

汽车

2025 年 04 月 13 日

比亚迪股份 (01211)

——工程能力开始向智能和海外索取变现空间

报告原因：首次覆盖

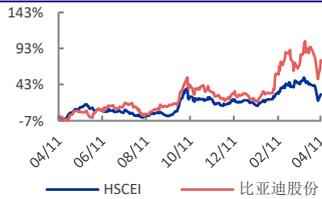
买入 (首次评级)

投资要点：

市场数据：2025 年 04 月 11 日

收盘价 (港币)	368.80
恒生中国企业指数	7801.51
52 周最高/最低 (港币)	426.60/195.20
H 股市值 (亿港元)	11,208.07
流通 H 股 (百万股)	1,227.80
汇率 (人民币/港币)	1.0762

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

戴文杰 A0230522100006
daiwj@swsresearch.com

联系人

戴文杰
(8621)23297818×
daiwj@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

- **智能化开启电动车下半场竞争。头部自主品牌的新能源车型，产品力和技术差距已经显著缩小，同时随着品牌和车型的丰富，需求开始分散，单一品牌的份额天花板也逐步临近。**在这一背景下，虽然比亚迪的技术并非绝对地领先，但只要比竞争对手早 2 - 3 个季度将研发成本等进行摊销，就能有更好的经济性，我们仍然可以合理假设其保持过往盈利能力不变。我们仍然看好比亚迪在传统阵营中的先发优势。随着高速 NOA，城市 NOA 的逐步成熟，以及消费者对智驾能力边界的逐步清晰，比亚迪有望继续通过大规模工程化量产能力，在产品性价比上领先同行。
- **出海面临众多挑战，但这是难而正确的事。**比亚迪海外布局现状：快速扩张与结构性矛盾并存。产能布局本土化生产刚起步，地缘风险凸显：东南亚市场整体推进符合预期；欧盟有着众多法规需要遵守，近期又遇到专利诉讼，需要摸的暗礁很多；南美建设进度同样低于预期。销量增长背后藏隐忧：欧盟对新能源车的补贴信心仍在摇摆，销量同比增速或在 5%~10% 区间；东南亚充电桩密度不足制约了销量和渗透率上限；中东同样受基建落后的制约，渗透率提升缓慢。
- **我们看好比亚迪出海兑现度，核心原因**为：1. 产品技术的领先性，在特定市场仍有很强竞争力；2. 先到的渠道/经销商为比亚迪扎实的全球化推进铺平道路；3. 全球新能源产业链完备度不足，自筹自建大幅提高响应效率。我们认为当前产品结构下实现海外 100-150 万的销量并不困难。但要冲刺 400-600 万销量，则需要更多地提升自身短板，我们仍需观察。
- **“在竞争中调整，在发展中应变”这一词条又一次在公司高端化战略的演化上发挥了作用。**我们看到当下方程豹的定位已经出现了调整，产品价格带的下沉让他更聚焦于“个性”标签。高端、豪华完全给腾势让路。我们相信，高端、豪华是一种沉淀和积累，并不能靠广告和短期的营销费用堆砌而成。公司或已经意识到了这个差异，退回做产品的心态，让一个品牌做更简单、更聚焦的标签（品牌形象）沉淀。这是一个 5-8 年维度的工作，这也将是比亚迪第三张重要的牌。
- **投资分析意见：**头部企业将进一步向前迈进，在未来的 3 年时间里，全球化布局让我们有机会看到一个中国的丰田。**我们看好快速变革下仍能持续迭代能力的公司，可能走到这场大变局的终点。考虑到单车 ASP 增速放缓，出口拉动盈利等众多因素叠加，我们预计 2025-27 年收入 9808/11475/13305 亿元，同期归母净利润 543/636/755 亿元，对应当前估值 20/17/14 倍，首次覆盖给予“买入”评级。**
- **核心假设风险：**海外政策不确定性，宏观经济波动，原材料价格上涨，竞争格局恶化。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	602,315	777,102	980,815	1,147,541	1,330,509
同比增长率 (%)	42.0	29.0	26.2	17.0	15.9
归母净利润 (百万元)	30,041	40,254	54,338	63,615	75,477
同比增长率 (%)	80.7	34.0	35.0	17.1	18.6
每股收益 (元/股)	9.88	13.25	17.88	20.93	24.83
毛利率 (%)	20.2	19.4	20.0	19.5	19.7
ROE (%)	21.6	21.7	25.1	23.6	22.7
市盈率	36	27	20	17	14

