

公司研究

业绩稳健增长，工程机械国际化、电动化趋势支撑公司未来成长

——柳工（000528.SZ）2025 年中报点评

要点

营收、净利润双双稳健增长，2030 年目标实现营收 600 亿元

柳工 2025H1 实现营业收入 181.8 亿元，同比增长 13.2%；实现归母净利润 12.3 亿元，同比增长 25.1%。毛利率为 22.3%，同比上升 0.2 个百分点（重述后）；净利率为 6.3%，同比基本持平（重述后）。公司董事会审议通过公司 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%。

土石方机械稳健增长，工程机械设备更新及雅下水电工程开工带动需求提升

2025H1 公司土石方机械实现营业收入 116.5 亿元，同比增长 17.3%。其中装载机业务国内外销售收入均实现超过 20% 的同比增长；挖掘机销售收入同比增长 25%，净利润同比增长超过 90%。我们仍看好工程机械更新换代的持续增长对工程机械的销量拉动，行业短期具备良好催化剂；两会政策对工程机械行业支持力度较大，行业中期需求持续复苏有保障；此外雅下水电工程开工有望进一步拉动大型挖掘机、装载机等工程机械需求提升，公司作为我国工程机械龙头企业有望深度受益。

深化全球布局，海外业务持续增长

2025H1 公司实现海外营收 85.2 亿元，同比增长 10.5%，海外销量增速优于行业水平 19 个百分点。分产品看，公司土方机械海外市场份额提升 1 个百分点；新兴板块矿山机械、高空机械、起重机、叉车等均实现超过 40% 的销量增长。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。

装载机电动化进程提速，公司作为装载机龙头有望深度受益

2025H1 我国电动装载机销量 1.4 万台，同比增长 172.8%；电动化率达到了 21.5%，同比提升了 13.7 个百分点。2025H1 公司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，电动装载机出口量占行业电装出口总量 50% 以上，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在商业化上已获取意向订单超过 20 单。随着装载机电动化进程不断加速，公司作为国内电动装载机领先企业有望深度受益。

维持“买入”评级

考虑到部分海外市场短期需求承压，我们小幅下调公司 25-27 年归母净利润预测 7.4%/3.6%/2.1%至 18.6/24.6/30.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.92/1.22/1.52 元。公司有望深度受益于国内工程机械行业复苏以及工程机械国际化、电动化趋势，维持“买入”评级。

风险提示：下游景气度复苏不及预期风险；海外出口拓展不顺风险；工程机械电动化进展不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27,519	30,063	34,806	40,079	45,309
营业收入增长率	3.93%	9.24%	15.78%	15.15%	13.05%
归母净利润（百万元）	868	1,327	1,862	2,463	3,083
归母净利润增长率	44.80%	52.92%	40.31%	32.30%	25.15%
EPS（元）	0.43	0.65	0.92	1.22	1.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.25%	7.55%	9.86%	11.97%	13.62%
P/E	26	17	12	9	7
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-01，23-25 年股本分别为 19.5/20.2/20.3 亿股

买入（维持）

当前价：11.04 元

作者

分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001

021-52523851

chenjianing@ebscn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

0755-23915357

huangshuaibin@ebscn.com

分析师：汲萌

执业证书编号：S0930524010002

021-52523859

jimeng@ebscn.com

分析师：李佳琦

执业证书编号：S0930524070006

021-52523836

lijiaqi@ebscn.com

分析师：庄晓波

执业证书编号：S0930524070018

0755-25310400

zhuangxiaobo@ebscn.com

分析师：夏天宇

执业证书编号：S0930525070006

021-52523805

xiatianyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	20.27
总市值(亿元):	223.79
一年最低/最高(元):	8.97/13.33
近 3 月换手率:	183.93%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.95	-2.08	-17.80
绝对	0.18	15.35	20.75

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,519	30,063	34,806	40,079	45,309
营业成本	21,790	23,299	26,869	30,823	34,707
折旧和摊销	653	681	898	925	958
税金及附加	172	201	209	240	272
销售费用	2,251	2,366	2,784	3,126	3,489
管理费用	814	853	940	1,042	1,133
研发费用	907	1,141	1,323	1,443	1,586
财务费用	152	152	180	188	183
投资收益	102	-81	0	0	0
营业利润	1,177	1,620	2,248	2,976	3,726
利润总额	1,209	1,652	2,288	3,016	3,766
所得税	268	265	366	483	602
净利润	942	1,387	1,922	2,533	3,163
少数股东损益	74	60	60	70	80
归属母公司净利润	868	1,327	1,862	2,463	3,083
EPS(元)	0.43	0.65	0.92	1.22	1.52

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,629	1,322	2,240	2,947	3,693
净利润	868	1,327	1,862	2,463	3,083
折旧摊销	653	681	898	925	958
净营运资金增加	-20	622	1,107	1,842	1,744
其他	128	-1,308	-1,627	-2,284	-2,092
投资活动产生现金流	-504	-342	-1,020	-1,010	-1,010
净资本支出	-388	-404	-1,000	-1,000	-1,000
长期投资变化	669	740	0	0	0
其他资产变化	-785	-678	-20	-10	-10
融资活动现金流	1,537	-2,751	-2,619	-883	-1,637
股本变化	0	68	8	0	0
债务净变化	2,764	-2,454	-1,888	75	-441
无息负债变化	734	2,664	1,564	2,083	1,964
净现金流	2,677	-1,786	-1,398	1,055	1,046

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	20.8%	22.5%	22.8%	23.1%	23.4%
EBITDA 率	10.0%	11.2%	11.7%	12.1%	12.5%
EBIT 率	7.6%	8.9%	9.1%	9.8%	10.3%
税前净利润率	4.4%	5.5%	6.6%	7.5%	8.3%
归母净利润率	3.2%	4.4%	5.3%	6.1%	6.8%
ROA	2.0%	2.9%	3.9%	4.8%	5.6%
ROE (摊薄)	5.2%	7.6%	9.9%	12.0%	13.6%
经营性 ROIC	6.7%	8.9%	10.2%	11.7%	13.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	61%	60%	58%	58%	57%
流动比率	1.49	1.44	1.47	1.50	1.55
速动比率	1.11	1.04	1.03	1.04	1.07
归母权益/有息债务	1.41	1.90	2.56	2.76	3.23
有形资产/有息债务	3.75	4.88	6.27	6.73	7.68

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	46,578	47,907	48,954	52,876	56,549
货币资金	10,353	8,360	6,961	8,016	9,062
交易性金融资产	133	43	43	43	43
应收账款	8,176	10,246	11,441	12,679	13,783
应收票据	129	211	244	281	317
其他应收款 (合计)	1,457	1,042	1,206	1,375	1,538
存货	8,482	9,416	10,466	11,833	13,133
其他流动资产	764	1,024	1,024	1,024	1,024
流动资产合计	33,275	33,963	35,008	38,953	42,681
其他权益工具	403	335	335	335	335
长期股权投资	669	740	740	740	740
固定资产	6,116	6,673	6,223	5,837	5,487
在建工程	586	250	608	876	1,077
无形资产	1,451	1,382	1,397	1,410	1,421
商誉	165	165	165	165	165
其他非流动资产	204	271	271	271	271
非流动资产合计	13,303	13,944	13,947	13,924	13,868
总负债	28,581	28,792	28,468	30,625	32,148
短期借款	6,974	5,395	3,550	3,625	3,184
应付账款	6,045	7,415	8,329	9,401	10,412
应付票据	5,325	6,009	6,448	7,243	7,983
预收账款	53	42	70	80	91
其他流动负债	361	543	543	543	543
流动负债合计	22,274	23,518	23,894	26,051	27,574
长期借款	1,257	631	631	631	631
应付债券	3,001	2,597	2,600	2,600	2,600
其他非流动负债	856	975	975	975	975
非流动负债合计	6,307	5,273	4,574	4,574	4,574
股东权益	17,997	19,115	20,486	22,251	24,401
股本	1,951	2,019	2,027	2,027	2,027
公积金	7,104	7,676	7,669	7,669	7,669
未分配利润	7,541	8,407	9,718	11,413	13,482
归属母公司权益	16,532	17,569	18,880	20,575	22,645
少数股东权益	1,464	1,546	1,606	1,676	1,756

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	8.18%	7.87%	8.00%	7.80%	7.70%
管理费用率	2.96%	2.84%	2.70%	2.60%	2.50%
财务费用率	0.55%	0.50%	0.52%	0.47%	0.40%
研发费用率	3.29%	3.80%	3.80%	3.60%	3.50%
所得税率	22%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.20	0.27	0.38	0.50	0.62
每股经营现金流	0.83	0.65	1.11	1.45	1.82
每股净资产	8.47	8.70	9.31	10.15	11.17
每股销售收入	14.10	14.89	17.17	19.77	22.35

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	26	17	12	9	7
PB	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.1	9.3	7.8	6.6	5.7
股息率	1.8%	2.5%	3.4%	4.5%	5.7%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP