

春风动力（603129.SH）

优于大市

2025 年一季度利润高增长，全地形车、极核等多元业务持续突破

核心观点

摩托车及全地形车持续成长，2025Q1 收入同比增长 39%。春风动力 2024 年实现营收 150.4 亿元，同比增长 24.2%，归母净利润 14.7 亿元，同比增长 46.1%；2025Q1 实现营收 42.5 亿元，同比增长 38.9%，环比增长 18.5%，归母净利润 4.2 亿元，同比增长 49.6%，环比增长 6.3%。2024 年公司全地形车销售 16.91 万台，销售收入 72.10 亿元，同比增长 10.85%；两轮摩托内销 14.32 万台，营业收入 30.94 亿元，同比增长 44.44%，两轮摩托外销 14.33 万台，营业收入 29.43 亿元，同比增长 30.22%。2024 年极核销售 10.60 万辆，销售收入 3.97 亿元，同比增长 414.15%。

四轮车新品放量，叠加内部降本增效，促进盈利能力提升。2024 年公司毛利率 30.1%，同比-3.4pct，净利率 9.9%，同比+1.2pct，2025Q1 毛利率 29.7%，同比-2.8pct，净利率 9.9%，同比+0.4pct。毛利率同比下降受会计准则调整、极核占比提升等影响，净利率同比提升受益于 U10 PRO 等新品放量、内部降本增效。2025Q1 销售/管理/研发/财务费用率为 5.3%/4.8%/5.8%/-1.1%，同比分别-5.1/-0.5/-0.3/+1.1pct，销售费用率同比下降由于会计准则调整、四轮新品促销活动减少等。

四轮车迎来产品大年，U10 PRO 等新品有望推动业务高弹性增长。2024 年公司迎来产品大年，根据公司北美官网，2024 年年初公司推出三款新品，分别是 CFORCE 800 TOURING、CFORCE 1000 TOURING、ZFORCE 950 Sport 4，增强在 ATV 领域的竞争力，拓展 SSV 产品线。2024H2 U10 PRO/U10 XL PRO/Z10/Z10-4 等多款重磅新品上市，新品较原有产品的动力性大幅提升，公司有望凭借新品在高端领域实现向上突破，加速突破高端市场。

国内摩托车新品及改款频出，积极拓展出口业务。国内两轮摩托新品频出，2024 年推出 150SC/450MT/500SR V00M/675SR-R 等新品，2025 年推出 700MT/450SR 2025 款/675NK/250CL-C 2025 款/450SR-S 2025 款等，持续提升竞争力。出口方面，公司在海外各国导入摩托车，美国官网推出街车、仿赛、ADV、mini、巡航太子等众多车型，摩托车产品在海外市场上较对手具备较高性价比优势，摩托车外销有望迎来较快发展。

电动两轮车快速突破，极核构建第三成长曲线。2024 年 6 月，极核新品发布会上正式公布其产品矩阵“MEGA CITY”，涵盖多种系列产品，其中 AE 系列追求极致性能，CITY 系列追求城市玩乐，EZ 为中性系列，MO 系列针对女性用户，GO 系列打造超高性能。2024 年极核销量快速提升，公司拟在浙江桐乡建设年产 300 万台两轮车及核心部件的生产基地，依托于春风过去摩托车领域的积累，有望在电动两轮车市场快速突破。

盈利预测与估值：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司四轮及两轮放量较快，预期 25/26/27 年归母净利润为 17.15/22.59/27.32 亿元（原 25/26/27 年 16.99/21.02/23.49 亿元），每股收益分别为 11.24/14.80/17.90 元（原 25/26/27 年 11.22/13.88/15.51 元），对应 PE 分别为 13/10/8 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：新车上市节奏及销量不及预期；汇率、运费等外部环境波动；中美贸易环境变化；库存水平过高。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,110	15,038	19,098	23,300	27,960
(+/-%)	6.4%	24.2%	27.0%	22.0%	20.0%
净利润(百万元)	1008	1472	1715	2259	2732
(+/-%)	43.7%	46.1%	16.5%	31.7%	20.9%
每股收益(元)	6.70	9.72	11.24	14.80	17.90
EBIT Margin	8.4%	9.6%	8.9%	9.6%	9.7%
净资产收益率 (ROE)	20.0%	23.8%	22.7%	24.3%	23.8%
市盈率 (PE)	22.1	15.2	13.2	10.0	8.3
EV/EBITDA	24.1	19.2	17.2	14.3	12.6
市净率 (PB)	4.41	3.61	2.99	2.42	1.97

