

东风破晓，重组赋能

核心观点

2023 年公司亏损 39.96 亿元，为上市以来首次亏损。2023 年 10 月时任总经理杨青升任公司董事长，2024 年 3 月周治平成为东风汽车集团总经理，2025 年 2 月“央企重组”拉开序幕。看好公司在新股东、新董事会和新高管引领下，产能利用率、自主品牌占比、单车利润等多维度的修复。截至 2025 年 3 月 17 日，公司仅 0.24X PB，账上现金及等价物 605.61 亿元，看好央企市值管理大背景下，公司的稳步改善。

事件

- 1) 公司发布《关于控股股东可能发生变更的公告》。东风接到控股股东东风汽车集团有限公司（以下称“东风公司”）通知，东风公司正在与其他国资央企集团筹划重组事项。
- 2) 公司发布《2024 年 12 月》产销快报。东风 2025 年 1-12 月累计汽车销量为 189.59 万辆，同比-9.2%。东风之母公司东风汽车集团有限公司 1-12 月累计汽车销量为 248.06 万辆，同比增长 2.5%。

简评

汽车龙头东风于 2023 年首次亏损，打造“4+2”业务模式谋求转型。2023 年公司实现收入 1002 亿元，同比增长 6.49%，利润受合资板块产销下滑、降价等因素拖累，亏损约 39.96 亿元，为上市以来首次亏损。2024 年上半年，公司实现收入 519.14 亿元，同比增长 12.20%，实现净利润 6.84 亿元，同比下滑 47.95%。2017-2022 年公司归母净利润分别为 133.05、118.96、122.59、88.51、104.93、89.86 亿元。2024 年公司打造“4+2”业务布局和“1+N”研发体系，积极深化改革。四大自主业务板块包括：1) 自主乘用车，整合东风风神、奕派、纳米等自主品牌，实施一体化管理，实现制造、营销集中化，提升运营能力；2) 商用车，成立商用车事业部，统筹东风商用车、东风柳汽等资源，打造新能源商用车平台，推动研发、制造、采购协同；3) 零部件，成立零部件事业部，统筹全集团零部件资源，推动向新能源及智能网联转型；4) 金融事业部，通过金融事业部完善产融协同机制。两大合资业务板块分为：东风日产和东风本田，强化东风日产、东风本田的新能源&智能化转型；同时，构建“1+N”（研发总院+13 家机构）研发体系，实现技术统一规划和资源共享。

东风集团股份 (0489.HK)

首次评级

买入

程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440520070001

SFC 编号:BQR089

陶亦然

taoyiran@csc.com.cn

010-56135200

SAC 编号:S1440518060002

胡天颀

hutiankuang@csc.com.cn

010-56135198

SAC 编号:S1440523070010

发布日期：2025 年 03 月 18 日

当前股价：4.46 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
13.20/6.46	5.94/-16.04	40.25/-4.15
12 月最高/最低价 (港元)		4.67/1.88
总股本 (万股)		825,258.80
流通 H 股 (万股)		249,220.00
总市值 (亿港元)		368.07
流通市值 (亿港元)		368.07
近 3 月日均成交量 (万)		8401.42
主要股东		
东风汽车集团有限公司		73.77%

股价表现



2024 年经营边际改善，自主品牌、新能源车占比提升。自深化改革以来，公司总部转型为“运营+统筹”模式，推行“PM 项目管理制”和“对赌激励”，将车型销量与团队薪酬、晋升绑定，2024 年实施对赌项目 12 个，覆盖 1100 余人次，实施“双目标考核”（当期业绩+中长期能力建设），通过月度“红黑榜”强化压力传导。2024 年集团销量迎来了 3 年来的首次正增长，2024 年实现销量 248.06 万辆，同比增长 2.5%，预计全年自主品牌销量达到 137 万辆，同比增长 34.4%，全年新能源车销量约 86 万辆，同比增长 70.9%，远超行业增速。根据 2025 年经营工作会，首先公司转型将全面提速，继续发力岚图、奕派等自主品牌；其次，强化结构调整，对内部业务优化整合，砍掉亏损业务线；再者，补齐运营管控能力，在生产管理、供应链管理、销售服务等方面下功夫；最后，持续加强科技创新，加强与华为等优质企业的合作。

