

## 25Q3 归母净利润同比-32.5%，减值风险释放

## —— 柳工 25 年三季度报点评

2025 年 10 月 26 日

## 核心观点

- 事件:** 公司发布 25 年三季报, 25Q1-3 实现营业收入 257.6 亿元, 同比+12.7%, 实现归母净利润 14.58 亿元, 同比+10.4%, 归母净利率 5.7%。25Q3 单季实现营业收入 75.79 亿元, 同比+11.5%, 实现归母净利润 2.28 亿元, 同比-32.5%, 主要因为应收账款减值和财务担保减值损失增加。
- 25Q3 毛利率微幅下滑, 费用率和经营性现金流改善:** 25Q1-3 公司综合毛利率 22.25%, 同比+0.06pct, 25Q3 毛利率 22.08%, 同比-0.33pct。25Q3 管理、销售、研发、财务费用率分别 2.8%、7.9%、4.3%、1.4%, 同比分别-0.32pct、-0.43pct、+0.2pct、+0.77pct。25Q3 单季经营性现金流+1.88 亿元, 较去年同期净流出 0.44 亿元有所改善。期末应收账款和存货余额分别 125.7 亿元和 87.7 亿元, 较去年同期分别增加 22.7 亿元和 2.3 亿元。
- 25Q3/25Q1-3 减值影响税前利润 3.0/6.89 亿元, 减值风险释放:** 25Q1-3 公司共计提资产减值损失和信用减值损失 0.78 亿元和 6.11 亿元, 较去年同期共增加 2.67 亿元, 其中应收账款坏账准备、第三方融资担保风险准备、存货跌价准备分别 3.88 亿元、1.57 亿元、0.69 亿元。25Q3 单季计提资产减值损失和信用减值损失 0.28 亿元和 2.72 亿元, 其中应收账款减值和第三方融资担保分别 1.47 亿元和 1.1 亿元。减值增加主要由于国内房地产持续低迷、工程量与租金双降影响国内塔机及升降机业务。我们认为, Q3 较大力度减值后风险出清, Q4 及明年减值率有望回归常态, 利润水平预计提高。
- 坚定执行“十五五战略”和“三全”战略, 目标 2030 年实现营收 600 亿。** 公司 8 月公布“十五五战略”规划, 基于土方机械核心业务, 矿山机械/工业车辆/预应力成长业务, 农机/新技术/产业金融新兴业务, 目标于 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%。
- 投资建议:** 基于国内挖机销量良好增长、公司装载机毛利率筑底反弹, 海外业绩目标提前完成、将投资 5 亿建设印尼制造工厂, 以及减值风险逐步释放, 我们预计公司 25-27 年实现归母净利润 16.1 亿/23.6 亿/28.4 亿元, 对应 25-27 年 PE 为 15.1/10.3/8.5 倍, 维持“推荐”评级。
- 风险提示:** 国内宏观经济不及预期的风险, 政策推进程度不及预期的风险, 行业竞争加剧的风险, 出口贸易争端的风险。

## 主要财务指标预测

|            | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 30,063 | 34,601 | 39,572 | 45,122 |
| 收入增长率%     | 9.24   | 15.10  | 14.37  | 14.03  |
| 归母净利润(百万元) | 1,327  | 1,607  | 2,358  | 2,842  |
| 利润增长率%     | 52.92  | 21.07  | 46.78  | 20.51  |
| 分红率%       | 0.00   | 40.00  | 40.00  | 40.00  |
| 毛利率%       | 22.50  | 22.76  | 23.05  | 23.36  |
| 摊薄 EPS(元)  | 0.65   | 0.79   | 1.16   | 1.40   |
| PE         | 18.27  | 15.09  | 10.28  | 8.53   |
| PB         | 1.38   | 1.29   | 1.19   | 1.09   |
| PS         | 0.81   | 0.70   | 0.61   | 0.54   |

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

柳工 (股票代码: 000528)

