

# 广汽集团 (601238)

## 发布番禺行动，聚焦大自主

买入 (维持)

2025年01月07日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001  
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 孟璐

执业证书: S0600524100001  
mengl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	110272	129706	116108	146474	185125
同比 (%)	45.72	17.62	(10.48)	26.15	26.39
归母净利润 (百万元)	8064	4429	1403	4134	5384
同比 (%)	9.94	(45.08)	(68.32)	194.58	30.25
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.78	0.43	0.14	0.40	0.52
P/E (现价&最新摊薄)	10.76	19.59	61.83	20.99	16.12

### 投资要点

- 复盘：行业层面：**合资品牌在行业新能源转型浪潮中步伐相对较慢，央企车企市占率/盈利能力随之下滑较快。**公司层面：**广汽自主销量表现稳定，埃安2024年相对承压。广本/广丰自2023年起销量业绩承压，其中广本已进行减值&减员赔偿。
- 自主品牌：发布三年“番禺行动”，聚焦大自主。**对自主品牌的管理模式由战略管控向经营管控转变，同步实施相关组织机构改革。目标为在2027年实现自主品牌占集团总销量60%以上，挑战自主品牌销量200万辆。**1) 传祺埃安积极降本提效。**传祺与华为深度合作，推出全新的中高级SUV、MPV和轿车三大系列车型，全部搭载华为的高阶智驾技术。埃安最大化合并机构降本提效，各职能部门将根据实际情况进行合并或分设，在确保埃安相对独立运营的同时合并机构、精简流程。此外2025年埃安将进入增程细分市场。**2) 深度合作华为打造新能源新品牌。**“华为智能化+广汽智造”的深度合作，打造全新品牌。**3) 国际化进程全面提速。**国际市场拓展是番禺行动重点改革举措之一，公司提出到2027年进入全球100个国家和地区、挑战出口50万辆的目标。
- 合资：减值降本维持健康运营。****1) 优化产能保持健康运营。**合资公司未来两三年的策略以维持健康运营为主，确保最低盈利并避免亏损。其中，广汽丰田将占主导地位，广本产线减值&减员赔偿影响已在24Q3处理完毕，全年合计约14.5亿元开支，其产能已从77万台优化至60万台。**2) 积极进行电动化转型。**丰田：在全球及中国的新能源智能网联产品将在2026年底至2027年密集推出，届时广汽丰田有望进入新增长周期。本田全新电动车工厂将于2024年底正式投产。将通过e:N系列和全新品牌“烨”，持续扩大纯电产品阵容。
- 前沿产业：积极布局持续迭代。****1) 发布飞行汽车品牌，持续推动低空经济领域的产业布局和技术创新。****2) 广汽集团智能机器人的研发、生产和市场推广方面均进行积极拓展。****3) 自主研发+对外合作运营全链条的L4出行生态。**
- 盈利预测与投资评级：**考虑2024年广汽本田及其他资产的减值，我们下调公司2024年归母净利润预期值14亿元(原为24亿元)，考虑公司番禺行动下自主盈利能力有望持续提升，我们上调公司2025/2026年归母净利润预期至41/54亿元(原为31/40亿元)，选取A股上市的车企上汽集团/长城汽车/赛力斯/长安汽车作为公司的可比公司，对应2024~2026年PE均值为23/16/12倍(2025年1月6日)。考虑公司合资逐步触底，集团改革加速，我们认为公司应该享受更高估值，仍维持“买入”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧风险等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	8.49
一年最低/最高价	7.07/10.84
市净率(倍)	0.77
流通A股市值(百万元)	62,687.59
总市值(百万元)	87,799.49

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.98
资产负债率(%LF)	45.28
总股本(百万股)	10,341.52
流通A股(百万股)	7,383.70

### 相关研究

- 《广汽集团(601238): 2024年三季报点评: 业绩低于预期, 静待合资自主经营改善》  
2024-11-04
- 《广汽集团(601238): 8月集团批发同比-25%, 埃安环比改善》  
2024-09-10

## 内容目录

1. 基本经营情况梳理：合资利润贡献下滑 .....	4
1.1. 行业层面：自主渗透率提升，央国企车企市占率下滑明显 .....	4
1.2. 公司层面：合资贡献利润下滑 .....	5
2. 番禺行动聚焦自主，前沿产业积极布局 .....	7
2.1. 自主品牌：发布三年“番禺行动”，聚焦大自主 .....	7
2.1.1. 传祺埃安积极降本提效，拓宽能源类型 .....	7
2.1.2. 深度合作华为打造新能源新品牌 .....	8
2.1.3. 国际化进程全面提速 .....	8
2.2. 合资：减值降本维持健康运营，积极进行电动转型 .....	9
2.2.1. 优化产能保持健康运营 .....	9
2.2.2. 积极进行电动化转型 .....	9
2.3. 前沿产业：积极布局持续迭代 .....	10
2.3.1. 发布飞行汽车品牌，低空出行领域引领者 .....	10
2.3.2. 人形 机器人预计 2026 年实现整机生产 .....	11
2.3.3. 自主研发+对外合作运营全链条的 L4 出行生态 .....	12
3. 盈利预测与投资建议 .....	12
4. 风险提示 .....	14

