

客户结构持续优化，加强智能化汽零布局

核心观点

- 业绩符合预期。**公司 2024 年营业收入 1688.52 亿元，同比增长 0.2%；归母净利润 66.91 亿元，同比下降 7.3%；扣非归母净利润 57.58 亿元，同比下降 11.5%。4 季度营业收入 493.61 亿元，同比增长 4.9%，环比增长 17.0%；归母净利润 22.17 亿元，同比下降 10.4%，环比增长 37.7%；扣非归母净利润 16.71 亿元，同比下降 29.2%，环比增长 13.1%。2024 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 8 元。公司 2025 年 1 季度营业收入 403.74 亿元，同比增长 9.1%；归母净利润 12.70 亿元，同比增长 0.6%；扣非归母净利润 11.56 亿元，同比增长 6.6%。2025 年公司 will 力争实现合并营业收入 1700 亿元，同比增长约 1%，并将营业成本相应控制在 1480 亿元以内，对应毛利率约为 12.9%。
- 毛利率略有承压，费用率同比改善。**2024 年毛利率 12.1%，同比下降 1.0 个百分点；2024 年 4 季度毛利率 12.0%，同比下降 1.8 个百分点，环比下降 0.2 个百分点。2025 年 1 季度毛利率 10.8%，按最新口径同比下降 1.5 个百分点，毛利率下降预计主要系下游客户降价压力以及海外市场波动等综合所致。2024 年期间费用率 9.2%，同比下降 0.3 个百分点，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.1/+0.1/-0.6/+0.2 个百分点；2025 年 1 季度期间费用率 8.9%，同比下降 1.2 个百分点，其中管理/研发/财务费用率同比分别下降 0.4/0.7/0.1 个百分点。2024 年经营活动现金流净额 81.40 亿元，同比减少 28.1%；2025 年 1 季度经营活动现金流净额 20.66 亿元，同比增长 68.8%，现金流变动主要系部分货款结算周期影响所致。
- 客户结构继续优化，自主品牌及新能源业务占比提升。**2024 年上汽大众、上汽通用销量分别同比下滑 5.5%、56.5%，公司坚持推行中性化战略以抵御核心客户销量下滑冲击，加大对自主品牌及新能源车企的开拓力度，持续优化客户结构。2024 年按汇总口径统计业外客户营收占比达 62%，主要业外客户包括特斯拉、赛力斯、比亚迪、吉利、奇瑞等，排名前十的业外整车客户汇总销售额同比增速达 38%；截至 2024 年底，公司新获业务生命周期订单中国内自主品牌配套金额占比超过 50%，新能源车业务占比达 75%，预计未来新能源及自主品牌业务占比将有望继续提升。
- 加强新赛道布局，新项目持续获取。**公司聚焦智能座舱、智能底盘、智能照明、电驱系统、热管理系统等新赛道业务领域，加快核心业务创新转型。延锋公司智能座舱模块化、系统化解决方案及产品获得沃尔沃、大众、宝马、华为合作伙伴、某生态造车企业等客户定点，汇众汽车加快向“一体化智能底盘集成平台”转型，博世华域转向公司自研线控转向系统获得多家新能源整车客户定点，华域汽车电动系统公司获得奇瑞、零跑、智己、奥迪、大众、通用等客户新能源车型电驱系统项目定点，华域三电汽车空调公司获得赛力斯、阿维塔、奇瑞、北汽等客户 800V 高端纯电车型电动压缩机项目定点。

盈利预测与投资建议

- 调整收入、毛利率及费用率等，新增 2027 年预测，预测 2025-2027 年 EPS 分别为 2.13、2.23、2.27 元（原 2025-2026 年为 2.24、2.32 元），可比公司 25 年 PE 平均估值 13 倍，目标价 27.69 元，维持买入评级。