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 · 摩托车及其他

证券分析师：唐旭霞 0755-81981814 tangxx@guosen.com.cn S0980519080002	证券分析师：唐英韬 021-61761044 tangyingtao@guosen.com.cn S0980524080002
---	---

基础数据 投资评级 合理估值 收盘价 总市值/流通市值 52 周最高价/最低价 近 3 个月日均成交额	优于大市(维持) 150.75 元 23001/23001 百万元 216.93/123.82 元 417.46 百万元
--	--



相关研究报告

《春风动力（603129.SH）-三季度净利率同比提升，出海、高端化引领新成长》——2024-10-19

《春风动力（603129.SH）-中国全地形车及中大排摩托车龙头，出海、高端化引领新成长》——2024-09-24

摩托车及全地形车持续成长，2025Q1 收入同比增长 39%。春风动力 2024 年实现营收 150.4 亿元，同比增长 24.2%，归母净利润 14.7 亿元，同比增长 46.1%，扣非归母净利润 14.4 亿元，同比增长 48.5%。2025Q1 实现营收 42.5 亿元，同比增长 38.9%，环比增长 18.5%，归母净利润 4.2 亿元，同比增长 49.6%，环比增长 6.3%，扣非后净利润 4.1 亿元，同比增长 50.8%，环比增长 4.8%，收入及利润保持较快增长。

全地形车方面，2024 年公司全地形车累计销售 16.91 万台，实现销售收入 72.10 亿元，同比增长 10.85%，公司保持稳健发展态势，美国市场上中高端新品 U10 PRO 凭借性能与创新设计得到认可，推动业务高弹性增长，欧洲市场公司成功收购 GOES 四轮品牌，双品牌协同作战，巩固欧洲市占率第一的领先地位。

摩托车方面，2024 年公司在国内市场实现两轮内销 14.32 万台，营业收入 30.94 亿元，同比增长 44.44%，全年新增渠道 81 家，累计超 600 家，夯实渠道根基，公司表现优于行业水平，2024 年新品 450MT/150SC/500SR V00M/675SR-R 等持续放量。海外市场上，2024 年公司实现两轮外销 14.33 万台，营业收入 29.43 亿元，同比增长 30.22%，墨西哥举行 CF Lite 品牌及新品发布会，进一步强化品牌矩阵，品牌从玩乐领域向大众出行领域突破延伸。

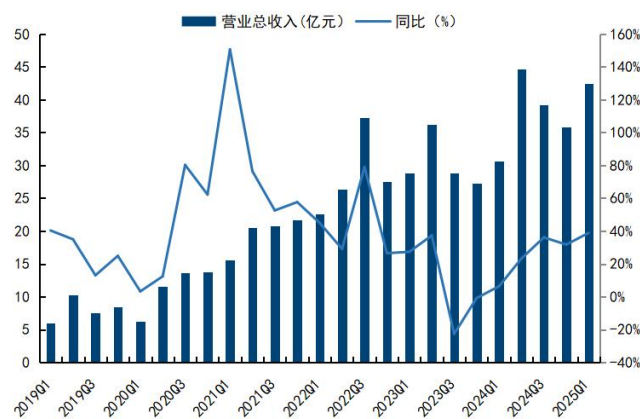
电动两轮车方面，极核成为第三增长曲线，2024 年极核实现销量 10.60 万辆，销售收入 3.97 亿元，同比增长 414.15%，实现指数级增长。极核聚焦国内核心城市，渠道数量同比增长 1489%，覆盖范围扩大，为用户提供便捷的电动出行方案。

