

# 比亚迪 (002594.SZ)

## 2023年净利润同比增长81%，出口与高端化打开新空间

买入

### 核心观点

**归母净利润同比增长81%，龙头车企业绩坚挺。**比亚迪23年营收6023.2亿元，同比+42%，实现汽车销量302.4万辆，同比+67.8%，带动汽车相关业务营收4835亿元，同比+49%，2023年公司新能源车份额31.9%，同比+4.8pct，归母300.4亿元，同比+80.7%。单季度看，23Q4收入1800.4亿元，同环比+15%/+11%，归母86.7亿元，同环比+19%/-17%。整体看比亚迪凭借多方位布局品牌力、持续扩大规模优势和强大产业链控本能力，盈利能力稳健。

**车端毛利率同比+2.6pct，持续重视研发。**23年毛利率20.21%，同比+3.17pct，其中汽车毛利率23.0%，同比+2.63pct，归母净利率5.0%，同比+1.1pct；费率方面，23年公司销售/管理/研发/财务费率4.19%/2.23%/6.57%/-0.24%，同比+0.64/-0.13/+2.17/+0.14pct；其中销售费用增长预计系年底经销商返利补助；研发费用增长系公司持续重视研发投入（云辇、天神之眼、易四方等），并为高级别智驾的做研发储备（1月发布璇玑架构）。

**强控本能力下单车盈利稳定。**剔除比亚迪电子影响测算23Q4单车收入15.1万元，环比-0.2万元（系降价影响），单车归母0.85万元，环比-0.29万元，单车扣非0.9万元，环比-0.15万元；若加回Q4经销商返利影响，盈利水平有望企稳；降价背景下，得益于扎实成本管控能力+规模效应释放+碳酸锂下降+出口占比提升（Q4出口环比+37%）等，基本实现单车盈利环比企稳。

**展望后市：荣耀版发布稳定基本盘，高端化+出口战略持续推进。**1) **王朝海洋基本盘：**开年以来，公司陆续发布荣耀版车型，性价比凸显，销量基本盘有望稳中有升；**高端化方面，**仰望（稳定月销1000辆+），腾势（D9稳定，N7新款即将上市），方程豹销量稳定推进高端化，叠加新车型的持续推出，销量有望持续突破；同时公司加大对汽车智能化的投入；**出口方面：**23年公司出口25.2万辆，同比+458%，24年乘用车1-2月累计出口5.9万辆，同比+134%；**盈利能力层面：**出口放量+高端化车型占比提升+基本盘稳固保障规模效应，叠加碳酸锂价格低位，公司盈利能力有望逆势增长。

**风险提示：**新能源汽车销量不及预期，汽车行业价格竞争激烈。

**投资建议：**比亚迪深度布局三电技术，发布会荣耀版车型稳固基本盘，加速开启高端化进程与品牌出海进程。但考虑到终端行业的竞争加剧，下调盈利预测，预计24/25/26年归母净利润353/414/497亿元（原24/25年预测435/518亿元），对应EPS分别为12.13/14.21/17.08元（原预测24/25年为14.94/17.81元），对应PE分别为18/15/12x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	424,061	602,315	704,049	832,261	981,492
(+/-%)	96.2%	42.0%	16.9%	18.2%	17.9%
净利润(百万元)	16622	30041	35306.6	41363.1	49730.8
(+/-%)	445.9%	80.7%	17.5%	17.2%	20.2%
每股收益(元)	5.71	10.32	12.13	14.21	17.08
EBIT Margin	5.0%	5.5%	5.6%	5.6%	5.9%
净资产收益率(ROE)	14.97%	21.64%	20.85%	20.18%	20.06%
市盈率(PE)	37.1	20.5	17.5	14.9	12.4
EV/EBITDA	24.2	15.3	18.6	16.4	14.6
市净率(PB)	5.56	4.45	3.65	3.01	2.49

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 汽车·乘用车

证券分析师：唐旭霞  
0755-81981814  
tangxx@guosen.com.cn  
S0980519080002

联系人：孙树林  
0755-81982598  
sunshulin@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		211.98元
总市值/流通市值		617104/479554百万元
52周最高价/最低价		276.58/162.77元
近3个月日均成交额		2519.76百万元

#### 市场走势



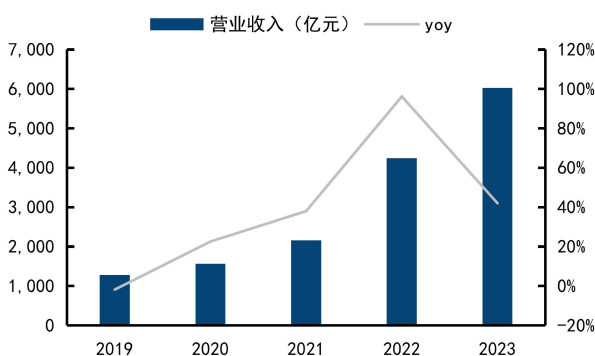
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《比亚迪(002594.SZ)-前三季度归母净利润同比增长129%，品牌高端化及出口贡献增量》——2023-11-03
- 《比亚迪(002594.SZ)-业绩稳健增长，品牌高端化布局持续推进》——2023-08-30
- 《比亚迪(002594.SZ)-发布越野品牌方程豹，产品矩阵个性化升级》——2023-08-18
- 《比亚迪(002594.SZ)-上半利润预增192%-225%，盈利能力持续提升》——2023-07-17
- 《比亚迪(002594.SZ)-营业收入同比增长80%，优质龙头业绩坚韧》——2023-04-28

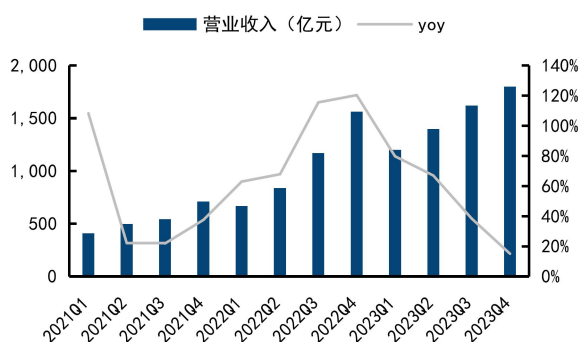
**23年公司汽车相关业务收入同比增长49%。**比亚迪2023年实现营收6023.15亿元，同比+42%，其中汽车相关业务收入4835亿元，同比增长49%，手机部件及组装等业务收入1186亿元，同比增长20%；23年实现归母净利润300.41亿元，同比+81%；单季度看，23Q4收入1800.41亿元，同比15%，环比+11%；实现归母净利润86.74亿元，同比+19%，环比-17%。公司收入主要增量由汽车及手机业务贡献，其中汽车板块比亚迪稳步推进品牌力提升及出海战略布局，2023年新能源车市占率为31.9%，同比增长4.8pct；手机部件及组装业务积极提升市场份额，持续加快布局具有增长潜力的新赛道，业务结构进一步优化，成本管控能力提升。

图1：比亚迪营业收入及增速（单位：亿元、%）



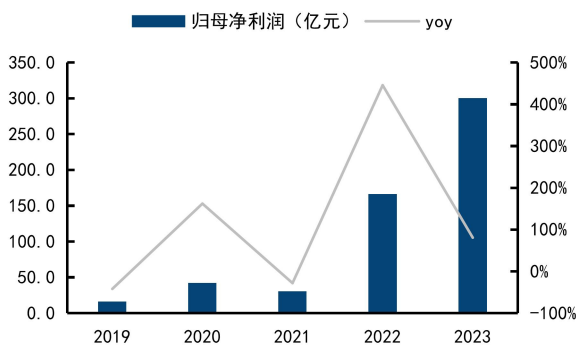
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：比亚迪单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



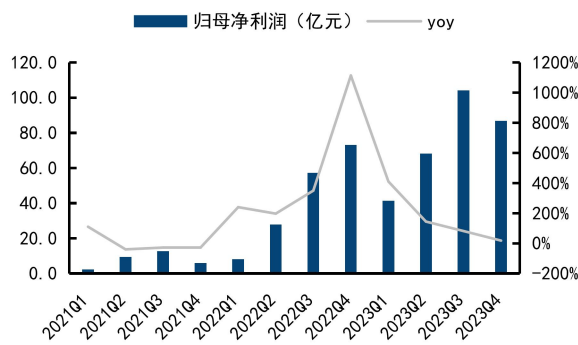
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：比亚迪归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：比亚迪单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



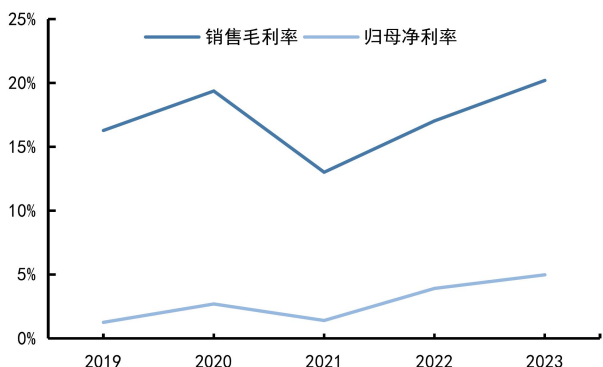
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**23年毛利率同比提升3.17pct，盈利能力持续改善。**2023年公司实现销售毛利率20.21%，同比+3.17pct；实现归母净利率4.99%，同比+1.07pct；单季度看，23Q4毛利率21.22%，同比2.22pct，环比-0.9pct；实现归母净利率4.82%，同比+0.14pct，环比-1.6pct。主要得益于汽车销量高速增长形成规模效应分摊成本，同时推出高端品牌补足产品矩阵，毛利率与净利率同比持续向好。