推荐 维持评级

## 分析师

鲁佩

☎: 021-20257809

✉: lupei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521060001

研究助理: 彭星嘉

☎: 18721913996

✉: pengxingjia\_yj@chinastock.com.cn

## 市场数据

2025 年 10 月 24 日

|              |          |
|--------------|----------|
| 股票代码         | 000528   |
| A 股收盘价(元)    | 11.94    |
| 上证指数         | 3,950.31 |
| 总股本(万股)      | 203,220  |
| 实际流通 A 股(万股) | 203,068  |
| 流通 A 股市值(亿元) | 242      |

## 相对沪深 300 表现图

2025 年 10 月 24 日



资料来源: 中国银河证券研究院

## 相关研究

- 【银河机械】公司 25H1 业绩点评\_柳工\_经营业绩稳健, 挖机国内外市占率持续提升
- 【银河机械】公司点评\_柳工\_盈利能力明显提升, 核心产品优势稳固
- 【银河机械】公司深度报告\_柳工\_纵横多元驰骋内外, 混改变革焕然一新

## 附录：

公司财务预测表

| 资产负债表     | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产      | 33,963 | 36,600 | 40,307 | 44,520 |
| 现金        | 8,360  | 8,617  | 8,923  | 9,249  |
| 应收账款      | 10,246 | 11,163 | 12,993 | 14,815 |
| 其它应收款     | 1,042  | 1,411  | 1,517  | 1,832  |
| 预付账款      | 307    | 371    | 412    | 474    |
| 存货        | 9,416  | 10,436 | 11,700 | 13,286 |
| 其他        | 4,592  | 4,602  | 4,761  | 4,863  |
| 非流动资产     | 13,944 | 14,280 | 14,511 | 14,656 |
| 长期投资      | 1,075  | 1,075  | 1,075  | 1,075  |
| 固定资产      | 6,675  | 7,101  | 7,436  | 7,686  |
| 无形资产      | 1,382  | 1,317  | 1,251  | 1,187  |
| 其他        | 4,811  | 4,787  | 4,749  | 4,708  |
| 资产总计      | 47,907 | 50,880 | 54,818 | 59,175 |
| 流动负债      | 23,518 | 25,334 | 27,431 | 29,740 |
| 短期借款      | 5,395  | 5,395  | 5,395  | 5,395  |
| 应付账款      | 7,415  | 8,166  | 8,882  | 9,606  |
| 其他        | 10,709 | 11,773 | 13,155 | 14,740 |
| 非流动负债     | 5,273  | 5,189  | 5,190  | 5,189  |
| 长期借款      | 631    | 631    | 631    | 631    |
| 其他        | 4,642  | 4,557  | 4,559  | 4,558  |
| 负债总计      | 28,792 | 30,522 | 32,621 | 34,930 |
| 少数股东权益    | 1,546  | 1,631  | 1,755  | 1,904  |
| 归属母公司股东权益 | 17,569 | 18,727 | 20,442 | 22,341 |
| 负债和股东权益   | 47,907 | 50,880 | 54,818 | 59,175 |

| 现金流量表(百万元) | 2024A  | 2025E | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|-------|--------|--------|
| 经营活动现金流    | 1,322  | 1,853 | 1,973  | 2,279  |
| 净利润        | 1,387  | 1,691 | 2,482  | 2,991  |
| 折旧摊销       | 724    | 489   | 569    | 649    |
| 财务费用       | 307    | 303   | 302    | 302    |
| 投资损失       | 2      | -35   | -40    | -45    |
| 营运资金变动     | -1,538 | -987  | -1,962 | -1,948 |
| 其他         | 441    | 391   | 621    | 330    |
| 投资活动现金流    | -342   | -759  | -724   | -707   |
| 资本支出       | -404   | -793  | -763   | -752   |
| 长期投资       | 54     | 0     | 0      | 0      |
| 其他         | 8      | 35    | 40     | 45     |
| 筹资活动现金流    | -2,751 | -837  | -944   | -1,246 |
| 短期借款       | -1,579 | 0     | 0      | 0      |
| 长期借款       | -626   | 0     | 0      | 0      |
| 其他         | -546   | -837  | -944   | -1,246 |
| 现金净增加额     | -1,786 | 258   | 306    | 326    |