图1：公司营业收入（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

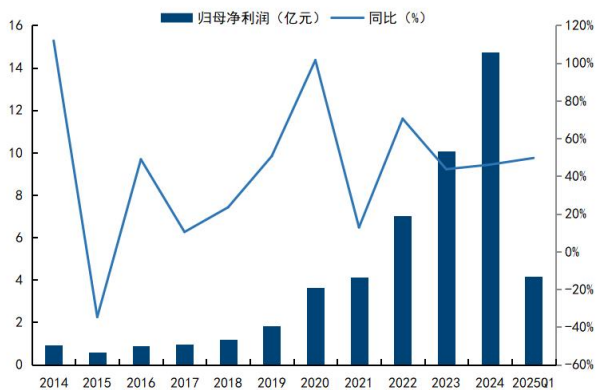
图2：公司季度营业收入（亿元，%）



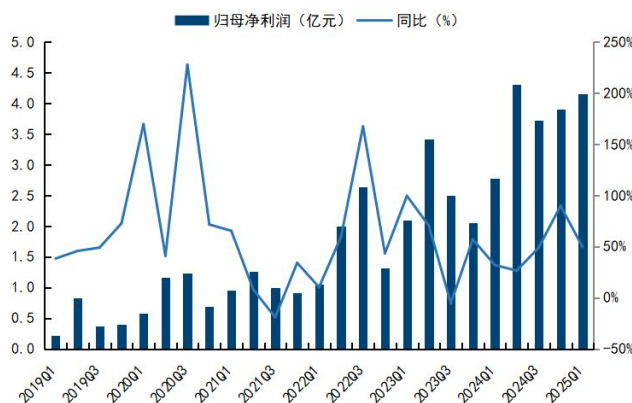
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润（亿元，%）

图4：公司季度归母净利润（亿元，%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

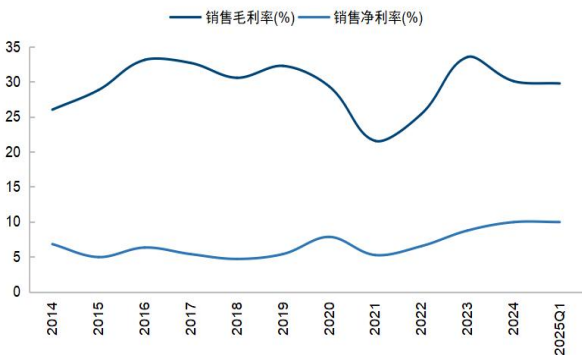


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

四轮车中高端新品放量，叠加内部持续降本增效，促进公司盈利能力提升。2024年公司毛利率 30.1%，同比-3.4pct，净利率 9.9%，同比+1.2pct，2025Q1 毛利率 29.7%，同比-2.8pct，净利率 9.9%，同比+0.4pct。2024 年及 2025Q1 毛利率同比下降受会计准则调整、极核占比提升等影响，净利率同比提升受益于 U10 PR0 等新品放量，公司降本增效促进费用率下降。

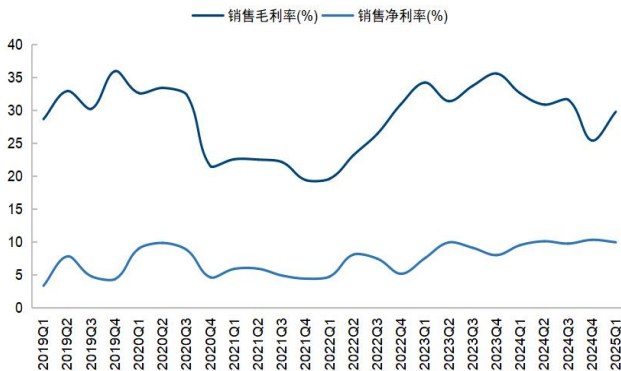
费用端，2025Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.3%/4.8%/5.8%/-1.1%，销售/管理/研发/财务费用率同比分别为-5.1/-0.5/-0.3/+1.1pct，相较于 2024 年全年的变化幅度分别为-1.7/0.0/-1.0/+1.0pct，销售费用率同比下降主要由于会计准则调整，以及四轮车新品产品力较强，促销活动较少；公司积极推进降本增效，管理费用率也有所下降。

图5: 公司毛利率与净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司季度毛利率与净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

多次实施股权激励计划，有效激发员工积极性。公司历史上曾经多次实施股权激励计划，股票的授予对象包含董事会成员、核心管理及技术（业务）人员等。2024 年 8 月公司发布新一期的股票期权激励计划（草案），首次授予对象共计 1310 人，占员工总数的 25.86%。该激励在公司层面要求达到的业绩考核目标为：2024 年营业收入不低于 140 亿元，2024 及 2025 年两年累计营业收入不低于 305 亿元，2024 至 2026 年三年累计营业收入不低于 505 亿元。本次考核授予人数在历次股权激励计划中最多，涵盖核心管理人员及核心技术（业务）人员，有望调动更多员工积极性，使公司更好聚焦发展战略方向。

