

柳工（000528.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



周小龙
机械、轻工、地产
行业研究员

2026年2月4日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	11.55
总市值	235.15 亿
PE-TTM	14.77
PB-MRQ	1.29

估值结果

	价值	320.04 亿
DDM 估值	上行空间	36%
	状态	偏低估
	价值	316.51 亿
动态估值	上行空间	35%
	状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

柳工是一家有着六十多年经验的工程机械制造商，业务涵盖挖掘机、装载机、推土机等多种设备的研发、生产与销售，是中国工程机械行业的领军企业之一。

受市政工程、高标准农田建设等需求拉动，我国工程机械行业筑底回升，未来几年有望迎来上行周期。柳工持续布局包括亚非拉在内的海外市场，外销情况持续向好。综上，内外销将迎来共振，公司业绩的成长空间相对较大。工程机械行业周期向上，景气度上升，供需关系有望改善，公司的盈利趋势向好。随着公司持续加大海外布局，公司持续抢占市场份额，叠加公司对下游拥有一定的议价权，产业格局相对较好。作为重资产行业，柳工作为工程机械行业的重要玩家，规模优势较强，拥有较强的护城河。

基于我们对未来3年国内工程机械周期上行的判断，以及公司持续出海抢占市场份额的假设，基于壹评级的DDM和动态估值模型，公司的估值处于偏低估的水平。

我们区别于市场的观点

市场认为，当前国基建和地产建设情况低迷，开工率不高，不看好以挖掘机为首的国内工程机械销售的持续性。我们认为，当前小型挖掘机的销售占比较高，其建设场景和传统的中大型挖机有较大的区别。随着更新周期的到来，叠加未来几年地产可能企稳，工程机械行业有望迎来长达数年的上行周期。

市场在管理层换届后担心公司的国企改革可能停滞，激励机制会削弱。但从公司今年的换届情况来看，整体团队保持平稳，且激励机制仍然是较为市场化的，公司的国企改革仍在进行。

风险提示

除海外出口及电动化等结构性增长需求外，柳工核心土方机械大部分下游需求增速与国内宏观经济（尤其是地产与基建投资）挂钩，若宏观经济复苏持续不及预期，行业需求或筑底回升乏力；若行业竞争加剧导致价格战超预期，或导致供需格局恶化、景气度修复不及预期。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 客户集中度	5
3.3 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

柳工是拥有66年历史的中国工程机械领军企业，为行业首家上市公司。核心业务涵盖装载机、挖掘机等全系列工程机械的研发、生产与销售，及施工解决方案提供，其装载机为行业标杆，电动产品型谱行业齐全。公司技术实力雄厚，主导多项行业标准，研发投入持续增长，产品远销180多个国家和地区。2024年营收超300亿元，海外营收占比近半，拥有4大海外制造基地，入选全球工程机械50强等榜单，是中国智造出海的标杆之一。

2. 业务介绍

对于柳工公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

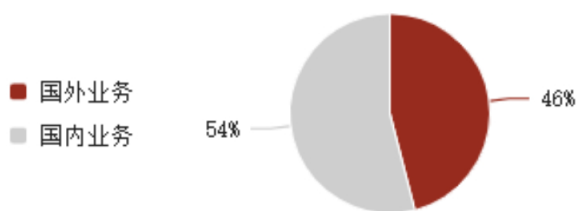
国外业务：

柳工的海外业务是公司当前业绩增长的核心引擎，涵盖了向全球170多个国家和地区销售全系列工程机械产品及提供后市场服务。该业务不仅仅是简单的产品出口，而是通过在波兰、印度、巴西、阿根廷、印尼等地建立制造基地，以及在欧美设立研发中心，实现了从研发、制造到营销服务的“全价值链本地化”落地。公司海外业务收入占比已突破45%，在南亚、中东、拉美及欧洲等关键市场均实现了深度的市场渗透和品牌影响力的跨越式提升。我们对于此业务的竞争市场范围界定为全球工程机械市场。

