

柳工（000528）

2025 年三季报点评：Q3 归母净利润同比-32.5%，塔机减值拖累短期业绩

买入（维持）

2025 年 10 月 25 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄瑞

执业证书：S0600525070004

huangr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	27,519	30,063	34,831	39,065	44,952
同比（%）	3.93	9.24	15.86	12.16	15.07
归母净利润（百万元）	867.81	1,327.04	1,623.10	2,336.08	2,791.33
同比（%）	44.80	52.92	22.31	43.93	19.49
EPS-最新摊薄（元/股）	0.43	0.65	0.80	1.15	1.37
P/E（现价&最新摊薄）	27.96	18.28	14.95	10.39	8.69

投资要点

■ 单 Q3 归母净利润同比-32.5%，塔机减值拖累短期业绩

2025 年前三季度公司实现营收 257.6 亿元，同比+12.7%；实现归母净利润 14.6 亿元，同比+10.4%，实现扣非归母净利润 13.2 亿元，同比+9.0%。单 Q3 公司实现营业收入 75.8 亿元，同比+11.5%；归母净利润 2.3 亿元，同比-32.5%，扣非归母净利润 1.7 亿元，同比-44.1%。Q3 业绩下滑不及预期，主要系公司受房地产市场持续低迷影响，对江汉建机塔机业务计提大额减值所致。分区域看，公司海外业务表现强劲，前三季度已超额完成全年盈利目标；国内业务方面，土方机械等核心业务保持稳健增长。展望 Q4，减值影响将大幅减小，历史包袱逐步出清；俄罗斯市场拖累减小，欧洲等区域表现亮眼，电动产品出口增长强劲，公司业绩有望加速。

■ 减值计提拖累整体利润率，费控能力优异

2025 年前三季度公司销售毛利率 22.3%，同比-1.2pct，销售净利率 4.9%，同比-1.0pct，其中 Q3 毛利率 22.1%，同比-1.6pct，Q3 销售净利率 1.5%，同比-3.5pct。盈利能力短期承压主要系：（1）对塔机业务计提大额减值，前三季度信用减值损失达 6.1 亿元，同比大幅增加 104%；（2）国内电动装载机市场竞争激烈，价格下滑对毛利率形成一定拖累。费用端，2025H1 公司期间费用率 13.7%，同比-1.7pct，2025 年前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.2%/2.5%/3.6%/0.3%，同比-1.3/-0.1/+0.3/-0.2pct，费控能力优异。

■ 通过“十五五”战略规划，目标 2030 年实现营业收入 600 亿元

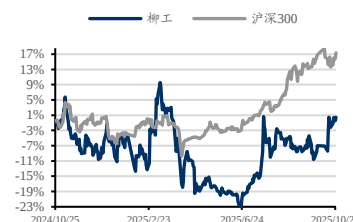
2025 年 8 月 25 日，公司第十届董事会第三次会议审议通过了《关于公司十五五战略规划的议案》。该战略规划目标 2030 年实现营业收入 600 亿元，其中国际收入占比超 60%，净利率不低于 8%。以 24 年基数计算，2024-2030 年收入/归母净利润年复合增速分别为 12%/24%。三大核心增长引擎分别为：①土方机械核心业务；②矿山机械、工业车辆和预应力等成长业务；③农机、新技术和产业金融等新兴业务。公司将通过深化全球区域能力建设、产品力及海外运营能力提升、开发行业大客户等业务举措，以及组织流程变革、过程质量控制、资产质量优化等管理举措，推进“全面解决方案、全面智能化、全面国际化”的三全战略升级。

会议还审议通过了《关于公司投资建设印尼制造工厂的议案》，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，有利于加强公司海外本地化制造能力，进一步完善全球供应链体系。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到塔机减值拖累短期业绩，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 16.2/23.4/27.9 亿元（原值分别为 18.5/27.6/35.5 亿元），当前市值对应 PE 分别为 15/10/9x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.94
一年最低/最高价	9.32/13.56
市净率(倍)	1.33
流通 A 股市值(百万元)	24,246.31
总市值(百万元)	24,264.47

