

海外盈利能力持续提升，数字能源业务持续放量

核心观点

- **业绩符合预期。**公司 1 季度营业收入 34.16 亿元，同比增长 15.1%；归母净利润 2.12 亿元，同比增长 10.9%；扣非归母净利润 2.08 亿元，同比增长 16.3%。
- **1 季度毛利率略下降，费用率及现金流同比改善。**1 季度毛利率 19.8%，同比下降 1.0 个百分点，预计主要系年降压力影响。1 季度期间费用率 10.7%，同比下降 1.6 个百分点，其中销售/管理/研发费用率同比分别下降 0.2/0.1/0.6 个百分点，财务费用率同比下降 0.8 个百分点，主要系汇兑收益增加所致。1 季度经营活动现金流净额-1.35 亿元，去年同期为-6.38 亿元，现金流增加主要系销售商品收到现金增加所致。
- **1 季度各项业务齐头并进，数字能源业务有望持续放量。**1 季度公司乘用车业务营收同比增长约 10%，其中新能源业务营收同比增长约 21%；商用车业务/数字能源业务营收分别同比增长约 12%/50%。公司储能业务随着客户需求提升有望实现快速增长，柴油发电机热管理业务进入产能爬坡阶段，重卡超充水冷机组业务开始量产，数据中心服务器端热管理产品取得积极进展，预计 2025 年数字能源业务将持续快速放量，带动公司营收及盈利能力逐季向上。
- **1 季度海外盈利能力继续改善，加快海外发展布局。**1 季度公司外销收入约 8.8 亿元，占总营收比例 25.85%，北美区域盈利能力持续提升，欧洲 Setrab 公司已实现扭亏为盈，预计 2025 年将有望实现欧洲银轮整体扭亏为盈。2025 年公司将继续加快海外发展布局，推进墨西哥第三工厂建设、波兰工厂扩产、马来西亚工厂建设等工作，提升美国本土研产销能力。公司从国内直接出口至美国的收入占比约 6%-7%，因贸易方式差异化，公司受美国加征关税影响的收入占比更低；公司已与客户以共同分担的方式处理关税，预计加征关税对公司的影响有限，后续公司将持续提升北美属地化配套比例，降低关税影响。

盈利预测与投资建议

- 预测 2025-2027 年 EPS 分别为 1.26、1.63、2.02 元，可比公司 25 年 PE 平均估值 24 倍，目标价 30.24 元，维持买入评级。

风险提示

新能源车业务配套量低于预期、数字能源业务配套量低于预期、海外工厂盈利低于预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,018	12,702	15,278	18,143	21,502
同比增长(%)	29.9%	15.3%	20.3%	18.8%	18.5%
营业利润(百万元)	816	1,009	1,365	1,755	2,183
同比增长(%)	67.7%	23.6%	35.3%	28.6%	24.4%
归属母公司净利润(百万元)	612	784	1,056	1,358	1,690
同比增长(%)	59.7%	28.0%	34.8%	28.6%	24.4%
每股收益(元)	0.73	0.94	1.26	1.63	2.02
毛利率(%)	20.5%	20.1%	20.7%	21.4%	21.7%
净利率(%)	5.6%	6.2%	6.9%	7.5%	7.9%
净资产收益率(%)	12.1%	13.4%	15.5%	17.1%	18.2%
市盈率	36.5	28.5	21.2	16.4	13.2
市净率	4.1	3.6	3.0	2.6	2.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2025年05月08日）	26.76 元
目标价格	30.24 元
52 周最高价/最低价	36.53/14.57 元
总股本/流通 A 股（万股）	83,478/78,418
A 股市值（百万元）	22,339
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2025 年 05 月 08 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	5.27	21.09	18.04	43.58
相对表现%	3.09	15.55	19.06	37.45
沪深 300%	2.18	5.54	-1.02	6.13



证券分析师

姜雪晴	jiangxueqing@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860512060001
袁俊轩	yuanjunxuan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523070005

联系人

刘宇浩	liuyuhao@orientsec.com.cn
-----	---------------------------

相关报告

数字能源业务快速增长，持续获得新项目定点	2025-04-20
3 季度扣非盈利环比向上，持续获取海外订单	2024-10-31
优化组织架构，数字与能源第三增长曲线持续增长	2024-08-28

