

中国动力 (600482.SH)

低估的船机龙头，船舶周期方兴未艾

中国动力是国内船舶发动机龙头企业，受今年船市量、价承压的影响，估值已显低估。我们的观点很明确，短期内船市呈现修复迹象，长期散货船、油船等主流船型蓄势待发，且替代燃料仍是大势所趋，这都为中国动力提供了更持久的业绩增长预期。我们再次发布深度报告，对中国动力维持“强烈推荐”投资评级。

□ 民船上行周期确立，民船发动机业务渐成公司利润增长核心驱动力。最新季度业绩，中国动力 2025Q1-Q3 实现营业收入 409.7 亿元，同比增长 12%；实现归母净利润 12.1 亿元，同比增长 63%。尽管公司业务相对较多，但柴油发动机近年来收入占比持续提升，2025H1 的毛利润占比更是达到了 63%，这意味着民船 β 更深刻地影响了中国动力的投资逻辑。

□ 船市短期前瞻：市场量、价呈现修复迹象。今年以来新船市场状况复杂，IMO 环保新规过于严苛使船东观望、俄伊影子船队拆解低于预期致老船退出不畅从而压制需求、301 法案增加船东在中国下单的不确定性费用等因素，导致今年的新船价格与二手船价、运价背离且量价承压。然而，Q4 以来，VLCC 的起量+中远集团与中船集团的天量订单，一改新船订单的颓势；而 12 月以来，新船价格也有小幅增长的势头。

□ 船市长期前瞻：散货船、油船仍有放量预期。

- 1) 供给侧：散货船、油船的船龄持续老化+订单运力比偏低，致使后续存量船队供给更加脆弱。
- 2) 需求侧：油船方面，影子船队拆解有望提速；散货船方面，后续有望受益于美元指数压降+西芒杜铁矿投产，进而刺激新船需求。
- 3) 船用发动机结构端：历史上来看，船机价格变化与新船价格基本同频。近年来，船机经历了替代燃料渗透率提升的结构性机遇，订单量、价齐增。叠加 2022 年以来钢材成本持续回落，利润剪刀差的逻辑得到确立。

□ 估值的角度，中国动力的安全边际较为充足。当前中国动力的 PB 低于 1.2 倍，且 2026 PE 仅为 15 倍，都是过去 10 年以来对应估值的 40%分位数以下。考虑到当前交付的仍是 2-3 年前的更低价的船机订单，后续业绩增长有支撑，当前估值更显低估。与此同时，公司账上现金就已高达 400 亿元以上，接近公司市值水平。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。我们预计 25-27 年公司营业收入增长率为 17%/15%/12%，未来三年归母净利润分别为 22 亿元/31 亿元/42.5 亿元，同比增长率为 58%/41%/37%。分部估值预期下，我们预计 2027 年柴油动力业务的毛利润占比约为 70%（2024 年是 63%）。假设净利润占比接近毛利润占比，2027 年柴油动力业务有望贡献 30 亿归母净利润，对应 15-17 倍 PE（因为是周期股，27 年业绩对应 24、25 年订单，仍是周期中段的订单，后续利润仍将伴随船机涨价而持续提升）；其他业务贡献 12.5 亿归母净利润，给予 10 倍 PE。由此，我们赋予中国动力远期 575-635 亿元市值，目标涨幅空间约为 21.9%-34.6%。继续维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：船舶分船型的景气度轮动放缓；原材料价格持续上涨；散货船、

强烈推荐（维持）

中游制造/军工

目标估值：25.50 - 28.20 元

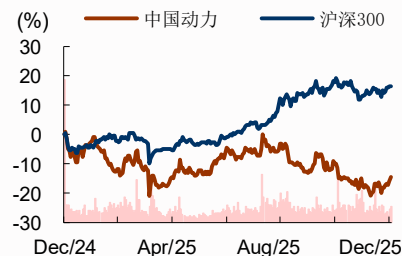
当前股价：20.93 元

基础数据

总股本（百万股）	2254
已上市流通股（百万股）	2254
总市值（十亿元）	47.2
流通市值（十亿元）	47.2
每股净资产（MRQ）	17.8
ROE（TTM）	4.6
资产负债率	53.8%
主要股东	中国船舶重工集团有限公司
主要股东持股比例	25.01%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-7	-13
相对表现	-1	-25	-30



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国动力（600482）—柴油机板块持续整合，毛利率提升显著》2024-11-25
- 2、《中国动力（600482）—船海周期持续上行，船用动力龙头乘风而起》2024-08-15
- 3、《中国动力（600482）—船舶动力系统龙头，24 年上半年利润端预计高增》2024-07-16

郭倩倩 S1090525060003

✉ guoqianqian@cmschina.com.cn

王超 S1090514080007

✉ wangchao18@cmschina.com.cn

吴洋 S1090523080001

✉ wuyang2@cmschina.com.cn

油船等主流船型放量不及预期；全球贸易需求增长不及预期；中船柴油机回收股权的方案推进不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	45103	51697	60320	69111	77379
同比增长	18%	15%	17%	15%	12%
营业利润(百万元)	1174	2752	4479	6523	9016
同比增长	177%	134%	63%	46%	38%
归母净利润(百万元)	779	1391	2197	3096	4248
同比增长	134%	78%	58%	41%	37%
每股收益(元)	0.36	0.62	0.98	1.37	1.89
PE	58.7	33.9	21.5	15.2	11.1
PB	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0

资料来源：公司数据、招商证券

一、中国动力：船舶动力龙头，全产业链布局引领行业

1、近况更新：民船发动业务利润率持续增长，民船周期的利润弹性逻辑初步兑现

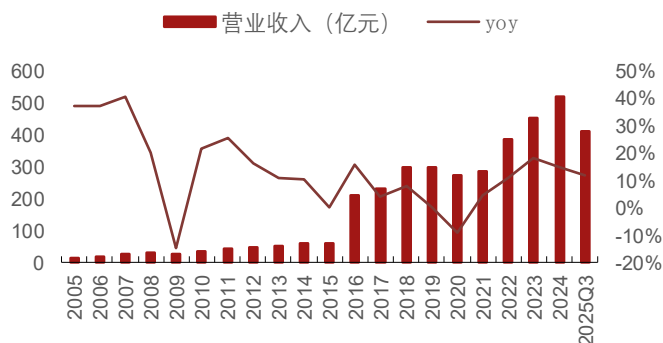
(1) 公司财务分析：营收、利润快速增长态势持续

从营收端看，2021-2024 年公司营收同比增速保持上行态势。自 2021 年开始，公司营收增速持续上行，2021-2024 年公司营收增长率分别为 4.42%、10.47%、17.82%以及 14.62%，主要系船海周期上行带来订单及交付增加，价格同步提升所致。

从利润端看，归母净利润于 22 年出现下滑，23 年恢复高增速。自 2020 年开始，利润端启动上行态势，2022 年有较大下滑，主要系加大市场拓展力度、人工成本上升等导致费用率增加，以及信用减值损失等增加所致。2023 年度公司归母净利润强势恢复，同比增长 134.30%恢复至 7.79 亿。2024 年公司归母净利润继续维持高速增长，达到 13.9 亿元（yoy+78.4%）。

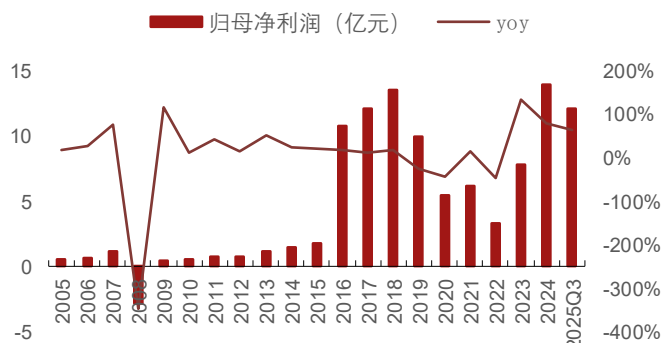
最新季度业绩，中国动力 2025Q1-Q3 实现营业收入 409.7 亿元，同比增长 12%；实现归母净利润 12.1 亿元，同比增长 63%。

图 1：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 2：公司归母净利润及同比增速

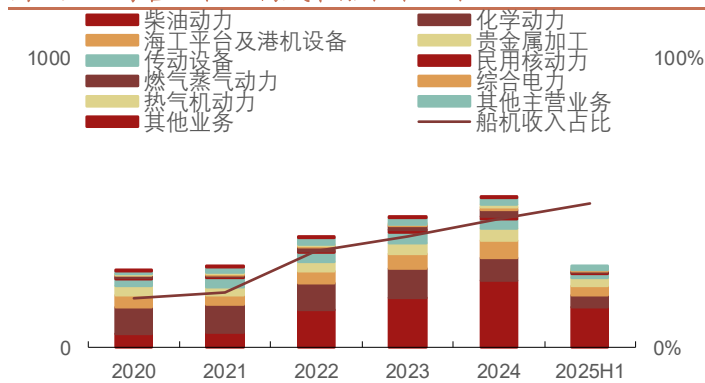


资料来源：公司公告、招商证券

(2) 分业务分析：柴油发动机业务渐成核心利润驱动力

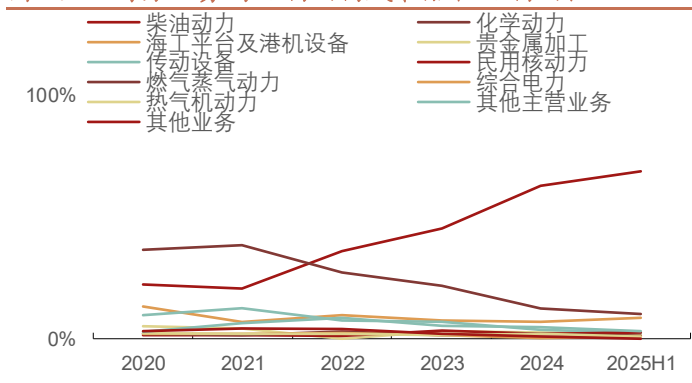
公司业务构成比较多元，但柴油发动机业务逐渐成为公司的主导业务。从占比来看，柴油发动机、化学动力、海工平台及港机设备、贵金属加工、传动设备业务都是公司收入占比较大的业务板块。但从近几年的变化来看，柴油发动机的收入占比持续提升，利润占比更是达到了 63%。因此对中国动力的投资逻辑分析，将主要围绕在柴油发动机业务。

图 3: 公司营业收入构成和船机收入占比



资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 公司分业务的毛利润构成和船机毛利润占比



资料来源: 公司公告、招商证券

合同负债是衡量在手订单的关键指标。前期合同负债金额低且增长平缓，反映当时船舶动力系统市场平稳、新签订单增长有限。

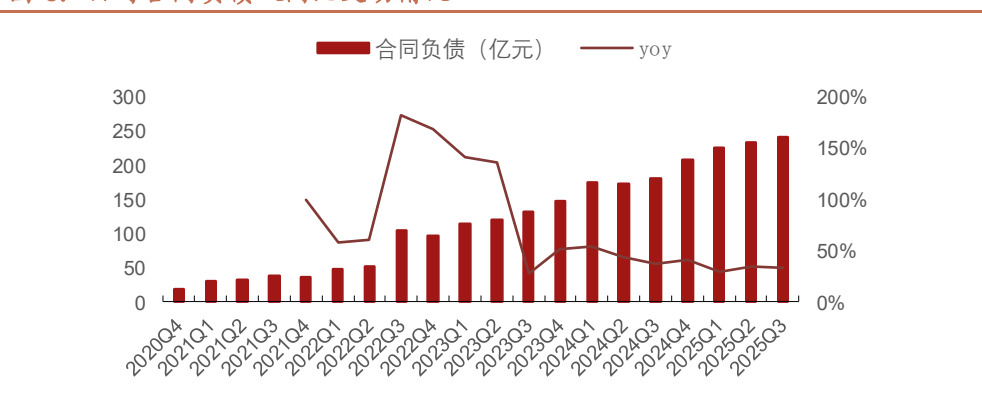
2022 年起，因长期船海周期上行，船舶更新需求成核心驱动力，合同负债显著跃升并维持高位，与船舶行业周期判断契合，2024 年大型油船订单量提升也为其后续增长提供支撑。同比增长率在合同负债增长时处于高位，显示新签订单增速快，后续波动受船舶订单节奏、动力系统配套周期滞后等因素影响。

由于民船柴油机的持续景气，公司近年来的密集接单，一方面通过订单交付产生持续的经营性现金流，最终注入公司账上现金；另一方面合同负债的大幅增长，意味着发动机的订单预付金额显著提升，也同样增厚了公司的账上现金。

目前公司的账上现金从 2020 年的 105.8 亿元增长到当前的 433 亿元，合同负债从 2020 年的 18.1 亿元大幅提升至 2024 年的 207.2 亿元。考虑到公司当前市值仅为 442 亿元，账上庞大的现金支撑了公司股价的安全边际。

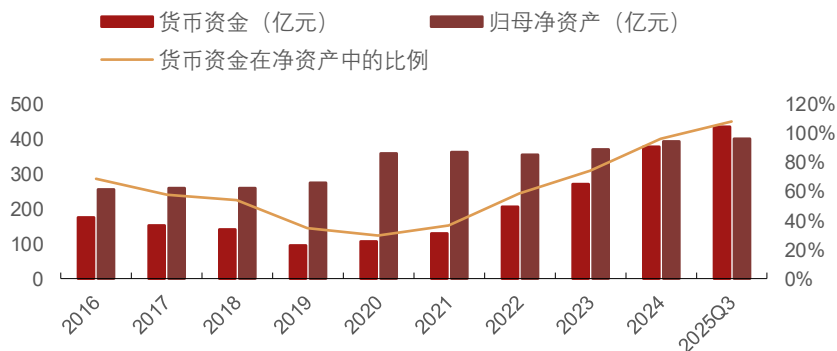
结合公司归母净资产，我们发现 2020 年以来公司归母净资产从 358 亿元增长到 2025Q3 的 401 亿元，整体增幅有限。但公司账上现金占归母净资产的比例从 2020 年的 30% 提高到 2025Q3 的 108%。这表明公司归母净资产的结构有更夯实的支撑，PB 估值具备上修的条件。

图 5: 公司合同负债及同比变动情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 公司账上现金近年来持续增长, 优化净资产的结构



资料来源: 公司公告、招商证券

柴油发动机订单持续增长。公司低速机完工订单持续增长, 新签订单大多时候高于完工订单, 这表明公司的船机在手订单持续积累。中高速柴油机的生产量增长相对稳定, 但 2024 年也实现了新接订单的大幅度增长 (陆上电力设备需求+近海船设备更新政策)

表 1: 柴油发动机历年订单梳理

时间	低速柴油机				中高速柴油机			
	生产量 (台)	生产功率 (kW)	新接量 (台)	新接量 (kW)	生产量 (台)	生产功率 (kW)	新接量 (台)	新接量 (kW)
2021	282	4084416	452	8876449	655	1077616	716	854527
2022	364	5971008	393	7887612	917	1412471	799	1296147
2023	408	7491430	560	9124390	758	1321065	799	1296144
2024	485	7964450	481	7291300	917	1356589	1289	1474234

资料来源: 公司数据、招商证券

二、船海行业: 周期上行共振, 动力系统需求爆发

1、船舶行业概况: 千亿赛道高景气, 周期上行确定性强

(1) 历史上的周期归因与本轮周期定位

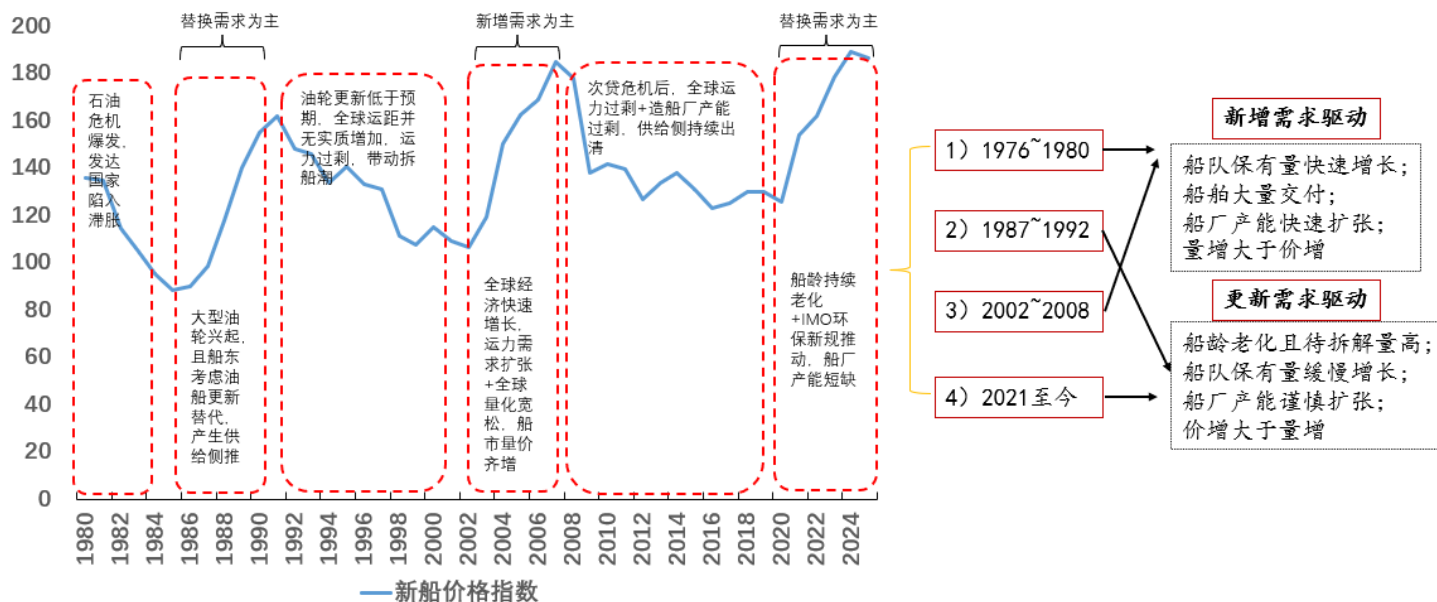
自 1970 年代以来, 从全球新造船价的视角审视, 全球船舶市场先后历经三轮较为显著的上行与下行周期。在 1976 - 1980 年期间, 日本经济腾飞, 贸易环境呈现良好态势, 这为船舶市场的发展提供了有力支撑。然而, 1981 - 1985 年, 石油危机爆发, 发达国家陷入滞胀困境, 经济与贸易双双陷入衰退, 船舶市场也随之受到冲击。到了 1986 - 1991 年, 出于船舶迭代的需求, 市场出现激增下单的情况, 推动了供给侧的发展。但是, 1992 - 2002 年, 游轮更新、全球运距以及运力需求等多方面均全面不及预期, 船舶市场经历了长达十年的下挫期。而 2003 - 2008 年, 全球经济呈现快速增长态势, 运力需求不断扩张, 全球推行量化宽松政策, 投资信心得以修复, 同时“中国因素”开始显现, 船市呈现出量价齐增的

繁荣景象。

各上行周期驱动需求不同，分为新增需求驱动和更新需求驱动。1976 - 1980 年以及 2002 - 2008 年的上行周期主要由新增需求驱动。在这两个阶段，船队保有量快速增长，船舶大量交付，然而船厂产能出现短缺，呈现出量增大于价增的特点。与之不同的是，1987 - 1992 年以及 2021 年至今的周期则主要由更新需求驱动。这两个阶段船舶交付量高，同时拆解量也处于高位，船队保有量缓慢增长，船厂产能谨慎扩张，表现为价增大于量增。

当前，全球船舶市场正处于 2022 年启动的新一轮上行周期之中，其核心驱动因素为船舶更新需求以及 IMO 环保新规。2021 年，全球船舶制造市场规模已突破千亿美元。随着更新需求的持续释放以及环保转型的稳步推进，行业景气度正不断提升。

图 7：1970 年代的多次上行下行的周期的梳理

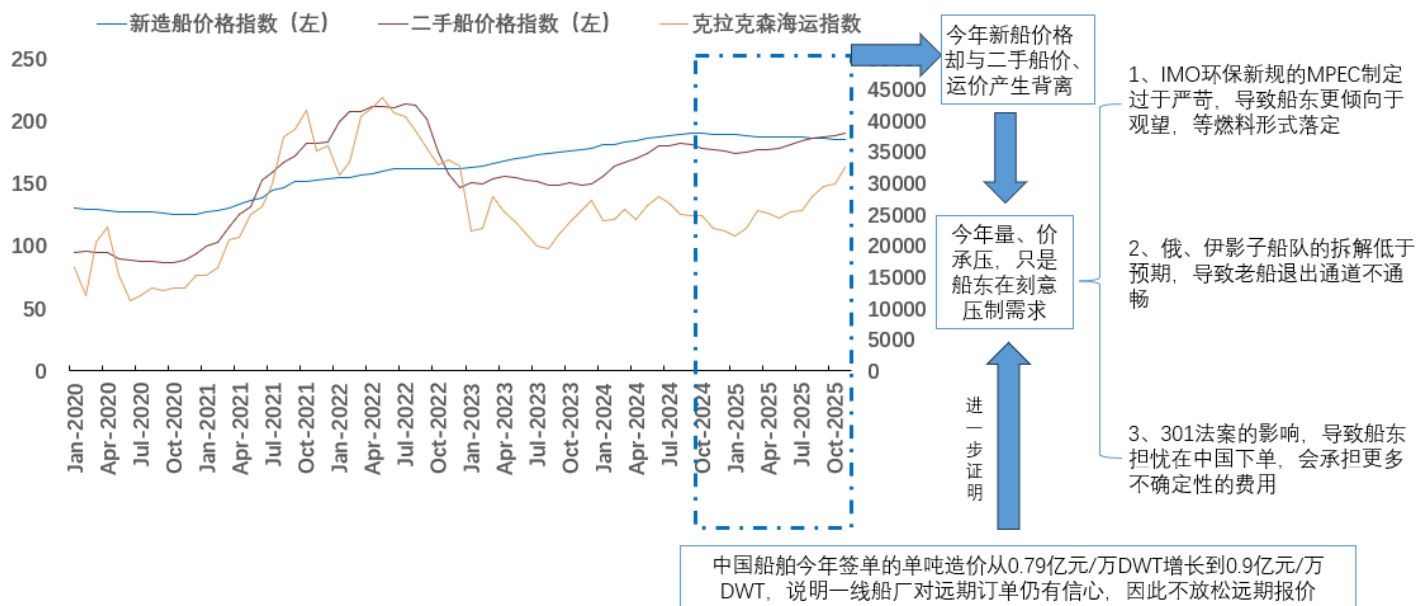


资料来源：克拉克森、招商证券

（2）短期市场态势复杂，船舶价格呈现波动，长期信心支撑报价依然坚挺

新造船价格指数整体波动上升，二手船价格指数与之有一定相关性且波动幅度较大，克拉克森海运指数则剧烈波动，反映出海运市场的高度不稳定性。当前市场状况复杂，IMO 环保新规过于严苛使船东观望、俄伊影子船队拆解低于预期致老船退出不畅从而压制需求、301 法案增加船东在中国下单的不确定性费用等因素，导致新船价格与二手船价、运价背离且量价承压。但是，中国船舶今年签单单吨造价从 0.79 亿元/万 DWT 增长到 0.9 亿元/万 DWT，显示出一线船厂对远期订单的信心，表明尽管市场面临诸多挑战，但长期来看仍具潜力与韧性，因此不放松远期报价。

图 8: 新造船、二手船价格指数今年以来的分歧, 表明船东对资本开支存在不确定性的担忧



资料来源: 克拉克森、招商证券

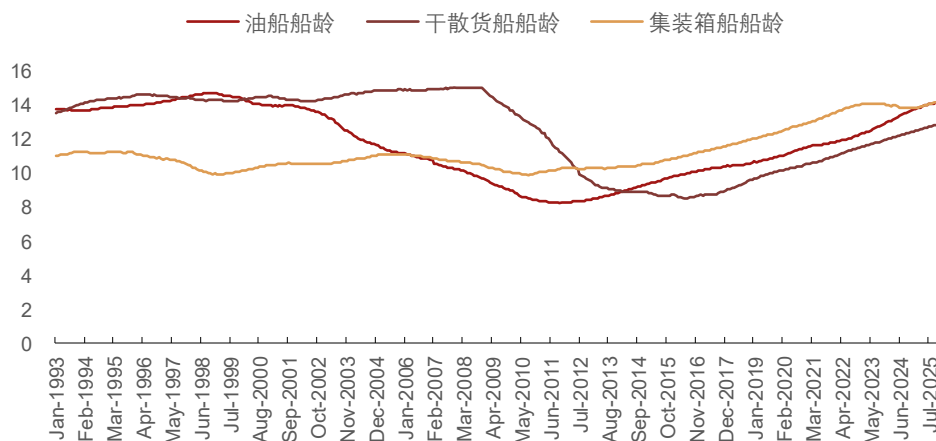
(3) 供给侧: 散货船、油船老龄化加剧, 订单运力比居于低位

油船和散货船的平均船龄逐渐上行, 老化加剧。集装箱船的平均船龄在 2023 年见顶, 此后将伴随着密集的集装箱船交付, 导致平均船龄降低。

而油船、散货船船龄在历史上曾经历长时间的高位, 油船船龄在 2002 年开始回落, 而散货船船龄在 2007 年开始回落。这表明并非船龄见顶就一定会有大量更新订单, 实际上船龄见顶可能会有一段时间的盘整期。

尽管如此, 老化的船舶依然会受到 IMO 环保新规的影响, 相比于年轻的船队, 老化的船队在航线选择、航速、载重、补贴/罚款等多个维度, 更容易失去经济性。因此, 新老替换仍是刚性需求。

图 9: 全球船队分船型平均船龄 (年)



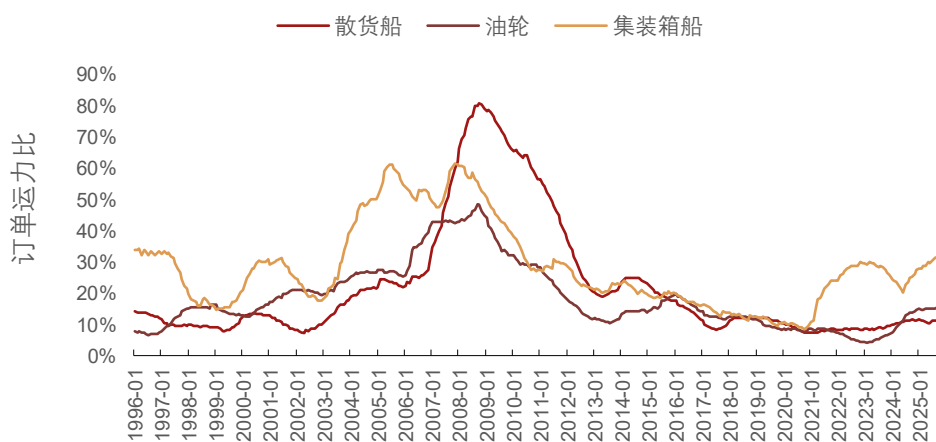
资料来源: 克拉克森、招商证券

散货船、油船的订单运力比居于低位，表明后续新船交付量有限。集装箱船曾因全球贸易增长等因素出现显著峰值且当前在手订单占比近 33%，率先经历订单潮；而油船和散货船此前订单潮未显，订单运力比分别只有 15% 和 11%。

这带来的直观结果是：集装箱船在周期早期占用了相对空闲的船坞并大幅延长船厂交期，此后的 LNG 运输船、PCTC 船则进一步推波助澜，使得本就不多的散货船、油船订单分散在更长的时间交付到船队。

因此，散货船+油船的船龄老化+新船交付放缓，共同导致这两类主流船型的存量供给变得更加脆弱。

图 10: 分船型订单运力比

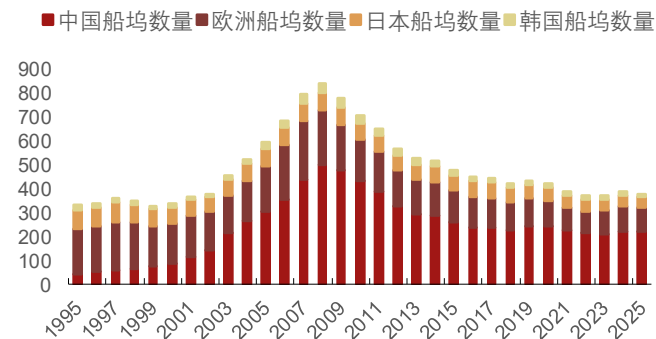


资料来源：克拉克森、招商证券

供给侧受约束的不仅有船队，同样也有造船厂。全球造船产能从 2008 年以来持续收缩，船坞总量从 08 年的 1069 座收缩至 2020 年的 533 座，且从 2021 年本轮船舶上行周期以来，全球船坞、船台数量仍在收缩，继续下降到 2025 年的 469 座。

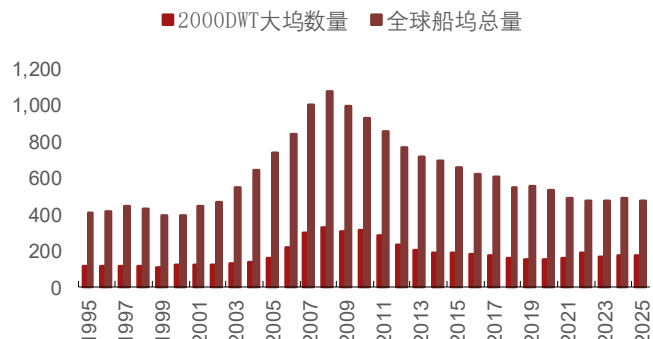
从船台数量下降的国别来看，中国的船台数量从 2008 年的 495 座下降至 2025 年的 217 座，是产能收缩的主力。且近几年以来，中国船台数量并无显著增长。

图 11: 全球分国别的活跃船坞数量



资料来源：克拉克森、招商证券

图 12: 全球活跃的大坞数量与累计数量都没有增加



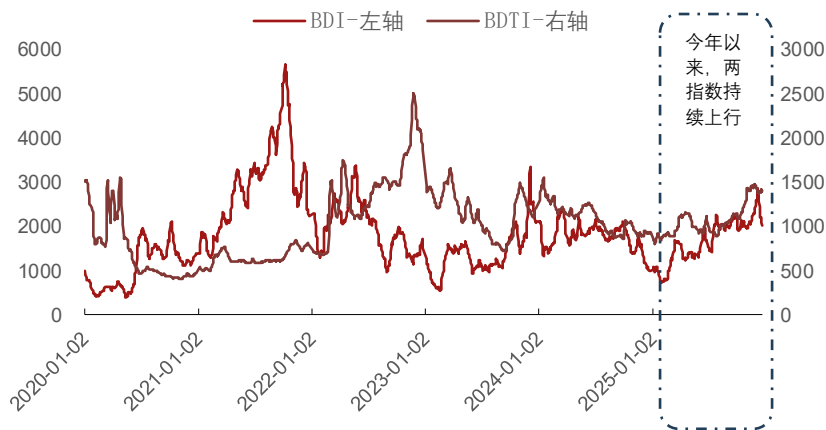
资料来源：克拉克森、招商证券

(4) 需求侧：西芒杜铁矿投产+美元指数下行，有望支撑散货船订单需求

展望 2026 年，我们认为油船、散货船航运市场均有望迎来需求侧的刺激。

油船侧：考虑到俄乌冲突缓和的可能性，影子船队可能会逐渐失去市场份额，并加速拆解。这将有利于油船的进一步更新换代。此外，BDTI 整体来看，依然居于高位，也有助于油船船东的资金流改善，增强下单动力。

图 13: 今年以来，BDI（波罗的海干散货运价指数）+BDTI（原油运输指数）持续上行

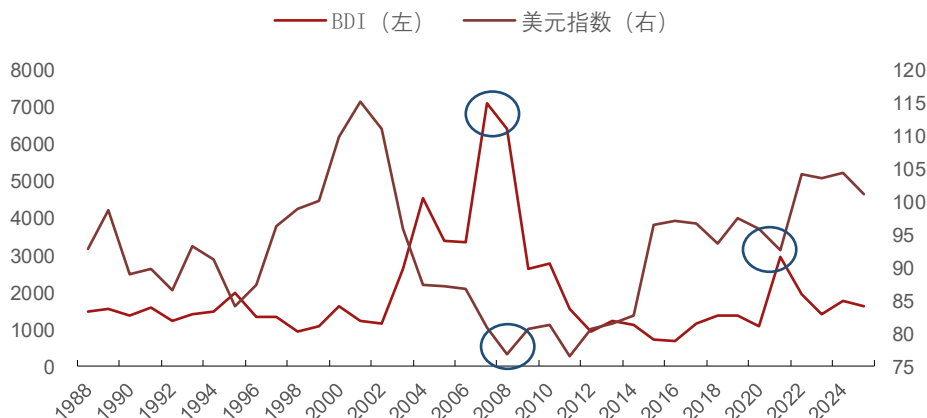


资料来源：Wind、招商证券

干散货船侧：我们认为，2026 年干散货订单有望受到两方面的需求刺激：

- 1) 美联储利率仍然处于下滑通道。若 2026 年继续降息，弱美元政策得到确立，有望通过两个渠道影响到 BDI：A.弱美元背景下，大宗商品的美元定价得到相对的提升，刺激运费提升；B.美联储利率下降也将带动其他国家的本币利率下降，刺激发展中国家的实物投资，进而带动包括水泥、铁矿石、铜矿等大宗商品的需求，刺激全球贸易循环。
- 2) 西芒杜铁矿投产有望显著拉长散货船运距，刺激新订单。几内亚西芒杜（Simandou）铁矿项目在 11 月正式投产，这一世界级大型矿山的启动，标志着全球海运铁矿石供应体系迎来新的关键变量。其核心的传导渠道在于：西芒杜铁矿的投产将替代澳洲、南美运抵中国的铁矿石运量，而这将导致航运运距拉长，导致有效供给不足，进而刺激新船订单。据德路里分析，若西芒杜全面投产，将占全球海运铁矿贸易量的 6.7%，并将 116 艘新 Capesize 散货船的需求。

图 14: BDI 和美元指数呈现负相关关系



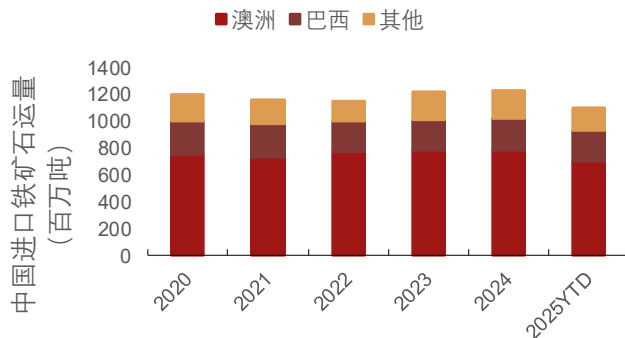
资料来源: Wind、招商证券

图 15: 西芒杜铁矿的投产将显著拉长运距



资料来源: 信德海事、招商证券

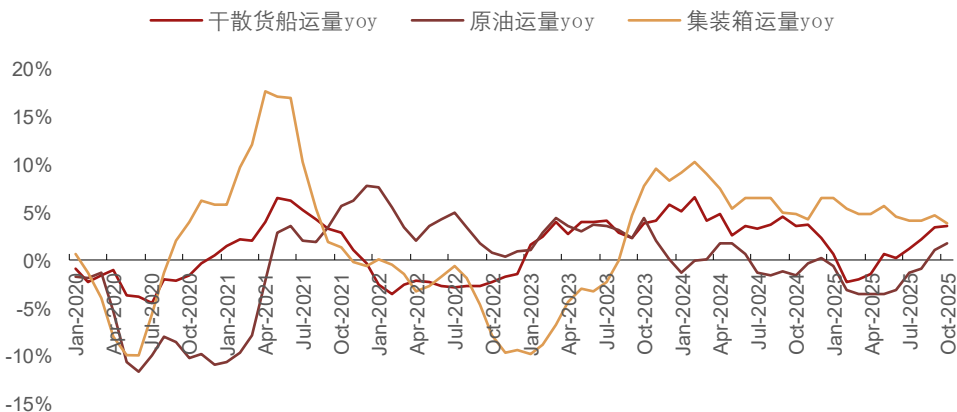
图 16: 澳洲一直是向中国输入铁矿石的重要地区



资料来源: 信德海事、招商证券

从全球贸易总量视角, 今年以来, 干散货、原油、集装箱运量都在持续增长, 且干散货、原油的运量增速仍在持续放大。展望 2026 年及以后, 我们认为, 在全球贸易未经历明显黑天鹅事件的背景下, 主流船型运量仍有望持续温和提升。

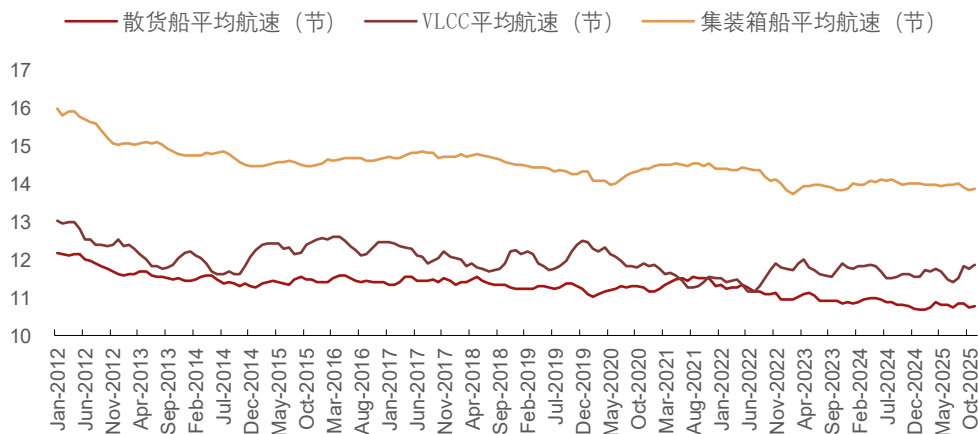
图 17: 今年以来, 干散货、原油、集运运量仍在持续增长



资料来源: 克拉克森、招商证券

然而, 温和增长的贸易运量, 在事实上却需要加速增长的船队去支撑, 这主要归因于全球主流船队的航速持续下降的预期。受到 EEXI 和 CII 等多个 IMO 环保指标的影响, 全球船队为配合航运业碳减排的需求, 纷纷降低主机功率/降低船舶平均载重, 以匹配对应的合规指标。考虑到船队持续老化+远期仍有 MPEC 的净零框架的推进预期, 我们预计未来船舶航速仍将进一步下降。

图 18: 过去多年以来, 三大主流船型的平均航速均有明显回落



资料来源: 克拉克森、招商证券

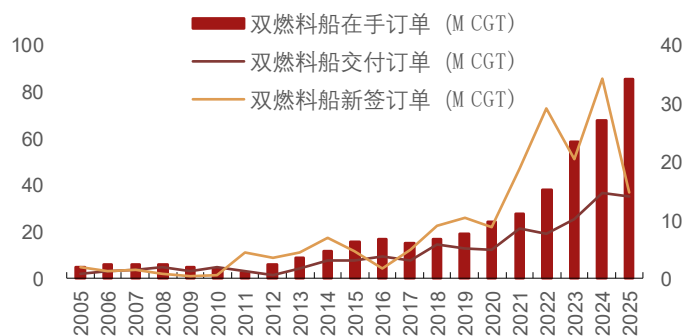
2、船用柴油机行业概况: 船舶核心配套设备, 也是航运碳减排的核心载体

(1) 双燃料发动机订单在近几年迅猛增长

由于 IMO 环保新规的推动, 近年来船舶的上行周期不光有量增与价增, 还有船舶燃料形式的变化。双燃料船的新签订单从 2020 年的 862 万 CGT 迅速提高到 2024 年的 3412 万 CGT。

从双燃料船渗透率趋势推断, 未来数年双燃料船舶将大量交付。近年来全球双燃料船的新签订单渗透率迅速提升至 50-60% 区间, 但双燃料船的存量渗透率仅 10%, 这意味着未来几年将有大量的双燃料船舶交付。

图 19: 双燃料船订单情况



资料来源: 克拉克森、招商证券

图 20: 双燃料船新签订单和存量渗透率



资料来源: 克拉克森、招商证券

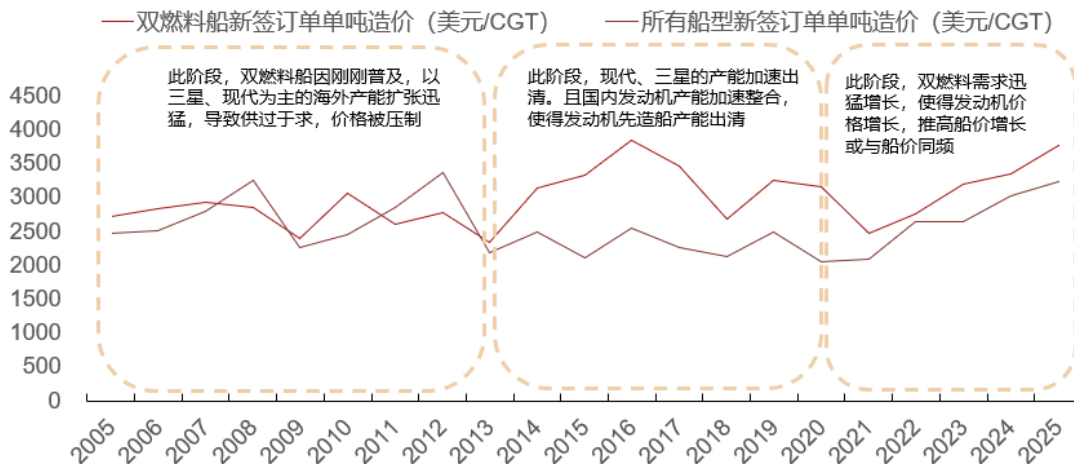
(2) 双燃料发动机的造价增长与船价同频

近年来, 双燃料船舶的造价增长与整体船价指数增长同频。这表明船舶发动机的价格弹性并不弱于船。

事实上, 从 2013 年以来, 双燃料船舶的价格增幅大于传统船舶。伴随着船用发动机的产能加速出清+双燃料发动机的需求显著增长, 双燃料船舶的价格增幅仍

然大于传统船舶。

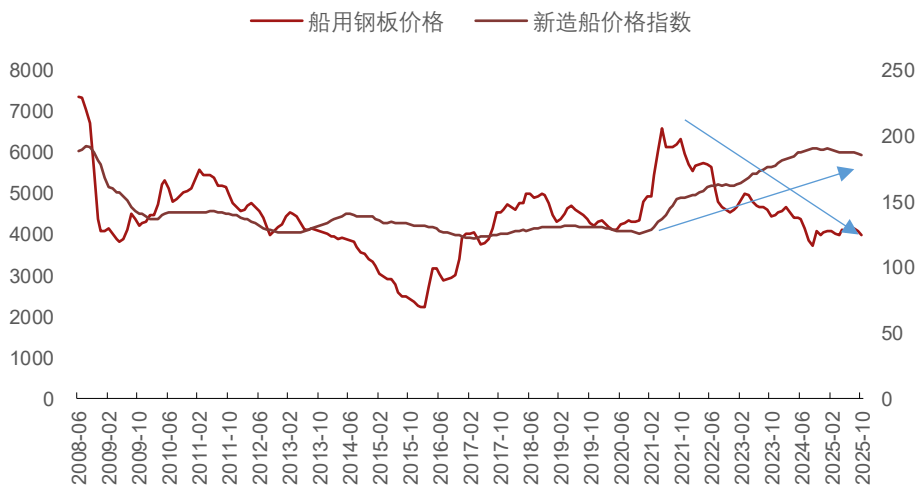
图 21: 双燃料船和所有船型新签订单单吨造价



资料来源：克拉克森、招商证券

既然船舶发动机造价增长与船价同频，我们认为船机公司有望与船厂享受相似的“利润剪刀差”。2020 年以来，新造船价格指数持续增长，而船用钢板价格 10mm 和 20mm 钢板价格已于 2021 年后持续回落。考虑到船板占造船成本 30% 左右，也同样占船舶发动机成本的 40% 左右，因而船价走高叠加成本走弱，为船企、船机企业贡献了显著的“利润剪刀差”。

图 22: 船用钢板价格和新造船价格指数



资料来源：克拉克森、Wind、招商证券

三、盈利预测与投资建议

综合以上的分析，我们认为中国动力在短期与长期兼具良好的投资价值：

- 1) 短期来看，船市量价呈现复苏迹象：尽管今年前三季度，全球新船订单量、价承压。但 Q4 以来，VLCC 的起量+中远集团与中船集团的天量订单，一改

新船订单的颓势；而 12 月以来，新船价格也有小幅增长的势头。

2) 中长期来看，散货船、油船仍有放量预期，而船用发动机也在经历持续的燃料形式切换，这都有希望支撑远期船机的量、价增长。

3) 估值角度，中国动力的安全边际较为充足。当前中国动力的 PB 低于 1.2 倍，且 2026 PE 仅为 15 倍，都是过去 10 年以来对应估值的 40% 分位数以下。考虑到当前交付的仍是 2-3 年前的更低价的船机订单，后续业绩增长有支撑，当前估值更显低估。与此同时，公司账上现金就已高达 400 亿元以上，接近公司市值水平。

我们预计 25-27 年公司营业收入增长率为 17%/15%/12%，未来三年归母净利润分别为 22 亿元/31 亿元/42.5 亿元，同比增长率为 58%/41%/37%。

分部估值预期下，我们预计 2027 年柴油动力业务的毛利润占比约为 70%（2024 年是 63%）。

假设净利润占比接近毛利润占比，2027 年柴油动力业务有望贡献 30 亿归母净利润，对应 15-17 倍 PE（因为是周期股，27 年业绩对应 24、25 年订单，仍是周期中段的订单，后续利润仍将伴随船机涨价而持续提升）；其他业务贡献 12.5 亿归母净利润，给予 10 倍 PE。

由此，我们赋予中国动力远期 575-635 亿元市值，目标涨幅空间约为 21.9%-34.6%。继续强烈推荐中国动力！

表 2: 公司主要财务指标及预测

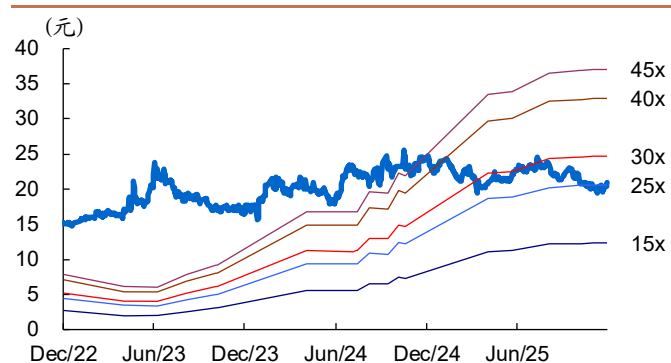
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	45103	51697	60320	69111	77379
同比增长	18%	15%	17%	15%	12%
营业利润(百万元)	1174	2752	4479	6523	9016
同比增长	177%	134%	63%	46%	38%
归母净利润(百万元)	779	1391	2197	3096	4248
同比增长	134%	78%	58%	41%	37%
每股收益(元)	0.36	0.62	0.98	1.37	1.89
P/E(倍)	58.7	33.9	21.5	15.2	11.1
P/B(倍)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0

资料来源：公司年报、招商证券

四、风险提示

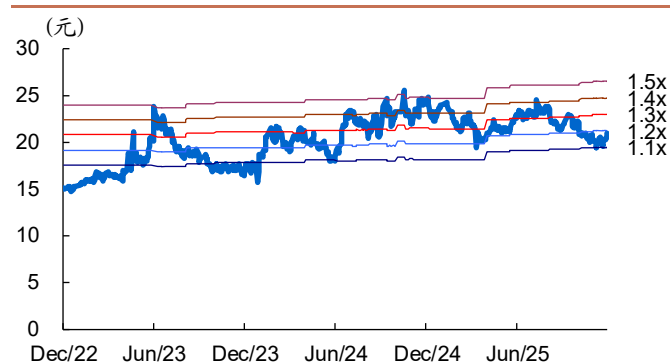
- 1、船舶分船型的景气度轮动放缓；
- 2、原材料价格持续上涨；
- 3、散货船、油船等主流船型放量不及预期；
- 4、全球贸易需求增长不及预期；
- 5、中船柴油机回收股权的方案推进不及预期。

图 23: 中国动力历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 24: 中国动力历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	73307	82618	91091	101766	113309
现金	27154	37754	52185	59902	67079
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	5155	3132	3655	4187	4688
应收款项	13402	14726	10470	11996	13432
其它应收款	636	451	527	603	675
存货	17855	17599	13986	13459	14648
其他	9104	8955	10269	11619	12787
非流动资产	25813	26329	26862	27356	27813
长期股权投资	746	813	813	813	813
固定资产	13009	14043	14999	15868	16660
无形资产商誉	3907	3799	3420	3078	2770
其他	8151	7674	7632	7598	7571
资产总计	99120	108947	117954	129123	141123
流动负债	38632	46146	51439	57347	62123
短期借款	1828	1500	2000	2000	2000
应付账款	17095	18850	21386	24009	26130
预收账款	14668	20723	23511	26395	28727
其他	5042	5073	4543	4943	5267
长期负债	13182	11848	11848	11848	11848
长期借款	5015	4051	4051	4051	4051
其他	8166	7797	7797	7797	7797
负债合计	51814	57994	63288	69195	73972
股本	2187	2253	2253	2253	2253
资本公积金	26173	27422	27422	27422	27422
留存收益	8435	9507	11327	13764	17083
少数股东权益	10511	11771	13664	16489	20393
归属于母公司所有者权益	36795	39183	41002	43439	46758
负债及权益合计	99120	108947	117954	129123	141123

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4598	14402	15888	8805	8367
净利润	1058	2553	4090	5921	8152
折旧摊销	1282	1404	1673	1712	1748
财务费用	263	61	(526)	(709)	(828)
投资收益	(333)	(220)	(1013)	(1063)	(1113)
营运资金变动	1637	9888	13221	2849	(105)
其它	969	1878	336	2920	4416
投资活动现金流	(1778)	(2776)	(1189)	(1139)	(1089)
资本支出	(924)	(1087)	(2201)	(2201)	(2201)
其他投资	(853)	(1689)	1013	1063	1113
筹资活动现金流	1754	(2941)	(269)	50	(101)
借款变动	(39)	(3999)	(417)	0	0
普通股增加	26	66	0	0	0
资本公积增加	495	1249	0	0	0
股利分配	(100)	(234)	(377)	(659)	(929)
其他	1372	(23)	526	709	828
现金净增加额	4574	8685	14431	7717	7177

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	45103	51697	60320	69111	77379
营业成本	39111	44043	49968	56097	61053
营业税金及附加	530	565	660	756	846
营业费用	729	401	724	829	929
管理费用	2257	2551	2977	3411	3819
研发费用	2109	2443	2851	3266	3657
财务费用	(82)	(288)	(526)	(709)	(828)
资产减值损失	233	278	(200)	0	0
公允价值变动收益	22	0	0	0	0
其他收益	595	813	813	813	813
投资收益	340	237	200	250	300
营业利润	1174	2752	4479	6523	9016
营业外收入	61	95	95	95	95
营业外支出	74	16	16	16	16
利润总额	1161	2831	4557	6601	9094
所得税	102	278	467	680	942
少数股东损益	279	1162	1894	2825	3904
归属于母公司净利润	779	1391	2197	3096	4248

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	18%	15%	17%	15%	12%
营业利润	177%	134%	63%	46%	38%
归母净利润	134%	78%	58%	41%	37%
获利能力					
毛利率	13.3%	14.8%	17.2%	18.8%	21.1%
净利率	1.7%	2.7%	3.6%	4.5%	5.5%
ROE	2.1%	3.5%	5.4%	7.1%	9.1%
ROIC	1.7%	3.8%	5.8%	7.9%	10.0%
偿债能力					
资产负债率	52.3%	53.2%	53.7%	53.6%	52.4%
净负债比率	8.7%	5.9%	5.1%	4.7%	4.3%
流动比率	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
速动比率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	2.4	2.5	3.2	4.1	4.3
应收账款周转率	2.5	2.8	3.8	4.6	4.5
应付账款周转率	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4
每股资料(元)					
EPS	0.36	0.62	0.98	1.37	1.89
每股经营净现金	2.10	6.39	7.05	3.91	3.71
每股净资产	16.83	17.39	18.20	19.28	20.76
每股股利	0.11	0.17	0.29	0.41	0.57
估值比率					
PE	58.7	33.9	21.5	15.2	11.1
PB	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	24.6	14.7	9.6	7.2	5.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。