

柳工 (000528)

2025 年报&2026 年一季报点评: 减值&汇兑扰动短期业绩, 矿机布局构筑第二成长曲线
买入 (维持)

2026 年 04 月 28 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	30,063	33,144	38,023	43,775	50,567
同比 (%)	9.24	10.25	14.72	15.13	15.52
归母净利润 (百万元)	1,327	1,609	1,903	2,638	3,083
同比 (%)	52.92	21.26	18.25	38.63	16.87
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.65	0.79	0.93	1.30	1.51
P/E (现价&最新摊薄)	14.80	12.20	10.32	7.44	6.37

投资要点

■ 2025 年扣非归母净利润同比+25%，减值+汇率波动影响业绩

2025 年公司实现营业收入 331.4 亿元，同比+10.3%，归母净利润 16.1 亿元，同比+21.3%，扣非归母净利润 14.2 亿元，同比+24.6%。单 Q4 公司实现归母净利润同比+2264%，扣非归母净利润同比扭亏。2026Q1 公司实现营收 100.6 亿元，同比+10.0%，归母净利润 6.1 亿元，同比-7.8%，扣非归母净利润 5.6 亿元，同比-8.7%。公司业绩短期承压，主要系：(1) 塔机减值：公司受房地产市场景气度较低影响，对江汉建机塔机业务计提大额减值所致，从 2026 年起减值计提将回归正常水平，历史包袱逐步出清；(2) 25Q4&26Q1 汇兑损失增大。

■ 盈利能力微降，主要受一次性因素扰动&汇兑影响而短暂承压

2025 年公司实现销售毛利率 22.41%，同比-0.09pct，销售净利率 4.25%，同比-0.36pct；2026Q1 公司销售毛利率 21.31%，同比-0.70pct，销售净利率 6.25%，同比-0.78pct。我们判断公司盈利能力短期下降主要系子公司江汉建机不再纳入合并范围，因此剩余股权按公允价值重估后产生了一次性损失。

费用端来看，2026Q1 公司期间费用率 13.3%，同比+1.34pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.0%/2.1%/3.3%/1.9%，同比分别-0.43/-0.40/+0.04/+2.14pct。公司三费控制保持稳健，财务费用大幅提升主要系人民币升值导致汇兑损失增加。

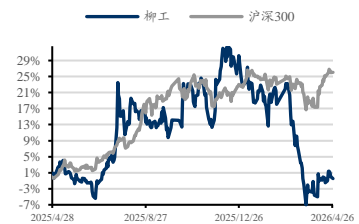
■ 矿山机械蓝海市场空间广阔，前瞻性布局带动业绩上行

金银铜等核心金属价格处于高位运行，叠加全球矿山品位持续下降，矿山机械设备采购需求迎来实质性增长。全球矿机市场具备万亿级空间，且后市场业务占比高、盈利能力强，是兼具景气弹性、盈利韧性的优质赛道。随着中资矿企加速海外资源布局，本土矿机企业在新一轮全球矿山资本开支上行周期中的参与度与市场空间持续打开。依托土石方机械领域的长期积累，公司系统性切入矿山场景，产品覆盖钻孔、开采、铲运、整平等关键环节，产品体系完整，并在东盟、南美、澳洲、非洲、俄罗斯及欧美等典型矿区实现落地应用。在工程机械成熟技术体系持续复用与矿机景气周期共振下，公司有望实现业务结构升级、业绩受益上行。

■ 盈利预测与投资评级：塔机减值及汇兑损失扰动下公司业绩增速放缓，但在全球矿山资本开支上行背景下，矿机需求高景气，公司依托工程机械积累切入矿山场景有望实现结构升级与业绩释放。我们调整公司 2026-2027 年归母净利润为 19.0 (原值 19.8) /26.4 (原值 26.0) 亿元，预计 2028 年归母净利润为 30.8 亿元，当前市值对应 PE 10/7/6X，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，汇率波动风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.64
一年最低/最高价	8.95/13.02
市净率(倍)	1.03
流通 A 股市值(百万元)	19,607.91
总市值(百万元)	19,635.20