风险提示

乘用车行业需求低于预期影响盈利、整车行业降价压力传导影响盈利。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	168,594	168,852	178,785	188,052	197,815
同比增长(%)	6.5%	0.2%	5.9%	5.2%	5.2%
营业利润(百万元)	8,818	8,215	9,652	10,094	10,288
同比增长(%)	-3.2%	-6.8%	17.5%	4.6%	1.9%
归属母公司净利润(百万元)	7,214	6,691	6,724	7,031	7,166
同比增长(%)	0.2%	-7.3%	0.5%	4.6%	1.9%
每股收益(元)	2.29	2.12	2.13	2.23	2.27
毛利率(%)	13.1%	12.1%	12.9%	13.3%	13.3%
净利率(%)	4.3%	4.0%	3.8%	3.7%	3.6%
净资产收益率(%)	13.0%	11.2%	10.5%	10.3%	10.0%
市盈率	7.9	8.5	8.5	8.1	8.0
市净率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8

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。

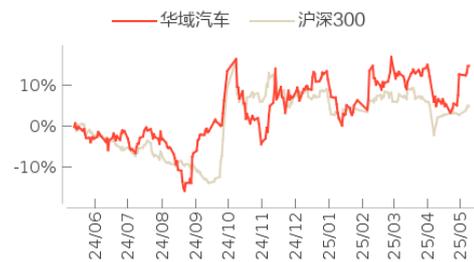
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年05月09日）	18.13 元
目标价格	27.69 元
52 周最高价/最低价	19.77/13.17 元
总股本/流通 A 股（万股）	315,272/315,272
A 股市值（百万元）	57,159
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2025 年 05 月 12 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.85	9.41	1.06	15.12
相对表现%	-0.15	5.09	2.26	10.16
沪深 300%	2	4.32	-1.2	4.96



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

3 季度毛利率环比改善，体系外客户收入	2024-11-02
比重持续提升	
客户结构优化，持续获取新能源业务订单	2024-08-29
费用率改善，期待盈利能力提升	2024-05-05

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元) 2025年5月9日	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
中鼎股份	000887	19.43	0.95	1.25	1.42	1.60	20.44	15.50	13.64	12.14
岱美股份	603730	8.10	0.49	0.58	0.67	0.78	16.69	13.96	12.08	10.38
常熟汽饰	603035	13.32	1.12	1.54	1.83	2.10	11.90	8.65	7.28	6.35
冠盛股份	605088	38.04	1.62	2.05	2.48	3.12	23.52	18.56	15.33	12.20
潍柴动力	000338	15.00	1.31	1.46	1.66	1.83	11.46	10.30	9.02	8.19
调整后平均							16.34	13.25	11.58	10.24

