



柳工 (000528.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

短期受塔机减值影响,看好中长期成长

业绩简评

2025 年 10 月 24 日,公司发布 2025 年三季度报,25Q1-Q3 公司实现营业收入 257.6 亿元,同比+12.7%,归母净利润 14.6 亿元,同比+10.4%,扣非归母净利润 13.2 亿元,同比+9.0%;其中 25Q3 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%。

经营分析

收入稳健增长,利润短期受塔机减值影响。25Q1-Q3 公司实现营业收入 257.6 亿元,同比+12.7%,其中 25Q3 实现营业收入 75.8 亿元,同比+11.5%,收入稳健增长。从利润端来看,25Q3 公司实现归母净利润 2.3 亿元,同比-32.5%,主要是因为国内塔机行业断崖式下跌,导致债券逾期风险敞口加大,公司在三季度加大塔机业务计提,25Q3 公司计提信用减值损失为 2.7 亿元(塔机及升降业务占比超 50%),相对 24Q3 增加 2.1 亿元。随着公司持续优化资产质量、国内需求逐步企稳回暖,预计减值率将逐步回归至合理水平,看好公司后续利润释放。

受装载机价格战影响,短期毛利率承压。受国内电动装载机价格竞争影响,25Q1-Q3 公司毛利率为 22.3%,其中 25Q3 为 22.1%,相对 24Q3 下行 1.6pct。根据公司公告,T 系列装载机产品全面上市后,市场认可度高,毛利率实现筑底提升,看好公司依靠产品结构高端化、价值和组合营销,实现盈利能力提升。

土方内外兼修,看好公司土方板块利润释放。装载机:25H1 公司装载机板块国内外均实现收入超过 20%的同比增长,海外收入增速超 20%。挖机量利齐增:25H1 公司挖机内销、外销同比+31.0%、+22.1%,净利润同比增长超 90%。25 年 1-9 月,挖机行业内销同比+21.5%,外销同比+14.6%,装载机、挖机作为公司优势板块,有望继续实现优于行业表现。

公司“十五五战略”目标清晰,看好公司中长期成长。公司“十五五战略”规划 2030 年实现营收 600 亿元,海外占比超 60%,净利率不低于 8%,看好公司中长期成长。

盈利预测、估值与评级

我们预计 25-27 年公司营收为 346.30/397.26/457.63 亿元、归母净利润为 16.74/22.95/29.13 亿元,对应 PE 为 14/11/8 倍。维持“买入”评级。

风险提示

国内需求不及预期、海外市场竞争加剧、原材料价格上涨风险、汇率波动风险。

机械组

分析师:满在朋(执业 S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

分析师:倪赵义(执业 S1130524120001)

nizhaoyi@gjzq.com.cn

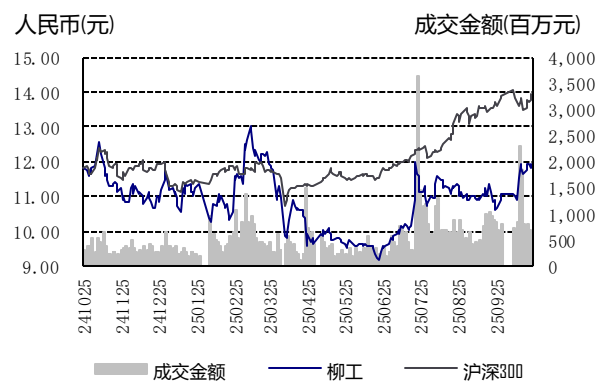
联系人:刘民喆

liuminzhe@gjzq.com.cn

市价(人民币):11.94 元

相关报告:

- 《柳工公司点评:业绩表现亮眼,看好海外持续释放利润》,2025.8.27
- 《柳工公司点评:受益行业复苏,全年盈利能力明显提升》,2025.3.31
- 《公司深度研究:以改革促发展,新柳工扬帆起航》,2025.2.18



公司基本情况(人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,519	30,063	34,630	39,726	45,763
营业收入增长率	3.93%	9.24%	15.19%	14.71%	15.20%
归母净利润(百万元)	868	1,327	1,674	2,295	2,913
归母净利润增长率	44.80%	52.92%	26.16%	37.07%	26.95%
摊薄每股收益(元)	0.445	0.657	0.824	1.129	1.434
每股经营性现金流净额	0.83	0.65	1.13	1.78	2.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.25%	7.55%	9.11%	11.62%	13.19%
P/E	15.15	18.35	14.49	10.57	8.33
P/B	0.80	1.39	1.32	1.23	1.10