经营管理的变化始于 2023 年以来股东、董事会和高管的调整，2025 年“央企重组”有望加速公司变革。2025 年 2 月，公司接到控股股东东风公司通知，东风公司正在与其他国资央企集团筹划重组。本次重组可能导致东风控股股东发生变更，但不会导致实际控制人发生变更。有关安排尚需履行程序，还需获得有关主管部门批准。本次重组有望提升公司经营质量，提升国内外市场的影响力。本轮公司股东、董事会和高管的变化可以追溯至 2023 年，2023 年 3 月竺延风因年龄原因卸任东风汽车集团董事长、党委书记职务，2023 年 10 月，时任总经理杨青升任东风汽车集团董事长、党委书记。2024 年 3 月周治平从一汽集团调任东风汽车集团董事、总经理、党委副书记，填补了该职位长达 5 个月的空缺。或受重组影响，2025 年 2 月周治平调任中国兵器装备集团总经理，东风汽车总经理职位再次空缺。我们认为自 2023 年开始，随着新领导班子的上任，公司经营于 2024 年触底反弹，2025 年“央企重组”有望加速公司的转型，公司经营质量有望加速提升。根据 2025 年经营工作会，2025 年公司整体销量目标为重回 300 万辆，其中新能源车销量超 100 万辆，出口目标为 50 万辆。

投资建议

受国内汽车竞争加剧和合资板块下滑影响，2023 年公司亏损 39.96 亿元，为上市以来首次亏损。2023 年 10 月时任总经理杨青升任公司董事长，2024 年 3 月周治平成为东风汽车集团总经理，我们认为公司有望开启一轮新周期。2024 年公司销量约 248.06 万辆，同比增长 2.5%，业绩有望改善，随着 2025 年 2 月“央企重组”拉开序幕，公司变革有望加速，重回年销量 300 万辆的水平。看好公司在新股东、新董事会和新高管引领下，产能利用率、自主品牌占比、单车利润等多维度的修复。截至 2025 年 3 月 17 日，公司仅 0.24X PB，账上现金及等价物 605.61 亿元，看好央企市值管理大背景下，公司的稳步改善。

表 1:重要财务指标（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	92,663	99,315	117,216	137,499	156,194
YOY(%)	-18.00	7.18	18.03	17.30	13.60
归母净利润(百万元)	10,265.00	-3,996.00	158.98	1,843.56	3,937.92
YOY(%)	-9.85	转亏	扭亏	1059.63	113.60
毛利率(%)	9.53	9.53	13.39	14.42	15.45
净利率(%)	10.05	-6.86	0.15	1.50	2.81
ROE(%)	6.59	-2.62	0.10	1.19	2.48
EPS(元/股，摊薄)	1.24	-0.48	0.02	0.22	0.48
P/E(倍)	3.59	-9.21	231.52	19.96	9.35

P/B(倍) 0.24 0.24 0.24 0.24 0.23

资料来源: iFinD, PE、PB 依据2025年3月17日收盘价, 中信建投证券

表 2:分业务收入及同比增速 (亿元; %)

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
商用车	835	712	386	494	500	530	550
yoy	-	-14.73%	-45.79%	27.98%	1.21%	6.00%	3.77%
乘用车	161	323	464	424	580	740	900
yoy	-	100.62%	43.65%	-8.62%	36.79%	27.59%	21.62%
汽车金融	76	86	64	60	75	85	90
yoy	-	13.16%	-25.58%	-6.25%	25.00%	13.33%	5.88%
公司往来及其他	8	10	12	15	17	20	22
yoy	-	25.00%	20.00%	25.00%	13.33%	17.65%	10.00%
合计	1080	1131	926	993	1172	1375	1562
yoy	-	4.72%	-18.13%	7.24%	18.03%	17.30%	13.60%

资料来源: 中信建投证券

风险分析

- 1.全球经济不确定性: 全球通胀压力、美联储货币政策收紧及地缘政治冲突加剧, 导致港股市场波动加剧, 投资者信心受挫。
- 2.政策与需求变化: 中国汽车市场增速放缓, 新能源车渗透率快速提升 (2024 年达 31%), 传统燃油车市场份额被挤压, 合资品牌销量压力较大。
- 3.新能源赛道内卷: 比亚迪、特斯拉等头部企业占据大多市场份额, 东风岚图、eπ 等品牌, 转型成效或不及预期。
- 4.合资品牌拖累: 东风日产、本田等合资公司 2023 年利润下滑严重, 2024 年销量目标不及预期, 合资业务恶化速度或将超预期。
- 5.重组进展不及预期: 2025 年筹划的央企重组 (与兵装集团) 存在政策审批及业务整合不确定性。
- 6.原材料成本波动风险: 公司核心产品依赖于钢材、铝材和塑料等关键原材料。鉴于国际政治经济环境的不稳定性, 大宗商品的价格可能会存在波动。此类波动可能会对公司的成本结构、经营业绩以及毛利率产生不利影响。
- 7.汇率变动风险。人民币及出口目的地国家货币的汇率变动对公司的财务状况或有显著影响。全球宏观经济事件, 如地区政治冲突和美联储的利率调整, 可能导致汇率波动, 进而影响公司的出口竞争力和产生汇兑损失, 增加公司的财务成本。