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

投资案件

投资评级与估值

头部企业将进一步向前迈进，在未来的3年时间里，全球化布局让我们有机会看到一个中国的丰田。我们看好快速变革下仍能持续迭代能力的公司，可能走到这场大变局的终点。考虑到单车ASP增速放缓，出口拉动盈利等众多因素叠加，我们预计2025-27年收入9808/11475/13305亿元，同期归母净利润543/636/755亿元，对应当前估值20/17/14倍，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设点

我们预计公司乘用车2025年销量527万台，26年销量611万台。考虑到公司今年全面提升智能化水平带来的产品竞争力的提升，我们相信公司今年全年整车销量有望达到527万台。其中主要增量来自海外市场40万台，国内高端方程豹+腾势约15~20万台，王朝+海洋的新车贡献35万台左右。

汽车业务毛利率因26年购置税补贴退坡，以及销量结构上中低端市场的销量进一步加大，我们预计2026年毛利率环比略有下滑。

费用率方面整体维持高强度。我们预计研发费用率保持在6.5%区间，主要是因为对于智能驾驶，AI算力，大模型研发的投入，以及众多车型的开发和匹配工作将占用更多资源。而销售费用率维持，则是对其海外扩张的高强度留出空间。管理费用率考虑到人才建设和储备，2026年仍将有些许提升，后续有望持续改善。期间费用率（除财务费用）稳中有降，25~27年分别是12.1%/11.9%/11.8%。

盈利方面，我们预计公司2025-27年收入9808/11475/13305亿元，同期归母净利润543/636/755亿元。

有别于大众的认识

市场对比亚迪中长期的发展潜力认知不足，担心他会在持续的价格战中消耗动能。但我们认为制造业的先发优势是成功的基础，更重要的点在于企业家的战略选择。当下的智能化，中期的出海都已经具备了战斗力，未来品牌向上也将提供公司产品盈利水平提升。因此我们看好公司中远期单车利润再上台阶的兑现度，仍然积极看好。

股价表现的催化剂

出海进度超预期、智能化进度超预期、单车盈利超预期。

核心假设风险

海外政策不确定性，宏观经济波动，原材料价格上涨，竞争格局恶化。

目录

1. 智能化开启电动车下半场竞争	5
1.1 上半场，各家车企间电动化能力方差大幅缩小	5
1.2 智能化同样具备先发优势，数据将成新驱动力	6
2. 出海面临众多挑战，但这是难而正确的事.....	6
2.1 海外布局现状：快速扩张与结构性矛盾并存.....	7
2.2 从“产品出口”到“生态出海”	7
3. 品牌向上是时间的沉淀，需厚积而薄发	8
4. 估值与盈利预测.....	9
5. 风险提示	10

图表目录

图 1：整车框架重构：翻滚的木桶——竞争的本质仍是短板效应	5
图 2：Smart NEV 的启动元年.....	6
图 3：2023H2 新能源 品牌形象 总览.....	8
表 1：比亚迪收入及毛利率预测	9
表 2：比亚迪费用率预测.....	9
表 3：可比公司估值对比.....	10

我们在《发现变革，理解变革，拥抱变革》中提到过的“翻滚的木桶”将会是本报告一个很重要的理论依据。制造业能力不再是拉开车企间能力差距的重要指标，而研发、营销、管理将会是新的重要短板或长板。

图 1：整车框架重构：翻滚的木桶——竞争的本质仍是短板效应

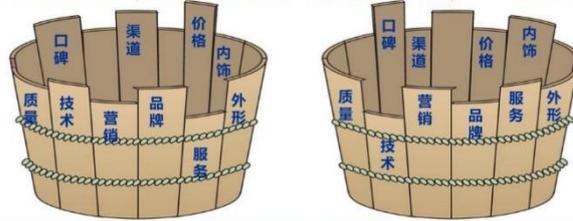
2.2 整车框架重构：翻滚的木桶——竞争的本质仍是短板效应



■ 翻滚的木桶：周期往复，抹平企业能力之间的方差后，竞争重回价格战。因此，必然需要一个新的长板才能继续强化竞争优势。

- 20多年前中国汽车工业全是短板，以“借鉴”的方式先完成制造能力的积累；
- 15年前，从低端产品开始全面在三四线以下城市铺开（渠道）市场；
- 10年前开始了自己的新品类定义（市场），自主品牌在SUV市场全面崛起；
- 5年前，逐步进入平台化（技术）造车时代，技术短板抹平；
- 3年前，新能源（技术）时代到来，再次拉开了各家的产品力差距；
- 当下，自主品牌产品力方差再次拉进，全新的长板（营销）正再一次拉大各家销量的方差。

■ 周期往复，也类似钟摆。从产品到营销间反复摆动，摆动周期或长达10年。如我们前期策略报告《寻找变革创新与行业景气的交集-2023年汽车行业投资策略》中预言的，下一个长板或许是‘管理’——多品牌管理、全球化管理。



www.swsresearch.com

22

资料来源：申万宏源研究

而在我们 2020 年的深度复盘报告第二篇——《工程能力的首次变现，垂直一体化功不可没》中就首次提出，从宏观年度视角看，比亚迪的崛起是他过去 3-5 年的研发投入和工程能力的集中变现。而当下，工程能力的变现在新能源赛道上已遇到瓶颈和强劲对手。展望后续比亚迪的投资机会和价值，我们需要再次回到宏观视角，寻找下一个突破口。

1. 智能化开启电动车下半场竞争

1.1 上半场，各家车企间电动化能力方差大幅缩小

头部自主品牌的新能源车型，产品力和技术差距已经显著缩小。中国强大的制造能力让我们的新车进化速度比 5 年前更快。随着新能源渗透率过半，我们预计中国品牌间新技术的领先周期从 3-4 年前的 1-1.5 年缩短到了半年左右。同时随着品牌和车型的丰富，需求开始分散，单一品牌的份额天花板也逐步临近。

当下技术变革逐步稳定，规模效应带来的优势仍能帮助公司稳固壁垒。在这一背景下，虽然比亚迪的技术并非绝对地领先，但有更好的经济性。当对手以跟随的姿态上市新技术后，就再一次地陷入以价换量的循环。这一竞争策略，在各行各业都屡见不鲜。

因此虽然在新能源赛道上缺少了技术的绝对领先地位，但确实还存在成本优势，我们仍然可以合理假设其保持过往盈利能力不变的假设。

1.2 智能化同样具备先发优势，数据将成新驱动力

我们在 2025 年度策略报告——《智能为矛、需求为盾；新技术、新格局寻升级》中提到，2025 年是中国 Smart NEV 的启动元年，消费者将会把更多地关注度放在智能化，而非新能源上。

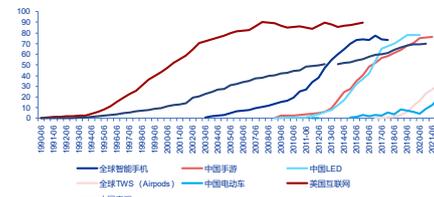
图

2.2.2 智能平权叠加S型曲线，高阶智驾未来增长空间广阔



- **科技消费品呈S型曲线，增长拐点为10%**：回顾全球及中国科技消费品渗透率增长曲线，其增长态势均呈S型增长，且增长拐点大多分布在10%渗透率附近，在10%以前，新兴产业仍处于导入期，而在10%以后，新兴产业进入快速扩张阶段，相关产品加快普及和覆盖速度，渗透率高速增长。
- **高阶智驾增长空间广阔，未来全球/国内市场有望达6400/2500万辆**：市场预测，2024年全球/中国汽车销量分别有望达到9100万辆、2741万辆，同时NOA渗透率有望达到6.6%/11.6%。参考S型曲线，叠加比亚迪智能平权推动大规模10w+智驾车上市，2025年NOA渗透率有望进入快速增长阶段，预估2030年全球/国内渗透率分别达63.5%/80.0%，L3-L5中高阶智能驾驶汽车或将贡献近6400/2500万市场需求（预估2025-2030年全球/中国年均复合增速分别为1.5%、2.0%）。