数据来源：Wind、东方证券研究所

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	40,211	34,739	39,333	41,371	43,519	营业收入	168,594	168,852	178,785	188,052	197,815
应收票据、账款及款项融资	49,404	56,728	66,847	71,633	76,167	营业成本	146,444	148,357	155,778	162,981	171,442
预付账款	633	626	7,151	2,975	3,925	营业税金及附加	622	578	626	658	692
存货	22,813	21,079	24,222	24,629	25,641	营业费用	851	735	805	846	890
其他	3,559	4,856	19,711	20,690	21,799	管理费用及研发费用	15,110	14,416	14,839	15,984	17,012
流动资产合计	116,620	118,028	157,264	161,298	171,051	财务费用	83	445	434	547	559
长期股权投资	12,307	12,688	12,688	12,688	12,688	资产、信用减值损失	517	434	274	324	378
固定资产	21,857	21,913	21,102	19,469	17,319	公允价值变动收益	35	(14)	0	0	0
在建工程	3,936	3,572	2,550	2,039	1,784	投资净收益	2,843	2,700	2,862	2,919	2,977
无形资产	3,900	3,682	3,273	2,864	2,455	其他	972	1,643	760	465	470
其他	17,477	25,123	24,682	24,519	24,210	营业利润	8,818	8,215	9,652	10,094	10,288
非流动资产合计	59,477	66,978	64,295	61,580	58,456	营业外收入	250	217	100	100	100
资产总计	176,097	185,006	221,560	222,877	229,507	营业外支出	29	144	65	65	65
短期借款	10,639	11,298	41,207	32,740	29,185	利润总额	9,039	8,288	9,687	10,129	10,323
应付票据及应付账款	64,774	70,218	70,101	74,190	78,778	所得税	944	806	1,066	1,114	1,136
其他	28,684	27,744	27,959	28,129	27,944	净利润	8,095	7,482	8,621	9,015	9,188
流动负债合计	104,097	109,260	139,267	135,059	135,908	少数股东损益	881	792	1,897	1,983	2,021
长期借款	3,369	2,505	2,505	2,505	2,505	归属于母公司净利润	7,214	6,691	6,724	7,031	7,166
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.29	2.12	2.13	2.23	2.27
其他	7,049	7,121	7,510	7,340	7,382						
非流动负债合计	10,419	9,626	10,015	9,846	9,887	主要财务比率					
负债合计	114,516	118,886	149,283	144,905	145,796		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	3,813	4,076	5,973	7,956	9,977	成长能力					
实收资本(或股本)	3,153	3,153	3,153	3,153	3,153	营业收入	6.5%	0.2%	5.9%	5.2%	5.2%
资本公积	11,467	11,478	11,478	11,478	11,478	营业利润	-3.2%	-6.8%	17.5%	4.6%	1.9%
留存收益	41,725	46,035	50,238	53,974	57,695	归属于母公司净利润	0.2%	-7.3%	0.5%	4.6%	1.9%
其他	1,423	1,379	1,436	1,413	1,409	获利能力					
股东权益合计	61,581	66,120	72,277	77,973	83,712	毛利率	13.1%	12.1%	12.9%	13.3%	13.3%
负债和股东权益总计	176,097	185,006	221,560	222,877	229,507	净利率	4.3%	4.0%	3.8%	3.7%	3.6%
						ROE	13.0%	11.2%	10.5%	10.3%	10.0%
						ROIC	10.8%	9.7%	8.9%	8.1%	8.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	65.0%	64.3%	67.4%	65.0%	63.5%
净利润	8,095	7,482	8,621	9,015	9,188	净负债率	0.0%	0.0%	9.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	4,020	3,851	4,085	4,420	4,697	流动比率	1.12	1.08	1.13	1.19	1.26
财务费用	83	445	434	547	559	速动比率	0.89	0.87	0.94	1.00	1.05
投资损失	(2,843)	(2,700)	(2,862)	(2,919)	(2,977)	营运能力					
营运资金变动	(432)	(3,134)	(34,411)	1,637	(3,688)	应收账款周转率	4.6	4.0	4.1	4.3	4.2
其它	2,393	2,194	914	33	417	存货周转率	6.1	6.4	6.4	6.2	6.3
经营活动现金流	11,316	8,140	(23,219)	12,732	8,196	总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.9
资本支出	(2,860)	(2,604)	(1,532)	(1,532)	(1,532)	每股指标(元)					
长期投资	(393)	(8,030)	(37)	(31)	13	每股收益	2.29	2.12	2.13	2.23	2.27
其他	2,074	1,271	3,051	2,961	2,967	每股经营现金流	3.59	2.58	-7.36	4.04	2.60
投资活动现金流	(1,179)	(9,363)	1,482	1,399	1,448	每股净资产	18.32	19.68	21.03	22.21	23.39
债权融资	1,616	(221)	(622)	218	62	估值比率					
股权融资	18	10	0	0	0	市盈率	7.9	8.5	8.5	8.1	8.0
其他	(4,814)	(4,028)	26,953	(12,310)	(7,558)	市净率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
筹资活动现金流	(3,180)	(4,239)	26,331	(12,093)	(7,496)	EV/EBITDA	2.5	2.6	2.3	2.2	2.1
汇率变动影响	(78)	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	3.7	3.8	3.2	3.1	3.0
现金净增加额	6,879	(5,463)	4,594	2,039	2,148						

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。