表 3:敏感性分析

2024 主要业务增长率 (%)	悲观假设	中性假设	乐观假设
商用车业务增长率 (%)	-13.79%	1.21%	16.21%
乘用车业务增长率 (%)	21.79%	36.79%	51.79%
汽车金融业务增长率 (%)	10.00%	25.00%	40.00%
公司往来及其他业务增长率 (%)	-1.67%	13.33%	28.33%
预计营业收入 (亿元)	1023.02	1171.97	1320.92
预计营业收入增长率 (%)	3.02%	18.02%	33.02%
预计归母净利润 (亿元)	1.39	1.59	1.79
预计归母净利润增长率 (%)	同期为负	同期为负	同期为负
2025 主要业务增长率 (%)	悲观假设	中性假设	乐观假设
商用车业务增长率 (%)	-9.00%	6.00%	21.00%
乘用车业务增长率 (%)	12.59%	27.59%	42.59%
汽车金融业务增长率 (%)	-1.67%	13.33%	28.33%
公司往来及其他业务增长率 (%)	2.65%	17.65%	32.65%
预计营业收入 (亿元)	1199.19	1374.98	1550.78
预计营业收入增长率 (%)	2.32%	17.32%	32.32%
预计归母净利润 (亿元)	16.08	18.44	20.80
预计归母净利润增长率 (%)	911.47%	1059.75%	1208.03%
2026 主要业务增长率 (%)	悲观假设	中性假设	乐观假设
商用车业务增长率 (%)	-11.23%	3.77%	18.77%
乘用车业务增长率 (%)	6.62%	21.62%	36.62%
汽车金融业务增长率 (%)	-9.12%	5.88%	20.88%
公司往来及其他业务增长率 (%)	-5.00%	10.00%	25.00%
预计营业收入 (亿元)	1355.70	1561.95	1768.20
预计营业收入增长率 (%)	-1.40%	13.60%	28.60%
预计归母净利润 (亿元)	34.18	39.38	44.58
预计归母净利润增长率 (%)	85.36%	113.56%	141.76%

资料来源: 中信建投证券

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	183,004.0	178,608.0	198,034.9	221,860.4	245,840.0
现金	70,000.00	83,456.00	69,555.38	75,819.30	83,684.02
应收票据及应收账款	15,709.00	15,859.00	15,517.68	18,202.86	20,677.72
其他应收款	10,867.00	1,280.00	8,998.90	10,556.08	11,991.28
预付账款	50,776.00	37,963.00	58,567.97	68,702.57	78,043.37
存货	13,132.00	14,234.00	14,572.24	16,890.53	18,956.04
其他流动资产	22,520.00	25,816.00	30,822.76	31,689.13	32,487.64
非流动资产	147,032.0	152,070.0	151,228.8	150,604.2	150,196.4
长期投资	56,594.00	55,426.00	56,926.00	59,426.00	62,926.00
固定资产	21,672.00	24,477.00	22,750.60	22,740.87	21,947.81
无形资产	13,352.00	15,226.00	12,688.33	10,150.67	7,613.00
其他非流动资产	55,414.00	56,941.00	58,863.87	58,286.74	57,709.61
资产总计	330,036.0	330,678.0	349,263.7	372,464.7	396,036.4
流动负债	130,069.0	132,962.0	150,369.9	170,509.7	188,678.6
短期借款	28,082.00	30,977.00	31,977.00	32,977.00	33,977.00
应付票据及应付账款	41,407.00	56,456.00	54,506.80	63,178.27	70,904.22
其他流动负债	60,580.00	45,529.00	63,886.19	74,354.48	83,797.39
非流动负债	34,431.00	38,107.00	39,107.00	40,107.00	41,107.00
长期借款	24,344.00	28,280.00	29,280.00	30,280.00	31,280.00
其他非流动负债	10,087.00	9,827.00	9,827.00	9,827.00	9,827.00
负债合计	164,500.0	171,069.0	189,476.9	210,616.7	229,785.6
少数股东权益	9,684.00	6,822.00	6,840.33	7,052.94	7,507.07
股本	8,616.00	8,302.00	9,302.00	10,302.00	11,302.00
资本公积	147,236.0	144,485.0	143,485.0	142,485.0	141,485.0
留存收益	0.00	0.00	159.42	2,008.05	5,956.80
归属母公司股东权益	155,852.0	152,787.0	152,946.4	154,795.0	158,743.8
负债和股东权益	330,036.0	330,678.0	349,263.7	372,464.7	396,036.4