表1: 春风动力的股权激励情况

推出时间	股票期权数量 (万股)	行权价 (元/股)	授予对象	授予人数	占授予时总股本的比例
2018 年 3 月	126.3	11.91	公司董事会成员、核心管理及技术 (业务) 人员	215	0.95%
2019 年 4 月	287.4	23.33	公司董事会成员、核心管理及技术 (业务) 人员	322	2.60%
2019 年 10 月	50.1	28	副总经理杨国春和核心管理及技术 (业务) 人员	68	0.37%
2021 年 10 月	251.6	121.09	核心管理及技术 (业务) 人员	749	1.68%
2022 年 10 月	106.02	112.9	核心管理及技术 (业务) 人员	544	0.71%
2024 年 8 月	355	106	核心管理人员及核心技术 (业务) 人员	1310	2.34%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

四轮车迎来产品大年, U10 PRO 等新品有望推动业务高弹性增长。

公司迎来新品周期, UTV/SSV 领域有望持续发力。根据公司北美官网, 2024 年年初公司新推出三款新品, 分别是 CFORCE 800 TOURING、CFORCE 1000 TOURING、ZFORCE 950 Sport 4。过往公司在 ATV 的 800cc 及 1000cc 排量段仅有 CFORCE 800 XC、CFORCE 1000 OVERLAND 两款产品, 本次推出的新款产品补足了在 ATV 大排量领域的产品矩阵, 此外公司在 SSV 领域更进一步, 新推出了 ZFORCE 950 Sport 4。

2024H2 公司推出全新 UTV 产品 U10 PRO 及 U10 XL PRO, 重新定义全尺寸 UTV。新产品 U10 PRO 采用新型三缸发动机, 结合新的 CVT 系统, 提供更强大功率、扭矩及牵引能力, 超过过去 UTV 系列产品, U10 XL PRO 进一步将 UTV 的体验提升到了新的高度, U10 PRO 系列产品有望成为公司最具价值的 UTV 产品。

从定价看, U10 PRO 仅高于 U10 XL 1500 美元, 比北极星 GENERAL XP 1000 Ultimate 定价低 41%, 比庞巴迪 Defender Limited 定价低 44%, 定价上具备很强的竞争力。U10 XL PRO 的相关参数和 U10 PRO 基本一致, 提供了双排座位, 适合更多人乘坐的场景, 因此价格略高于 U10 PRO, 但相较于海外竞争对手仍然具备性价比优势。预计公司借助 U10 PRO 系列产品有望在 UTV 领域大幅提升竞争力, 助力公司加速进入高端市场。

表2: 春风动力的新品 U10 PRO/U10 XL PRO 和原有产品 U10 XL、北极星及庞巴迪竞品对比

相关参数	U10 XL	U10 PRO	U10 XL PRO	GENERAL XP 1000 Ultimate	Defender Limited
公司	春风动力	春风动力	春风动力	北极星	庞巴迪
售价	15499 美元	16999 美元	18999 美元	28999 美元	30199 美元
发动机类型	V 型双缸液冷四冲程	可变气门正时技术的三缸发动机	可变气门正时技术的三缸发动机	双缸液冷四冲程	双缸液冷
排量	963cc	998cc	998cc	999cc	976cc
最大功率	71HP@7000RPM	88HP@7250RPM	88HP@7250RPM	100HP	82HP
最大扭矩	54LB-FT@6500RPM	69LB-FT@6500RPM	69LB-FT@6500RPM	-	69LB-FT
驱动方式	两驱/四驱/四驱锁定	两驱/四驱/四驱锁定	两驱/四驱/四驱锁定	两驱/适时四驱/草地模式	两驱/四驱/草地模式
单排/双排	双排	单排	双排	单排	单排
尺寸及轴距	长宽 148 英寸*64 英寸*73 英寸	117 英寸*64 英寸*77 英寸	149 英寸*64 英寸*77 英寸	118 英寸*64 英寸*77 英寸	126 英寸*65 英寸*99 英寸
重量	整备质量 1854 磅	1841 磅	2061 磅	1704 磅	1975 磅
	离地高度 12 英寸	13 英寸	13 英寸	14 英寸	12 英寸
	油箱容量 8 加仑	12 加仑	12 加仑	9 加仑	11 加仑
悬挂系统	前悬挂 (高间隙鸥翼 A 臂) 后悬挂 (双 A 臂)	前悬挂 (高间隙 A 臂) 后悬挂 (双 A 臂)	前悬挂 (高间隙 A 臂) 后悬挂 (双 A 臂)	前悬挂 (双 A 臂) 后悬挂 (双 A 臂)	前悬挂 (拱形双 A 臂) 后悬挂 (带外部防摇杆的拱形 TTA)
底盘	轮胎 14 英寸铸铝合金轮胎	14 英寸铸铝合金轮胎	14 英寸铸铝合金轮胎	15 英寸铝合金轮胎	14 英寸铸铝轮胎
	减震器 弹簧预载可调节, 油阻尼	弹簧预载可调节, 油阻尼	弹簧预载可调节, 油阻尼	Walker Evans Velocity 系列减震	双管充气减震
	刹车 液压盘式制动器	液压盘式制动器	液压盘式制动器	液压盘式制动器	液压盘式制动器
其他参数	牵引能力 2500 磅	2500 磅	2500 磅	1499 磅	2500 磅