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

| 利润表(百万元) | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入    | 30,063 | 34,601 | 39,572 | 45,122 |
| 营业成本     | 23,299 | 26,725 | 30,452 | 34,580 |
| 税金及附加    | 201    | 224    | 260    | 294    |
| 销售费用     | 2,366  | 2,733  | 3,126  | 3,565  |
| 管理费用     | 853    | 969    | 1,108  | 1,263  |
| 研发费用     | 1,141  | 1,246  | 1,425  | 1,624  |
| 财务费用     | 152    | 259    | 261    | 254    |
| 资产减值损失   | -238   | -115   | -157   | -174   |
| 公允价值变动收益 | -15    | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益及其他  | -180   | -339   | 145    | 168    |
| 营业利润     | 1,620  | 1,993  | 2,928  | 3,536  |
| 营业外收入    | 45     | 28     | 37     | 37     |
| 营业外支出    | 12     | 6      | 8      | 9      |
| 利润总额     | 1,652  | 2,015  | 2,957  | 3,563  |
| 所得税      | 265    | 323    | 475    | 572    |
| 净利润      | 1,387  | 1,691  | 2,482  | 2,991  |
| 少数股东损益   | 60     | 85     | 124    | 150    |
| 归属母公司净利润 | 1,327  | 1,607  | 2,358  | 2,842  |
| EBITDA   | 2,527  | 2,762  | 3,788  | 4,466  |
| EPS（元）   | 0.65   | 0.79   | 1.16   | 1.40   |

| 主要财务比率    | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入增长率  | 9.2%   | 15.1%  | 14.4%  | 14.0%  |
| 营业利润增长率   | 37.7%  | 23.0%  | 46.9%  | 20.8%  |
| 归母净利润增长率  | 52.9%  | 21.1%  | 46.8%  | 20.5%  |
| 毛利率       | 22.5%  | 22.8%  | 23.0%  | 23.4%  |
| 净利率       | 4.6%   | 4.9%   | 6.3%   | 6.6%   |
| ROE       | 7.6%   | 8.6%   | 11.5%  | 12.7%  |
| ROIC      | 5.3%   | 6.4%   | 8.6%   | 9.6%   |
| 资产负债率     | 60.1%  | 60.0%  | 59.5%  | 59.0%  |
| 净资产负债率    | 150.6% | 149.9% | 147.0% | 144.1% |
| 流动比率      | 1.44   | 1.44   | 1.47   | 1.50   |
| 速动比率      | 0.86   | 0.86   | 0.88   | 0.90   |
| 总资产周转率    | 0.64   | 0.70   | 0.75   | 0.79   |
| 应收账款周转率   | 3.26   | 3.23   | 3.28   | 3.25   |
| 应付账款周转率   | 3.46   | 3.43   | 3.57   | 3.74   |
| 每股收益      | 0.65   | 0.79   | 1.16   | 1.40   |
| 每股经营现金流   | 0.65   | 0.91   | 0.97   | 1.12   |
| 每股净资产     | 8.65   | 9.22   | 10.06  | 10.99  |
| P/E       | 18.27  | 15.09  | 10.28  | 8.53   |
| P/B       | 1.38   | 1.29   | 1.19   | 1.09   |
| EV/EBITDA | 10.00  | 9.03   | 6.50   | 5.44   |
| PS        | 0.81   | 0.70   | 0.61   | 0.54   |

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

鲁佩，机械首席分析师。伦敦政治经济学院经济学硕士，证券从业 10 年，2021 年加入中国银河证券研究院，曾获新财富最佳分析师、IAMAC 最受欢迎卖方分析师、万得金牌分析师、中证报最佳分析师、Choice 最佳分析师、金翼奖等

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准                                                                                                                                   | 评级   | 说明                      |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 10%以上       |
|                                                                                                                                        |      | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间   |
|                                                                                                                                        |      | 回避：相对基准指数跌幅 5%以上        |
|                                                                                                                                        | 公司评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 20%以上       |
|                                                                                                                                        |      | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 |
|                                                                                                                                        |      | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间    |
|                                                                                                                                        |      | 回避：相对基准指数跌幅 5%以上        |

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

程 曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn