

2025 年 10 月 25 日

业绩符合预期，轻装上阵持续出海

柳工(000528)

评级:	买入	股票代码:	000528
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	13.56/9.32
目标价格:		总市值(亿)	242.64
最新收盘价:	11.94	自由流通市值(亿)	242.46
		自由流通股数(百万)	2,030.68

事件概述

公司发布 2025 年三季报。

►业绩符合预期，计提减值轻装上阵

公司发布 2025 年三季报。2025 年 Q3 实现营收 75.8 亿元，同比增长 11.5%；实现归母净利润 2.28 亿元，同比下降 32.5%。25Q1-3 公司累计实现营收 257.6 亿元，同比增长 12.7%；实现归母净利润 14.6 亿元，同比增长 10.4%。盈利能力端，公司 25Q3 毛利率达 22.1%，较 24 年同期略降，整体保持相对平稳。从利润端，公司 25Q3 单季度同比下滑，核心是季度减值影响，根据公司财报，25Q3 公司确认 3 亿元的减值损失（信用减值损失 2.72 亿元，资产减值损失 0.28 亿元）。根据公司公告，2025 年 Q1-3 公司累计计提减值准备 6.89 亿元，其中 3.88 亿元来自应收账款坏账准备计提。25 年公司计提金额较 24 年同期较为充分，我们认为随着行业内外持续修复，未来公司资产负债表有望轻装上阵，长期贡献业绩稳健增长。

►海外收入高增，国际化持续拉动成长

1) **出海成果显著**：近年公司持续强势出海，且国际化成果显著。根据公司 25 年中报，25H1 公司海外收入 85.2 亿元，同比增长 10.5%，海外收入占比已至 46.9%，持续提升。25H1 公司海外收入创历史峰值，整机销量、营业收入、毛利率及净利润均创同期新高。从产品端，25H1 公司成功向全球市场投放 60 余款创新产品，实现技术引领与客户价值升级的双重突破；25H1 经销商网络规模突破 400 家，服务网点超过 1300 个，全产品线在重点国家和地区的渠道覆盖度显著提升。随着规模提升、产品丰富度提升、海外服务能力提升，我们认为公司在海外各大地区的综合竞争力持续提升，有望持续成长。公司优势的土方产品，也有望持续受益于国内及海外需求共振修复。2) **产品结构优势**：25H1 公司土方机械收入 167 亿元，同比增长 17.3%，增速优于其他板块，且收入体量大于其他板块。公司中期有望持续受益于土方产品的强势，以及需求的强势。公司其他工程机械及零部件 25H1 年收入 50.8 亿元，同比增长 8.8%，公司的产品线持续拓宽，未来有望随着非挖产品需求修复而增速提升。我们看好公司长期国企改革，以及提质增效出海大战略下的利润率持续提升。

投资建议

参考最新业绩报告，我们调整 25-27 年盈利预测，保持 25-27 年营业收入 347/398/460 亿元预测，归母净利润由 21.2/26.4/32.5 亿元调整至 17.4/24.0/30.9 亿元，EPS 由 1.05/1.31/1.61 元调整至 0.86/1.18/1.52 元。公司 2025/10/24 日收盘股价 11.94 元，对应 25-27 年 PE 为 13.9、10.1 和 7.8 倍，维持“买入”评级。

风险提示

国内行业需求修复不及预期的风险、海外市场拓展进度不及预期的风险、行业竞争加剧，价格战未缓解的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,519	30,063	34,717	39,819	46,047
YoY (%)	3.9%	9.2%	15.5%	14.7%	15.6%
归母净利润(百万元)	868	1,327	1,742	2,401	3,093
YoY (%)	44.8%	52.9%	31.3%	37.8%	28.9%
毛利率 (%)	19.7%	22.5%	23.4%	23.5%	23.6%
每股收益 (元)	0.44	0.68	0.86	1.18	1.52
ROE	5.2%	7.6%	8.9%	11.0%	12.4%
市盈率	26.84	17.50	13.93	10.11	7.84

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 黄瑞连

邮箱: huangr1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524030001

联系电话:

分析师: 石城

邮箱: shicheng@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524080001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	30,063	34,717	39,819	46,047	净利润	1,387	1,820	2,509	3,232
YoY (%)	9.2%	15.5%	14.7%	15.6%	折旧和摊销	724	986	1,119	1,244
营业成本	23,299	26,583	30,475	35,196	营运资金变动	-1,517	-1,393	-1,656	-2,026
营业税金及附加	201	243	279	322	经营活动现金流	1,322	2,016	2,164	2,560
销售费用	2,366	2,812	3,225	3,592	资本开支	-404	-1,172	-1,673	-1,490
管理费用	853	1,111	1,274	1,474	投资	54	0	0	0
财务费用	152	0	0	0	投资活动现金流	-342	-1,405	-1,593	-1,410
研发费用	1,141	1,319	1,513	1,612	股权募资	44	111	0	0
资产减值损失	-238	-80	0	0	债务募资	-1,646	-185	0	0
投资收益	-81	80	80	80	筹资活动现金流	-2,751	290	0	0
营业利润	1,620	2,202	3,042	3,942	现金净流量	-1,786	898	571	1,150
营业外收支	32	18	17	0	主要财务指标				
利润总额	1,652	2,220	3,059	3,942	成长能力				
所得税	265	400	551	710	营业收入增长率	9.2%	15.5%	14.7%	15.6%
净利润	1,387	1,820	2,509	3,232	净利润增长率	52.9%	31.3%	37.8%	28.9%
归属于母公司净利润	1,327	1,742	2,401	3,093	盈利能力				
YoY (%)	52.9%	31.3%	37.8%	28.9%	毛利率	22.5%	23.4%	23.5%	23.6%
每股收益	0.68	0.86	1.18	1.52	净利率	4.4%	5.0%	6.0%	6.7%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	2.8%	3.5%	4.5%	5.3%
货币资金	8,360	9,258	9,829	10,979	净资产收益率 ROE	7.6%	8.9%	11.0%	12.4%
预付款项	307	399	457	528	偿债能力				
存货	9,416	9,519	10,925	12,630	流动比率	1.44	1.54	1.59	1.65
其他流动资产	15,880	16,039	17,489	19,542	速动比率	0.86	0.93	0.95	1.00
流动资产合计	33,963	35,216	38,700	43,679	现金比率	0.36	0.41	0.40	0.42
长期股权投资	740	740	740	740	资产负债率	60.1%	57.3%	55.9%	54.3%
固定资产	6,675	6,746	7,191	7,509	经营效率				
无形资产	1,382	1,382	1,382	1,382	总资产周转率	0.64	0.71	0.77	0.82
非流动资产合计	13,944	14,278	14,860	15,116	每股指标 (元)				
资产合计	47,907	49,494	53,560	58,795	每股收益	0.68	0.86	1.18	1.52
短期借款	5,395	5,395	5,395	5,395	每股净资产	8.70	9.59	10.77	12.30
应付账款及票据	13,424	12,775	13,799	15,154	每股经营现金流	0.65	0.99	1.06	1.26
其他流动负债	4,700	4,681	5,214	5,862	每股股利	0.27	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	23,518	22,850	24,407	26,410	估值分析				
长期借款	631	631	631	631	PE	17.50	13.93	10.11	7.84
其他长期负债	4,642	4,895	4,895	4,895	PB	1.39	1.24	1.11	0.97
非流动负债合计	5,273	5,526	5,526	5,526					
负债合计	28,792	28,376	29,933	31,937					
股本	2,019	2,032	2,032	2,032					
少数股东权益	1,546	1,624	1,732	1,871					
股东权益合计	19,115	21,118	23,626	26,858					
负债和股东权益合计	47,907	49,494	53,560	58,795					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。