国内业务：

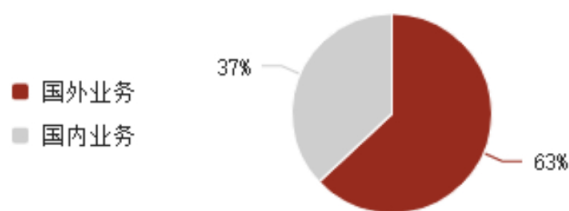
柳工的国内业务是其发展的压舱石，主要由装载机、挖掘机、路面机械及起重机械等核心板块构成，核心作用是为国家基础设施建设、矿山开采、水利市政及房地产工程提供全套“硬核”装备支持。在该业务领域，公司深度绑定基建、矿山、港口等核心终端客户，通过遍布全国的经销商网络提供整机销售、精密备件供应、金融租赁及再制造的全生命周期服务。我们对于此业务的竞争市场范围界定为中国工程机械市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

柳工是全球领先的装备与技术解决方案提供商，拥有30余条整机产品线以及关键零部件、新能源等多条产品线，业务涵盖工程机械及关键零部件的研发、生产、销售和服务。国内销售以经销为主，2024年前五大客户收入占比仅6.77%，并以“直销+经销”的方式触达。生产端，公司聚焦精益制造与供应链优化，平衡重资产投入与运营效率，销售端覆盖建筑、农业等多行业，下游应用场景广泛。

3.1 资产强度

低 较低 **中等** 较高 高

公司2024年的固定资产周转天数为76天，公司资产呈现“资本密集型+资产利用效率中等”的特征，资产强度处于行业中上游水平。近年来，随着持续出海建厂，其资产强度略有上升。

3.2 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司国内销售以经销为主，拥有超过140家授权经销商，海外则通过300多家经销商的2700多个网点为客户提供服务，这种分散的客户结构降低了对单一客户的依赖，增强了市场抗风险能力。2024年前五大客户收入占比仅6.77%，客户集中度低。

3.3 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

作为我国工程机械行业的重要玩家，公司凭借其强大的规模优势，对上游供应商拥有较大的选择面，议价权较高。2024年，公司前五大供应商的集中度仅为12.30%，供应商集中度低。

4. 历史经营绩效

随着地产周期下行，叠加基建投资低迷，自2021年以来，公司的营业收入震荡下滑，盈利能力同步恶化。受市政工程、高标准农田建设等需求的拉动，2024年国内挖掘机销量筑底，叠加公司积极发力挖掘机业务，给予了经销商较大的支持力度，持续抢占市场份额，公司业绩逐步企稳。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

柳工的整体盈利水平相对一般，主要系产品同质化程度较高，竞争较为激烈；此外，公司投入了较多的资源发力挖掘机业务，培育经销商，让利程度较大，在一定程度上影响了公司的盈利水平。从趋势上来看，2021年以后，随着地产周期下行，叠加基建投资低迷，公司的盈利能力有所下降。2025年上半年，受到农田水利建设等驱动，工程机械周期筑底回升，公司的盈利能力有所修复。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



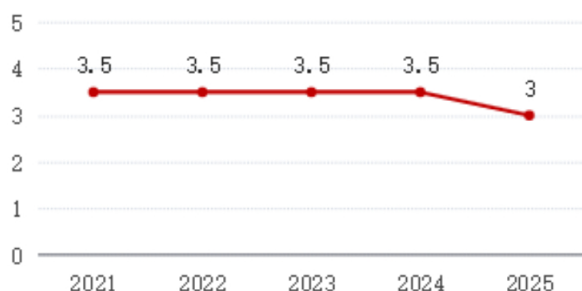
数据来源：公司财报，壹评级

柳工的成长性受到地产周期影响较大。2021-2022年，随着地产周期大幅下行，公司的成长能力明显恶化。随着公司持续进行国企混改，并在2023年发起股权激励，理顺公司机制，管理层积极性大幅度提升，并加强了对于海外市场的拓展，公司的业绩也在2023年以后企稳向上。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



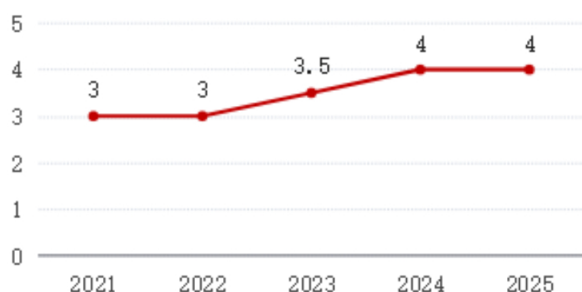
数据来源：公司财报，壹评级

公司的业务控制力尚可，主要系公司在销售政策上相对偏保守（尤其是在拉美等海外区域），重视现金流和回款，近年的经营现金流净额/营业利润维持在100%左右，处于行业中上水平。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

自2020年引入战投后，柳工高度重视股东回报，股东回报水平持续提升，股息派发率近年维持在40%以上，股东回报评级处于较高水平。

5. 四维评级

国内工程机械行业持续向上，海外市场高速发展，国内外需求共振，公司成长空间较大。随着国内工程机械周期向上，叠加持续开拓高毛利的海外市场，公司的盈利能力有望持续改善；凭借其强大的技术优势和规模优势，公司持续抢占市场份额，竞争格局较好，护城河深厚。

5.1 成长空间

★★★★☆

工程机械业务是公司的核心业务，其业绩表现受行业周期波动影响显著。随着工程机械周期上行，叠加公司出海持续抢占市场份额，柳工的成长空间相对较大。

国外业务(3星):

出口方面，2020年以来，海外布局深入、产品型谱持续完善，助力公司在海外服务响应速度逐步提升，工程机械出口保持相对较快的增长速度，公司未来5年收入增速有望维持在10%以上的水平，成长能力处于中等水平。

国内业务(3星):

国内市场，受市政工程、高标准农田建设等需求拉动，2024年国内挖掘机销量筑底企稳。随着更新周期到来，未来国内工程机械行业有望步入上行阶段，整体的成长能力尚可。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

工程机械产品同质化程度高，公司业绩受到工程机械周期波动的影响。随着工程机械周期的上行，公司的盈利水平有望向好，盈利趋势尚可。

国外业务(3星):

公司利润水平中等且波动性较大，地产周期波动对公司的盈利水平影响显著。随着未来国内工程机械行业转好，叠加持续开拓盈利能力更高的海外市场，公司的盈利情况有望逐步改善。

国内业务(2.5星):

我国工程机械行业的同质化水平较高，竞争极其激烈（部分小厂在2026年重启价格战），公司在挖掘机等核心产品竞争力有限，利润水平未来改善的空间可能有限，盈利趋势相对一般。

5.3 产业格局

★★★★☆

工程机械行业属于传统制造业，竞争激烈。但以柳工为首的企业陆续出海，中国企业在全球的影响力逐步凸显，市场份额进一步提升，产业格局较优。

国外业务(3.5星):

海外，公司产品力逐渐向国际巨头看齐，公司加速出海，并积极培养矿山、农机等新兴业务，柳工的全球份额有望持续提升，公司的产业格局相对较好。

国内业务(3星):

国内工程机械行业过去长期陷入激烈的价格战之中。随着下游需求的改善，叠加公司积极培育挖掘机业务，产业格局处于中等水平。

5.4 护城河

★★★★☆

经过长时间的发展，柳工作为工程机械领先企业，享有一定的技术优势和规模优势，产品的竞争力强且成本相对较低，拥有相对较强的护城河，护城河的持续性较好。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
国外业务	(3星) 经壹评级调整，柳工国外业务的ROIC接近29%，拥有明显的超额利润。公司的业务控制力处于中等水平，护城河相对深厚。	(4星) 公司的超额利润可以解释为2大因素：规模护城河、技术护城河。1) 规模护城河：随着公司的持续出海，公司的全球市占率将持续提升，规模优势将愈发明显，公司的成本有望持续优化，公司的竞争力有望增强，我们认为其护城河受到侵蚀的程度较低；2) 技术护城河：随着产品的持续更新迭代，公司的技术护城河可能会有一定衰退。但考虑到工程机械行业较为成熟，衰退的幅度相对有限。
国内业务	(1.5星) 经壹评级调整，柳工国内业务的ROIC接近1.2%，没有超额收益。公司的业务控制力较低，主要系国内工程机械行业竞争激烈，工程机械行业赊销较多，存在较多的应收账款，产业链地位不高。	(3星) 国内工程机械行业同质化程度较深，价格战激烈，且公司在挖掘机等核心产品竞争力有限，公司没有超额利润。但随着工程机械行业进入下半场，竞争烈度可能会下滑，公司的竞争力可能会有所改善。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于我们对未来3年国内工程机械周期上行的判断，以及公司持续出海抢占市场份额的假设，基于壹评级的DDM和动态估值模型，公司的估值处于偏低估的水平。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为国内业务和海外业务，未来预测的假设和逻辑如下：

