

公司研究

26Q1 剔除汇兑净利润稳健增长，矿山机械+国际化助力业绩持续增长

——柳工（000528.SZ）2025 年报、2026 年一季报点评

要点

业绩稳健增长，2026 年目标实现营收 375 亿元

柳工 2025 年实现营业收入 331.4 亿元，同比增长 10.3%；实现归母净利润 16.1 亿元，同比增长 21.3%。毛利率为 22.4%，同比下降 0.1 个百分点；净利率为 4.3%，同比下降 0.4 个百分点。2026 年公司目标实现营业收入 375 亿元，净利率增长 0.5 个百分点以上。

公司 2026Q1 实现营业收入 100.6 亿元，同比增长 10.0%；实现归母净利润 6.1 亿元，同比下降 7.8%。毛利率为 21.3%，同比下降 0.7 个百分点；净利率为 6.25%，同比下降 0.8 个百分点。归母净利润同比下降主要受汇兑损失 1.65 亿元，剔除汇兑损失后公司归母净利润增速超 20%。

装载机、挖机稳健增长，矿山机械有望打造第二增长曲线

2025 年公司土石方机械实现营业收入 204.5 亿元，同比增长 14.0%。其中装载机业务销售收入实现超过 20% 的同比增长；挖掘机销售收入同比增长近 20%，利润同比增长超过 70%；矿山机械方面，公司电动宽体车销量同比增长 159%、市场渗透率领先行业平均水平 3 个百分点，稳居国内市场行业第二，未来有望为公司打造第二增长曲线。

海外营收创新高，未来有望成为业绩增长核心动力

2025 年公司实现海外营收 157.9 亿元，同比增长 14.8%，海外业绩全面突破历史峰值，销量、市场份额、营业收入、利润及毛利水平平均创历史最佳。公司土方机械全球销量增速优于行业 9 个百分点，市场份额持续提升；新兴市场呈现强劲发展势能，中东中亚、非洲及南亚等区域销售业绩增长超过 30%。公司目标 2030 年整体营收突破 600 亿元，其中海外收入占比将达到 60%，海外营收有望成为公司业绩增长的核心动力。

维持“买入”评级

汇兑损益或对公司短期利润造成一定影响，出于审慎性原则我们下调 26-27 年归母净利润预测 14.6%/15.2%至 21.0/26.1 亿元，引入 28 年归母净利润预测 30.8 亿元，对应 EPS 分别为 1.03/1.28/1.51 元。公司有望深度受益于工程机械行业复苏以及矿山机械需求提升，同时海外业务有望为公司打开广阔的业绩增长空间，维持“买入”评级。

风险提示：下游景气度复苏不及预期风险；海外出口拓展不顺风险；工程机械电动化进展不及预期风险；汇率波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	30,063	33,144	37,877	42,829	47,894
营业收入增长率	9.24%	10.25%	14.28%	13.07%	11.83%
归母净利润（百万元）	1,327	1,609	2,103	2,613	3,078
归母净利润增长率	52.92%	21.26%	30.68%	24.25%	17.81%
EPS（元，按最新股本计）	0.65	0.79	1.03	1.28	1.51
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.55%	8.66%	10.50%	12.00%	12.95%
P/E	15	12	10	8	7
P/B	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-28

买入（维持）

当前价：9.87 元

作者

分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001

021-52523851

chenjianing@ebsecn.com

分析师：汲萌

执业证书编号：S0930524010002

021-52523859

jimeng@ebsecn.com

分析师：夏天宇

执业证书编号：S0930525070006

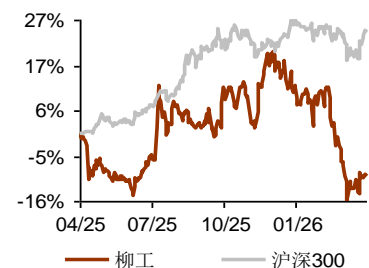
021-52523805

xiatianyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	20.37
总市值(亿元):	201.04
一年最低/最高(元):	8.95/13.02
近 3 月换手率:	100.63%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.03	-15.99	-23.84
绝对	5.90	-15.13	1.99

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	30,063	33,144	37,877	42,829	47,894
营业成本	23,299	25,716	29,283	33,068	36,922
折旧和摊销	681	728	930	954	984
税金及附加	201	197	227	257	287
销售费用	2,366	2,464	2,765	3,084	3,400
管理费用	853	881	985	1,114	1,245
研发费用	1,141	1,355	1,515	1,670	1,820
财务费用	152	175	239	118	90
投资收益	-81	-70	0	0	0
营业利润	1,620	1,664	2,545	3,164	3,730
利润总额	1,652	1,694	2,575	3,194	3,760
所得税	265	285	412	511	602
净利润	1,387	1,409	2,163	2,683	3,158
少数股东损益	60	-200	60	70	80
归属母公司净利润	1,327	1,609	2,103	2,613	3,078
EPS(元, 按最新股本计)	0.65	0.79	1.03	1.28	1.51

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,322	1,005	2,552	3,219	3,798
净利润	1,327	1,609	2,103	2,613	3,078
折旧摊销	681	728	930	954	984
净营运资金增加	368	839	602	1,120	1,029
其他	-1,053	-2,171	-1,083	-1,468	-1,293
投资活动产生现金流	-342	-921	-1,007	-1,010	-1,010
净资本支出	-404	-585	-1,000	-1,000	-1,000
长期投资变化	740	916	0	0	0
其他资产变化	-678	-1,252	-7	-10	-10
融资活动现金流	-2,751	-1,646	-4,428	-1,714	-2,282
股本变化	68	17	1	0	0
债务净变化	-2,454	-411	-3,527	-731	-1,119
无息负债变化	2,664	1,441	1,825	2,268	2,309
净现金流	-1,786	-1,566	-2,883	495	506

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	22.5%	22.4%	22.7%	22.8%	22.9%
EBITDA 率	11.2%	11.1%	11.8%	11.7%	11.8%
EBIT 率	8.9%	8.9%	9.3%	9.5%	9.7%
税前净利润率	5.5%	5.1%	6.8%	7.5%	7.9%
归母净利润率	4.4%	4.9%	5.6%	6.1%	6.4%
ROA	2.9%	2.8%	4.4%	5.1%	5.7%
ROE (摊薄)	7.6%	8.7%	10.5%	12.0%	12.9%
经营性 ROIC	10.1%	10.2%	12.1%	13.4%	14.8%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	60%	60%	57%	56%	55%
流动比率	1.44	1.38	1.43	1.48	1.54
速动比率	1.04	0.99	0.98	1.00	1.04
归母权益/有息债务	1.90	2.10	3.75	4.73	6.83
有形资产/有息债务	4.88	5.26	8.70	10.81	15.23

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	47,907	49,453	49,252	52,608	55,883
货币资金	8,360	6,671	3,788	4,283	4,789
交易性金融资产	43	321	321	321	321
应收账款	10,246	11,300	12,600	13,915	15,176
应收票据	211	716	758	857	958
其他应收款 (合计)	1,042	836	885	996	1,108
存货	9,416	9,686	10,870	12,081	13,280
其他流动资产	1,024	946	946	946	946
流动资产合计	33,963	34,462	34,289	37,697	41,055
其他权益工具	335	371	371	371	371
长期股权投资	740	916	916	916	916
固定资产	6,673	6,638	6,172	5,772	5,410
在建工程	250	228	591	863	1,067
无形资产	1,382	1,561	1,554	1,547	1,541
商誉	165	165	165	165	165
其他非流动资产	271	227	227	227	227
非流动资产合计	13,944	14,991	14,963	14,910	14,828
总负债	28,792	29,822	28,120	29,658	30,847
短期借款	5,395	5,704	2,227	1,496	377
应付账款	7,415	7,624	8,492	9,590	10,707
应付票据	6,009	6,867	7,614	8,598	9,600
预收账款	42	46	76	86	96
其他流动负债	543	548	548	548	548
流动负债合计	23,518	24,937	23,984	25,521	26,711
长期借款	631	205	205	205	205
应付债券	2,597	2,611	2,600	2,600	2,600
其他非流动负债	975	1,005	1,005	1,005	1,005
非流动负债合计	5,273	4,885	4,136	4,136	4,136
股东权益	19,115	19,631	21,132	22,950	25,035
股本	2,019	2,036	2,037	2,037	2,037
公积金	7,676	7,829	7,828	7,828	7,828
未分配利润	8,407	9,485	10,926	12,674	14,679
归属母公司权益	17,569	18,579	20,020	21,768	23,773
少数股东权益	1,546	1,052	1,112	1,182	1,262

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	7.87%	7.43%	7.30%	7.20%	7.10%
管理费用率	2.84%	2.66%	2.60%	2.60%	2.60%
财务费用率	0.50%	0.53%	0.63%	0.28%	0.19%
研发费用率	3.80%	4.09%	4.00%	3.90%	3.80%
所得税率	16%	17%	16%	16%	16%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.27	0.33	0.42	0.53	0.62
每股经营现金流	0.65	0.49	1.25	1.58	1.86
每股净资产	8.70	9.13	9.83	10.69	11.67
每股销售收入	14.89	16.28	18.60	21.03	23.51

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	15	12	10	8	7
PB	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.7	7.2	5.9	5.1	4.4
股息率	2.8%	3.3%	4.3%	5.3%	6.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