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

摩托车新品及改款产品频出，有望提升销量及市占率。

公司打磨产品过程中遵循精品策略，希望产品推出后即成为爆款，推出了 250SR、450SR、450SR-S、450CL-C、450NK、XO 狒狒、800NK 等多款重点车型，均取得较好的销量表现。2024 年来春风动力推出的新品包含 150SC、450MT、500SR VOOM 及 675SR-R 等，持续拉动摩托车销量。

2025 年公司推出的摩托车产品包括 700MT/250SR 单摇臂 2025 款/450SR 2025 款/675NK/250CL-C 2025 款/450CL-C 2025 款/450SR-S 2025 款/800NK 2025 款等，公司对旗下众多核心摩托车产品做更新迭代，提升竞争力。

摩托车新品方面，700MT 精准锁定摩旅爱好者，最大功率 50kW/9500rpm，油耗 4.8L/100km，配备油箱容量为 20L，续航里程实现 400km 以上，700MT 的定价最低至 29980 元，相较竞品及公司过往的产品具备强性价比优势；675NK 作为三缸高性能街车，峰值功率达 70kW/11000rpm，极速 200km/h 以上，全段可调避震，配备前后碟刹制动盘，拥有较强制动力能力，支持车机互联、导航投屏、车联网等智能化功能，新车定价 35980 元，在动力性、智能化等方面表现出色。

图7：春风动力推出的 700MT



资料来源：网易，摩托范，国信证券经济研究所整理

图8：春风动力推出的 675NK



资料来源：网易，摩托范，国信证券经济研究所整理

积极拓展摩托车出口业务，打开长期成长空间。

从深耕国内转向国内及海外摩托车市场并重。春风动力在成立之初曾经有摩托车出口业务，后续摩托车销售逐步转向国内为主，随着国内两轮摩托车的产品谱系完善，公司也开始重新考虑拓展海外市场，2022 年公司摩托车业务从国内为主，转向深耕国内及拓展海外并重，并在时隔十年后重新进入北美市场。

国内两轮摩托车产品线丰富，逐步导入海外重点市场。公司目前摩托车出口集中于海外多地，得益于产品线的不断丰富，公司能够持续在海外各国导入摩托车产品，公司在美国、欧洲等市场进行了相应的产品布局，在美国官网上推出街车、仿赛、ADV、mini、巡航太子等众多车型。

公司海外摩托车具备较高的性价比优势。以春风动力的 450 排量段经典产品为例，国内的 450SR 成熟后导入到美国市场作为 450SS 销售，对比海外竞争对手，例如本田 471cc 的 CBR500R 售价 7399 美元，相较于 450SS 贵约 30%，动力性方面最大功率均为 50HP，最大扭矩 CBR500R 略高于春风动力；对比 450SS 与雅马哈的 YZF-R3，在价位接近的情况下，YZF-R3 的排量段为 321cc，明显小于 450SS，最大功率、最大扭矩均比 450SS 更低，公司的摩托车产品在海外市场上较日系竞争对手具备较高的性价比优势。随着海外两轮摩托的产品导入及渠道完善，摩托车

