

联合动力 (301656)

2025 年三季报点评：业绩略低于市场预期，新品可期&客户多元，看好长期趋势

买入（首次）

2025 年 10 月 24 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书：S0600523060001

xiezd@dwzq.com.cn

证券分析师 许钧赫

执业证书：S0600525090005

xujunhe@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	9,365	16,178	21,531	28,467	36,698
同比（%）	86.30	72.74	33.09	32.21	28.91
归母净利润（百万元）	185.86	935.91	1,129.06	1,678.55	2,581.69
同比（%）	203.86	403.55	20.64	48.67	53.81
EPS-最新摊薄（元/股）	0.08	0.39	0.47	0.70	1.07
P/E（现价&最新摊薄）	400.96	79.63	66.01	44.40	28.87

投资要点

■ **25Q3 营收同比+15%、归母净利润-15%、业绩低于市场预期。**公司 25Q1-3 营收 145.25 亿元，同比+35.52%，归母净利润 7.92 亿元，同比+38.38%，扣非净利润 7.38 亿元，同比+31.41%，其中 25Q3 营收 53.77 亿元，同比+15.32%，归母净利润 2.43 亿元，同比-15.55%，扣非净利润 2.22 亿元，同比-22.16%，业绩略低于市场预期。

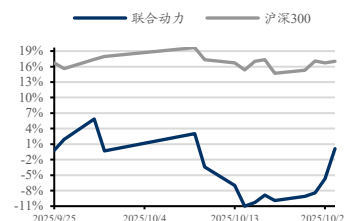
■ **结构变化拉低利润率、客户开发&新品投入带动研发费用率上升。**公司 25Q1-3 毛利率 15.89%，同比-0.40pct，其中 25Q3 毛利率 14.45%，同比-2.89pct，我们预计系产品&客户结构变化导致。公司 25Q3 期间费用为 4.76 亿元，同比+34%，期间费用率 8.85%，同比+1.26pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.04/-0.06/+1.01/+0.27pct，研发费用率增长较快，预计系海外客户开发及线控等新品投入所致。

■ **多合一快速渗透&新品可期、客户多元发展、产能持续加码。**1) 产品层面，公司多合一总成渗透率快速提升，第 6 代电驱系统即将推出，同时围绕整车智能化向底盘域横向拓展，布局智能悬架产品及其控制技术；2) 客户层面，公司新势力、传统车企、海外车企多元发展，国内 TOP 客户理想/广汽埃安/奇瑞/小米 25Q3 销量同比-39%/-28%/+14%/+73%，表现分化。海外基于“Local for Local”战略快速布局，定点开始放量，同时产品由电源向总成拓展；3) 产能层面，苏州&常州工厂产能扩建快速推进，根据招股书，预计新增产能驱动总成/电机/电控/电源 12/10/97/29 万套。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 25-27 年归母净利润 11.3/16.8/25.8 亿元，同比+21%/+49%/+54%，对应现价 PE 为 66x、44x、29x，考虑到电驱动市场空间广阔，公司龙头地位显著，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**新能源车销量不及预期，全球化拓展不及预期，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	30.99
一年最低/最高价	26.89/37.00
市净率(倍)	8.06
流通 A 股市值(百万元)	5,171.66
总市值(百万元)	74,524.47

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.84
资产负债率(%,LF)	61.94
总股本(百万股)	2,404.79
流通 A 股(百万股)	166.88

相关研究

联合动力三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,312	12,983	17,669	23,938	营业总收入	16,178	21,531	28,467	36,698
货币资金及交易性金融资产	3,223	1,257	2,165	4,845	营业成本(含金融类)	13,498	18,176	23,831	30,478
经营性应收款项	6,927	7,657	10,408	12,902	税金及附加	43	50	69	89
存货	3,024	3,889	4,885	5,921	销售费用	97	161	205	257
合同资产	26	2	3	3	管理费用	368	506	712	844
其他流动资产	111	179	208	266	研发费用	908	1,378	1,765	2,165
非流动资产	4,760	4,771	4,492	4,202	财务费用	14	0	0	0
长期股权投资	51	51	51	51	加:其他收益	125	109	119	152
固定资产及使用权资产	2,864	2,584	2,300	2,012	投资净收益	42	9	0	0
在建工程	316	326	323	315	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	162	168	175	180	减值损失	(425)	(200)	(255)	(326)
商誉	0	0	1	1	资产处置收益	(3)	0	0	0
长期待摊费用	31	31	31	31	营业利润	990	1,177	1,749	2,691
其他非流动资产	1,336	1,611	1,611	1,611	营业外净收支	(18)	0	0	0
资产总计	18,072	17,755	22,161	28,140	利润总额	972	1,177	1,749	2,691
流动负债	11,626	10,056	12,784	16,179	减:所得税	36	47	70	108
短期借款及一年内到期的非流动负债	290	322	330	339	净利润	936	1,130	1,679	2,583
经营性应付款项	10,019	7,435	9,588	12,166	减:少数股东损益	0	1	1	2
合同负债	292	273	251	390	归属母公司净利润	936	1,129	1,679	2,582
其他流动负债	1,026	2,026	2,615	3,284	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.39	0.47	0.70	1.07
非流动负债	1,610	1,667	1,667	1,667	EBIT	1,035	1,177	1,749	2,691
长期借款	874	874	874	874	EBITDA	1,367	1,553	2,148	3,090
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	16.57	15.58	16.28	16.95
租赁负债	108	108	108	108	归母净利率(%)	5.79	5.24	5.90	7.04
其他非流动负债	627	684	684	684	收入增长率(%)	72.74	33.09	32.21	28.91
负债合计	13,236	11,723	14,450	17,846	归母净利润增长率(%)	403.55	20.64	48.67	53.81
归属母公司股东权益	4,836	6,030	7,709	10,290					
少数股东权益	0	1	2	4					
所有者权益合计	4,836	6,031	7,711	10,294					
负债和股东权益	18,072	17,755	22,161	28,140					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,653	(1,818)	1,019	2,781	每股净资产(元)	2.29	2.51	3.21	4.28
投资活动现金流	(2,969)	(302)	(120)	(109)	最新发行在外股份(百万股)	2,405	2,405	2,405	2,405
筹资活动现金流	654	152	8	9	ROIC(%)	19.06	16.81	20.53	25.03
现金净增加额	331	(1,966)	908	2,680	ROE-摊薄(%)	19.35	18.72	21.77	25.09
折旧和摊销	332	375	399	399	资产负债率(%)	73.24	66.03	65.21	63.42
资本开支	(1,350)	(112)	(120)	(109)	P/E (现价&最新股本摊薄)	79.63	66.01	44.40	28.87
营运资本变动	1,006	(3,494)	(1,314)	(527)	P/B (现价)	13.56	12.36	9.67	7.24

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>