



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	10.91
总股本/流通股本(亿股)	20.27 / 20.26
总市值/流通市值(亿元)	221 / 221
52周内最高/最低价	13.38 / 9.33
资产负债率(%)	60.1%
市盈率	15.99
第一大股东	广西柳工集团有限公司

研究所

分析师: 刘卓
SAC 登记编号: S1340522110001
Email: liuzhuo@cnpsec.com
分析师: 陈基赞
SAC 登记编号: S1340524070003
Email: chenjiyun@cnpsec.com

柳工(000528)

业绩稳健增长，土方机械跑赢行业

● 事件描述

公司发布 2025 年中报，2025H1 实现营收 181.81 亿元，同增 13.21%；实现归母净利润 12.30 亿元，同增 25.05%；实现扣非归母净利润 11.46 亿元，同增 27.01%。

● 事件点评

土石方机械贡献主要增长，国内、海外销量增速均跑赢行业。分产品来看，公司土石方机械、其他工程机械及零部件等、预应力机械、租赁业务分别实现收入 116.52、50.81、11.97、2.51 亿元，同比增速分别为 17.26%、8.81%、-0.61%、0.88%。土石方机械中，装载机收入增长 20%以上，电动装载机全球销量增长 193%；挖掘机收入增长 25%，国内、海外终端销量分别同比增长 31%、22%，国内市场占有率提高 1.6 个百分点，全球市场占有率提高 0.5 个百分点。

毛利率、费用率均有所下降。盈利能力方面，2025H1 公司毛利率同减 1.08pct 至 22.32%，其中境内毛利率同减 0.65pct 至 15.82%，境外毛利率同增 1.49pct 至 29.69%。费用率方面，2025H1 公司期间费用率同减 1.49pct 至 12.48%，其中销售费用率同减 1.16pct 至 6.92%；管理费用率同减 0.01pct 至 2.41%；财务费用率同减 0.66pct 至 -0.19%；研发费用率同增 0.33pct 至 3.34%。

战略新兴业务高质量增长，弱周期业务板块拾级而上。矿山机械业务方面，公司快速推进露天矿山行业客户电动、智能、大型化设备全面解决方案，上半年实现海外销量同比增长 42%。高空机械业务方面，公司销量、收入及净利润均实现显著提升，净利润增长突破 100%。工业车辆业务方面，公司实现销量、收入、净利润两位数增长，且实现国内国际营收双增长。预应力业务方面，公司半年业绩保持稳定增长，其中海外业绩表现优异、订货合同金额同比增长 34.5%。

进入深度国际化阶段，设立多家海外制造工厂。经过二十余年的境外开拓经营，公司目前已进入深度国际化阶段，在印度、巴西、阿根廷、印尼设立了四家海外制造基地，开发当地供应链，实现本地化生产；在印度、欧洲、美国、海外特区设立海外研发机构。同时，公司拥有多家包含整机、服务、配件、培训能力的营销公司，并通过 300 销商为海外客户提供销售和服务支持。

● 盈利预测与估值

预计公司 2025-2027 年营收分别为 342.33、378.20、413.61 亿元，同比增速分别为 13.87%、10.48%、9.36%；归母净利润分别为 17.19、20.93、25.18 亿元，同比增速分别为 29.57%、21.74%、20.31%。公司 2025-2027 年业绩对应 PE 估值分别为 12.86、10.57、8.78，维持“买入”评级。

● 风险提示：

行业景气度不及预期风险；海外市场开拓不及预期风险；市场竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	30063	34233	37820	41361
增长率(%)	9.24	13.87	10.48	9.36
EBITDA（百万元）	2596.84	4224.73	4818.29	5404.37
归属母公司净利润（百万元）	1327.04	1719.48	2093.30	2518.40
增长率(%)	52.92	29.57	21.74	20.31
EPS(元/股)	0.65	0.85	1.03	1.24
市盈率（P/E）	16.67	12.86	10.57	8.78
市净率（P/B）	1.26	1.20	1.11	1.02
EV/EBITDA	9.77	5.28	4.22	3.55

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	30063	34233	37820	41361	营业收入	9.2%	13.9%	10.5%	9.4%
营业成本	23299	26463	29133	31763	营业利润	37.7%	38.1%	22.0%	20.5%
税金及附加	201	205	219	227	归属于母公司净利润	52.9%	29.6%	21.7%	20.3%
销售费用	2366	2602	2836	3061	获利能力				
管理费用	853	924	983	1034	毛利率	22.5%	22.7%	23.0%	23.2%
研发费用	1141	1232	1324	1406	净利率	4.4%	5.0%	5.5%	6.1%
财务费用	152	129	101	44	ROE	7.6%	9.3%	10.5%	11.6%
资产减值损失	-238	-406	-407	-407	ROIC	5.5%	9.8%	10.9%	11.8%
营业利润	1620	2236	2728	3289	偿债能力				
营业外收入	45	41	42	42	资产负债率	60.1%	59.8%	59.2%	57.8%
营业外支出	12	10	10	11	流动比率	1.44	1.44	1.46	1.51
利润总额	1652	2267	2760	3320	营运能力				
所得税	265	408	497	598	应收账款周转率	3.26	3.18	3.23	3.23
净利润	1387	1859	2263	2723	存货周转率	2.60	2.78	2.88	2.92
归母净利润	1327	1719	2093	2518	总资产周转率	0.64	0.70	0.73	0.76
每股收益(元)	0.65	0.85	1.03	1.24	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.65	0.85	1.03	1.24
货币资金	8360	8604	10089	10724	每股净资产	8.67	9.08	9.81	10.70
交易性金融资产	43	43	43	43	估值比率				
应收票据及应收账款	10457	11434	12379	13702	PE	16.67	12.86	10.57	8.78
预付款项	307	397	437	476	PB	1.26	1.20	1.11	1.02
存货	9416	9590	10650	11137	现金流量表				
流动资产合计	33963	35799	39064	42156	净利润	1387	1859	2263	2723
固定资产	6675	6854	6888	6781	折旧和摊销	724	785	820	847
在建工程	250	235	207	173	营运资本变动	-1517	-667	-444	-1843
无形资产	1382	1427	1467	1502	其他	729	1022	1044	1050
非流动资产合计	13944	14164	14201	14075	经营活动现金流净额	1322	2999	3683	2776
资产总计	47907	49964	53265	56232	资本开支	-404	-852	-724	-598
短期借款	5395	5095	4845	4595	其他	62	-78	-49	-38
应付票据及应付账款	13424	14510	16241	17286	投资活动现金流净额	-342	-930	-774	-636
其他流动负债	4700	5298	5713	6122	股权融资	44	-380	0	0
流动负债合计	23518	24903	26799	28003	债务融资	-1646	-600	-500	-500
其他	5273	4973	4723	4473	其他	-1149	-845	-924	-1005
非流动负债合计	5273	4973	4723	4473	筹资活动现金流净额	-2751	-1824	-1424	-1505
负债合计	28792	29876	31522	32476	现金及现金等价物净增加额	-1786	244	1485	635
股本	2019	1985	1985	1985					
资本公积金	6548	6202	6202	6202					
未分配利润	8407	9362	10533	11964					
少数股东权益	1546	1685	1855	2059					
其他	595	853	1167	1545					
所有者权益合计	19115	20088	21743	23756					
负债和所有者权益总计	47907	49964	53265	56232					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请谨慎订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048