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.34
资产负债率(% LF)	62.46
总股本(百万股)	2,036.85
流通 A 股(百万股)	2,034.02

相关研究

《柳工(000528): 2025 年业绩业绩预告点评: 减值包袱出清, 加码矿山机械迎新机遇》

2026-01-28

《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》

2025-10-26

柳工三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	34,462	38,866	44,859	51,944	营业总收入	33,144	38,023	43,775	50,567
货币资金及交易性金融资产	6,992	8,023	9,795	11,999	营业成本(含金融类)	25,716	29,543	34,035	39,341
经营性应收款项	12,817	14,555	16,770	19,397	税金及附加	197	228	263	303
存货	9,686	10,628	12,319	14,318	销售费用	2,464	2,890	3,371	3,944
合同资产	160	438	502	582	管理费用	881	1,141	1,357	1,568
其他流动资产	4,806	5,222	5,473	5,649	研发费用	1,355	1,255	1,488	1,719
非流动资产	14,991	15,312	15,490	15,540	财务费用	175	231	201	149
长期股权投资	916	916	916	916	加:其他收益	228	277	350	405
固定资产及使用权资产	6,795	7,089	7,180	7,198	投资净收益	(70)	104	109	152
在建工程	228	181	208	271	公允价值变动	10	0	0	0
无形资产	1,561	1,519	1,482	1,450	减值损失	(867)	(653)	(13)	(3)
商誉	165	165	165	165	资产处置收益	6	69	0	0
长期待摊费用	25	25	25	25	营业利润	1,664	2,532	3,507	4,097
其他非流动资产	5,301	5,416	5,515	5,515	营业外净收支	30	(10)	(10)	(10)
资产总计	49,453	54,178	60,349	67,484	利润总额	1,694	2,522	3,497	4,087
流动负债	24,937	27,550	30,853	34,637	减:所得税	285	454	629	736
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,043	5,827	5,827	5,827	净利润	1,409	2,068	2,867	3,351
经营性应付款项	14,537	16,701	19,239	22,239	减:少数股东损益	(200)	165	229	268
合同负债	518	594	684	790	归属母公司净利润	1,609	1,903	2,638	3,083
其他流动负债	3,839	4,428	5,103	5,782	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.79	0.93	1.30	1.51
非流动负债	4,885	5,052	5,052	5,052	EBIT	1,904	2,753	3,698	4,236
长期借款	205	205	205	205	EBITDA	2,678	3,445	4,415	4,983
应付债券	2,611	2,611	2,611	2,611	毛利率(%)	22.41	22.30	22.25	22.20
租赁负债	147	147	147	147	归母净利率(%)	4.86	5.00	6.03	6.10
其他非流动负债	1,921	2,089	2,089	2,089	收入增长率(%)	10.25	14.72	15.13	15.52
负债合计	29,822	32,602	35,905	39,689	归母净利润增长率(%)	21.26	18.25	38.63	16.87
归属母公司股东权益	18,579	20,358	22,996	26,079					
少数股东权益	1,052	1,218	1,447	1,715					
所有者权益合计	19,631	21,576	24,444	27,795					
负债和股东权益	49,453	54,178	60,349	67,484					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,005	2,619	3,006	3,298	每股净资产(元)	9.08	9.95	11.25	12.76
投资活动现金流	(921)	(1,013)	(834)	(693)	最新发行在外股份(百万股)	2,037	2,037	2,037	2,037
筹资活动现金流	(1,646)	(556)	(431)	(431)	ROIC(%)	5.54	7.65	9.54	9.95
现金净增加额	(1,566)	1,001	1,741	2,174	ROE-摊薄(%)	8.66	9.35	11.47	11.82
折旧和摊销	774	691	717	747	资产负债率(%)	60.30	60.18	59.50	58.81
资本开支	(585)	(841)	(810)	(810)	P/E(现价&最新股本摊薄)	12.20	10.32	7.44	6.37
营运资本变动	(2,264)	(1,001)	(923)	(1,092)	P/B(现价)	1.06	0.97	0.86	0.76

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>