型场景实施、交付、维护的运行能力，在商业化上已获取意向订单超过 20 单。矿用混动装载机开发有序推进，实现 12-50 吨产品全面覆盖，并拓展 12 吨轮式推土机细分产品。挖掘机油业务销售收入同比增长 25.1%，净利润同比大幅增长超过 90%，现金流健康充裕。国内销量同比增长 31.0%，增幅领先竞品，占有率提升 1.6 个百分点；海外销量同比增长 22.1%，占有率提升 0.5 个百分点。

投资建议：我们预计 2025-2027 年，公司实现归母净利润 18.5、25.2、33.6 亿元，对应 PE 为 12、9、7X。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。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	1,850	2,519	3,356
增长率 yoy（%）	44.8	52.9	39.4	36.2	33.2
EPS 最新摊薄（元/股）	0.43	0.65	0.91	1.24	1.66
净资产收益率（%）	5.2	7.3	9.5	11.8	13.7
P/E（倍）	25.6	16.7	12.0	8.8	6.6
P/B（倍）	1.4	1.3	1.2	1.1	0.9

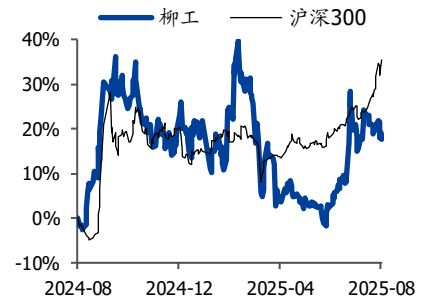
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	工程机械
买入	
08 月 29 日收盘价（元）	10.96
总市值（百万元）	22,217.28
总股本（百万股）	2,027.12
其中自由流通股（%）	99.96
30 日日均成交量（百万股）	82.04

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）：2025Q1 业绩超预期，国企改革提质增效，净利率接近上一轮周期高点》 2025-04-27
- 《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

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	37380	40818	45753
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	11615	12212	14242
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	52057	56075	61475
流动负债	22274	23518	26755	29013	31850
短期借款	6974	5395	6060	6353	6902
应付票据及应付账款	11369	13424	15709	17296	19347
其他流动负债	3931	4700	4986	5365	5601
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	31526	33227	35439
少数股东权益	1464	1546	1655	1823	2037
股本	1951	2019	2027	2027	2027
资本公积	6039	6548	6548	6548	6548
留存收益	8606	9536	10797	12447	14586
归属母公司股东权益	16532	17569	18876		23999
负债和股东权益	46578	47907	52057	56075	61475

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	960	3019	2737
净利润	942	1387	1959	2688	3570
折旧摊销	664	687	692	785	870
财务费用	152	152	65	-17	-60
投资损失	-102	81	-70	-43	-33
营运资金变动	-929	-1538	-1687	-396	-1614
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	-1075	-880	-925
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	8	0	0
资本公积增加	20	509	0	0	0
其他筹资现金流	-3204	-719	-580	-323	-300
现金净增加额	2677	-1786	-1471	814	506

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	27377	31015	34434
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	65	-17	-60
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	2385	3280	4374
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	2412	3309	4404
所得税	268	265	453	621	834
净利润	942	1387	1959	2688	3570
少数股东损益	74	60	109	168	214
归属母公司净利润	868	1327	1850	2519	3356
EBITDA	2266	2628	3311	4307	5462
EPS (元)	0.43	0.65	0.91	1.24	1.66

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	47.2	37.6	33.3
归属于母公司净利润(%)	44.8	52.9	39.4	36.2	33.2
获利能力					
毛利率(%)	19.7	22.5	22.2	23.2	24.0
净利率(%)	3.2	4.4	5.3	6.2	7.4
ROE(%)	5.2	7.3	9.5	11.8	13.7
ROIC(%)	4.2	5.8	7.2	9.1	10.8
偿债能力					
资产负债率(%)	61.4	60.1	60.6	59.3	57.6
净负债比率(%)	13.8	11.5	15.6	8.1	2.9
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
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	0.65	0.91	1.24	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.65	0.47	1.49	1.35
每股净资产(最新摊薄)	8.11	8.63	9.27	10.33	11.79
估值比率					
P/E	25.6	16.7	12.0	8.8	6.6
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	11.5	9.9	8.2	6.0	4.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 29 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
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	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