**持续强化核心技术的研发及自主可控，研发费用率同比上升。**2023年销售/管理/研发/财务费率4.19%/2.24%/6.57%/-0.24%，同比+0.63/-0.12/+2.17/+0.14pct；单四季度看，销售/管理/研发/财务费用率为4.43%/1.77%/8.13%/-0.11%，同比+0.79/-0.53/+3.15/+0.07pct，环比+0.49/-0.37/+1.28/-0.01pct。其中主要是公司加速新技术研发布局，持续构建综合竞争优势，研发费用同比提升112%，受

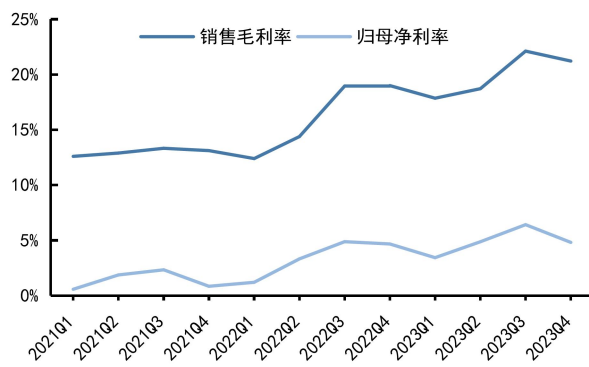
鉴于公司持续降本增效及主要产品销售收入大幅增长,研发费用率增长幅度较低。

图5: 比亚迪毛利率及净利率情况 (单位: %)



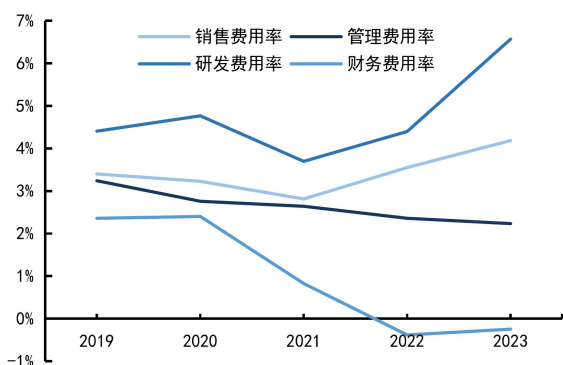
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 比亚迪单季毛利率及净利率情况 (单位: %)



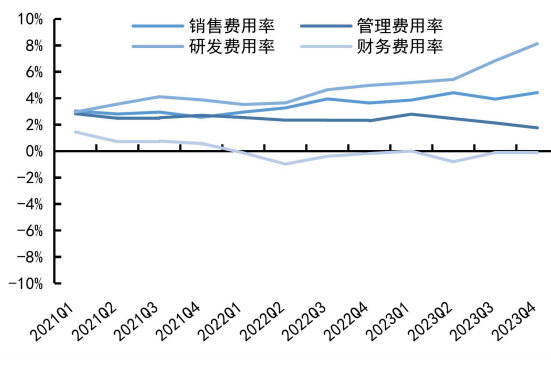
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 比亚迪四项费用率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 比亚迪单季四项费用率情况 (单位: %)



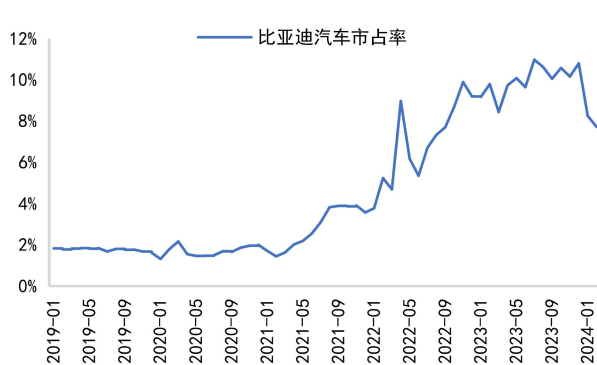
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**2023 年全年, 比亚迪销售整车 302 万辆, 同比增长 68%。**2023 年全年, 比亚迪凭借精准的战略布局、领先的技术实力、深刻的市场洞察、全面的产业布局, 稳步推进品牌力提升及出海战略布局, 全年销量实现整车销量 302 万辆, 同比增长 68%, 新能源车市占率进一步提升至 31.9%, 同比增长 4.8pct。