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.97
资产负债率(% LF)	61.07
总股本(百万股)	2,032.20
流通 A 股(百万股)	2,030.68

相关研究

《柳工(000528)：2025 年中报点评：归母净利润同比+25%符合预期，目标 2030 年实现营业收入 600 亿元》

2025-08-27

《柳工(000528)：2025 半年度业绩预告点评：归母净利润同比+20%~30%超市场预期，看好公司全年业绩高增》

2025-07-13

柳工三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	33,963	37,906	42,713	48,986	营业总收入	30,063	34,831	39,065	44,952
货币资金及交易性金融资产	8,402	9,017	10,634	12,581	营业成本(含金融类)	23,299	27,062	30,301	34,838
经营性应收款项	11,115	12,952	14,534	16,749	税金及附加	201	209	234	270
存货	9,416	10,437	11,746	13,580	销售费用	2,366	2,821	3,164	3,641
合同资产	202	401	448	517	管理费用	853	1,045	1,211	1,394
其他流动资产	4,828	5,099	5,350	5,560	研发费用	1,141	1,149	1,289	1,483
非流动资产	13,944	14,201	14,388	14,445	财务费用	152	173	156	108
长期股权投资	740	740	740	740	加:其他收益	239	277	313	360
固定资产及使用权资产	6,815	7,118	7,216	7,242	投资净收益	(81)	104	98	135
在建工程	250	204	230	294	公允价值变动	(15)	0	0	0
无形资产	1,382	1,340	1,303	1,271	减值损失	(597)	(653)	(13)	(3)
商誉	165	165	165	165	资产处置收益	21	69	0	0
长期待摊费用	20	20	20	20	营业利润	1,620	2,168	3,107	3,710
其他非流动资产	4,570	4,615	4,713	4,713	营业外净收支	32	(10)	(10)	(10)
资产总计	47,907	52,107	57,101	63,431	利润总额	1,652	2,158	3,097	3,700
流动负债	23,518	26,350	28,804	32,101	减:所得税	265	394	557	666
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,040	6,040	6,040	6,040	净利润	1,387	1,764	2,539	3,034
经营性应付款项	13,465	15,640	17,512	20,134	减:少数股东损益	60	141	203	243
合同负债	544	631	707	814	归属母公司净利润	1,327	1,623	2,336	2,791
其他流动负债	3,468	4,038	4,544	5,112	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.65	0.80	1.15	1.37
非流动负债	5,273	5,273	5,273	5,273	EBIT	1,873	2,332	3,252	3,808
长期借款	631	631	631	631	EBITDA	2,597	3,015	3,962	4,548
应付债券	2,597	2,597	2,597	2,597	毛利率(%)	22.50	22.31	22.43	22.50
租赁负债	121	121	121	121	归母净利率(%)	4.41	4.66	5.98	6.21
其他非流动负债	1,923	1,923	1,923	1,923	收入增长率(%)	9.24	15.86	12.16	15.07
负债合计	28,792	31,623	34,077	37,374	归母净利润增长率(%)	52.92	22.31	43.93	19.49
归属母公司股东权益	17,569	18,797	21,133	23,924					
少数股东权益	1,546	1,687	1,890	2,133					
所有者权益合计	19,115	20,484	23,023	26,057					
负债和股东权益	47,907	52,107	57,101	63,431					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,322	2,220	2,857	3,051	每股净资产(元)	8.66	9.21	10.36	11.73
投资活动现金流	(342)	(816)	(846)	(710)	最新发行在外股份(百万股)	2,032	2,032	2,032	2,032
筹资活动现金流	(2,751)	(804)	(424)	(424)	ROIC(%)	5.39	6.53	8.56	9.20
现金净增加额	(1,786)	584	1,587	1,917	ROE-摊薄(%)	7.55	8.63	11.05	11.67
折旧和摊销	724	683	709	739	资产负债率(%)	60.10	60.69	59.68	58.92
资本开支	(404)	(841)	(810)	(810)	P/E (现价&最新股本摊薄)	18.28	14.95	10.39	8.69
营运资本变动	(1,517)	(1,142)	(741)	(1,024)	P/B (现价)	1.38	1.30	1.15	1.02

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>