外销的收入占比有望进一步提升，海外两轮摩托业务将成为公司长期成长的重要支撑点。

表3: 春风动力在美国的摩托车 450SS 和日系竞品的参数对比

	车型	450SS	CBR500R	NINJA 500	YZF-R3
	公司	春风动力	本田	川崎	雅马哈
	售价	5699 美元	7399 美元	5299 美元	5499 美元
车体参数	长宽高	78.5 英寸*28.1 英寸*44.9 英寸	82 英寸*30 英寸*45 英寸	78.5 英寸*28.7 英寸*44.1 英寸	82.3 英寸*28.7 英寸*44.9 英寸
	轴距	53.8 英寸	55.5 英寸	54.1 英寸	54.3 英寸
	座高	31.3 英寸	31.3 英寸	30.9 英寸	30.7 英寸
	整备质量	370 磅	421 磅	375 磅	375 磅
	油箱容量	3.7 加仑	4.5 加仑	3.7 加仑	3.7 加仑
发动机参数	发动机类型	双缸水冷	双缸水冷	双缸水冷	双缸水冷
	排量段	449cc	471cc	451cc	321cc
	最大功率	50HP@9500rpm	50HP@8600rpm	51HP@10000rpm	42HP@10750rpm
	最大扭矩	29LB-FT@7600rpm	33LB-FT@6500rpm	32LB-FT@7500rpm	22LB-FT@9000rpm
底盘	悬挂系统	前悬挂（倒置叉） 后悬挂（预载可调减震）	前悬挂（Showa® SFF-BP fork） 后悬挂（Pro-Link）	前悬挂（液压伸缩叉） 后悬挂（后连杆）	前悬挂（倒置伸缩叉） 后悬挂（单体后减震）
	轮胎	铝合金轮胎	-	-	-
	刹车	前刹车（Brembo 单制动盘）	前刹车（双制动盘）	前刹车（单半浮动制动盘）	液压盘式制动
		后刹车（单制动盘）	后刹车（单制动盘）	后刹车（单制动盘）	

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

极核业务成为公司的全新成长曲线，电动两轮车领域快速突破。

2020 年 12 月春风动力旗下电动品牌极核面向全球发布，公司正式开始布局电动摩托车市场。极核品牌以打造电动行业高端一线品牌为目标，将为公司构建第三增长曲线。

2024 年 6 月，极核新品发布会上正式公布其产品矩阵“MEGA CITY”，共涵盖五大系列产品，其中 AE 系列追求极致性能，CITY 系列追求城市玩乐，EZ 为中性系列，MO 为针对女性用户开发的系列产品，GO 系列特点为超高性能，满足不同用户需求。极核系列产品中 AE4 系列配备单通道 ABS、BSD 盲区监测、ETCS 等安全配置，以出色操控满足用户对高端电自的需求；AE5 系列集成双通道 ABS 与全场景智能交互系统，树立品质出行标杆；AE6、AE8 等系列以高端配置和卓越性能，在高端电摩市场占据领先地位；MO1 电动车凭借精致外观，吸引众多年轻消费者。

为满足战略发展需要，公司拟在浙江省桐乡市投资建设年产 300 万台摩托车、电动车及核心部件的研产配套生产基地，项目由浙江极核智能装备公司作为实施主体，总投资额预计为 35 亿元人民币，公司将进一步提升产能，实现多元化产业布局，分散经营风险。极核依托于春风动力在摩托车领域的积累，有望在电动两轮车市场快速突破。

图9: 极核 2024 年发布会上公布的产品矩阵“MEGA CITY”



资料来源：公司官网，摩托范，国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司四轮车及两轮车放量节奏较快，上调盈利预测，预期 25/26/27 年归母净利润为 17.15/22.59/27.32 亿元（原 25/26/27 年 16.99/21.02/23.49 亿元），每股收益分别为 11.24/14.80/17.90 元（原 25/26/27 年 11.22/13.88/15.51 元），对应 PE 分别为 13/10/8 倍，维持“优于大市”评级。