图：科技消费品渗透率S型曲线（单位：%）



资料来源：wind, Datayes, 申万宏源研究

www.swsresearch.com 证券研究报告

表：全球及中国汽车市场规模（万辆）及其NOA渗透率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2030E
全球	7,943	8,757	9,100	9,373	10,100
YOY	-1.14%	10.25%	3.92%	3.00%	1.51%
中国	2,355	2,601	2,741	2,843	3,139
YOY	2.24%	10.45%	5.39%	3.71%	2.00%
全球NOA渗透率	1.00%	4.50%	6.60%	10.50%	63.50%
国内NOA渗透率	4.20%	7.00%	11.64%	16.00%	80.00%
全球NOA市场空间	79	394	601	984	6,414
国内NOA市场空间	21	182	319	455	2,511

资料来源：灼识咨询，群智咨询，中汽协，markline，亿欧智库，国务院发展研究中心，佐思汽研，申万宏源研究

20

资料来源：申万宏源研究

比亚迪在中低端平价市场，正是这场变革的引领者。“智能平权”让比亚迪原本落后的智能化形象得到改善，让消费者享受更具性价比的智驾产品。这本质上仍然是制造业思维的延伸，智能化作为一个功能/产品的工程落地。

但随着未来 VLA、端到端的迭代，我们仍然看好比亚迪在传统阵营中的先发优势。之所以特别强调“传统阵营”，还是因为我们确信端到端落地，前期需要更多的是科技属性。比亚迪的优势在于工程落地，制造业的规模效应，并非软件/算法层面的科技早期创新。但这并不妨碍在‘传统阵营’上的攻城略地。

短期虽有小米舆情的风险，但消费意识已然形成，后续能力上有望继续领先。短期市场对于智驾的信任度虽因 Su7 车祸，或有摇摆。但我们相信消费趋势不可逆，产品能力的进步一定会修复用户疑虑。随着高速 NOA，城市 NOA 的逐步成熟，以及消费者对智驾能力边界的逐步清晰，比亚迪有望继续通过大规模工程化量产能力，在产品性价比上领先同行。

2. 出海面临众多挑战，但这是难而正确的事

出海是比亚迪从“中国冠军”到“全球玩家”的突围。

比亚迪在国内新能源汽车市场已取得显著成绩，成为行业领军企业。然而，要想在全球市场站稳脚跟，面临诸多挑战与机遇。以下将从海外布局现状和发展方向等方面进行分析。

2.1 海外布局现状：快速扩张与结构性矛盾并存

产能布局：本土化生产刚起步，地缘风险凸显

- **东南亚**：泰国罗勇府工厂（2024 年投产，初期年产能 15 万辆）辐射东盟市场，同时印尼镍矿合资项目预计 2026 年 1 月正式投产。东南亚市场整体推进符合预期。
- **欧洲**：匈牙利塞格德工厂（2025 年投产），但欧盟有着众多法规需要遵守，近期又遇到专利诉讼，需要摸的暗礁很多。
- **南美**：巴西巴伊亚州工厂（规划年产能 30 万辆）预计今年投产。但当地工会要求雇佣 80% 本地员工，建设进度同样低于预期。

产品销量表现：量增背后藏隐忧

- **欧洲**：销量和市占率均快速提升，在入股当地经销商集团后，渠道扩张更值得期待。但欧盟对新能源车的补贴信心仍在摇摆，销量同比增速或在 5%~10% 区间。
- **东南亚**：ATTO 3 (元 PLUS) 等车型广受欢迎。但当地政府整体基建能力有限，充电桩密度不足同样制约了销量和渗透率上限。
- **中东市场**：同样受制于基建落后，渗透率提升缓慢。同时还有特别针对酷热、沿海环境的产品需要优化，二次开发也会拖后产品投放进度。

2.2 从“产品出口”到“生态出海”

参考日系车企的出海历程，从前期的产品力领先，到后来的政策限制，再到现在的产能甚至供应链的全球布局，这期间经历的波折以 10 年计。我们之所以看好比亚迪在出海上的兑现度，核心还是因为：

1. **产品技术的领先性，在特定市场仍有很强竞争力。**参考丰田的崛起，首先是借力石油危机，燃油经济性成为全球消费者非常关注的特点。当前中国的新能源产品也具备类似比较优势。**尤其在逆全球化的新节点，供应链成本将在部分地区被推高，进而更有利于具备良好使用成本的产品推广。**比亚迪的先发优势，让他更容易抢先占领用户心智，打开市场。
2. **先到先得的渠道/经销商。**2024 年 8 月 30 日，比亚迪与 Hedin Mobility 集团（其在德国和瑞典的经销商）正式宣布，双方已就收购 Hedin Electric Mobility GmbH 达成一致。这意味着**比亚迪将直接掌控德国市场的销售和备件供应，开启新篇章。**2025 年 3 月比亚迪完成了港股闪电配售，此次配售出现阿联酋 Al-Futtaim 家族办公室。**该集团长期代理丰田、雷克萨斯、本田等国际品牌。**拥有中东地区最大的汽车经销网络，在阿联酋独家经销丰田和凌志，沙特、埃及等市场也占据领先地位。目前在中东地区拥有超过 300 个汽车销售网点和维修服务体系。这些**产业资源都为比亚迪扎实的全球化推进铺平道路。**

3. **全球新能源产业链完备度不足，自筹自建大幅提高响应效率。**与 40 年前的日系燃油车出海不同，新能源车，尤其是 Smart NEV 仍属新品类，因此供应链欠缺完整性。参考比亚迪泰国工厂，带着供应链共同出海，充分发挥自己垂直一体化的优势，也会让比亚迪走出去的行动力更强，动作更快。

全面出击的确会面临更大的风险，考验在全球化的管理能力和响应速度。我们也需要正视风险。缺乏全球化的管理经营是目前比亚迪最明显的短板，由此衍生出对各国市场的法律、法规、消费习惯，以及产品需求的多样性的把握都将制约公司全球销量持续攀升。参考国内的新能源车发展，一台车卖全球只在个别市场奏效，更多的产品还是需要本地化能力。因此，我们认为当前产品结构下实现海外 100-150 万的销量并不困难。但要冲刺 400-600 万销量，则需要更多地提升前述两块短板，我们仍需观察。

3. 品牌向上是时间的沉淀，需厚积而薄发

正如我们在 2024 年 6 月对比亚迪的反思——《周期的轮回与抗争，从行业到公司的探讨》中提到，我们对公司此前的高端化并不认可。

图 3：2023H2 新能源 品牌形象 总览



资料来源：杰兰路咨询、申万宏源研究

当时我们提到：**在品牌运营能力上，我们也表示了一定的警惕——“方程豹”。**最初的品牌定义看，“方程”代表着标准化和规则，更体现了专业性、标准化。“豹”代表的速度，狂野，灵动。意指**“用探索数字世界的专业智慧和精神，求解汽车与用户生活的个性化变革”。**但从上图我们看到，方程豹这个品牌已经被消费者认知成了‘越野’和‘硬朗’。随着 3 台方盒子 SUV 的上市，我们相信这一品牌形象将进一步得到强化。但考虑到

此前有规划的跑车、轿车等车型，我们对其后续产品的定位、目标人群的开拓难度，品牌调性的迁移等诸多问题都将持保留意见。

“在竞争中调整，在发展中应变”这一词条又一次在公司高端化战略的演化上发挥了作用。我们看到当下方程豹的定位已经出现了调整，产品价格带的下沉让他更聚焦于‘个性’标签。高端、豪华完全给腾势让路。我们相信，高端、豪华是一种沉淀和积累，并不能靠广告和短期的营销费用堆砌而成。公司或已经意识到了这个差异，退回做产品的心态，让一个品牌做更简单、更聚焦的标签（品牌形象）沉淀。这是一个 5-8 年维度的工作，这也将是比亚迪第三张重要的牌。

4. 估值与盈利预测

我们预计公司乘用车 2025 年销量 527 万台，26 年销量 611 万台。考虑到公司今年全面提升智能化水平带来的产品竞争力的提升，我们相信公司今年全年整车销量有望达到 527 万台。其中主要增量来自海外市场 40 万台，国内高端方程豹+腾势约 15~20 万台，王朝+海洋的新车贡献 35 万台左右。

汽车业务毛利率因 26 年购置税补贴退坡，以及销量结构上中低端市场的销量进一步加大，我们预计 2026 年毛利率环比略有下滑。

表 1：比亚迪收入及毛利率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入规模 (百万元)	483,453	617,382	805,183	954,384	1,118,055
汽车销量 (台)	3074191	4272438	5272324	6107762	6959420
业务毛利率	23.0%	22.3%	22.5%	21.7%	21.8%
营收同比	48.9%	27.7%	30.4%	18.5%	17.1%
营业收入合计 (百万元)	602,315	777,102	980,815	1,147,541	1,330,509
整体营收同比	42.0%	29.0%	26.2%	17.0%	15.9%
整体毛利率	18.6%	19.4%	20.0%	19.5%	19.7%

资料来源：iFind，申万宏源研究

费用率方面整体维持高强度。我们预计研发费用率保持在 6.5% 区间，主要是因为对于智能驾驶，AI 算力，大模型研发的投入，以及众多车型的开发和匹配工作将占用更多资源。而销售费用率维持，则是对其海外扩张的高强度留出空间。管理费用率考虑到人才建设和储备，2026 年仍将有些许提升，后续有望持续改善。期间费用率（除财务费用）稳中有降，25~27 年分别是 12.1%/11.9%/11.8%。

表 2：比亚迪费用率预测

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.6%	3.1%	3.2%	3.1%	3.1%
管理费用率	2.23%	2.40%	2.2%	2.3%	2.2%
研发费用率	6.6%	6.8%	6.6%	6.5%	6.5%

资料来源：iFind，申万宏源研究

因此盈利方面，我们预计公司 2025-27 年收入 9808/11475/13305 亿元，同期归母净利润 543/636/755 亿元。我们选取吉利、宁德、大众、丰田、特斯拉作为对标公司。分别是因为吉利是比亚迪国内最大的竞争对手；宁德同为新能源产业头部企业具有类似的产业地位；比亚迪目前为偏传统的整车厂，但未来 3-5 年将具备向全球传统车企大众汽车、丰田汽车挑战的能力；同时特斯拉则是全球范围新能源产业的标杆公司，比亚迪也在快速推进智能化，同样选取为可比公司，5 个企业都有着较强的参考价值。

我们注意到：可比公司 2025 年 PE 为 24 倍，参考可比公司估值给予比亚迪股份 2025 年 24 倍 PE，相较于目前涨幅 23%，给予“买入”评级。

表 3: 可比公司估值对比

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
0175.HK	吉利汽车	1487.08	164.88	135.48	173.06	212.18	9	11	9	7
TSLA.O	特斯拉	58502.88	517.59	713.33	933.83	1272.87	113	82	63	46
300750.SZ	宁德时代	9863.60	507.45	639.08	785.16	909.06	19	15	13	11
VOW.DE	大众汽车	3497.14	834.70	920.30	1077.80	1230.70	4	4	3	3
TM.N	丰田汽车	15994.01	2455.00	2271.80	2120.40	2157.70	7	7	8	7
	行业平均						30	24	19	15
1211.HK	比亚迪股份	10637.26	402.24	543.38	636.15	754.77	27	20	17	14

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：数据截至 2025.4.11；吉利、特斯拉取自 iFind 一致预期，大众、丰田汽车来自 Bloomberg 一致预期，宁德时代为申万宏源预测；以 7.28 人民币/美元及 0.932 人民币/港元折算汇率

5. 风险提示

海外政策不确定性：海外产能的释放进度，会受到出口关税、反垄断及反补贴调查等海外政策不确定性因素的影响。

宏观经济波动：经济复苏如不及预期，国内需求则有下滑风险，对公司 2025 年销量 536 万辆的预期产生影响。

原材料价格上涨：新能源车有着更高的原材料成本，对上游价格敏感度更高。因此大宗商品的价格波动将会对公司盈利水平产生影响。

竞争格局恶化：价格战持续在进行，也将对公司单车盈利产生影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	602,315	777,102	980,815	1,147,541	1,330,509
营业收入	602,315	777,102	980,815	1,147,541	1,330,509
营业总成本	567,681	737,940	921,196	1,079,999	1,247,467
营业成本	490,399	626,047	784,730	923,220	1,068,318
税金及附加	10,350	14,752	18,620	21,785	25,258
销售费用	15,371	24,085	31,386	35,574	41,246
管理费用	13,462	18,645	21,970	25,820	29,670
研发费用	39,575	53,195	65,126	75,049	86,483
财务费用	-1,475	1,216	-636	-1,449	-3,508
其他收益	5,253	14,052	7,438	10,092	9,546
投资收益	1,635	2,291	1,435	1,577	1,503
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	258	532	0	0	0
信用减值损失	-1,580	-1,553	-360	-40	170
资产减值损失	-2,188	-3,872	-462	308	-51
资产处置收益	90	-127	-127	-127	-127
营业利润	38,103	50,486	67,544	79,353	94,083
营业外收支	-834	-805	-701	-780	-762
利润总额	37,269	49,681	66,843	78,573	93,321
所得税	5,925	8,093	10,704	12,850	15,344
净利润	31,344	41,588	56,139	65,722	77,978
少数股东损益	1,303	1,334	1,800	2,108	2,500
归母净利润	30,041	40,254	54,338	63,615	75,477

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	31,344	41,588	56,139	65,722	77,978
加：折旧摊销减值	45,928	69,686	40,208	44,518	44,667
财务费用	530	1,908	-636	-1,449	-3,508
非经营损失	-2,239	-4,251	-1,308	-1,450	-1,376
营运资本变动	92,494	21,471	-37,640	7,380	11,047
其它	1,669	3,052	0	0	0
经营活动现金流	169,725	133,454	56,762	114,722	128,807
资本开支	121,623	96,292	40,000	33,000	0
其它投资现金流	-4,041	-32,791	-11,493	-12,184	-19,286
投资活动现金流	-125,66	-129,08	-51,493	-45,184	-19,286
归母净利润	4	2			
吸收投资	98	98	0	0	0
负债净变化	18,073	-12,440	-14,183	-1,482	-5,127
支付股利、利息	4,102	10,051	8,051	10,868	12,723
其它融资现金流	-1,252	-5,729	-14,288	1,449	3,508
融资活动现金流	12,817	-10,268	-36,522	-10,901	-14,341
净现金流	57,329	-6,255	-31,254	58,636	95,179

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	302,121	370,572	402,460	503,587	657,377
现金及等价物	118,657	143,285	123,682	192,840	305,738
应收款项	72,404	80,339	115,898	130,687	151,730
存货净额	87,677	116,036	131,969	149,148	168,998
合同资产	2,660	1,411	1,411	1,411	1,411
其他流动资产	20,723	29,501	29,501	29,501	29,501
长期投资	25,671	30,239	31,390	34,503	37,447
固定资产	265,630	282,242	282,856	271,070	226,284
无形资产及其他资产	86,125	100,303	100,303	100,303	100,303
资产总计	679,548	783,356	817,009	909,463	1,021,412
流动负债	453,667	495,985	500,192	541,509	591,920
短期借款	26,064	22,326	11,860	14,095	12,686
应付款项	223,474	275,968	290,641	329,721	381,542
其它流动负债	204,129	197,692	197,692	197,692	197,692
非流动负债	75,419	88,682	84,965	81,248	77,530
负债合计	529,086	584,668	585,157	622,756	669,450
股本	2,911	2,909	3,039	3,039	3,039
其他权益工具	0	14,894	0	0	0
资本公积	60,775	59,955	59,825	59,825	59,825
其他综合收益	604	1,441	1,441	1,441	1,441
盈余公积	7,374	7,374	7,374	7,374	7,374
未分配利润	67,124	98,648	144,935	197,682	260,437
少数股东权益	11,652	13,437	15,237	17,345	19,845
股东权益	150,462	198,688	231,852	286,707	351,961
负债和股东权益合计	679,548	783,356	817,009	909,463	1,021,412

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysec.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysec.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysec.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysec.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysec.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对行业的分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。