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6562.00	8553.00	-12075.08	8190.18	9852.50
净利润	9313.00	-6813.00	177.31	2056.16	4392.05
折旧摊销	4441.00	5210.00	7341.19	8124.53	8907.86
财务费用	1029.00	1108.00	2497.31	2602.67	2669.95
其他经营现金流	-8221.00	9048.00	-22090.90	-4593.18	-6117.36
投资活动现金流	8369.00	129.00	-1328.67	-1328.67	-1328.67
资本支出	9698.00	12981.00	5000.00	5000.00	5000.00
其他投资现金流	-1329.00	-12852.00	-6328.67	-6328.67	-6328.67
筹资活动现金流	1130.00	-1627.00	-496.87	-597.60	-659.11
短期借款	-55.00	2895.00	1000.00	1000.00	1000.00
长期借款	7692.00	3936.00	1000.00	1000.00	1000.00
其他筹资现金流	-6507.00	-8458.00	-2496.87	-2597.60	-2659.11
现金净增加额	16061.00	7055.00	-13900.62	6263.92	7864.72

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	92,663.00	99,315.00	117,216.5	137,499.6	156,194.1
营业成本	83,836.00	89,849.00	101,521.2	117,672.2	132,062.1
营业税金及附加	5,287.00	5,601.00	5,685.00	6,668.73	7,575.42
销售费用	6,569.00	8,221.00	6,822.00	8,002.48	9,090.50
管理费用	5,126.00	5,309.00	5,685.00	6,668.73	7,575.42
研发费用	-	-	-	-	-
财务费用	1,029.00	1,108.00	2,497.31	2,602.67	2,669.95
资产减值损失	-	-	-	-	-
信用减值损失	-	-	-	-	-
其他经营收益	-	-	-	-	-
公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资净收益	12,746.00	1,320.00	1,500.00	2,500.00	3,500.00
营业利润	3,562.00	-9,453.00	-3,494.02	-1,615.17	720.72
其他非经营损益	4,822.00	3,068.00	3,671.33	3,671.33	3,671.33
利润总额	8,384.00	-6,385.00	177.31	2,056.16	4,392.05
所得税	-929.00	428.00	0.00	0.00	0.00
净利润	9,313.00	-6,813.00	177.31	2,056.16	4,392.05
少数股东损益	-952.00	-2,817.00	18.33	212.60	454.13
归属母公司净利润	10,265.00	-3,996.00	158.98	1,843.56	3,937.92
EBITDA	13,854.00	-67.00	10,015.82	12,783.36	15,969.86
EPS (元)	1.24	-0.48	0.02	0.22	0.48

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-18.00	7.18	18.03	17.30	13.60
净利润(%)	-18.13	-173.16	102.60	1059.63	113.60
获利能力					
毛利率(%)	9.53	9.53	13.39	14.42	15.45
净利率(%)	10.05	-6.86	0.15	1.50	2.81
ROE(%)	6.59	-2.62	0.10	1.19	2.48
ROIC(%)	3.58	-6.61	-0.86	0.70	2.45
偿债能力					
资产负债率(%)	49.84	51.73	54.25	56.55	58.02
净负债比率(%)	-10.62	-15.16	-5.19	-7.76	-11.08
流动比率	1.41	1.34	1.32	1.30	1.30
速动比率	1.31	1.24	1.19	1.17	1.17
营运能力					
总资产周转率	0.28	0.30	0.34	0.37	0.39
应收账款周转率	5.90	6.26	7.55	7.55	7.55
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.24	-0.48	0.02	0.22	0.48
每股经营现金流(最新)	0.80	1.04	-1.46	0.99	1.19
每股净资产(最新摊薄)	18.89	18.51	18.53	18.76	19.24
估值比率					
P/E	3.59	-9.21	231.52	19.96	9.35
P/B	0.24	0.24	0.24	0.24	0.23
EV/EBITDA	1.25	-56.20	2.59	2.22	1.83

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

程似骥

汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券，四年证券行业研究经验。2017年新财富第二团队核心成员，2020年新浪财经新锐分析师第一名，2020年金牛最佳汽车行业分析师团队第五名。深度覆盖新能源整车，智能化零部件，把握智能化电动化浪潮，对智能驾驶全产业链最前沿研究，深度跟踪从产业链最上游车载芯片到下游最前沿的 L4 的商业模式前沿演变。2021年新财富最佳分析师汽车行业第四名。

陶亦然

汽车行业联席首席分析师。曾任银河证券汽车分析师，2018年加入中信建投汽车团队，2018/19年万得金牌分析师团队核心成员，2019/20年新浪财经新锐分析师团队核心成员，2020年金牛最佳行业分析团队核心成员，2021/22年新财富、水晶球最佳分析师团队核心成员。

胡天颢

中国人民大学经济学硕士，华中科技大学经济统计学学士，2021年加入中信建投证券。2021年新财富、水晶球团队成员，2022年新财富、水晶球、金牛奖团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk