

金龙汽车（600686）

证券研究报告

2025 年 07 月 04 日

三龙整合落地，看好毛利率中枢上行

复盘：老牌客车龙头，近年毛利率偏低拖累业绩表现

金龙汽车前身是 1988 年成立的厦门汽车工业公司，实控人为福建省国资委，公司打造了金龙客车、金旅客车、海格客车三大核心品牌。

2021 年以来公司营收进入上行区间，但陷入增收不增利的困境，核心原因是毛利率水平偏低。2024 年金龙汽车毛利率 10.2%，同期中通客车、宇通客车分别为 18.6%、22.9%。

困境反转：三龙整合协同+高层换届，毛利率中枢有望抬升

三龙整合后将推进集采等工作降本。1) 公司各项核心零部件的前五名供应商采购金额占比明显低于宇通，较高的原材料成本支出是公司毛利率偏低的重要原因。2) 以 2024 年的数据为基准，若原材料成本下降 10%、20%，公司毛利率分别能对应提升到 17.9%、25.6%。

5 月份公司发布公告，金龙汽车已选举陈锋为第十一届董事会董事长。陈锋从业经验丰富、在集团任职多年，有望加速管理效率提升改革进程。

展望：主业盈利释放+布局无人驾驶，迎来发展新篇章

公司产品远销全球 170 多个国家和地区，印度等新兴市场对客车的需求增加、全球新能源客车渗透率提升空间仍大，公司大中客、新能源客车销量有望持续增长。如前所述，公司毛利率对比同行有翻倍的提升空间，主业有望步入收入增长、利润增长更快的发展通道。

2016 年公司制定智能网联汽车发展规划，陆续落地自动驾驶巴士、无人驾驶物流车、无人清扫车等产品，或将伴随无人驾驶行业的发展成为公司第二增长曲线。

盈利预测和投资建议

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.78、6.86、11.95 亿元，同比分别+140%、+81%、+74%，对应 PE 分别为 24.4 倍、13.5 倍、7.7 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：利润率不及预期，交付量不及预期，无人驾驶发展不及预期，收入增速不及预期

投资评级

行业	汽车/商用车
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	12.88 元
目标价格	15.83 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	717.05
流通 A 股股本(百万股)	717.05
A 股总市值(百万元)	9,235.57
流通 A 股市值(百万元)	9,235.57
每股净资产(元)	4.38
资产负债率(%)	85.90
一年内最高/最低(元)	19.79/6.90

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《金龙汽车-公司点评:无人驾驶渐行渐近，阿波龙已开展商业化运营》
2019-04-15
- 《金龙汽车-年报点评报告:18 年利润符合预期，阿波龙已开展商业化运营》
2019-04-07
- 《金龙汽车-公司点评:新能源补贴或好于预期，阿波龙已开展商业化运营》
2019-03-13

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	19,399.85	22,965.58	25,450.54	26,695.27	28,030.04
增长率(%)	6.36	18.38	10.82	4.89	5.00
EBITDA(百万元)	974.35	1,405.81	861.36	1,219.23	1,787.50
归属母公司净利润(百万元)	75.10	157.74	378.15	685.86	1,194.69
增长率(%)	(119.41)	110.05	139.73	81.37	74.19
EPS(元/股)	0.10	0.22	0.53	0.96	1.67
市盈率(P/E)	122.98	58.55	24.42	13.47	7.73
市净率(P/B)	2.95	2.84	2.43	2.11	1.65
市销率(P/S)	0.48	0.40	0.36	0.35	0.33
EV/EBITDA	(2.34)	1.34	0.40	(1.66)	(0.85)

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 复盘：老牌客车龙头，近年毛利率偏低拖累业绩表现	4
1.1. 发展历程：三十余年客车制造经验，三大子品牌同步发展	4
1.2. 财务表现：营收上行，毛利率拖累业绩表现	6
2. 困境反转：三龙整合协同+高层换届，毛利率中枢有望抬升	7
2.1. 子公司控制权达到历史最优，三龙协同有望提升毛利率中枢	7
2.2. 高层换届，改革有望加速	10
3. 展望：主业盈利释放+布局无人驾驶，迎来发展新篇章	10
3.1. 出海销量有望持续增长，毛利率改善后主业盈利可期	10
3.2. 布局无人驾驶，打造第二增长极	11
4. 盈利预测和投资建议	12
4.1. 盈利预测	12
4.2. 估值分析	12
5. 风险提示	13

图表目录

图 1：股权结构图（截止 2025 年 7 月，部分股权）	4
图 2：三大核心品牌全面覆盖大型/中型/轻型客车	5
图 3：公司总销量及同比增速（万辆，%）	5
图 4：中国客车销量及同比增速（万辆，%）	5
图 5：公司大/中/轻型客车占比	5
图 6：公司新能源及燃油客车占比	5
图 7：2024 年公司客车市占率排名前列	6
图 8：2024 年各公司新能源大中客市占率（辆，%）	6
图 9：公司营业收入及同比增速（亿元，%）	6
图 10：营业收入分地区占比	6
图 11：新能源收入及占比（亿元，%）	6
图 12：毛利率和净利率	7
图 13：费用率	7
图 14：归母净利润和扣非归母净利润（亿元）	7
图 15：对关键子公司的持股情况（截止 2025 年 7 月）	8
图 16：苏州金龙和厦门金旅的营业收入（亿元）	8
图 17：苏州金龙和厦门金旅的净利润（亿元）	8
图 18：苏州金龙和厦门金旅的净利率	8
图 19：公司费用率水平合理	9
图 20：公司毛利率存在较大提升空间	9
图 21：客车上市公司原材料成本占营业收入的比例	9
图 22：核心零部件前五名供应商采购额占比	9
图 23：原材料成本下降幅度与对应的毛利率测算（亿元）	9

图 24：公司海外销量（辆） 10

图 25：国外销售收入及同比增速（亿元，%） 10

图 26：公司整体、国内、海外 ASP（万元） 10

图 27：全球大中客销量情况 11

图 28：金龙汽车无人驾驶产品 12

图 29：公司盈利预测 12

图 30：可比公司估值（2025 年 7 月 3 日） 12

表 1：公司发展历程 4

1. 复盘：老牌客车龙头，近年毛利率偏低拖累业绩表现

1.1. 发展历程：三十余年客车制造经验，三大子品牌同步发展

金龙汽车前身是 1988 年成立的厦门汽车工业公司，设立时行政隶属于厦门市经委。同年厦门金龙联合汽车工业有限公司成立。1992 年，厦门汽车工业公司以公开募集方式整体改制为股份有限公司。同年 8 月，厦门金龙旅行车有限公司成立。1993 年 11 月，公司挂牌上市，成为国内客车行业第一家上市公司。1998 年 12 月，苏州金龙成立。

股权结构稳定，实控人为福建省国资委。2001 年，公司控股股东变更为福建省汽车工业集团公司。2014 年，公司实控人由厦门市国资委变更为福建省国资委。2015 年公司非公开发行股票，发行后公司前三大股东福汽集团、福建投资集团、福建交运集团均为福建省国资委直属企业，福建省国资委对公司的股权控制比例由 34%提升至 46%。截至 2025Q1，福汽集团（控股股东）福建投资/福建交运分别持股 32.25%/10.31%/2.44%，合计持有公司股权 45%。

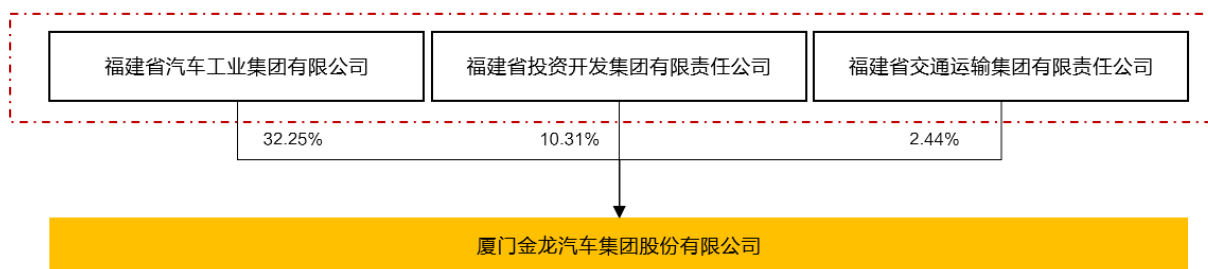
表 1：公司发展历程

年份	事件
1988 年	成立厦门汽车工业公司（公司前身），行政隶属于厦门市经委 厦门金龙联合汽车工业有限公司成立
1990 年	第一辆金龙客车成功下线
1992 年	以公开募集方式整体改制为股份有限公司 厦门金龙旅行车成立
1993 年	公司挂牌上市 ，成为国内客车行业第一家上市公司，证券简称金龙汽车
1997 年	开发了涵盖 6~12 米旅游、客运和公交等全系列客车
1998 年	苏州金龙成立
2001 年	公司控股股东变更为福建省汽车工业集团公司 大型客车批量出口伊拉克，业内率先进入中东市场
2014 年	公司实控人由厦门市国资委变更为福建省国资委 自主研发的 ISG 插电式混合动力客车问世
2015 年	福建省国资委对公司控制权提升 ，由 34%提升至 46% “易驱”新能源管理系统问世
2016 年	制定智能网联汽车发展规划
2017 年	入选工信部“2017 年制造业与互联网融合发展试点示范项目名单”，成为上榜的唯一一家客车制造企业 携手百度联合开发中国首款 L4 级无人驾驶巴士金龙阿波龙正式亮相
2020 年	吸收合并创程环保， 对金龙联合直接完全控股
2024 年	厦门金龙拟收购厦门金旅剩余 40%的股权

资料来源：公司公告，wind，野马财经、长江商报公众号等，天风证券研究所

图 1：股权结构图（截止 2025 年 7 月，部分股权）

同一实控人：福建省人民政府国有资产监督管理委员会



资料来源：wind，天风证券研究所

公司拥有金龙客车、金旅客车、海格客车三大核心品牌。业务涵盖大中轻型客车及各类改装车、多功能商用车、客车车身及零部件等产品，形成了集客车整车与零部件制造的客车生产体系，产品主要应用于旅游、运输行业等。

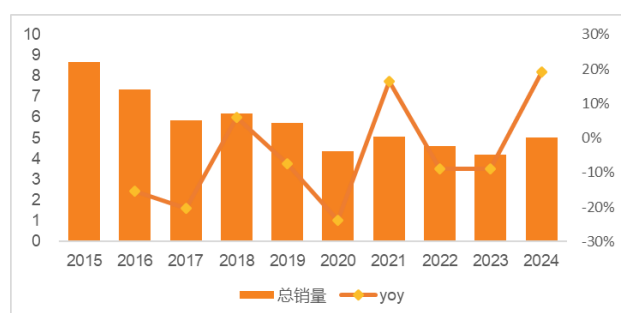
图 2：三大核心品牌全面覆盖大型/中型/轻型客车



资料来源：金龙汽车官网，天风证券研究所

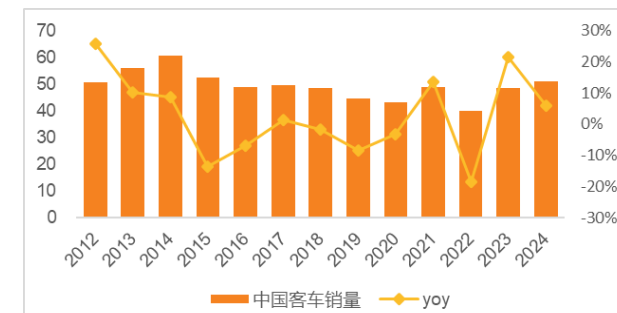
2024 年金龙汽车总销量 5 万辆，同比+19.1%；其中大中型客车占比 57.7%，同比+3.8pct；新能源客车销量 2.1 万辆，同比+42.6%，占比同比+7.0pct 达到 42.1%。2024 年出口销量 2.3 万辆，同比+19.8%，占公司总销量的 45%。

图 3：公司总销量及同比增速（万辆，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

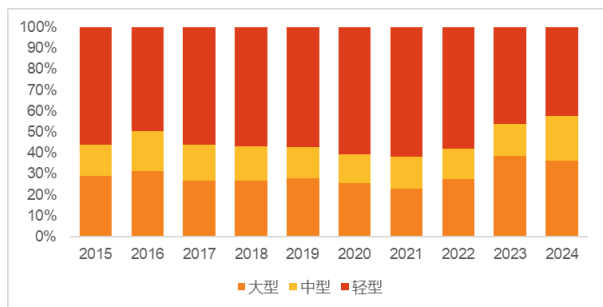
图 4：中国客车销量及同比增速（万辆，%）



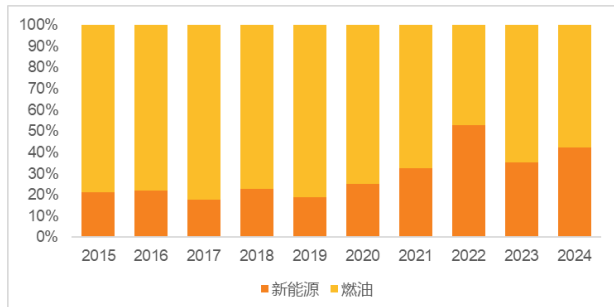
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：公司大/中/轻型客车占比

图 6：公司新能源及燃油客车占比

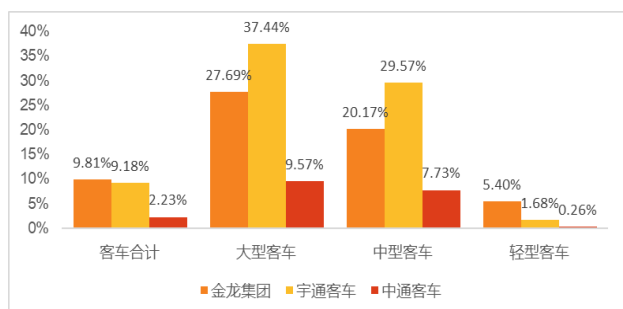


资料来源：wind，天风证券研究所



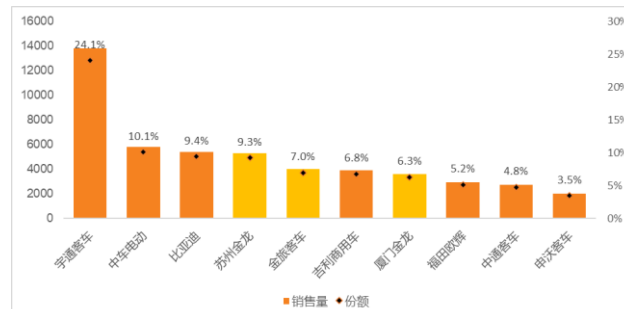
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2024 年公司客车市占率排名前列



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：2024 年各公司新能源大中客市占率（辆，%）

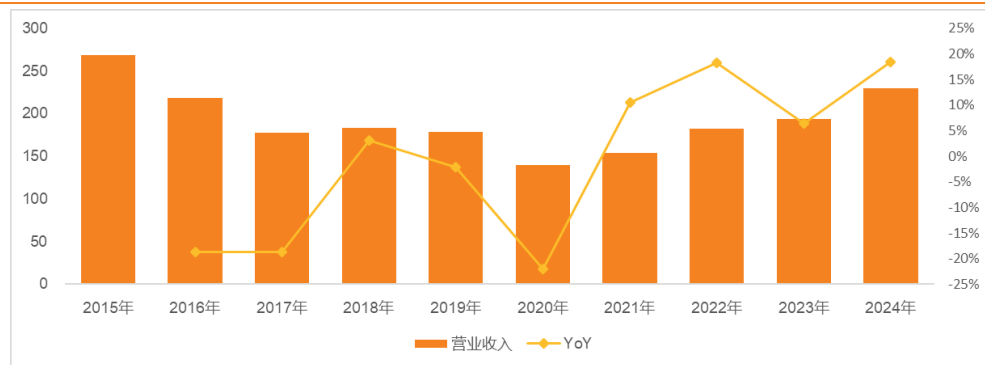


资料来源：客车信息网公众号，天风证券研究所

1.2. 财务表现：营收上行，毛利率拖累业绩表现

2021 年以来公司营收进入上行区间，2024 年实现营业收入 229.7 亿元，同比+18.4%。分地区来看，海外营收 99.4 亿元，同比+8%，占总营收的 43.3%；分能源来看，新能源销售营收 145.1 亿元，同比+70%，占总营收的 63.2%。

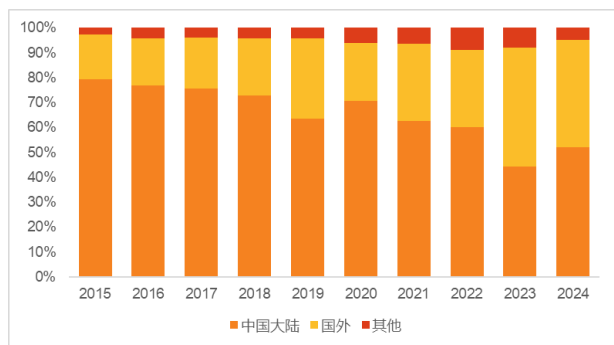
图 9：公司营业收入及同比增速（亿元，%）



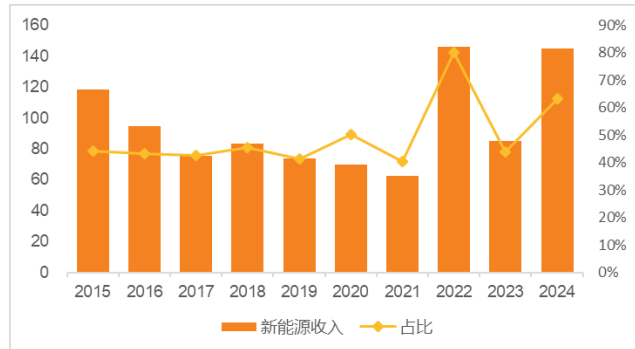
资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：营业收入分地区占比

图 11：新能源收入及占比（亿元，%）



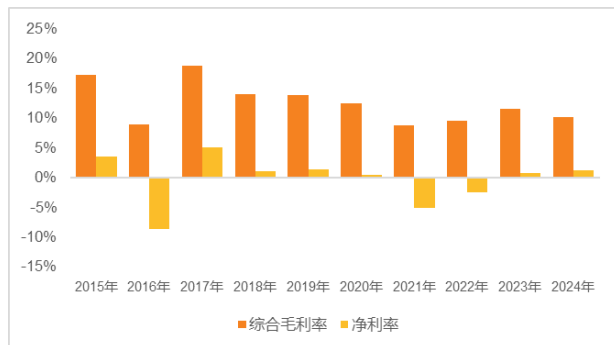
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

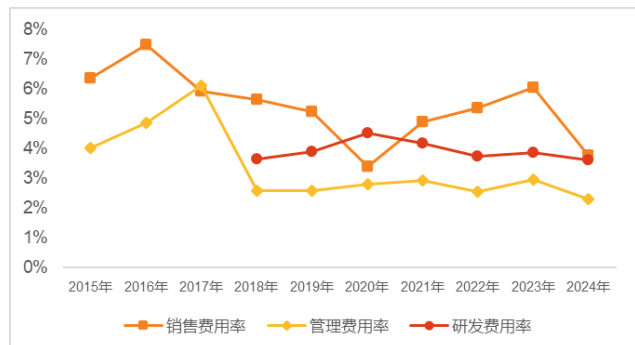
费用率管控良好, 毛利率拖累业绩表现, 净利润较依赖政府补助。2024 年公司总费用率 9.7%, 同比下降 2.73pct。但毛利率自 2021 年起维持在 8%-12% 的区间, 2024 年毛利率为 10.21%, 毛利率水平较低。2024 年公司实现归母净利润 1.6 亿元, 扣非归母净利润-1.6 亿元, 3.16 亿元非经常性损益中有 1.25 亿是政府补助。但 2022-2024 年公司的扣非亏损在逐年收窄, 趋势向好。

图 12: 毛利率和净利率



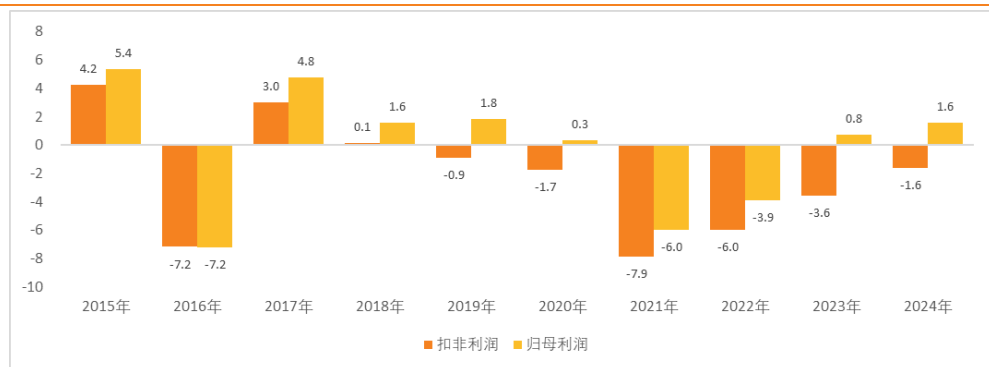
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 费用率



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 归母净利润和扣非归母净利润 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 困境反转: 三龙整合协同+高层换届, 毛利率中枢有望抬升

2.1. 子公司控制权达到历史最优, 三龙协同有望提升毛利率中枢

公司有三个关键子公司, 分别是金龙联合、苏州金龙、厦门金旅, 2024 年末公司完成对厦门金旅的股权收购, 三龙整合落地, 控制权进一步集中。目前公司对金龙联合/苏州金龙/厦门金旅的持股比例分别为 100%/65%/100% (其中对苏州金龙直接持股 2%、通过全资子公司

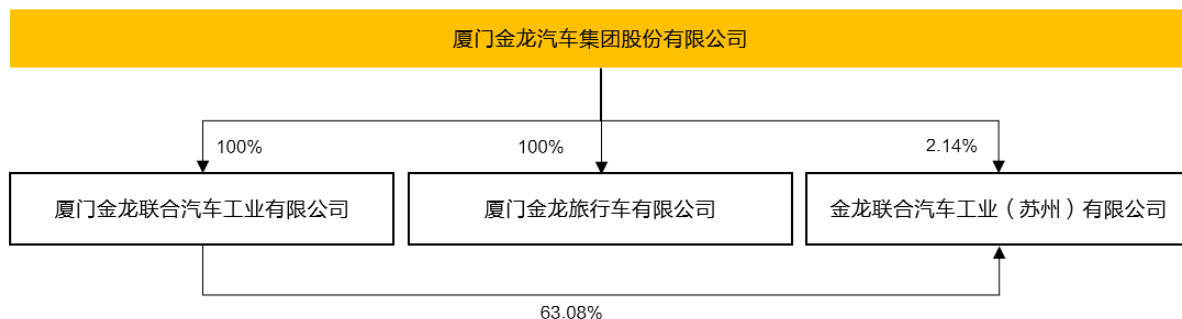
司金联合持股 63%)。

金龙联合：2018 年实现完全控股。2015 年前，公司对大金龙持股比例为 51%；2015 及 2018 年，公司先后通过非公开发行募资提升对金龙联合的控制权至 100%，2020 年公司吸收合并创程环保，对金龙联合直接完全控股。

苏州金龙：通过金龙联合间接控股，目前控股比例达 65%。1998 年，金龙联合和苏州创元投资发展集团有限公司联合成立苏州金龙。2018 年金龙联合对苏州金龙增资，增资前苏州金龙股份比例为：金龙联合 60%、创元集团 32%；增资后金龙联合持股 63.08%、苏州创元投资持股 33.64%。目前公司对苏州金龙持股 65%。

厦门金旅：2024 年末实现完全控股。2024 年 12 月，公司发布公告，拟收购厦门金旅由嘉隆集团持有的 40%股权，交易对价为 4.1 亿元，收购后上市公司对厦门金旅持股比例将提升至 100%。2025 年 2 月 11 日，上市公司已经公布受让股权完成的工商变更登记公告。

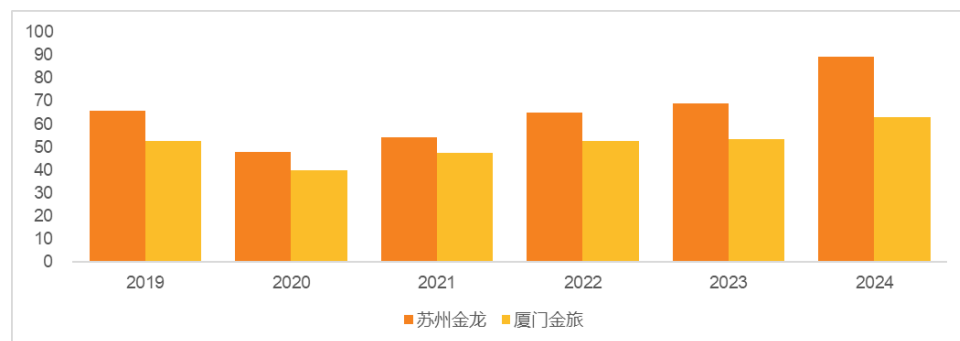
图 15：对关键子公司的持股情况（截止 2025 年 7 月）



资料来源：企业预警通，天风证券研究所

厦门金旅净利率低于公司整体，本次收购整合后有望提升。2024 年苏州金龙、厦门金旅分别实现净利润 2.8 亿、0.4 亿元，净利率分别为 3.12%、0.67%。2024 年金龙汽车整体净利率为 1.19%，厦门金旅较低的净利率拖累公司整体业绩表现，本次剩余 40%股权整合后，厦门金旅有望受益于管理效率的提升，盈利能力向上。

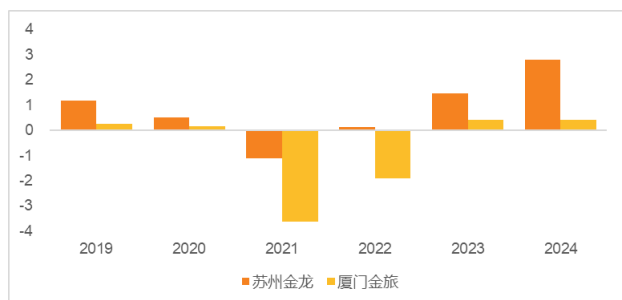
图 16：苏州金龙和厦门金旅的营业收入（亿元）



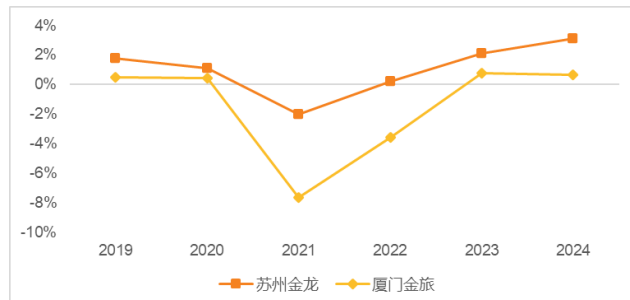
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：苏州金龙和厦门金旅的净利润（亿元）

图 18：苏州金龙和厦门金旅的净利率



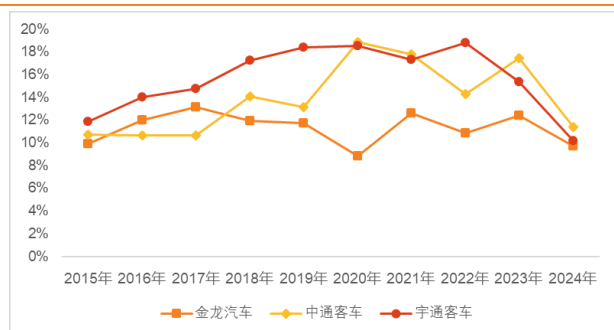
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

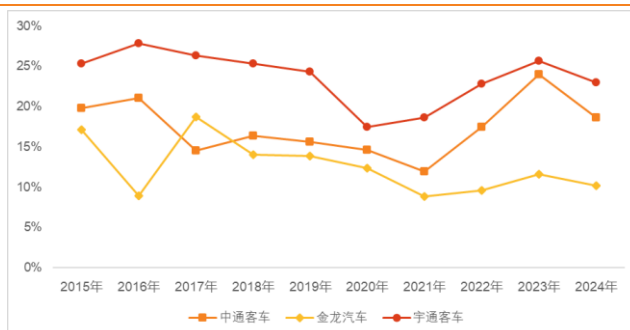
公司费用率水平合理, 但毛利率或有翻倍的提升空间。2024 年金龙汽车期间费用率为 9.7%, 中通客车、宇通客车分别为 11.4%、10.2%。2024 年金龙汽车毛利率 10.2%, 同期中通客车、宇通客车分别为 18.6%、22.9%。

图 19: 公司费用率水平合理



资料来源: wind, 天风证券研究所

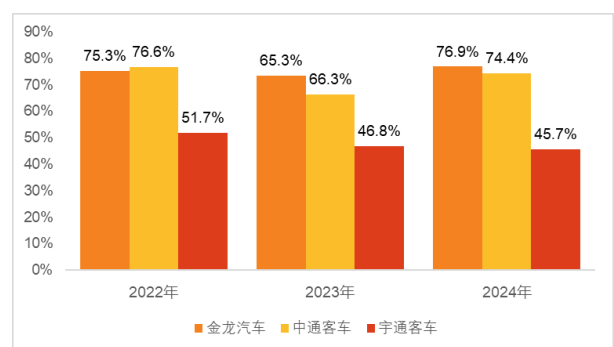
图 20: 公司毛利率存在较大提升空间



资料来源: wind, 天风证券研究所

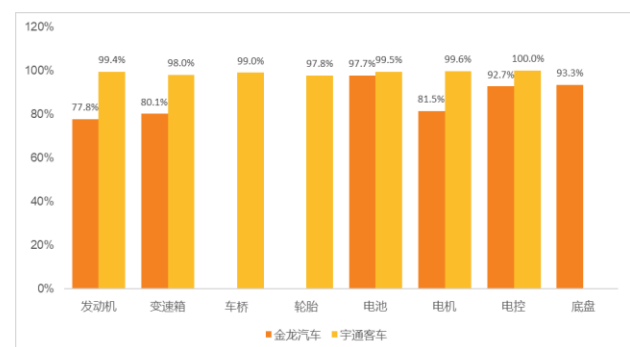
公司原材料成本支出较高, 三龙整合有望提升采购集中度。1) 较高的原材料成本支出可能是公司毛利率偏低的重要原因。2024 年金龙汽车、中通客车、宇通客车原材料/营业收入比例分别为 76.9%、74.4%、45.7%, 与同业相比公司原材料成本较高。2) 对比 2024 年金龙汽车与宇通客车各项核心零部件的前五名供应商采购金额占比, 宇通客车各项核心零部件该比例均在 97%以上, 而公司如发动机该比例仅 77.8%、变速箱为 80.1%。3) 以 2024 年的数据为基准, 若原材料成本下降 5%, 公司毛利率提升到 14.1%; 若原材料成本下降 10%, 公司毛利率提升到 17.9%; 若原材料成本下降 20%, 公司毛利率提升到 25.6%。原材料成本下降 20%时原材料/总营收比例为 61.5%, 仍高于宇通客车的 45.7%。

图 21: 客车上市公司原材料成本占营业收入的比例



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 22: 核心零部件前五名供应商采购额占比



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 23: 原材料成本下降幅度与对应的毛利率测算 (亿元)

	2024年	下调2%	下调5%	下调7%	下调10%	下调20%
总营收	229.7	229.7	229.7	229.7	229.7	229.7
综合毛利率	10.2%	11.7%	14.1%	15.6%	17.9%	25.6%
总成本	206.2	202.7	197.4	193.9	188.6	170.9
原材料成本	176.5	173.0	167.7	164.2	158.9	141.2
原材料成本/总营收	76.9%	75.3%	73.0%	71.5%	69.2%	61.5%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 高层换届，改革有望加速

5 月份公司发布公告，金龙汽车已选举陈锋为第十一届董事会董事长。

新董事长从业经验丰富、在集团任职多年，有望加速管理效率提升改革进程。陈锋现任福建省汽车工业集团有限公司党组副书记、董事、总法律顾问、首席合规官。曾任福建省投资开发集团有限责任公司办公室主任，福建省汽车工业集团有限公司党组成员、副总经理、总法律顾问，期间兼任东南(福建)汽车工业有限公司党委书记、董事长，福建省东南汽车贸易有限公司董事长，福建星联汽车配件开发有限公司董事长。陈锋出任金龙汽车董事长之前，已担任金龙汽车党委书记。

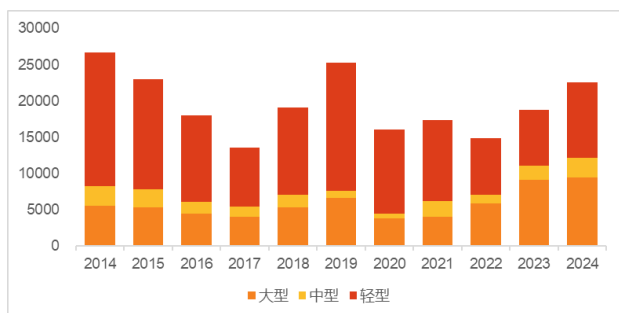
3. 展望：主业盈利释放+布局无人驾驶，迎来发展新篇章

3.1. 出海销量有望持续增长，毛利率改善后主业盈利可期

客车出海先行领军者，产品远销全球 170 多个国家和地区。2001 年，金龙客车大型客车批量出口伊拉克，业内率先进入中东市场。2003 年，82 辆金龙客车批量公交出口马耳他，率先进入西欧市场。2005 年金龙客车通过英国商用汽车（VCA）认证，率先取得了进入欧盟市场的通行证，一次性出口中东 450 辆大中型客车成就中国工业出口最大单；同年 11 月，代表中国客车品牌首次登陆比利时车展，与国际主流品牌同台竞技。目前公司产品已经远销全球 170 多个国家和地区。

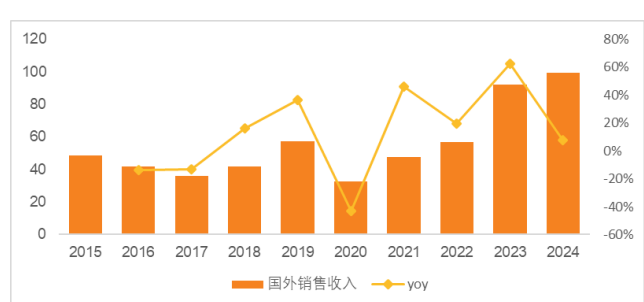
海外大中客、新能源客车销量有望持续增长。2024 年公司出口客车 2.26 万辆，同比+19.8%。2023、2024 年公司大中客销量分别同比+58%、+10%。海外销量提升有助于提高整体 ASP，2024 年公司整体 ASP 为 46 万元，国内、海外 ASP 分别为 43 万、49 万元。2025 年 1—4 月份，金龙汽车集团出口 9148 辆，同比增长 83.3%，新能源客车出口 1449 辆，同比增长 125%。2023/2024 年集团整体营收近五成来自海外市场，今年 1—4 月，海外业务销售额占比已经超过 60%。

图 24：公司海外销量（辆）



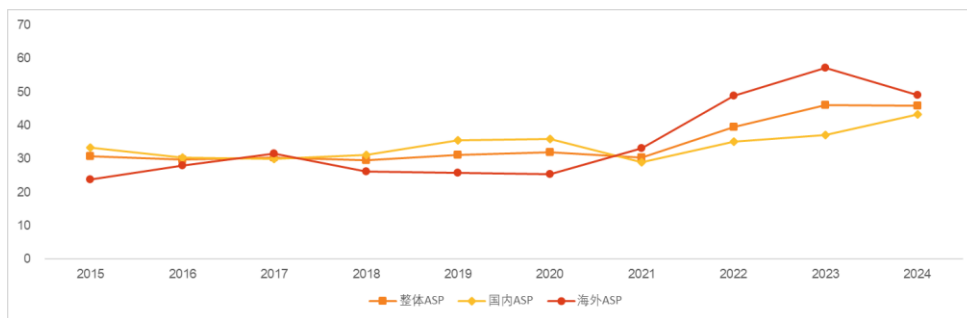
资料来源：wind，天风证券研究所

图 25：国外销售收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 26：公司整体、国内、海外 ASP（万元）

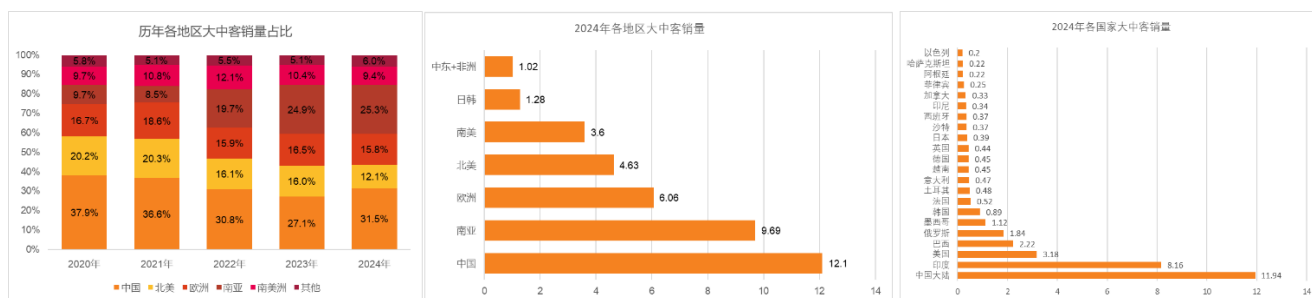


资料来源：wind，天风证券研究所

公司后续出海有望充分受益于全球大中客、新能源客车的发展，进一步改善销量结构：

全球大中客车市场总量 30 万+，出海空间广阔。2024 年，全球大中客销量达 38.38 万辆，同比增长 10.38%，在整体商用车市场中占比 2.18%。分地区来看，中国/南亚/欧洲/北美/南美/其他分别在全球大中客销量中占比 32%/25%/16%/12%/9%/6%。部分新兴国家如印度在人口和经济快速增长及城市化进程加速的推动下，客运需求激增。2024 年，全球电动客车销量达到 7 万多辆，同比增长 30%。

图 27：全球大中客销量情况



资料来源：汽车出口市场公众号，天风证券研究所

3.2. 布局无人驾驶，打造第二增长极

2016 年公司制定智能网联汽车发展规划，陆续落地自动驾驶巴士、无人驾驶物流车、无人清扫车等产品。

与百度合作无人驾驶巴士：2017 年，金龙汽车携手百度联合开发的 L4 级无人驾驶巴士金龙阿波龙正式亮相。2018 年 7 月阿波龙第 100 辆下线，同年 10 月，首辆阿波龙无人驾驶小巴驶入武汉，开始商业示范运营。2021 年 8 月阿波龙 2 推出，具备比肩 Robotaxi 的自动驾驶能力，能够应对无保护左转、车流择机变道、路口通行等复杂城市开放道路场景。

与京东合作无人驾驶物流车：2020 年 9 月，金龙客车正式携手京东物流，签署深化战略合作协议，双方共同打造具备商业化落地条件的低速无人驾驶车辆，并推动市场化。双方携手推出 DIDO 自动驾驶物流车，以人性化、智能化的物流配送，结合金龙云端运营管理系统实现全流程高效管控，该车搭载 2.25m³ 超大货箱，解决“最后一公里配送难题”，全面满足社区、园区物流配送需求。

苏州金龙无人清扫车：苏州金龙 6 吨自动作业清扫车，自 2024 年 10 月试运营以来，已累计完成超 2000 公里自动驾驶作业。苏州金龙低速无人作业清扫车配备了先进的高精度导航系统和 AI 算法，能够实现全天候自主避障、智能路径优化以及垃圾识别清扫等功能，清扫效率较传统模式提高了 60%，单台设备最大作业效率可达每小时 7000-10000 平方米。

图 28：金龙汽车无人驾驶产品



资料来源：裕隆通客车配件、金龙 KING LONG、高端制造与国际贸易区发布公众号，天风证券研究所

4. 盈利预测和投资建议

4.1. 盈利预测

我们预计公司大中客和海外市场持续贡献销量增量，预计 2025-2027 年销量分别为 5.46、5.60、5.88 万辆，同比分别+9%、+2.5%、+5%。预计 2025-2027 年营业收入分别为 255、267、280 亿元，同比分别+10.8%、+4.9%、+5.0%。

公司管理效率有望提升，毛利率中枢有望抬升，我们预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 12.1%、13.3%、15.2%。

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.78、6.86、11.95 亿元，同比分别+140%、+81%、+74%。

图 29：公司盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销量（万辆）	4.21	5.01	5.46	5.60	5.88
yoy	-8.9%	19.1%	9.0%	2.5%	5.0%
营业收入（亿元）	194.0	229.7	254.5	267.0	280.3
yoy	6.4%	18.4%	10.8%	4.9%	5.0%
毛利率	11.6%	10.2%	12.1%	13.3%	15.2%
归母净利润（亿元）	0.75	1.58	3.78	6.86	11.95
yoy	119.4%	110.7%	139.3%	81.4%	74.2%

资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 估值分析

我们选取同为客车行业的上市公司宇通客车、中通客车作为可比公司，2025 年、2026 年、2027 年可比公司 PE 均值分别为 13.7 倍、11.5 倍、10.0 倍，金龙汽车 PE 分别为 24.4 倍、13.5 倍、7.7 倍。公司对子公司控制权更集中有利于提升集采比例，叠加高层换届后改革或加速，我们认为公司毛利率中枢有望上行。参考可比公司估值水平，给予 2027 年 9.5 倍，对应目标市值 113.5 亿元、目标价 15.83 元，给予“买入”评级。

图 30：可比公司估值（2025 年 7 月 3 日）

		总市值	归母净利润				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600066.SH	宇通客车	593.1	41.2	46.42	53.79	61.44	14.4	12.8	11.0	9.7
000957.SZ	中通客车	66.5	2.5	4.56	5.54	6.45	26.6	14.6	12.0	10.3
可比公司均值							20.5	13.7	11.5	10.0
600686.SH	金龙汽车	92.4	1.6	3.78	6.86	11.95	58.5	24.4	13.5	7.7

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

- 1) 利润率不及预期：公司对子公司的股比提升有望提升经营效率，但存在整合改革过程中利润率提升效果不及预期的可能。
- 2) 交付量不及预期：由于行业竞争格局、订单交付周期等因素，存在交付量不及预期的风险。
- 3) 无人驾驶发展不及预期：无人驾驶发展受技术、法规等多方面因素影响，存在业务进展不及预期的可能。
- 4) 收入增速不及预期：受销量、单价等因素影响，收入存在不及预期的可能。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,287.10	6,233.88	7,635.16	8,008.58	8,409.01	营业收入	19,399.85	22,965.58	25,450.54	26,695.27	28,030.04
应收票据及应收账款	3,105.88	4,712.98	7,140.45	3,867.14	7,518.15	营业成本	17,156.48	20,621.00	22,383.67	23,141.81	23,766.46
预付账款	184.21	308.26	504.98	285.06	462.42	营业税金及附加	106.98	112.02	149.57	156.88	164.73
存货	2,221.00	2,063.29	3,992.14	1,908.23	3,900.75	销售费用	1,174.67	865.04	984.03	1,032.16	1,083.76
其他	5,576.14	5,829.17	7,368.73	5,224.48	7,438.75	管理费用	571.05	523.82	606.14	667.38	700.75
流动资产合计	17,374.33	19,147.58	26,641.46	19,293.49	27,729.09	研发费用	748.92	823.26	937.49	983.34	1,032.50
长期股权投资	463.29	434.49	434.49	434.49	434.49	财务费用	(87.63)	11.18	(3.33)	(74.90)	(111.12)
固定资产	3,250.87	3,078.46	2,825.50	2,593.06	2,365.56	资产/信用减值损失	15.28	(93.91)	(145.31)	(74.65)	(104.62)
在建工程	103.34	213.94	291.15	392.92	434.34	公允价值变动收益	45.20	42.71	0.00	0.00	0.00
无形资产	616.23	596.69	576.02	555.34	534.67	投资净收益	40.51	34.25	17.67	30.81	27.58
其他	4,551.01	3,862.02	3,991.36	4,124.51	3,984.31	其他	335.60	284.62	260.21	293.48	279.43
非流动资产合计	8,984.74	8,185.60	8,118.51	8,100.33	7,753.36	营业利润	165.96	276.94	525.55	1,038.25	1,595.34
资产总计	26,359.07	27,333.18	34,759.98	27,393.82	35,482.44	营业外收入	12.40	30.97	28.17	23.85	27.66
短期借款	851.87	529.86	293.90	301.42	1,008.95	营业外支出	3.17	38.64	15.81	19.21	24.55
应付票据及应付账款	12,676.75	13,335.05	18,960.44	13,638.75	18,944.34	利润总额	175.19	269.27	537.91	1,042.90	1,598.46
其他	3,866.38	3,491.91	4,785.27	4,021.28	4,540.41	所得税	31.14	(3.65)	26.90	156.43	239.77
流动负债合计	17,395.00	17,356.82	24,039.62	17,961.46	24,493.70	净利润	144.05	272.91	511.02	886.46	1,358.69
长期借款	3,189.92	3,993.24	4,045.79	1,985.84	2,167.34	少数股东损益	68.96	115.17	132.86	200.61	163.99
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	75.10	157.74	378.15	685.86	1,194.69
其他	1,684.60	1,677.25	1,684.72	1,682.19	1,681.39	每股收益 (元)	0.10	0.22	0.53	0.96	1.67
非流动负债合计	4,874.52	5,670.49	5,730.51	3,668.03	3,848.72						
负债合计	22,269.53	23,027.31	29,770.14	21,629.49	28,342.43	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	962.62	1,056.41	1,189.27	1,389.88	1,553.87	成长能力					
股本	717.05	717.05	717.05	717.05	717.05	营业收入	6.36%	18.38%	10.82%	4.89%	5.00%
资本公积	1,381.08	1,380.97	1,380.97	1,380.97	1,380.97	营业利润	-131.58%	66.87%	89.77%	97.56%	53.66%
留存收益	998.75	1,131.40	1,509.55	2,195.40	3,390.10	归属于母公司净利润	-119.41%	110.05%	139.73%	81.37%	74.19%
其他	30.05	20.05	193.00	81.03	98.03	获利能力					
股东权益合计	4,089.54	4,305.87	4,989.84	5,764.33	7,140.02	毛利率	11.56%	10.21%	12.05%	13.31%	15.21%
负债和股东权益总计	26,359.07	27,333.18	34,759.98	27,393.82	35,482.44	净利率	0.39%	0.69%	1.49%	2.57%	4.26%
						ROE	2.40%	4.85%	9.95%	15.68%	21.39%
						ROIC	-2.20%	-6.38%	-10.02%	-16.09%	-18.33%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	资产负债率	84.49%	84.25%	85.64%	78.96%	79.88%
净利润	144.05	272.91	378.15	685.86	1,194.69	净负债率	-18.48%	-19.73%	-43.38%	-79.12%	-58.57%
折旧摊销	375.49	356.66	346.43	351.34	356.77	流动比率	1.00	1.10	1.11	1.07	1.13
财务费用	95.02	157.93	(3.33)	(74.90)	(111.12)	速动比率	0.87	0.98	0.94	0.97	0.97
投资损失	(58.89)	(66.25)	(17.67)	(30.81)	(27.58)	营运能力					
营运资金变动	131.23	1,817.32	(186.58)	1,508.59	(1,779.80)	应收账款周转率	4.64	5.87	4.29	4.85	4.92
其它	1,683.17	(1,287.82)	132.86	200.61	163.99	存货周转率	7.89	10.72	8.41	9.05	9.65
经营活动现金流	2,370.08	1,250.75	649.86	2,640.67	(203.04)	总资产周转率	0.72	0.86	0.82	0.86	0.89
资本支出	495.91	249.35	142.53	202.53	150.80	每股指标 (元)					
长期投资	332.21	(28.80)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.10	0.22	0.53	0.96	1.67
其他	(2,564.49)	(1,438.09)	346.14	(409.83)	(454.81)	每股经营现金流	3.31	1.74	0.91	3.68	-0.28
投资活动现金流	(1,736.37)	(1,217.55)	488.66	(207.30)	(304.01)	每股净资产	4.36	4.53	5.30	6.10	7.79
债权融资	441.84	(158.27)	89.81	(1,947.98)	890.49	估值比率					
股权融资	(528.03)	(67.47)	172.95	(111.97)	16.99	市盈率	122.98	58.55	24.42	13.47	7.73
其他	(320.99)	(496.49)	0.00	0.00	0.00	市净率	2.95	2.84	2.43	2.11	1.65
筹资活动现金流	(407.18)	(722.23)	262.76	(2,059.95)	907.48	EV/EBITDA	-2.34	1.34	0.40	-1.66	-0.85
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	-3.76	1.79	0.67	-2.33	-1.06
现金净增加额	226.52	(689.03)	1,401.28	373.42	400.43						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com