图9: 比亚迪整体汽车销量



图10: 比亚迪整体汽车市占率

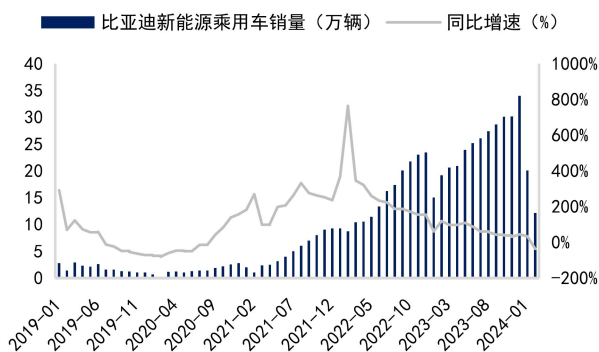


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

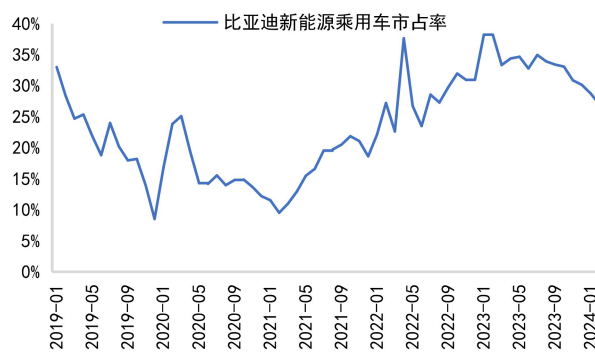
其中 23 年比亚迪新能源乘用车销量 301 万辆，同比增长 68%。乘用车领域公司推进多品牌策略，不断完善产品矩阵，形成由「比亚迪」品牌、「腾势」品牌、「仰望」品牌及「方程豹」品牌所构建的多品牌梯度布局，年内各品牌市场表现亮眼，23 年比亚迪新能源乘用车销量 301 万辆，同比增长 68%，新能源乘用车渗透率达 33.47%，同比增长 5.05pct。

图11：比亚迪新能源乘用车销量



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

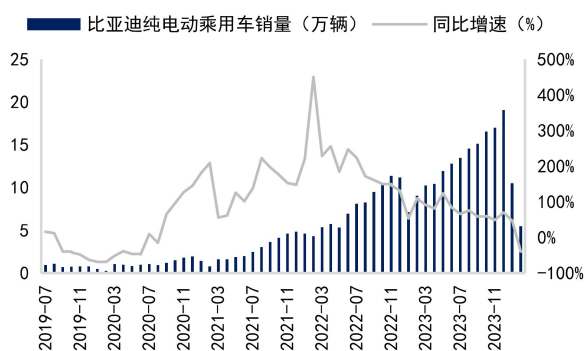
图12：比亚迪新能源乘用车市占率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

其中 23 年比亚迪纯电动乘用车销量 157 万辆，同比增长 73%。公司刀片电池技术赋能，实现磷酸铁锂体系纯电动汽车续航里程达到 700km 以上，解决消费者安全、续航、快充痛点，2023 年，比亚迪纯电动乘用车销量 157 万辆，同比增长 73%。单季度看，23Q4 公司纯电动乘用车销量 53 万辆，同比增长 60%，环比增长 22%。

图13：比亚迪纯电动乘用车销量



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

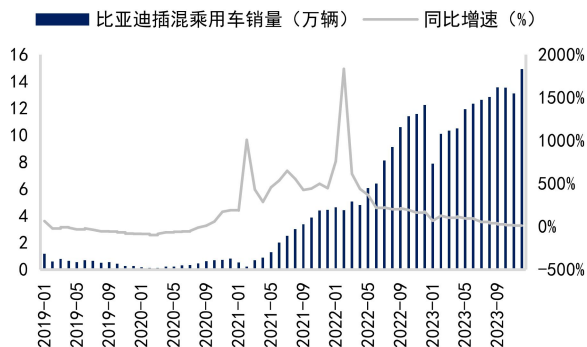
图14：比亚迪纯电动乘用车市占率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

其中 23 年比亚迪插混乘用车销量 144 万辆，同比增长 52%。公司 DM-i 超级混动围绕大功率电机驱动和大容量动力电池供能为主，发动机为辅的电混架构，颠覆传统混动技术以油为主的设计架构，将新能源汽车续航里程提升至 1000km 以上，产品力强悍。2023 年，比亚迪插混乘用车销量 144 万辆，同比增长 52%，插混乘用车市场份额达 52%，环比下滑 10.72pct。单季度看，23Q4 公司插混乘用车销量 42 万辆，同比增长 18%，环比增长 7%。

图15: 比亚迪插混乘用车销量



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 比亚迪插混乘用车市占率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

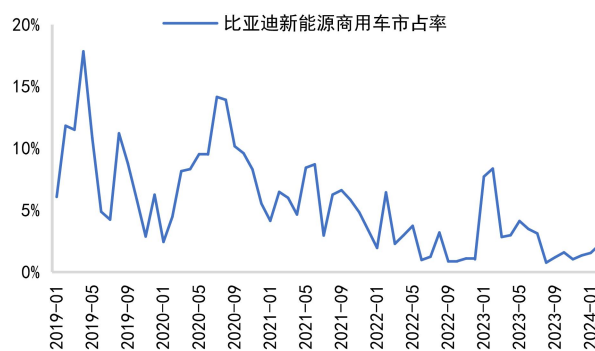
其中 23 年比亚迪新能源商用车销量 1.15 万辆，同比增长 97%。2023 年，比亚迪新能源商用车销量 1.15 万辆，同比增长 97%，新能源商用车市场份额为 2.58%，环比提升 0.77pct。公司纯电动大巴、出租车和卡车等绿色交通已在全球 6 大洲、70 多个国家和地区、超过 400 个城市成功运营，远期成长空间广阔。

图17: 比亚迪新能源商用车销量



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 比亚迪新能源商用车市占率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

荣耀版发布实现电比油低，公司产品竞争力持续增强。2024 年 2 月 19 日，比亚迪秦 PLUS 荣耀版和驱逐舰 05 荣耀版正式上市，7.98 万元起售，产品价格下调超 2 万元，升级换代同时实现电比油低，高价值产品力远超同级燃油车，后续唐、汉等多款车型接力，公司主流产品竞争力持续增强，保障销量稳定增长。

表1: 比亚迪车型指导价格调整情况

车型	最新价格 (万元)	调整时间	价格中值下调幅度(万元)	23 年价格 (万元)	23 年销量 (万辆)
秦	7.98-13.98	2024.02.19	2.85	9.98-17.68	48.2
元	11.98-14.78	2024.03.04	1.6	13.58-16.38	42.8
宋 Pro	10.98-13.98	2024.03.01	2.3	13.58-15.98	20.3
宋 L	18.98-24.98	2023.12 首发	0	18.98-24.98	1.0
唐	17.98-21.98	2024.02.28	8	24.98-30.98	13.7
汉	16.98-25.98	2024.02.28	2.5	18.98-28.98	22.8
海鸥	6.98-8.58	2024.03.06	0.4	7.38-8.98	28.0
海豚	9.98-12.98	2024.02.23	1.31	11.68-13.98	36.7
海豹 DM-i	14.98-21.98	2024.02.29	1.7	16.68-23.68	12.7
海豹	17.98-24.98	2024.03.25	2	18.98-27.98	12.7
驱逐舰	7.98-12.88	2024.02.19	2.06	10.18-14.88	9.2

护卫舰	17.98-25.98	2024.03.18	2.65	20.28-28.98	7.0
宋Plus	12.98-18.98	2024.02.29	2.5	15.98-20.98	42.7

资料来源：汽车之家，中汽协，盖世汽车，国信证券经济研究所整理 注：数据可能不完全，仅供参考

**仰望 U8 豪华版年底首个完整交付月成为百万级新能源 SUV 月度销量第一，腾势 D9 荣获 2023 年全品类 MPV 销量冠军，方程豹豹 5 上市以来热度高企，品牌高端化持续推进。2023 年 4 月上海车展，比亚迪旗下的仰望 U8 开启预售，推出两大版本，豪华版和越野玩家版，预售价格为 109.8 万元，定位高端新能源硬派越野车；2024 年 2 月，纯电性能超跑「仰望 U9」二月正式上市，上市价格为 168 万元，两者均搭载易四方技术和云辇-P 智能液压车身控制系统。**

易四方技术，能够实现极限操稳、应急浮水、原地掉头和敏捷转向等场景功能，为用户带来极致的安全、性能与体验。U8 的最大动力输出超 1100 匹马力，百公里加速时间最快仅为 3.6s，澎湃的动力和精准的控制能力，让 U8 具备超强的越野实力，在阿拉善大 V 沟轻松完成沙漠干拔冲坡挑战。

云辇-P 系统，是全球首款新能源越野车专属的智能液压车身控制系统。它可实现高度自主调节，仰望 U8 悬架总调节行程达到 150mm，无涉水喉最大涉水深度 1000mm，有效提升车辆通过性。云辇-P 具备 3 级刚度调节，阻尼支持连续自适应调节，通过快速智能调节应对不同路况。在高速过弯等激烈驾驶时，提升车身稳定性，让操控性更强；在通过颠簸路段或减速带时，显著提升驾乘舒适感。