来源:公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	26,480	27,519	30,063	34,630	39,726	45,763
增长率		3.9%	9.2%	15.2%	14.7%	15.2%
主营业务成本	-22,031	-21,790	-23,299	-26,620	-30,411	-34,911
%销售收入	83.2%	79.2%	77.5%	76.9%	76.6%	76.3%
毛利	4,449	5,729	6,764	8,010	9,315	10,851
%销售收入	16.8%	20.8%	22.5%	23.1%	23.4%	23.7%
营业税金及附加	-128	-172	-201	-218	-238	-275
%销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-1,821	-2,251	-2,366	-2,701	-3,099	-3,569
%销售收入	6.9%	8.2%	7.9%	7.8%	7.8%	7.8%
管理费用	-733	-814	-853	-952	-1,078	-1,241
%销售收入	2.8%	3.0%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%
研发费用	-747	-907	-1,141	-1,292	-1,486	-1,718
%销售收入	2.8%	3.3%	3.8%	3.7%	3.7%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	1,021	1,586	2,204	2,847	3,415	4,049
%销售收入	3.9%	5.8%	7.3%	8.2%	8.6%	8.8%
财务费用	-75	-152	-152	-134	-158	-128
%销售收入	0.3%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-567	-786	-597	-810	-615	-603
公允价值变动收益	0	6	-15	-7	-5	-5
投资收益	80	94	-148	-150	-150	-150
%税前利润	10.1%	7.7%	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	768	1,177	1,620	2,068	2,807	3,543
营业利润率	2.9%	4.3%	5.4%	6.0%	7.1%	7.7%
营业外收支	22	33	32	20	20	20
税前利润	790	1,209	1,652	2,088	2,827	3,563
利润率	3.0%	4.4%	5.5%	6.0%	7.1%	7.8%
所得税	-143	-268	-265	-334	-452	-570
所得税率	18.1%	22.1%	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	647	942	1,387	1,754	2,375	2,993
少数股东损益	48	74	60	80	80	80
归属于母公司的净利润	599	868	1,327	1,674	2,295	2,913
净利率	2.3%	3.2%	4.4%	4.8%	5.8%	6.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	647	942	1,387	1,754	2,375	2,993
少数股东损益	48	74	60	80	80	80
非现金支出	1,203	1,484	1,321	1,603	1,486	1,552
非经营收益	-41	114	132	432	478	394
营运资金变动	-850	-911	-1,517	-1,437	-632	-461
经营活动现金净流	959	1,629	1,322	2,352	3,707	4,479
资本开支	-612	-388	-404	-1,465	-965	-805
投资	-86	-256	54	-42	-5	-5
其他	219	140	8	-150	-150	-150
投资活动现金净流	-478	-504	-342	-1,666	-1,120	-960
股权募资	89	0	44	-207	0	600
债权募资	389	3,233	-1,646	2,522	-134	-1,269
其他	-22	-1,697	-1,149	-998	-1,281	-1,504
筹资活动现金净流	456	1,537	-2,751	1,318	-1,415	-2,173
现金净流量	937	2,677	-1,786	2,013	1,172	1,346

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,235	10,353	8,360	10,339	11,488	12,816
应收款项	9,150	9,919	11,850	12,797	13,584	14,047
存货	7,988	8,482	9,416	9,377	10,137	11,394
其他流动资产	5,130	4,521	4,337	4,671	4,758	4,852
流动资产	29,502	33,275	33,963	37,184	39,966	43,109
%总资产	69.8%	71.4%	70.9%	72.3%	73.7%	75.2%
长期投资	4,177	3,666	3,952	3,972	3,972	3,972
固定资产	5,712	6,706	6,925	6,888	6,822	6,582
%总资产	13.5%	14.4%	14.5%	13.4%	12.6%	11.5%
无形资产	1,742	1,630	1,567	1,769	1,915	2,057
非流动资产	12,756	13,303	13,944	14,223	14,296	14,192
%总资产	30.2%	28.6%	29.1%	27.7%	26.3%	24.8%
资产总计	42,258	46,578	47,907	51,406	54,263	57,301
短期借款	7,337	7,465	6,040	8,560	8,426	7,157
应付款项	12,222	13,019	15,505	14,905	16,112	17,604
其他流动负债	1,928	1,790	1,973	2,415	2,622	2,858
流动负债	21,488	22,274	23,518	25,879	27,160	27,619
长期贷款	1,560	1,257	631	631	631	631
其他长期负债	2,035	5,050	4,642	4,902	5,021	5,172
负债	25,083	28,581	28,792	31,413	32,812	33,423
普通股股东权益	15,747	16,532	17,569	18,367	19,744	22,092
其中：股本	1,951	1,951	2,019	2,087	2,087	2,087
未分配利润	6,799	7,541	8,407	9,412	10,788	12,536
少数股东权益	1,427	1,464	1,546	1,626	1,706	1,786
负债股东权益合计	42,258	46,578	47,907	51,406	54,263	57,301

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.307	0.445	0.657	0.824	1.129	1.434
每股净资产	8.055	8.473	8.701	9.038	9.716	10.871
每股经营现金净流	0.490	0.835	0.655	1.127	1.776	2.146
每股股利	0.060	0.100	0.230	0.321	0.440	0.558
回报率						
净资产收益率	3.81%	5.25%	7.55%	9.11%	11.62%	13.19%
总资产收益率	1.42%	1.86%	2.77%	3.26%	4.23%	5.08%
投入资本收益率	3.19%	4.15%	6.51%	7.51%	8.65%	9.90%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.74%	3.93%	9.24%	15.19%	14.71%	15.20%
EBIT 增长率	-22.54%	55.32%	38.98%	29.19%	19.95%	18.56%
净利润增长率	-39.79%	44.80%	52.92%	26.16%	37.07%	26.95%
总资产增长率	4.51%	10.22%	2.85%	7.30%	5.56%	5.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	95.4	104.4	111.8	114.0	107.0	97.0
存货周转天数	141.1	137.9	140.2	132.0	127.0	125.0
应付账款周转天数	91.9	97.9	105.4	100.0	93.0	88.0
固定资产周转天数	67.6	81.2	81.0	70.0	60.0	50.6
偿债能力						
净负债/股东权益	9.87%	6.85%	4.54%	6.96%	0.51%	-10.42%
EBIT 利息保障倍数	13.6	10.4	14.5	21.3	21.6	31.7
资产负债率	59.36%	61.36%	60.10%	61.11%	60.47%	58.33%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	22	26	53
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究