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,919	2,187	1,876	2,943	4,026	营业收入	11,018	12,702	15,278	18,143	21,502
应收票据、账款及款项融资	5,422	6,216	7,792	9,253	10,966	营业成本	8,755	10,147	12,114	14,264	16,829
预付账款	60	76	107	127	151	营业税金及附加	63	78	76	91	108
存货	2,063	2,273	2,665	3,138	3,702	营业费用	178	179	214	254	301
其他	454	741	714	724	825	管理费用及研发费用	1,097	1,254	1,497	1,778	2,107
流动资产合计	9,918	11,494	13,154	16,184	19,670	财务费用	82	57	59	66	57
长期股权投资	324	365	361	350	359	资产、信用减值损失	127	190	62	54	46
固定资产	3,577	3,857	3,990	3,943	3,795	公允价值变动收益	(1)	39	35	35	35
在建工程	606	789	539	414	352	投资净收益	20	46	40	40	40
无形资产	766	803	761	718	676	其他	80	126	34	44	54
其他	965	1,054	1,022	1,037	1,026	营业利润	816	1,009	1,365	1,755	2,183
非流动资产合计	6,238	6,869	6,673	6,462	6,208	营业外收入	1	3	5	5	5
资产总计	16,156	18,362	19,828	22,646	25,878	营业外支出	29	9	6	6	6
短期借款	2,111	2,064	1,910	2,028	2,000	利润总额	788	1,002	1,364	1,754	2,182
应付票据及应付账款	5,671	6,686	7,268	8,559	10,098	所得税	88	108	164	210	262
其他	968	1,160	1,082	1,135	1,177	净利润	701	894	1,200	1,543	1,920
流动负债合计	8,751	9,909	10,260	11,722	13,275	少数股东损益	88	111	144	185	230
长期借款	291	129	129	129	129	归属于母公司净利润	612	784	1,056	1,358	1,690
应付债券	635	479	574	563	539	每股收益（元）	0.73	0.94	1.26	1.63	2.02
其他	389	772	482	503	511	主要财务比率					
非流动负债合计	1,315	1,381	1,186	1,195	1,179		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	10,066	11,290	11,445	12,917	14,454	成长能力					
少数股东权益	631	859	1,003	1,188	1,419	营业收入	29.9%	15.3%	20.3%	18.8%	18.5%
实收资本（或股本）	804	835	835	835	835	营业利润	67.7%	23.6%	35.3%	28.6%	24.4%
资本公积	1,200	1,277	1,378	1,378	1,378	归属于母公司净利润	59.7%	28.0%	34.8%	28.6%	24.4%
留存收益	3,284	3,999	5,055	6,202	7,681	获利能力					
其他	172	102	111	126	111	毛利率	20.5%	20.1%	20.7%	21.4%	21.7%
股东权益合计	6,090	7,072	8,382	9,729	11,424	净利率	5.6%	6.2%	6.9%	7.5%	7.9%
负债和股东权益总计	16,156	18,362	19,828	22,646	25,878	ROE	12.1%	13.4%	15.5%	17.1%	18.2%
现金流量表						ROIC	9.2%	9.7%	11.7%	13.3%	14.5%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	701	894	1,200	1,543	1,920	资产负债率	62.3%	61.5%	57.7%	57.0%	55.9%
折旧摊销	475	504	465	512	546	净负债率	23.2%	11.8%	12.5%	1.0%	0.0%
财务费用	82	57	59	66	57	流动比率	1.13	1.16	1.28	1.38	1.48
投资损失	(20)	(46)	(40)	(40)	(40)	速动比率	0.89	0.92	1.00	1.09	1.18
营运资金变动	(256)	4	(1,530)	(730)	(832)	营运能力					
其它	(60)	(208)	(13)	30	15	应收账款周转率	3.0	2.9	3.2	3.4	3.4
经营活动现金流	921	1,205	141	1,382	1,667	存货周转率	4.3	4.5	4.6	4.6	4.6
资本支出	(1,098)	(954)	(289)	(290)	(290)	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
长期投资	106	(31)	(15)	20	(8)	每股指标（元）					
其他	387	78	128	117	30	每股收益	0.73	0.94	1.26	1.63	2.02
投资活动现金流	(605)	(906)	(176)	(153)	(269)	每股经营现金流	1.15	1.44	0.17	1.66	2.00
债权融资	113	(46)	(164)	(4)	(17)	每股净资产	6.54	7.44	8.84	10.23	11.99
股权融资	164	107	102	0	0	估值比率					
其他	275	(192)	(213)	(159)	(296)	市盈率	36.5	28.5	21.2	16.4	13.2
筹资活动现金流	551	(130)	(275)	(163)	(314)	市净率	4.1	3.6	3.0	2.6	2.2
汇率变动影响	4	6	- 0	- 0	- 0	EV/EBITDA	16.5	14.5	12.0	9.7	8.1
现金净增加额	872	176	(311)	1,066	1,084	EV/EBIT	25.3	21.3	15.9	12.5	10.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。