表4: 可比公司估值表（20250416）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2024A	EPS 2025E	2026E	2024A	PE 2025E	2026E
000913.SZ	钱江摩托	无评级	16.1	84.8	1.12	1.38	1.67	14	12	10
603766.SH	隆鑫通用	无评级	11.7	240.7	0.56	0.73	0.87	21	16	13
301345.SZ	涛涛车业	无评级	56.1	60.9	3.98	4.66	5.82	14	12	10
	平均				1.89	2.26	2.79	16	13	11
603129.SH	春风动力	优于大市	147.9	225.6	9.72	11.24	14.80	15	13	10

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：钱江摩托、隆鑫通用、涛涛车业采用 Wind 一致预期

风险提示：新车上市节奏及销量不及预期；汇率、运费等外部环境波动；中美贸易环境变化；库存水平过高。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4506	7149	9307	11339	13956	营业收入	12110	15038	19098	23300	27960
应收款项	1185	1556	1976	2411	2893	营业成本	8053	10517	13369	16077	19292
存货净额	1663	2530	3151	3926	4819	营业税金及附加	212	287	363	443	531
其他流动资产	257	689	458	559	671	销售费用	1341	1057	1337	1747	2097
流动资产合计	7709	11933	14946	18267	22381	管理费用	567	713	889	1059	1241
固定资产	1645	1949	2311	2932	3505	研发费用	924	1026	1432	1747	2097
无形资产及其他	167	194	183	172	161	财务费用	(191)	(310)	(203)	(253)	(311)
投资性房地产	556	594	594	594	594	投资收益	1	(2)	(2)	(2)	(2)
						资产减值及公允价值变动	53	74	74	74	74
长期股权投资	237	231	224	217	211	其他收入	(980)	(1213)	(1432)	(1747)	(2097)
资产总计	10314	14900	18258	22182	26852	营业利润	1202	1632	1982	2551	3084
短期借款及交易性金融负债	21	26	100	104	109	营业外净收支	(10)	(3)	(3)	(3)	(3)
应付款项	4173	7183	9123	10980	13177	利润总额	1191	1629	1980	2548	3081
其他流动负债	642	1079	1006	1219	1461	所得税费用	135	135	238	255	308
流动负债合计	4836	8288	10229	12304	14748	少数股东损益	49	22	27	35	42
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1008	1472	1715	2259	2732
其他长期负债	306	263	313	363	413	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	306	263	313	363	413		2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	5142	8551	10542	12667	15161	净利润	1008	1472	1715	2259	2732
少数股东权益	133	155	176	203	236	资产减值准备	53	23	11	18	21
股东权益	5039	6194	7540	9312	11455	折旧摊销	122	173	212	246	291
负债和股东权益总计	10314	14900	18258	22182	26852	公允价值变动损失	(53)	(74)	(74)	(74)	(74)
关键财务与估值指标						财务费用	(191)	(310)	(203)	(253)	(311)
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	33	1718	1117	827	1023
每股收益	6.70	9.72	11.24	14.80	17.90	其它	(14)	(5)	10	9	12
每股红利	1.41	2.09	2.42	3.19	3.86	经营活动现金流	1149	3307	2991	3285	4005
每股净资产	33.49	40.90	49.42	61.03	75.08	资本开支	(622)	(552)	(500)	(800)	(800)
ROIC	24%	30%	29%	40%	50%	其它投资现金流	(33)	89	(45)	22	(11)
ROE	20%	24%	23%	24%	24%	投资活动现金流	(858)	(456)	(538)	(771)	(805)
毛利率	34%	30%	30%	31%	31%	权益性融资	49	113	0	0	0
EBIT Margin	8%	10%	9%	10%	10%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	11%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(212)	(317)	(369)	(486)	(588)
收入增长	6%	24%	27%	22%	20%	其它融资现金流	267	313	74	4	5
净利润增长率	44%	46%	17%	32%	21%	融资活动现金流	(108)	(208)	(296)	(482)	(584)
资产负债率	51%	58%	59%	58%	57%	现金净变动	183	2643	2158	2032	2617
股息率	0.9%	1.4%	1.7%	2.2%	2.6%	货币资金的期初余额	4323	4506	7149	9307	11339
P/E	22	15	13	10	8	货币资金的期末余额	4506	7149	9307	11339	13956
P/B	4.4	3.6	3.0	2.4	2.0	企业自由现金流	432	2658	2332	2277	2946
EV/EBITDA	24.1	19.2	17.2	14.3	12.6	权益自由现金流	700	2971	2585	2509	3231

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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