国内业务：

1) 收入假设：受到更新需求和农田水利建设的支持，叠加2026-2027年地产周期筑底，我国土方机械行业销量有望改善。我们预计公司在2024-2029年营业收入的CAGR为10%，维持温和复苏的态势。

2) 毛利率：国内工程机械周期回升，需求有望改善，但考虑到当前行业的价格竞争仍然较为激烈，我们预计公司的毛利率在未来几年可能会小幅上升至18%左右的水平，整体毛利率维持稳定。

3) 费用率：考虑到公司经营工程机械业务已久，我们预计整体费用水平维持基本稳定。

海外业务：

1) 收入假设：海外方面，东南亚乃至非洲的需求仍有韧性，叠加美联储降息对于需求的提振，我们预计其需求维持稳健增长的态势。随着公司渠道的持续拓展，海外业务有望持续高增，我们预计2024-2029年海外业务收入营业收入的CAGR有望超过10%。

2) 毛利率：随着公司积极发力矿机、农机等新兴业务，投入较大，我们预计公司的毛利率在未来几年可能会小幅下降至28%左右。

3) 费用率：考虑到公司经营工程机械业务已久，我们预计整体费用水平维持基本稳定。

表2：公司整体业绩预测

柳 工	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	264.8	275.2	300.6	333.0	383.4	435.2	485.6	504.4
归母净利润(亿)	6.0	8.7	13.3	17.5	23.9	28.6	32.2	27.8
归母净利润增速(%)	-39.1	45.3	52.6	32.0	36.5	19.7	12.5	-13.5
经营性净利润(亿)	5.1	8.1	14.1	17.5	22.4	27.1	30.6	25.9
经营性净利润增速(%)	-34.1	57.6	74.3	23.6	28.3	20.9	12.9	-15.2
经营性归母净利润(亿)	4.8	7.5	13.5	16.6	21.3	25.8	29.1	24.6
经营性归母净利润增速(%)	-37.2	56.7	81.0	22.7	28.3	20.9	12.9	-15.2

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

国外业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	81.2	114.6	137.6	153.0	183.6	207.5	228.2	241.9
收入增速(%)	38.0	41.2	20.0	11.2	20.0	13.0	10.0	6.0
经营性净利润(亿)	6.6	10.0	13.4	17.1	21.4	22.8	23.4	22.0
经营性净利率(%)	8.1	8.7	9.7	11.2	11.7	11.0	10.2	9.1
经营性净利润增速(%)	105.6	51.9	34.2	28.3	24.9	6.3	2.7	-6.1
国内业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	183.6	160.6	163.0	180.0	199.8	227.8	257.4	262.5
收入增速(%)	-19.2	-12.5	1.5	10.4	11.0	14.0	13.0	2.0
经营性净利润(亿)	-1.4	-1.8	0.8	0.3	1.0	4.4	7.2	4.0
经营性净利率(%)	-0.8	-1.2	0.5	0.2	0.5	1.9	2.8	1.5
经营性净利润增速(%)	-130.6	-31.0	141.8	-57.8	209.8	330.1	66.1	-44.8

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
国内业务	-7.7%	负增长	较好	较强	8.3%	8.8	6.4
国外业务	2.4%	中低	较好	较强	8.3%	13.2	23.0
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
国内业务(亿)	-13.9	41.1	27.2	4.5	7.0	7.8	32.5
国外业务(亿)	58.9	221.3	280.3	3.8	-	-	284.0
公司整体测算(亿)	45.0	262.5	307.5	8.3	7.0	7.8	316.5

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
国内业务(亿)	16.9	4.9	21.8	4.5	7.0	7.8	27.1
国外业务(亿)	162.4	126.8	289.2	3.8	-	-	293.0
公司整体测算(亿)	179.3	131.7	311.0	8.3	7.0	7.8	320.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司作为工程机械行业的重要玩家，信息披露较为充分；但公司过去的业绩的波动性较大，且公司当前仅在装载机领域拥有较强的竞争力，未来的发展空间具有一定的不确定性。综合考虑，公司的估值确定性处于中等水平。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。