## 图表目录

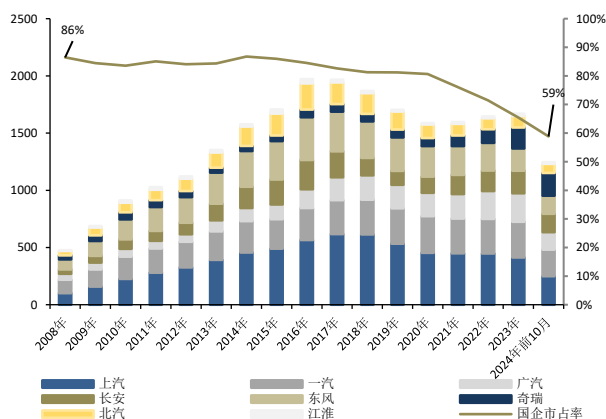
图 1: 央国企车企销量 (左轴/万辆) 及占比情况 (右轴/%)	4
图 2: 央国企车企新能源车销量 (左轴/万辆) 及占比情况 (右轴/%)	4
图 3: 2011-2024Q3 央国企车企对联营和合营企业的投资收益变化/亿元	4
图 4: 2011-2024Q3 年央国企车企扣非后归母净利润变化/亿元	4
图 5: 合资品牌批发口径市占率情况/%	5
图 6: 合资品牌单车净利情况/万元	5
图 7: 广汽集团营收 (亿元/左轴) 及同比增速 (%/右轴)	5
图 8: 广汽自主销量 (万辆/左轴) 及同比增速 (%/右轴)	5
图 9: 广汽集团对联合营公司投资收益以及归母净利润情况 (亿元)	6
图 10: 广汽本田和广汽丰田的销量变化 (万辆)	6
图 11: 广本/广丰单车收入 (左轴) /利润 (右轴) 变化 (万元/辆)	6
图 12: 广汽集团重塑自主品牌的品牌特色	7
图 13: 广汽集团与华为智能汽车战略合作签约	8
图 14: 广汽欧洲办公司揭牌	8
图 15: 广汽集团亮相 2024 巴黎车展	8
图 16: 广汽丰田/广汽本田产能利用率情况梳理	9
图 17: 本田中国电动车型规划	10
图 18: 广汽集团飞行汽车品牌发布会	11
图 19: 广汽飞行汽车 GOVE 以及 GOVY AirJet	11
图 20: 广汽第三代具身智能人形机器人 GoMate 正式发布	11
图 21: 广汽埃安与小马智行签约	12
表 1: 盈利预测关键假设	13
表 2: 可比公司估值表 (2025 年 1 月 6 日)	13

## 1. 基本经营情况梳理：合资利润贡献下滑

### 1.1. 行业层面：自主渗透率提升，央国企车企市占率下滑明显

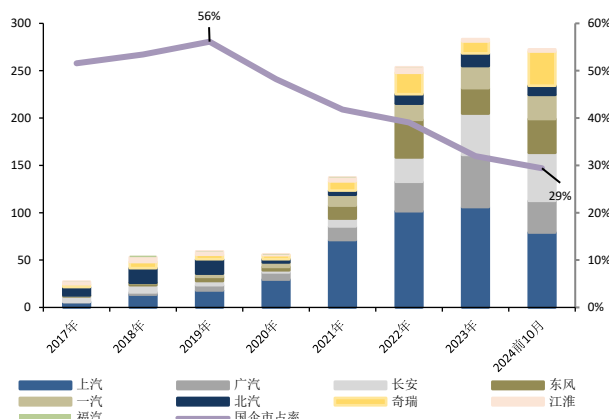
央国企车企在新能源转型中市占率下滑明显。央国企车企 2024 年前十月累计销量为 1246 万辆，市占率为 59%，与高峰时期市占率 86%相比下滑约 27pct。新能源市场中央国企车企 2024 年前十月市占率仅有 29%。新一轮电动化产业创新变革下央国企车企市占率下滑明显。

图1：央国企车企销量（左轴/万辆）及占比情况（右轴/%）



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图2：央国企车企新能源车销量（左轴/万辆）及占比情况（右轴/%）



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

油车时代央国企合资品牌销量/盈利能力领先，合资品牌在行业新能源转型浪潮中步伐较慢，央国企车企市占率/盈利能力随之下滑较快。2023 年上汽/广汽/东风对联营和合营企业的投资收益之和为 203.9 亿元，同比-46%；扣非后归母净利润之和为 96.21 亿元，同比-64%。

图3：2011-2024Q3 央国企车企对联营和合营企业的投资收益变化/亿元

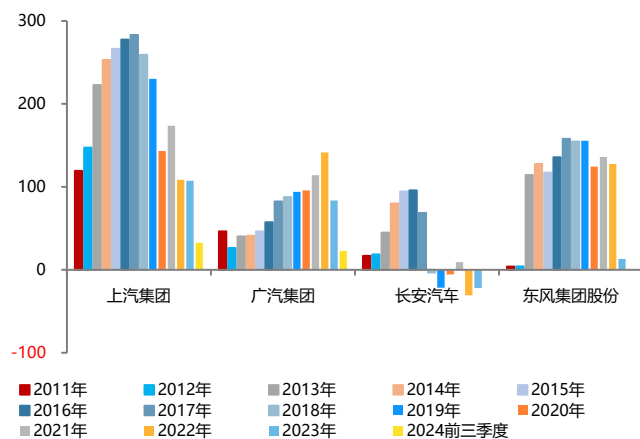
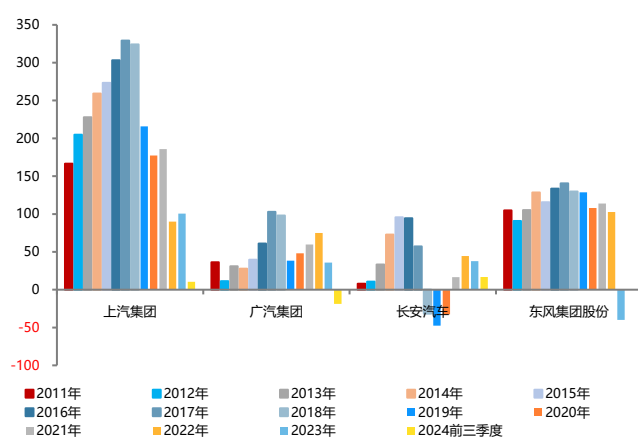


图4：2011-2024Q3 年央国企车企扣非后归母净利润变化/亿元



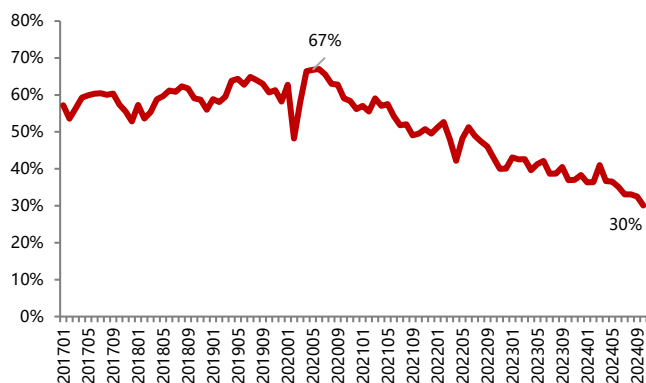
数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：东风集团股份为港股上市公司，对联营和合营企业投资收益采用权益性投资损益科目代替，扣非后归母净利润采用归属于普通股股东净利润科目代替

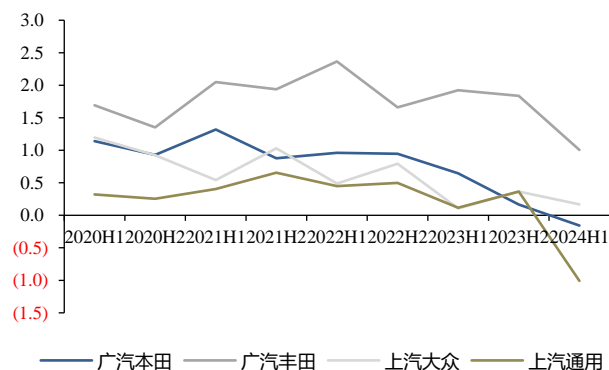
从盈利能力而言，合资品牌单车盈利下滑较多。随着市场竞争加剧，销量下滑/终端让利损伤合资盈利水平。从 24H1 情况来看，上汽通用/广汽本田均出现亏损，上汽大众/广汽丰田利润下滑较多。

图5：合资品牌批发口径市占率情况/%



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图6：合资品牌单车净利情况/万元



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

注：合资品牌单车盈利数据由公司报表数据近似计算

## 1.2. 公司层面：合资贡献利润下滑

广汽自主销量表现稳定，埃安 2024 年相对承压。广汽传祺 GM8/GM6/E8 等 MPV 车型以及 GS3/GS8 等 SUV 车型销量表现较好，传祺整体销量表现稳定，2024 年前 11 月累计销量未 37 万辆，同比-3.95%；广汽埃安在 2021-2023 年快速起量，2024 年由于网约车市场萎缩&纯电市场竞争加剧，销量相对承压，2024 年前 11 月销量累计-29%。

图7：广汽集团营收(亿元/左轴)及同比增速(%/右轴)

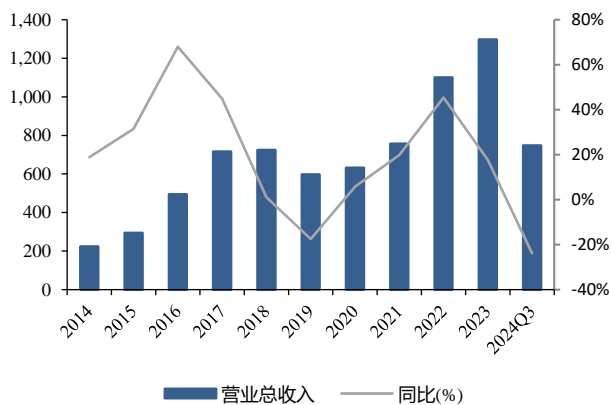
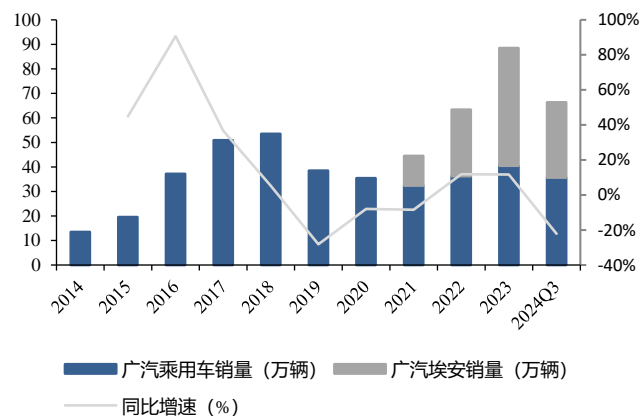


图8：广汽自主销量(万辆/左轴)及同比增速(%/右轴)

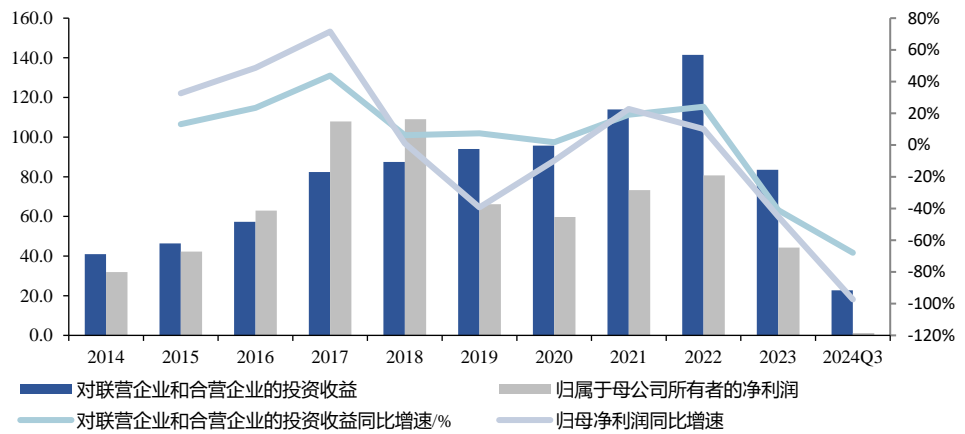


数据来源：wind，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

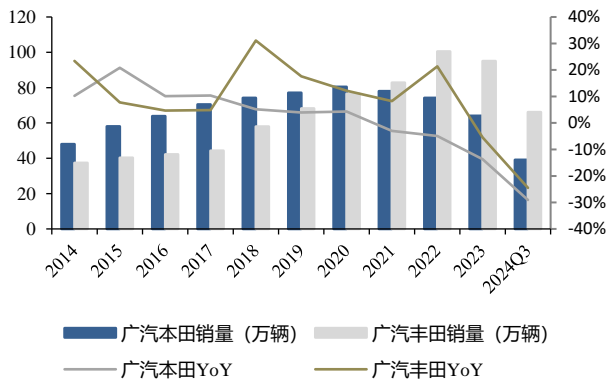
广本/广丰自 2023 年起销量业绩承压，其中广本已进行减值&减员赔偿。广本/广丰销量 2023 年起出现同比下滑，2024 年前三季度广本/广丰销量分别同比-29%/-28%，公司对联营企业和合营企业的投资收益同比-68%。其中广本已出现亏损，前三季度进行了产线减值（处理约 29 万燃油车产能）&减员赔偿，全年合计约 14.5 亿元开支；广丰目前仍是正盈利，为合资车企中盈利靠前的品牌。

图9：广汽集团对联合营公司投资收益以及归母净利润情况（亿元）



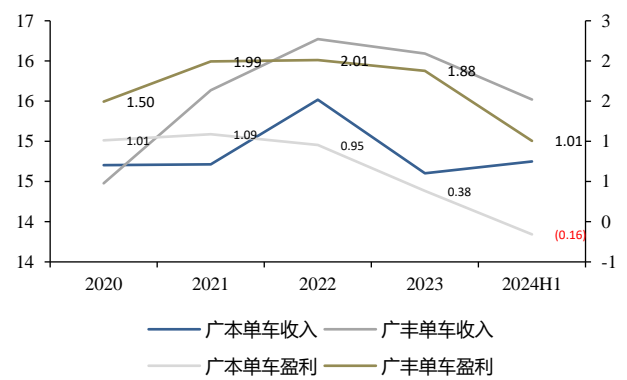
数据来源：wind，东吴证券研究所

图10：广汽本田和广汽丰田的销量变化（万辆）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图11：广本/广丰单车收入（左轴）/利润（右轴）变化（万元/辆）



数据来源：wind，东吴证券研究所

## 2. 番禺行动聚焦自主，前沿产业积极布局

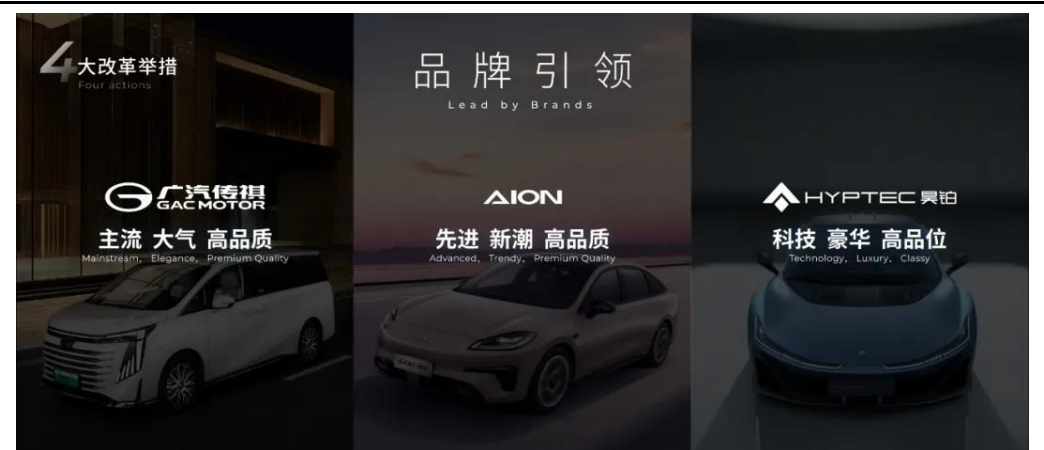
### 2.1. 自主品牌：发布三年“番禺行动”，聚焦大自主

广汽集团发布番禺行动，对自主品牌的管理模式由战略管控向经营管控转变，同步实施相关组织机构改革。2024年11月广汽集团开启三年“番禺行动”，通过四大改革举措，五大保障，在2027年实现自主品牌占集团总销量60%以上（2024年前11月自主品牌销量占比为39%），挑战自主品牌销量200万辆（2024年前11月自主品牌销量为66.4万辆）。未来三年，自主品牌22款全新车型将密集推出，其中2025年上市7款。具体措施包括：1）集团总部从广州CBD迁往番禺，搬到自主品牌研产供销的一线。2）新成立产品、采购、财务以及研发、制造、质量、营销改革等领域改革专业组。

#### 2.1.1. 传祺埃安积极降本提效，拓宽能源类型

公司进一步明确广汽自主现有品牌定位：广汽传祺定位主流、大气、高品质，埃安代表先进、新潮、高品质，昊铂则是科技、豪华、高品位。1）**传祺**：与华为深度合作，推出全新的中高级SUV、MPV和轿车三大系列车型，全部搭载华为的高阶智驾技术。2）**埃安**：最大化合并机构降本提效，能源类型拓展增程。广汽自主各职能部门将根据实际情况进行合并或分设，在确保埃安相对独立运营的同时，最大化合并机构、精简流程，以提升效率、降低成本。2025年埃安将进入增程细分市场。

图12：广汽集团重塑自主品牌的品牌特色



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 2.1.2. 深度合作华为打造新能源新品牌

“华为智能化+广汽智造”的深度合作，打造全新品牌。2024年11月30日，广汽集团与华为签署深化合作协议，广汽打造一个全新的高端智能新能源汽车品牌，并以该新品牌为载体，与华为在产品开发、营销及生态服务等领域开展合作。

图13：广汽集团与华为智能汽车战略合作签约



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 2.1.3. 国际化进程全面提速

国际市场拓展是番禺行动重点改革举措之一，公司提出到2027年进入全球100个国家和地区、挑战出口50万辆的目标。广汽海外出口面向的主要市场主要包括中南美洲、中东非洲、东南亚、独联体国家和欧洲市场。广汽国际负责广汽传祺、广汽埃安的出口业务统一经营，集团将会赋予广汽国际更多的独立性，提升国际化运作的效率。1) **欧洲**：2024年巴黎车展上广汽集团正式发布“欧洲市场计划”，2024年12月广汽国际欧洲办公室正式揭牌，负责广汽自主品牌在欧洲的市场开拓、品牌宣传、销售服务运营等。未来两年内陆续在欧洲推出一款B级SUV和一款B级掀背车，同时公司预计将于2025年完成欧洲中转仓建设，提升零部件供应效率。至2028年，将逐步建立起覆盖欧洲绝大部分国家市场的服务保障体系。2) **南美**：2024年12月广汽巴西办公室揭牌启航，标志着巴西现地化运营已完成初步搭建并正式落地。3) **东南亚**：马来西亚工厂和泰国工厂在2024年已建成投产，其中泰国工厂初期产能规划是5万台/年，随着市场需求增加，将分步提高到10-20万辆；马来西亚CKD工厂标准产能为3.44万辆/年，最大产能可超过5万辆/年。

图14：广汽欧洲办公室揭牌

图15：广汽集团亮相2024巴黎车展





数据来源：公司官网，东吴证券研究所



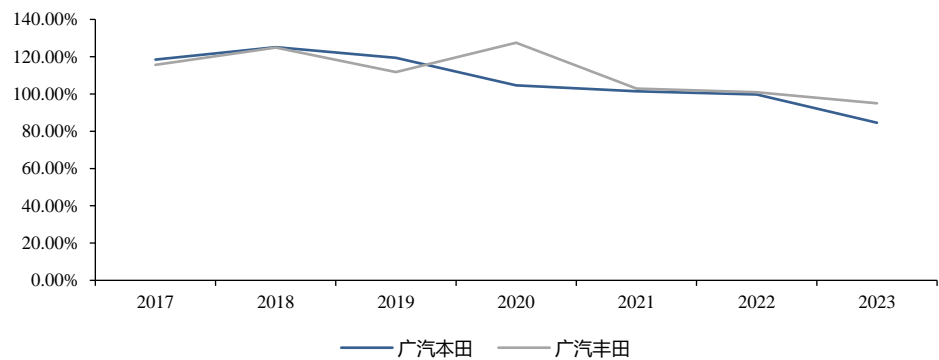
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 2.2. 合资：减值降本维持健康运营，积极进行电动转型

### 2.2.1. 优化产能保持健康运营

合资公司未来两三年的策略以维持健康运营为主，确保最低盈利并避免亏损。其中，广汽丰田将占主导地位；广本产线减值&减员赔偿影响已在 24Q3 处理完毕，全年合计约 14.5 亿元开支，其产能已从 77 万台优化至 60 万台。

图16：广汽丰田/广汽本田产能利用率情况梳理



数据来源：wind，东吴证券研究所

### 2.2.2. 积极进行电动化转型

1) **丰田**：在全球及中国的新能源智能网联产品将在 2026 年底至 2027 年密集推出，届时广汽丰田有望进入新增长周期。广汽集团与丰田的沟通良好，且在新能源开发方面得到丰田的高度认可，这有助于广汽丰田在未来争取更多丰田的资源和车型分配。2) **本田**：全新电动车工厂将于 2024 年底正式投产。2024 年 5 月，本田汽车宣布，到 2030 财年在电动化及软件领域投入约 10 万亿日元（约 4700 亿人民币）的资源，2026 年至 2030

财年为传统燃油车向纯电动车正式转型阶段，到 2040 年计划实现纯电动车和燃料电池汽车全球销售占比 100% 的目标。在中国，本田将通过 e:N 系列和全新品牌“烨”，持续扩大纯电产品阵容。

图17：本田中国电动车型规划



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

## 2.3. 前沿产业：积极布局持续迭代

### 2.3.1. 发布飞行汽车品牌，低空出行领域引领者

广汽集团将以“高域”品牌为基础，持续推动低空经济领域的产业布局和技术创新。广汽集团在飞行汽车研发相关的高能电池、高速电机、高效电控和自动驾驶技术、车路云一体化融合等领域均有较好基础，在汽车供应链成熟的管理模式下，能够平衡飞行汽车的成本、质量和性能，实现规模化的量产。第一款飞行汽车 GOVE 在 2023 年完成全球首飞。2024 年 12 月公司正式发布全新飞行汽车品牌“高域/GOVY”。高域涵盖飞行汽车整机及其生态产品的全生命周期，通过“产品核心技术全栈自研+智能化触客与运维平台创新+广汽成熟汽车产业链与生态体系”的核心策略，为市场提供从产品到平台的系统化解决方案。同时 12 月广汽发布第二款飞行汽车产品 GOVY AirJet。GOVY AirJet 可达成 200 公里航程目标，同时支持 30 分钟快速补能，未来将搭载广汽自研全固态电池，有望实现 400 公里航程目标。后续广汽集团将孵化成立一家全新的科技公司，展开广汽集团在低空经济领域业务，计划 2025 年正式启动飞行汽车产品的适航认证，2027 年在粤港澳大湾区内的 2-3 座城市推出飞行汽车示范运行方案，实现“多元站点-地面交通-空中交通”全链条立体智慧出行服务。

图18: 广汽集团飞行汽车品牌发布会



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图19: 广汽飞行汽车 GOVE 以及 GOVY AirJet



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

### 2.3.2. 人形 机器人预计 2026 年实现整机生产

广汽集团智能机器人的研发、生产和市场推广方面均进行积极拓展。2024 年 12 月 26 日广汽集团推出自主研发的第三代具身智能人形机器人 GoMate, 融合广汽自研纯视觉自动驾驶算法&全固态电池技术, 计划 2025 年实现自研零部件批量生产, 并率先在广汽传祺、埃安等主机厂车间生产线和产业园区开展整机示范应用; 2026 年实现整机小批量生产, 并逐步扩展至大规模量产。GoMate 是一款全尺寸的轮足人形机器人, 全身拥有 38 个自由度。四轮足稳定状态下高度约 1.4 米, 两轮足站姿高度可达 1.75 米。四轮足模式下, 机器人可稳健上下楼梯、爬坡、单边越障; 两轮足模式下, 机器人动作灵活高效, 空间占用更小。

图20: 广汽第三代具身智能人形机器人 GoMate 正式发布



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

### 2.3.3. 自主研发+对外合作运营全链条的 L4 出行生态

广汽集团致力于打造从自主研发、生产到商业化运营全链条的 L4 出行生态。

1) **智慧出行平台如祺出行已实现 Robotaxi 商业化示范运营**：如祺出行是广汽集团旗下智慧出行平台，2019 年 6 月于广州正式上线，2022 年推出开放式 Robotaxi 运营科技平台，接入第三方 Robotaxi 车队进行商业化运营开始接受 Robotaxi 乘车计费订单；2023 年 4 月如祺出行成为国内首个以专有 Robotaxi 车队进行示范运营的出行服务平台；2024 年如祺先后在深圳宝安、南山，以及横琴粤澳深度合作区上线 Robotaxi 服务。截至 2024 年 10 月，如祺接入运营的 Robotaxi 超过 280 辆，服务已运营累计超过 30000 小时，覆盖 1800 余个站点，完成近 90 万公里安全运营里程。此外如祺出行还向产业链上游延伸，布局自动驾驶数据解决方案，包括众源地图、4D 标注等解决方案，实现闭环。

2) **与小马智行在自动驾驶技术和 Robotaxi 领域不断加强合作，2025 年投入千台 Robotaxi**：2024 年 12 月 11 日，广汽埃安与小马智行签署战略合作协议。双方将基于埃安全球车型和小马智行第七代自动驾驶软硬件系统方案，共同研发全冗余前装量产 Robotaxi 车辆平台，计划推出至少千台量级规模的埃安 Robotaxi 车型，首批将在 2025 年完成并率先在大湾区落地，未来将覆盖更多区域和国家。

图21：广汽埃安与小马智行签约



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 3. 盈利预测与投资建议

基于以下核心假设，我们对广汽集团 2024~2026 年盈利进行预测。我们预期 2024~2026 年公司可分别实现批发销量 78/107/136 万辆（并表口径），分别同比-12.6%/+19.3%/+13.1%。其中与华为合作的新品牌预计在 2026 年贡献 8 万辆左右销量。

表1：盈利预测关键假设

	2023	2024E	2025E	2026E
广汽集团总销量/万辆	248	196	215	223
yoy	4.1%	-21.0%	9.7%	4.0%
广汽传祺/万辆	40	41	52	64
广汽埃安/万辆	48	37	55	64
广汽本田/万辆	64	45	40	35
广汽丰田/万辆	96	73	68	60
华为新品牌销量/万辆				8
广汽集团并表销量/万辆	88	78	107	136
广汽传祺单车收入/万元	15.7	13.8	14.1	13.8
广汽埃安单车收入/万元	12.4	10.6	9.7	9.5
广汽本田单车收入/万元	14.6	14.5	15.0	15.0
广汽丰田单车收入/万元	16.1	15.2	15.0	15.0
华为新品牌单车收入/万元				20
毛利率	7.52%	6.80%	10.04%	10.93%

数据来源：wind，东吴证券研究所

**1) 自主品牌：**发布三年“番禺行动”，聚焦大自主。对自主品牌的管理模式由战略管控向经营管控转变，同步实施相关组织机构改革。传祺埃安积极降本提效；深度合作华为打造新能源新品牌；国际化进程全面提速。**2) 合资：**减值降本维持健康运营，积极进行电动化转型。**3) 前沿产业：**发布飞行汽车品牌，持续推动低空经济领域的产业布局和技术创新；人形机器人预计 2026 年实现量产；自主研发+对外合作运营全链条的 L4 出行生态。

考虑 2024 年广汽本田及其他资产的减值，我们下调公司 2024 年归母净利润预期值 14 亿元（原为 24 亿元），考虑公司番禺行动下自主盈利能力有望持续提升，我们上调公司 2025/2026 年归母净利润预期至 41/54 亿元（原为 31/40 亿元），选取 A 股上市的车企上汽集团/长城汽车/赛力斯/长安汽车作为公司的可比公司，对应 2024~2026 年 PE 均值为 23/16/12 倍（2025 年 1 月 6 日）。考虑公司合资逐步触底，集团改革加速，我们认为公司应该享受更高估值，仍维持“买入”评级。

表2：可比公司估值表（2025 年 1 月 6 日）

证券代码	公司简称	归母净利润/亿元			PE/倍		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600104.SH	上汽集团	84	101	134	25	20	15
601633.SH	长城汽车	129	149	174	14	12	11
601127.SH	赛力斯	62	110	159	30	17	12

000625.SZ	长安汽车	51	84	101	22	13	11
可比公司平均 PE					23	16	12
601238.SH	广汽集团	14	41	54	62	21	16

数据来源：wind，东吴证券研究所

#### 4. 风险提示

**全球经济复苏力度低于预期。**如果全球经济复苏不及预期，将影响汽车终端需求。

**L3-L4 智能化技术创新低于预期。**如果智能化技术创新不及预期，将会影响智能化技术的应用和相关产业链。】

**地缘政治不确定性风险增大。**海外市场地缘政治因素波动可能对汽车出口造成干扰。

广汽集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>101,111</b>	<b>107,009</b>	<b>122,871</b>	<b>144,024</b>	<b>营业总收入</b>	<b>129,706</b>	<b>116,108</b>	<b>146,474</b>	<b>185,125</b>
货币资金及交易性金融资产	51,686	45,229	49,207	55,654	营业成本(含金融类)	119,950	108,213	131,767	164,888
经营性应收款项	9,676	14,081	17,948	22,330	税金及附加	2,942	2,554	3,222	4,073
存货	16,720	12,744	15,626	19,182	销售费用	6,196	5,225	5,859	7,405
合同资产	0	0	0	0	管理费用	4,301	3,715	4,541	5,554
其他流动资产	23,028	34,955	40,090	46,858	研发费用	1,734	1,393	1,611	1,851
<b>非流动资产</b>	<b>117,284</b>	<b>118,218</b>	<b>120,836</b>	<b>123,069</b>	财务费用	(307)	213	522	379
长期股权投资	37,137	38,536	39,935	41,334	加:其他收益	1,535	1,800	1,800	1,800
固定资产及使用权资产	23,823	22,760	21,712	20,374	投资净收益	8,660	5,367	3,468	2,610
在建工程	2,621	2,776	2,866	2,866	公允价值变动	(41)	(31)	(22)	(24)
无形资产	19,873	20,075	22,246	24,413	减值损失	(1,815)	(922)	(660)	(680)
商誉	57	57	57	57	资产处置收益	53	58	73	93
长期待摊费用	907	1,146	1,436	1,701	<b>营业利润</b>	<b>3,283</b>	<b>1,066</b>	<b>3,611</b>	<b>4,773</b>
其他非流动资产	32,866	32,869	32,585	32,324	营业外净收支	242	243	246	250
<b>资产总计</b>	<b>218,395</b>	<b>225,227</b>	<b>243,707</b>	<b>267,092</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,525</b>	<b>1,309</b>	<b>3,857</b>	<b>5,024</b>
<b>流动负债</b>	<b>77,127</b>	<b>79,433</b>	<b>90,185</b>	<b>104,843</b>	减:所得税	(215)	(80)	(236)	(307)
短期借款及一年内到期的非流动负债	18,728	18,728	18,728	18,728	<b>净利润</b>	<b>3,740</b>	<b>1,389</b>	<b>4,093</b>	<b>5,331</b>
经营性应付款项	27,584	24,147	29,966	36,807	减:少数股东损益	(689)	(14)	(41)	(53)
合同负债	2,521	2,739	3,442	4,223	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,429</b>	<b>1,403</b>	<b>4,134</b>	<b>5,384</b>
其他流动负债	28,294	33,818	38,049	45,084	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.43	0.14	0.40	0.52
非流动负债	16,868	19,968	23,543	26,881	EBIT	(4,627)	(4,993)	(526)	1,353
长期借款	8,903	12,003	15,578	18,915	EBITDA	2,171	3,839	6,548	8,659
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	7.52	6.80	10.04	10.93
租赁负债	1,485	1,485	1,485	1,485	归母净利率(%)	3.41	1.21	2.82	2.91
其他非流动负债	6,481	6,481	6,481	6,481	收入增长率(%)	17.62	(10.48)	26.15	26.39
<b>负债合计</b>	<b>93,995</b>	<b>99,401</b>	<b>113,728</b>	<b>131,723</b>	归母净利润增长率(%)	(45.08)	(68.32)	194.58	30.25
归属母公司股东权益	115,720	117,160	121,354	126,798					
少数股东权益	8,680	8,666	8,625	8,572					
<b>所有者权益合计</b>	<b>124,400</b>	<b>125,826</b>	<b>129,979</b>	<b>135,369</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>218,395</b>	<b>225,227</b>	<b>243,707</b>	<b>267,092</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,728	(3,473)	8,202	11,550	每股净资产(元)	11.03	11.17	11.57	12.09
投资活动现金流	(2,471)	(4,765)	(5,683)	(6,684)	最新发行在外股份(百万股)	10,342	10,342	10,342	10,342
筹资活动现金流	4,074	2,030	2,304	2,125	ROIC(%)	(3.31)	(3.40)	(0.34)	0.84
现金净增加额	8,386	(6,208)	4,823	6,990	ROE-摊薄(%)	3.83	1.20	3.41	4.25
折旧和摊销	6,798	8,832	7,075	7,306	资产负债率(%)	43.04	44.13	46.67	49.32
资本开支	(11,437)	(8,305)	(8,144)	(8,069)	P/E (现价&最新股本摊薄)	19.59	61.83	20.99	16.12
营运资本变动	3,107	(10,049)	(1,131)	(49)	P/B (现价)	0.76	0.75	0.73	0.69

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>