图19: 比亚迪仰望 U8



图20: 比亚迪仰望 U9

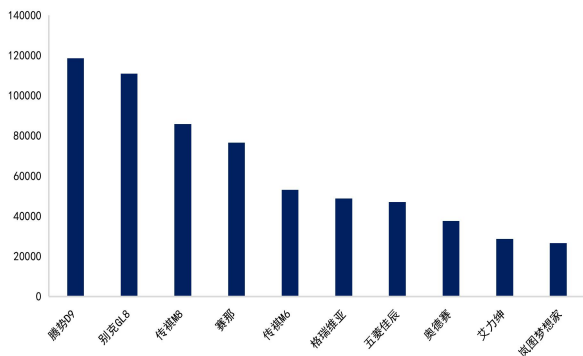


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

腾势品牌定位专注于新能源豪华汽车市场的品牌，首款豪华 MPV 车型腾势 D9 定位对标别克 GL8 等车型的豪华中大型 MPV，配备腾势 Link、云辇智能车身控制系统，2023 年实现销量近 12 万辆，是全品类 MPV 年度销量冠军。2023 年 7 月腾势进一步推出豪华猎跑 SUV 腾势 N7，搭载「天神之眼」高阶智能驾驶辅助系统和云辇-A 智能空气车身控制系统，实现整车智电融合，有望持续贡献增量业绩。

图21: 2023 年 MPV 销量排行榜



资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

图22: 腾势 D9



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

2023 年 8 月 16 日, 比亚迪在深圳全球总部举办“豹力全开 共赴山海”方程豹品牌暨技术发布会。比亚迪正式发布新能源专业个性化品牌方程豹及专属核心技术 DM0 超级混动越野平台, 方程豹汽车产品矩阵将覆盖 SUV、跑车、轿车等不同车型。品牌系列首款车型中大型 SUV 方程豹豹 5 基于 DM0 超级混动越野平台打造, 零百加速 4.8 秒, 综合续航里程 1200 公里, 搭载新能源专属云辇智能车身控制系统, 采用全新混动非承载式架构。方程豹豹 5 分为云辇版和标准版, 满足户外越野与城市出行双重场景需求, 新车定位为硬派新能源越野车, 在拥有越野硬核技术的同时价格贴近大众市场。发布会同步公布豹 8 概念车 SUPER 8 及豹 3, 与豹 5 共同组成方程豹 583 硬派家族, 完善产品矩阵, 以更宽的价格带覆盖更广泛的越野用户群体。

图23: 方程豹豹 5



资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

图24: 方程豹豹 5

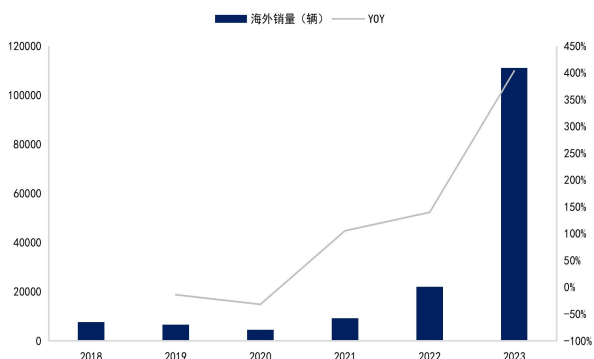


资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

**加速开拓海外市场, 首条汽车运输滚装船首航成功提供出海运力保障。**2023 年, 公司新能源乘用车已进入日本、德国、澳大利亚、巴西、阿联酋等 50 多个国家和地区, 海外销量达 11 万辆, 同比增长 404%。其中, 23 年 3 月成功在墨西哥推出汉 EV、唐 EV、元 PLUS 三款纯电动车型; 6 月在阿联酋正式推出通过本地化和高温测试的元 PLUS 车型, 以确保用户能够获得最佳的驾驶体验, 开启中东乘用车市场全新篇章。9 月携六款新能源汽车亮相德国慕尼黑车展, 并宣布海豹正式在欧洲上市。10 月携五款新能源车型及核心技术亮相第 47 届东京车展, 并首次在海外展出亮相仰望 U8。11 月携腾势 N7、仰望 U8 等五款车型亮相第 40 届泰国国际汽车博览会, 展现丰富产品矩阵。24 年 1 月, 公司首条汽车运输滚装船首航成功,

标志着公司海外市场拓展进入新阶段。未来亦将有更多滚装船陆续投入运营，为公司汽车出海提供充足的运力保障，推动整个汽车出口行业可持续发展。

图25: 比亚迪海外销量快速增长



资料来源: marklines、国信证券经济研究所整理

图26: 比亚迪 2023 年数次携多款车型亮相海外车展



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

**投资建议：下调盈利预测，维持买入评级。**

比亚迪凭借多方位布局的品牌力、持续扩大的规模优势和强大的产业链成本控制能力，继续保持良好的盈利水平。手机部件及组装业务方面，受益于海外大客户份额提升及安卓客户需求回暖、新能源汽车和新型智能产品等业务持续高速增长，业务结构优化，盈利能力持续改善。但考虑到 2024 年以来，行业终端竞争愈演愈烈，多家主机厂推出降价促销策略进行稳固销量基本盘，比亚迪也在年初推出荣耀版本车型（海洋、王朝网等）进行稳固基本盘的销量，平均售价较之前有一定下降，因此我们判断今年因行业终端的激烈竞争背景下，主机厂的单车均价（毛利）可能会受到一定影响。综合考虑下，下调比亚迪盈利预测，预测 2023/2024/2025/2026 年比亚迪汽车销量分别为 302/363/425/488 万辆，单车售价分别为 16.0/15.5/15.7/16.2 万元，2024 年价格的下降主要系降价策略的影响，25、26 年均价的提升主要系公司出海和高端化战略的推进。根据以上，我们测算 24/25/26 年比亚迪汽车业务收入分别为 5625/6667/7911 亿元，整体毛利率分别为 22.0%/22.0%/22.3%，整体营收分别为 7041/8323/9815 亿元。

表2: 比亚迪财务预测数据

	2022	2023	2024	2025	2026
<b>汽车</b>					
收入	3246.9	4834.5	5625.4	6666.7	7910.8
YOY		48.9%	16.4%	18.5%	18.7%
汽车销量	180.2	302.4	362.9	424.6	488.3
yoy (销量)		67.8%	20.0%	17.0%	15.0%
ASP	18.0	16.0	15.5	15.7	16.2
成本	2585.0	3721.6	4387.8	5200.0	6146.7
毛利	661.9	1113.0	1237.6	1466.7	1764.1
毛利率 (%)	20.4%	23.0%	22.0%	22.0%	22.3%
<b>手机部件及组装等</b>					
收入	988.2	1185.8	1411.1	1650.9	1898.6
毛利率 (%)	6.1%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%
<b>其他主营业务</b>					
收入	5.5	2.9	4.0	5.0	5.5
毛利率 (%)	12.0%	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%
<b>合计</b>					
收入	4240.6	6023.2	7040.5	8322.6	9814.9



yoy		42.0%	16.9%	18.2%	17.9%
成本	3518.2	4805.6	5675.2	6706.5	7879.0
毛利	722.4	1217.6	1365.3	1616.1	1935.9
毛利率(%)	17.0%	20.2%	19.4%	19.4%	19.7%

资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

公司近几年费用率较为稳定，由于 2023 年起，比亚迪对自动驾驶的研发投入加大，我们维持比亚迪在的研发费用率较高水平，其他费用率整体保持稳定。

表3: 比亚迪财务预测数据

	2022	2023	2024	2025	2026
营业总收入(亿元)	4241	6023	7040	8323	9815
毛利率	17%	20%	19%	19%	20%
研发费用率	4%	7%	6%	6%	6%
销售费用率	4%	4%	4%	4%	4%
管理费用率	4%	4%	4%	4%	4%
归母净利润(亿元)	166	300	353	413	497
净利率	4%	5%	5%	5%	5%

资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，下调盈利预测，预计公司 24/25/26 年公司的归母净利润为 353/413/497 亿元（原预测 24/25 年为 435/518 亿元），对应 EPS 分别为 12.13/14.21/17.08 元（原预测 24/25 年为 14.94/17.81 元）。

从主线逻辑看，比亚迪深度布局三电技术，新能源汽车技术实力强、市场份额优势大，加速开启高端化进程与品牌出海进程，进一步提高公司的发展上限；从支线逻辑看，比亚迪刀片电池能量密度高、安全性能好，外供客户不断扩展，有望贡献业绩增量。但考虑到 2024 年以来，行业终端竞争愈演愈烈，多家主机厂推出降价促销策略进行稳固销量基本盘，比亚迪也在年初推出荣耀版本车型（海洋、王朝网等）进行稳固基本盘销量，平均售价较之前有一定下降，因此我们判断今年行业终端的激烈竞争背景下，主机厂单车均价（毛利）可能会受到一定影响，综上，我们下调盈利预测，预计公司 24/25/26 年公司的归母净利润为 353/413/497 亿元（原预测 24/25 年为 435/518 亿元），对应 EPS 分别为 12.13/14.21/17.08 元（原预测 24/25 年为 14.94/17.81 元），对应 PE 分别为 18/15/12x，维持“买入”评级。

表4: 同类公司估值比较 (20240327)

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(元)	总市值(亿元)	EPS			PE		
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
601633.SH	长城汽车	买入	22.90	1,957	0.94	0.75	1.02	24	31	22
603290.SH	斯达半导	无评级	141.16	241	4.79	5.47	6.87	29	26	21
2015.HK	理想汽车-W	无评级	117.50	2,493	-1.04	5.95	7.5	-113	20	16
300750.SZ	宁德时代	无评级	188.00	8,270	12.58	10.03	10.87	15	19	17
	平均							-11	24	19
002594.SZ	比亚迪	买入	211.98	6,171	5.71	10.32	12.13	37	21	18

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测 注：无评级盈利预测来自 Wind 一致预期

**风险提示：**行业销量下滑风险，技术拓展不达预期风险。

## 附录：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	51471	109094	157298	180469	210013	营业收入	424061	602315	704049	832261	981492
应收款项	40739	64624	75539	89295	105307	营业成本	351816	480558	567521	670651	787899
存货净额	79107	87677	106648	125839	147820	营业税金及附加	7267	10350	10913	13316	15704
其他流动资产	47807	23655	27651	32686	38547	销售费用	15061	25211	28866	34123	40241
<b>流动资产合计</b>	<b>240804</b>	<b>302121</b>	<b>384207</b>	<b>445361</b>	<b>518758</b>	管理费用	10007	13462	12050	14390	16703
固定资产	176502	265630	339986	386287	466187	研发费用	18654	39575	45059	53265	62815
无形资产及其他	23223	37236	35748	34259	32771	财务费用	(1618)	(1475)	(762)	(2097)	(3246)
投资性房地产	37846	56913	56913	56913	56913	投资收益	(792)	1635	1600	1600	50
长期股权投资	15485	17647	17647	17647	17647	资产减值及公允价值变动	1513	2446	2400	200	70
<b>资产总计</b>	<b>493861</b>	<b>679548</b>	<b>834501</b>	<b>940467</b>	<b>1092276</b>	其他收入	(20707)	(40187)	(45059)	(53265)	(62815)
短期借款及交易性金融负债	11618	26064	26064	1200	1200	营业利润	21542	38103	44401	50415	61496
应付款项	143766	198483	241430	284875	334637	营业外净收支	(462)	(834)	(600)	900	200
其他流动负债	177961	229120	277504	327676	385016	<b>利润总额</b>	<b>21080</b>	<b>37269</b>	<b>43801</b>	<b>51315</b>	<b>61696</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>333345</b>	<b>453667</b>	<b>544998</b>	<b>613752</b>	<b>720853</b>	所得税费用	3367	5925	6963	8158	9808
长期借款及应付债券	7594	11975	11975	11975	11975	少数股东损益	1091	1303	1532	1794	2157
其他长期负债	31533	63444	95355	95505	95655	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>16622</b>	<b>30041</b>	<b>35307</b>	<b>41363</b>	<b>49731</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>39126</b>	<b>75419</b>	<b>107330</b>	<b>107480</b>	<b>107630</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>372471</b>	<b>529086</b>	<b>652328</b>	<b>721232</b>	<b>828483</b>	净利润	16622	30041	35307	41363	49731
少数股东权益	10361	11652	12877	14223	15841	资产减值准备	529	802	859	380	632
股东权益	111029	138810	169296	205012	247953	折旧摊销	19704	41892	28674	35009	41027
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>493861</b>	<b>679548</b>	<b>834501</b>	<b>940467</b>	<b>1092276</b>	公允价值变动损失	(1513)	(2446)	(2400)	(200)	(70)
						财务费用	(1618)	(1475)	(762)	(2097)	(3246)
						营运资本变动	122708	111219	90219	56165	64029
						其它	455	324	367	966	987
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>158506</b>	<b>181831</b>	<b>153025</b>	<b>133683</b>	<b>156335</b>
每股收益	5.71	10.32	12.13	14.21	17.08	资本开支	0	(130093)	(100001)	(80001)	(120001)
每股红利	0.56	1.41	1.66	1.94	2.33	其它投资现金流	(14842)	4609	0	0	0
每股净资产	38.14	47.68	58.15	70.42	85.17	<b>投资活动现金流</b>	<b>(22422)</b>	<b>(127647)</b>	<b>(100001)</b>	<b>(80001)</b>	<b>(120001)</b>
ROIC	20.72%	25%	24%	32%	40%	权益性融资	610	98	0	0	0
ROE	14.97%	22%	21%	20%	20%	负债净变化	(1150)	4382	0	0	0
毛利率	17%	20%	19.39%	19.42%	19.72%	支付股利、利息	(1633)	(4102)	(4821)	(5648)	(6790)
EBIT Margin	5%	6%	6%	6%	6%	其它融资现金流	(130113)	2781	0	(24864)	0
EBITDA Margin	10%	12%	10%	10%	10%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(135069)</b>	<b>3438</b>	<b>(4821)</b>	<b>(30511)</b>	<b>(6790)</b>
收入增长	96%	42%	17%	18%	18%	<b>现金净变动</b>	<b>1014</b>	<b>57623</b>	<b>48204</b>	<b>23171</b>	<b>29544</b>
净利润增长率	446%	81%	18%	17%	20%	货币资金的期初余额	50457	51471	109094	157298	180469
资产负债率	78%	80%	80%	78%	77%	货币资金的期末余额	51471	109094	157298	180469	210013
股息率	0.3%	0.7%	0.8%	0.9%	1.1%	企业自由现金流	0	50906	52230	50296	33944
P/E	37.1	20.5	17.5	14.9	12.4	权益自由现金流	0	58068	52871	27196	36674
P/B	5.6	4.4	3.6	3.0	2.5						
EV/EBITDA	24.2	15.3	18.6	16.4	14.6						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032