

福田汽车 (600166.SH) 出口、新能源与重卡升级共振，利润进入上行周期

2026年06月11日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

邓健全（分析师）

赵悦媛（分析师）

游泽晨（联系人）

dengjianquan@kysec.cn

zhaoyueyuan@kysec.cn

youzecheng@kysec.cn

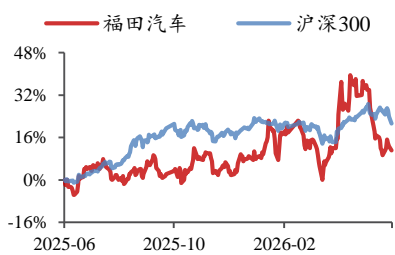
证书编号：S0790525090003

证书编号：S0790525100003

证书编号：S0790126030005

日期	2026/6/8
当前股价(元)	2.98
一年最高最低(元)	3.86/2.50
总市值(亿元)	235.94
流通市值(亿元)	235.94
总股本(亿股)	79.17
流通股本(亿股)	79.17
近3个月换手率(%)	163.53

股价走势图



数据来源：聚源

● 商用车全品类龙头，出口空间、份额均有望提升

福田汽车是国内商用车出口龙头，业务涵盖重卡、轻卡、客车、发动机等多个板块。2025年公司商用车累计出口16.5万辆，出口份额为15%。当下中国商用车出海势头强劲，根据海关总署数据，2025年中国商用车出口总量118.4万辆，在全球商用车市场份额仅4.8%，中国商用车出口可触达市场空间达873万辆，从中长期来看，份额与出口空间均有望提升。公司作为国产商用车龙头，前瞻性布局国际化业务，具备规模、技术、渠道等多重优势，有望在本轮商用车出海浪潮中率先受益。我们预计2026-2028年公司营收分别为677.0、736.4、807.3亿元，归母净利润分别为20.4、25.6、31.5亿元，当前股价对应2026-2028年PE分别为11.6、9.2、7.5倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 欧洲新能源VAN赛道容量充足，后续有望贡献业绩增量

VAN是欧洲商用车市场主要车型，年销量规模在180万以上，目前新能源渗透率仅12%，在欧洲碳排放刚性要求及补能网络逐步完善的背景下渗透率有望持续提升。凭借产品性价比及配套服务，公司已初步打开欧洲市场，2026Q1出口新能源VAN突破300台，后续有望持续增长。欧洲新能源VAN单车盈利显著高于国内市场同类车型，在本轮欧洲新能源化的过程中公司有望兑现高质量盈利。

● 新能源轻卡单车盈利逐步改善，重卡调整升级进入发展快车道

2025年公司新能源轻卡销量3.0万辆，同比+133.1%，国内市场份额为16.7%。随着规模效应释放和供应链降本持续推进，新能源轻卡单车盈利有望逐步扭亏，带动板块业绩改善。2025年公司将福田戴姆勒的长期股权投资减值为零，长期业绩压制因素解除，公司大力发展重卡自主品牌和出口业务，重卡板块复苏迅速，2025年公司实现重卡销量14.2万辆，同比+103.7%，市占率达12.4%。

● **风险提示：**宏观经济运行不及预期、行业竞争加剧、海外拓展不及预期、原材料成本上涨

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	47,698	61,247	67,696	73,640	80,726
YOY(%)	-15.0	28.4	10.5	8.8	9.6
归母净利润(百万元)	81	1,364	2,038	2,563	3,147
YOY(%)	-91.1	1593.3	49.4	25.8	22.8
毛利率(%)	12.6	10.0	10.9	11.1	11.4
净利率(%)	0.2	2.2	3.0	3.5	3.9
ROE(%)	0.3	7.9	10.7	11.9	12.8
EPS(摊薄/元)	0.01	0.17	0.26	0.32	0.40
P/E(倍)	292.9	17.3	11.6	9.2	7.5
P/B(倍)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、商用车全品类龙头，业绩爆发式增长	4
1.1、深耕商用车行业多年，锚定新能源、出海赛道再出发	4
1.2、业绩拐点已现，净利润跨越式提升，降本增效初见成效	5
2、出口领先优势显著，看好欧洲 VAN 市场后续突破	7
2.1、商用车出口景气度高，后续成长空间依然广阔	7
2.2、轻卡、中重卡、客车多点开花，出口高增贡献业绩弹性	10
3、新能源轻卡放量迅速，规模效应及供应链完善带动单车盈利改善	14
3.1、政策与经济性共同驱动，新能源轻卡渗透率有望提升	14
3.2、较早卡位新能源轻卡赛道，单车盈利有望改善	15
4、重卡业务：业绩压制因素解除，重卡板块完成升级	17
4.1、福戴长期股权投资减值为零，轻装上阵锚定未来	17
4.2、聚焦自主品牌，新能源+全球化双轮驱动，重卡销量增长迅速	18
5、盈利预测与投资建议	19
5.1、盈利预测及假设	19
5.2、估值分析与投资评级	20
6、风险提示	21
附：财务预测摘要	22

图表目录

图 1：近 70 年发展历程，锻造出世界级商用车龙头	4
图 2：公司属于北京汽车集团体系，合营、联营及子公司众多	5
图 3：2022 年以来公司营收稳健增长	5
图 4：2022 年以来公司归母净利润恢复性增长	5
图 5：2018-2024 年轻卡业务贡献一半以上营收	6
图 6：2018 年以来整车毛利率总体稳定	6
图 7：公司净利润受投资收益影响较大	7
图 8：福田康明斯和采埃孚福田贡献主要投资收益	7
图 9：销售管理费用率改善，研发费用率稳定	7
图 10：费用率整体下行带动净利率逐步改善	7
图 11：2018 年以来商用车出口增速较高	8
图 12：轻卡在商用车出口构成中占据主导地位	8
图 13：2021-2025 年轻卡出口中枢在 30-50 万的量级	8
图 14：2022 年以来客车出口增速较重卡、轻卡稳定	8
图 15：欧盟新能源 VAN 渗透率仍有较大上涨空间	9
图 16：2025 年欧盟新注册 VAN 以柴油为主要动力形式	9
图 17：2025 年以英法德为代表的主要欧洲 VAN 市场呈现销量规模较大但新能源渗透率较低的特征	10
图 18：挪威、瑞典、荷兰是欧洲新能源 VAN 先锋市场，呈现出低销量规模、高渗透率的特征	10
图 19：以英国 VAN 市场为例，外资品牌占据主导地位	10
图 20：公司在全球范围内具备完善的产能布局	12
图 21：福田汽车海外出口持续扩张，市占率稳居高位	12
图 22：2025 年商用车出口行业 CR5 为 64%	12
图 23：轻卡构成福田汽车出口基本盘	13

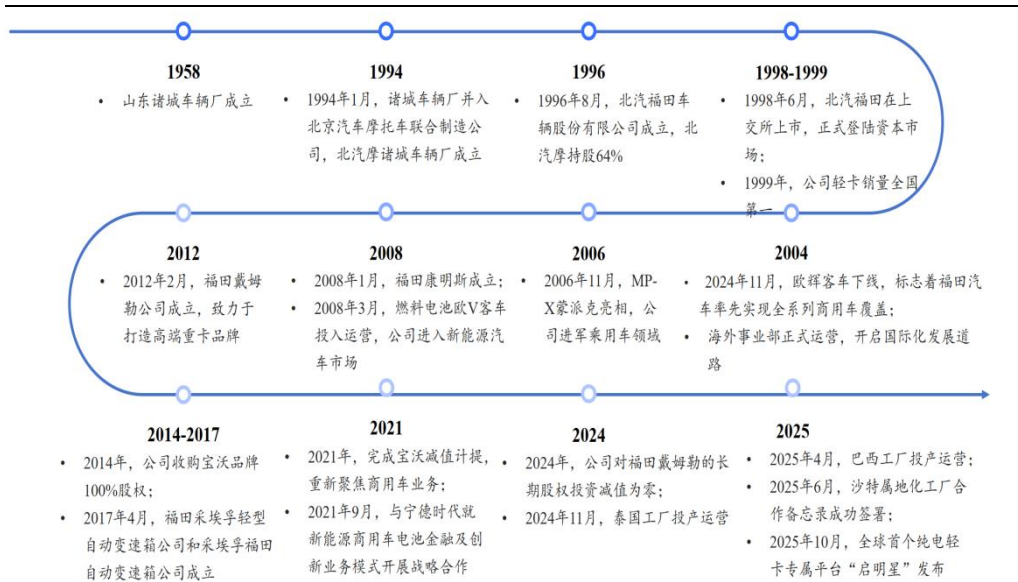
图 24: 2025 年中重卡出口承压, 2026Q1 出口销量上涨.....	13
图 25: 公司客车出口基数小, 2025 年增长显著.....	13
图 26: 轻卡出口量大, 在公司商用车出口占比显著.....	13
图 27: 福田卡文乐福海外版已经开始批量交付欧盟客户.....	14
图 28: 新能源轻卡销量高速增长.....	15
图 29: 2020 年以来轻卡新能源进程明显慢于客车、重卡.....	15
图 30: 公司新能源轻卡自 2023 年起增长迅速.....	16
图 31: 2026Q1 公司在新能源轻卡市场份额仅次于远程.....	16
图 32: 规模效益释放, 2025 年单车 CAPEX 显著下降.....	16
图 33: 公司在新能源技术路线、生态系统方面具有完整布局.....	17
图 34: 2022-2024 年福田戴姆勒销量不及预期.....	18
图 35: 福田戴姆勒 2022 年以来长期亏损.....	18
图 36: 2024 年起福田重卡销量修复.....	19
图 37: 2024 年起福田重卡市占率逐步提升.....	19
表 1: 中国商用车出口空间与份额均具备较强的提升潜力.....	9
表 2: 福田汽车产品矩阵齐全.....	11
表 3: 福田汽车出海生态逐步完善.....	11
表 4: 中央层面密集出台相关政策支持新能源轻卡发展.....	14
表 5: 福田汽车重卡业务板块聚焦自主品牌打造、新能源及全球化业务拓展.....	18
表 6: 公司各业务板块营收及毛利率预测.....	20
表 7: 公司估值低于可比公司均值.....	20

1、商用车全品类龙头，业绩爆发式增长

1.1、深耕商用车行业多年，锚定新能源、出海赛道再出发

公司深耕商用车行业多年，实现商用车全品类覆盖，并积极布局新能源及国际化业务。公司历史可追溯至 1958 年成立的诸城车辆厂，该厂主要从事农用车生产；1994 年诸城车辆厂并入北京汽车摩托车联合制造公司，北汽摩诸城车辆厂由此成立；1996 年北汽摩与百家供应商、经销商共同发起成立北汽福田车辆股份有限公司，北汽摩持股 64%，开启了北汽福田的发展历程；1998 年，公司在上交所上市，正式登陆资本市场；1999 年，公司轻卡销量全国第一，正式奠定全国轻卡龙头地位；2003 年，公司前瞻布局新能源技术和产品研发，成为国内最早发展新能源的商用车企业之一；2004 年，欧辉客车下线，公司实现客车、中重卡、轻卡全系列商用车覆盖，同年海外事业部正式运营，开启国际化发展道路；2006 年，公司通过 MP-X 蒙派克进军乘用车领域；2008 年 1 月，公司与美国康明斯公司合资组建福田康明斯，同年 3 月公司发布燃料电池欧 V 客车，正式进入新能源汽车市场；2012 年 2 月，公司与德国戴姆勒公司合资成立福田戴姆勒，打造高端重卡品牌；2014 年，公司收购宝沃品牌 100% 股权，力图借助宝沃品牌快速打开乘用车市场；2017 年，公司合资成立福田采埃孚轻型自动变速箱公司和采埃孚福田自动变速箱公司；2021 年，公司完成宝沃减值计提，重新聚焦商用车业务；2021 年 9 月，公司与宁德时代就新能源商用车电池金融及创新业务模式开展战略合作，完善新能源商用车服务体系；2024 年，公司对福田戴姆勒长期股权投资减值为零，当年 11 月泰国工厂投产运营，辐射东盟及周边市场；2025 年 4 月，巴西工厂投产运营；2025 年 6 月，沙特属地化工厂合作备忘录成功签署；2025 年 10 月，公司发布全球首个纯电轻卡专属平台“启明星”，推动行业从“油改电”的过渡性技术向“原生纯电架构”转型。

图1：近 70 年发展历程，锻造出世界级商用车龙头

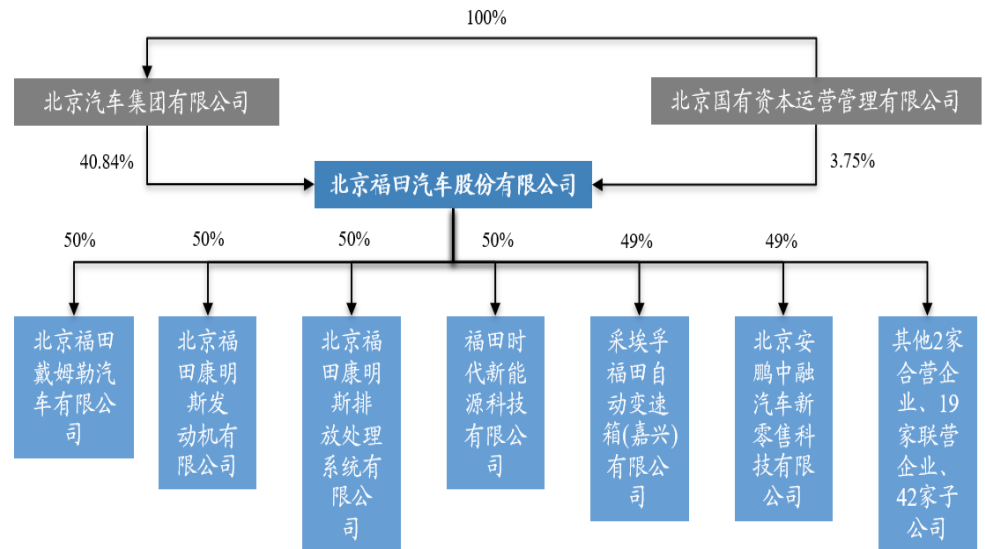


资料来源：公司官网、中国汽车报、开源证券研究所

北京市国资委系实控人，旗下合营、联营及子公司众多。截至 2026Q1，公司控股股东是北京汽车集团有限公司，持股比例为 40.84%。第二大股东是北京国有资本运营管理有限公司，持股比例为 3.75%。北京国有资本运营管理有限公司通过全资持有北汽集团的方式，实现对公司的实际控制，穿透后公司实际控制人是北京市国资

委，合计持有公司 44.59% 股权。公司旗下合营、联营及子公司众多，其中福田戴姆勒（公司持股 50%）主要生产中重卡、福田康明斯（公司持股 50%）主要生产柴油发动机、采埃孚福田（公司持股 49%）主要生产重型商用车变速箱、福田时代新能源（公司持股 50%）主要开展新能源电池经营性租赁业务。

图2：公司属于北京汽车集团体系，合营、联营及子公司众多

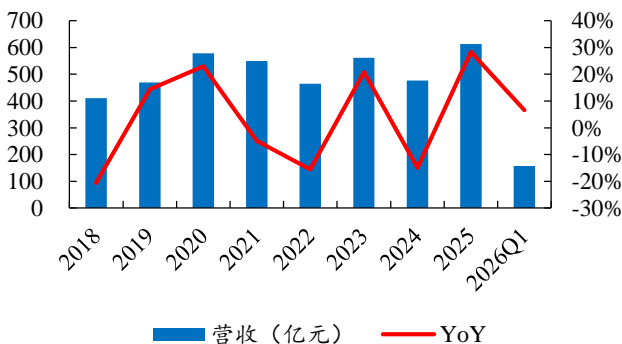


资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所（截至 2026 年 Q1）

1.2、业绩拐点已现，净利润跨越式提升，降本增效初见成效

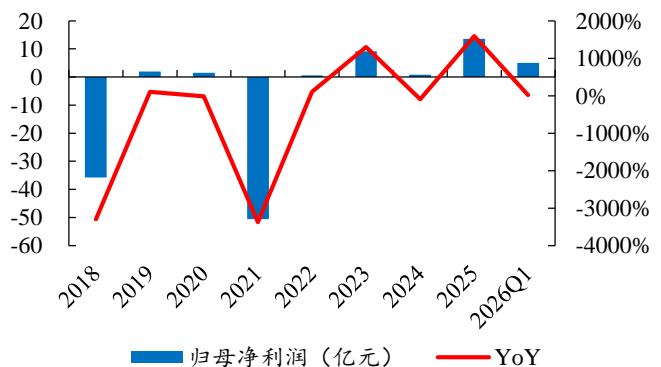
公司业绩拐点已现，净利润跨越式提升。2018-2025 年公司营收保持稳健增长，营收由 410.5 亿元增长至 612.5 亿元，CAGR 为 5.9%。2022-2025 年归母净利润由 0.7 亿元提升至 13.6 亿元，CAGR 为 175.7%。2022 年之前，受宝沃汽车经营不善影响，公司亏损严重，2022 年宝沃出表，公司盈利情况显著好转。2025 年公司营收 612.5 亿元，同比+28.4%，归母净利润为 13.6 亿元，同比+1593.5%，业绩增长主要受益于国内商用车需求持续释放、出口高增以及福田戴姆勒长期股权投资减值为零，业绩压制因素解除。公司 2025 年实现扣非净利润 8.3 亿元，完成扭亏，业绩拐点显现。2026Q1 公司业绩延续增长态势，实现营收 157.8 亿元，同比+6.61%，归母净利润为 5.0 亿元，同比+15.1%。

图3：2022 年以来公司营收稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022 年以来公司归母净利润恢复性增长



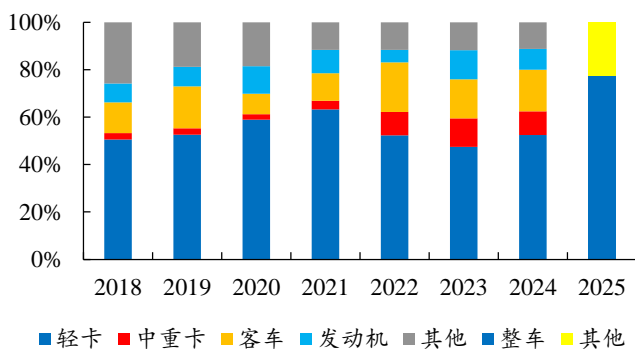
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司营收贡献以整车业务为主，轻卡贡献一半以上营收，中重卡及客车业务是重要补充。具体而言：

(1) 整车业务：占据营收大头，主要包括中重卡、轻卡和客车，其中轻卡贡献一半以上营收。2024 年轻卡、中重卡和客车在营收中占比分别为 52.4%/10.1%/ 17.5%。2025 年公司年报不再对具体业务线进行细分，以整车和其他业务两个板块列示，2025 年整车及其他业务分别贡献营收的 77.2%和 21.8%。从整车盈利性来看，整车板块毛利率保持稳定，2025 年为 9.20%，同比-2.27ppt，主要系国内新能源轻卡及中重卡迅速放量对盈利能力形成拖累所致。随着整车出口占比提升、规模效益释放下新能源单车盈利情况改善，整车板块后续盈利改善可期。

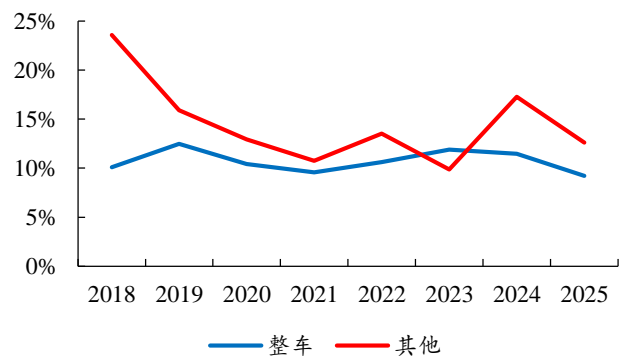
(2) 其他业务：2024 年发动机业务占总营收的 8.8%，毛利率为 9.69%，同比+6.1pct，主要系原材料价格下降所致，其他业务（主要包含配件等）在营收中占比为 11.2%，毛利率为 26.69%。2025 年其他业务（主要包含发动机、配件、后市场等）在营收中占比为 22.75%，毛利率为 12.60%。公司后续将加强以配件供应、电池银行、商用车租赁为主的后市场业务布局，提升产品及服务的全生命周期管理能力，并带动公司盈利能力提升。

图5：2018-2024 年轻卡业务贡献一半以上营收



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2018 年以来整车毛利率总体稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司利润受投资收益影响较大，福田康明斯和采埃孚福田是投资收益的主要来源。公司投资收益金额较大，对当年盈亏结果影响深远，2025 年和 2026 年 Q1 公司实现投资收益 5.88 亿元/1.60 亿元，分别占公司归母净利润的 43%/32%，其中福田康明斯和采埃孚福田是主要投资收益来源。具体来看，福田康明斯 2025 年和 2026 年 Q1 分别贡献了 4.12 亿元/1.04 亿元投资收益，占投资总收益的 70%/65%。采埃孚福田 2025 年和 2026 年 Q1 分别贡献了 1.10 亿元/0.30 亿元投资收益，占投资总收益的 19%/19%。近年来北京宝沃和福田戴姆勒的亏损对公司利润形成严重拖累，北京宝沃 2018-2021 年归属母公司的投资收益分别是-25.45/-9.25/-4.88/-1.79 亿元，2022 年完成出表，福田戴姆勒 2022-2024 年归属母公司的投资收益分别是-4.33/-3.44/-12.7 亿元，2025 年公司对其长期股权投资减值为零。北京宝沃和福田戴姆勒出表后，业绩压制因素彻底解除，公司得以轻装上阵，投资收益对公司整体盈利的支撑作用开始显现，未来有望持续供应稳定收益来源。

图7：公司净利润受投资收益影响较大

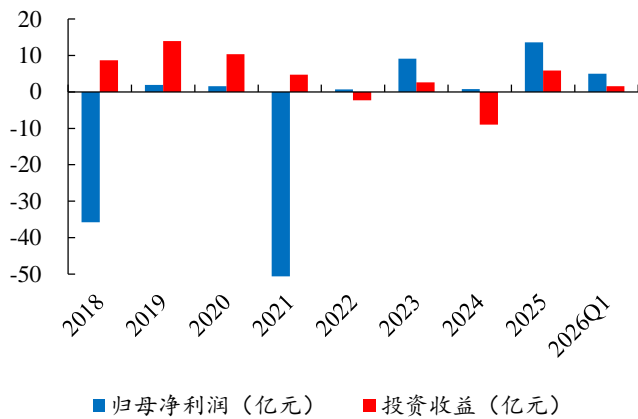
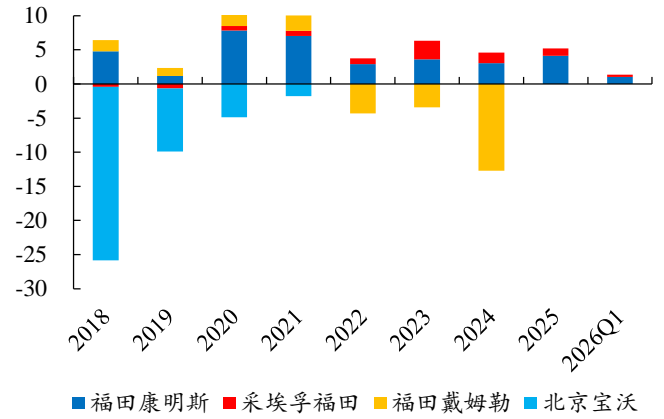


图8：福田康明斯和采埃孚福田贡献主要投资收益



数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

降本增效初见成效，净利率边际提升。2018年以来公司围绕“聚焦价值，精益运营”的经营方针，重点推进系统性降本，强化费用管控能力，2018年至2025年公司销售费用率合计-5.8pct，管理费用率合计-4.4pct，研发费用率稳定在3%以上。2025年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为3.6%/2.4%/2.9%/0.1%，同比-0.4pct/-0.5pct/-1.1pct/-0.09pct。在行业竞争加剧、原材料上涨等因素导致毛利率承压的背景下，费用管控能力的提升对公司整体盈利性改善尤为重要。公司降本增效取得初步成效，在2025年公司整体毛利率同比减少2.6pct至10%的情况下，净利率逆势提升2pct至2.2%。

图9：销售管理费用率改善，研发费用率稳定

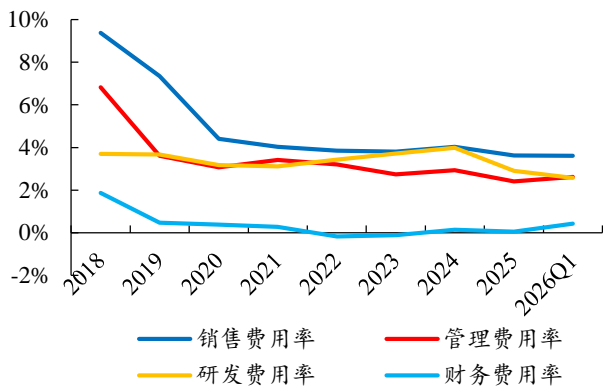
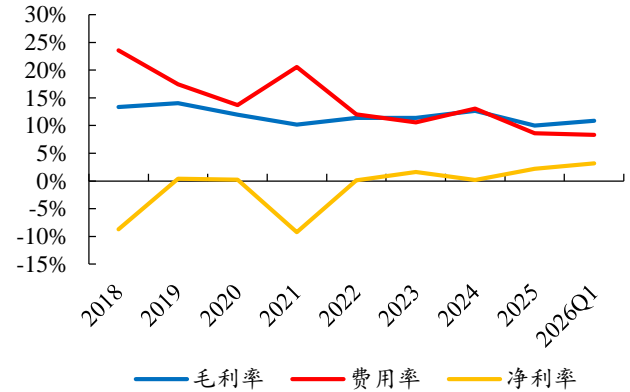


图10：费用率整体下行带动净利率逐步改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、出口领先优势显著，看好欧洲VAN市场后续突破

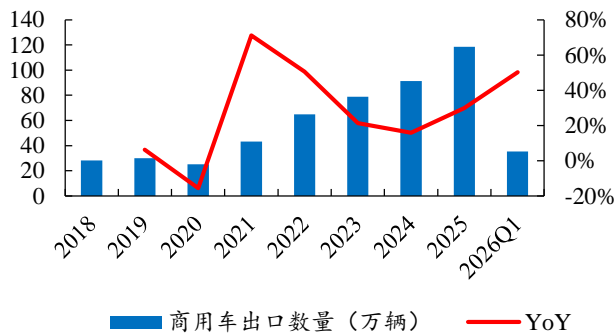
2.1、商用车出口景气度高，后续成长空间依然广阔

商用车出口市场景气度高，2018年以来出口复合增速在20%以上。根据海关总署数据，2018—2025年，我国商用车出口量由28万辆提升至118万辆，CAGR达20.8%，出口规模快速扩张。2026Q1出口延续高景气，商用车出口35.3万辆，同比+50.3%。当前国产商用车出口高增主要得益于以下三个因素：（1）东南亚、非洲等

地区因城镇化、工业化推进以及矿产开采活动增加带动物流运输、城市客运、工程用车等需求释放；(2) 相较于欧美、日韩等品牌，中国商用车产品性价比优势突出；(3) 在国内竞争激烈、盈利承压的背景下，各大 OEM 重视海外市场盈利贡献，强化国际化布局，出口模式正由单一整车贸易向 KD 组装、属地化制造延伸。

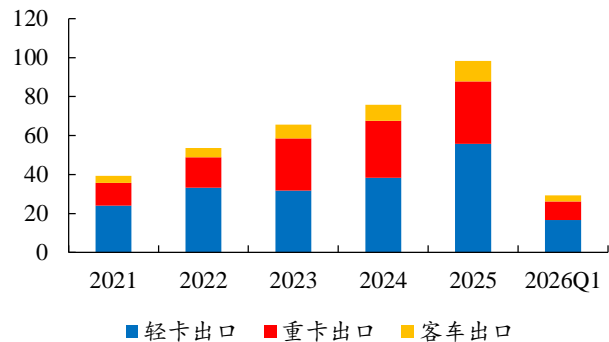
轻卡构成商用车出口基本盘，重卡与客车贡献更高增长弹性。从出口结构来看，轻卡占据商用车出口大头，2025 年在商用车出口总量中占比 47.1%；从细分品类出口增速来看，2021-2025 年之间客车出口增速最快，国产客车出口总量由 2021 年的 3.7 万辆提升至 2025 年的 10.6 万辆，CAGR 为 30.1%，主要受海外公共交通更新、疫情后旅游需求修复以及新能源客车渗透率提升带动。重卡出口增速次之，2021—2025 年出口量由 11.7 万辆提升至 32.0 万辆，CAGR 为 28.7%，增长主要来自基建、矿山运输、物流运输需求释放，同时得益于近年来中国重卡在可靠性和全生命周期成本等方面得到验证，品牌认可度不断提升。

图11：2018 年以来商用车出口增速较高



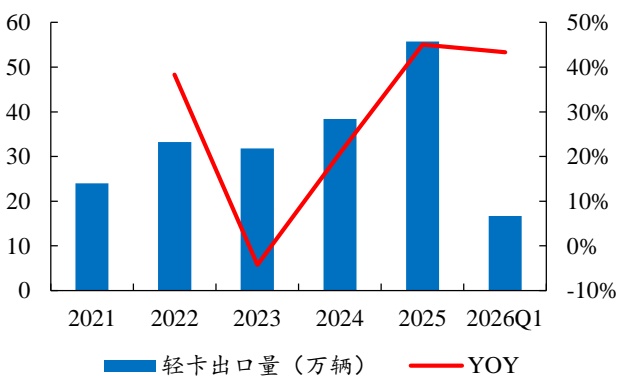
数据来源：中汽协、开源证券研究所

图12：轻卡在商用车出口构成中占据主导地位



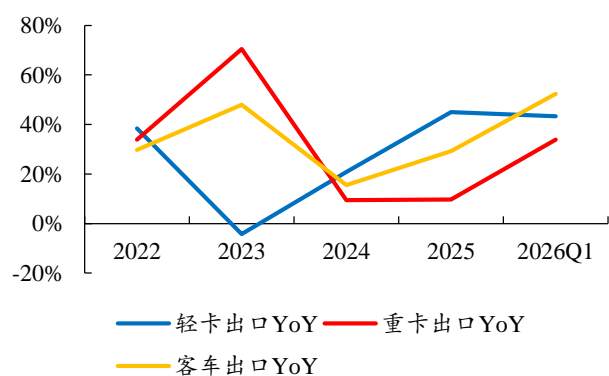
数据来源：海关总署、崔东树微信公众号、开源证券研究所

图13：2021-2025 年轻卡出口中枢在 30-50 万的量级



数据来源：崔东树微信公众号、开源证券研究所

图14：2022 年以来客车出口增速较重卡、轻卡稳定



数据来源：海关总署、崔东树微信公众号、开源证券研究所

商用车出海仍处早期阶段，份额、空间均有望提升。从出口空间来看，根据 OICA 数据，2025 年全球商用车（除中国）销量为 2452.7 万辆，其中北美洲/拉丁美洲/亚洲/大洋洲/南非/欧洲分别为 1564.3/217.2/322.6/35.8/17.5/279.8 万辆，占比分别为 63.8%/8.9%/13.2%/1.5%/0.7%/11.4%。根据海关总署数据，2025 年中国商用车出口 118.4 万辆，出口地区以非洲、东南亚为主（二者合计市场空间不超过 200 万），不考虑北美，中国商用车可触达市场空间为 872.9 万辆，具备较大的提升潜力；从份额角度来看，目前国产品牌在全球商用车市场份额仅 4.8%，从中长期维度来看，出海

份额仍有较大提升空间。

表1：中国商用车出口空间与份额均具备较强的提升潜力

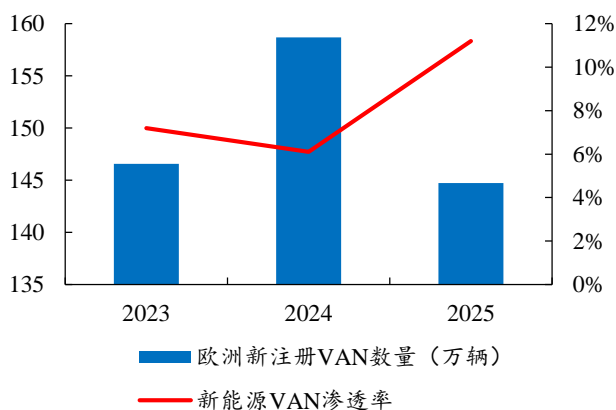
地区	商用车销量（万辆）	中国商用车出口量（万辆）	中国商用车出口占比
中南美洲	217.2	33.9	15.59%
北美洲	1564.3	0.1	0.00%
亚洲	322.6	40.3	12.50%
大洋洲	35.8	5.8	16.13%
欧洲	279.8	7	2.50%
全球（除中国）	2452.7	118.4	4.83%

资料来源：OICA、海关总署、环球车界、开源证券研究所 注：OICA 对非洲、中东地区大部分国家仅统计 LCV 车型，参考意义不大，故上表不作展示

VAN 是最大的商用车细分市场，后续增量空间显著。 VAN 指轻型厢式货车，多用于城市城际配送与城货两用。2025 年全球 VAN 市场空间约 1435 万辆，中国 VAN 销量 320 万辆，占比 22.3%；2025 年中国 VAN 出口数量约为 5.4 万辆，在中国商用车出口中占比 4.6%，在 2025 年全球 VAN 市场份额仅 0.5%，后续增长空间广阔。

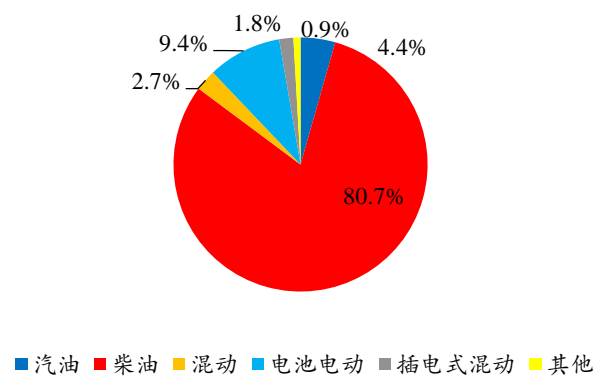
欧洲 VAN 市场容量大，新能源渗透率有望提升。 ACEA 对 VAN 的定义为 3.5 吨以下的轻型商用车，在欧洲主要用于城市配送、商超补货、快递物流等场景，类似国内轻卡。2025 欧洲 VAN 终端销量为 182.3 万辆。分国别看，法国、英国、德国、意大利、西班牙为 VAN 类车型主要市场，2025 年销量分别为 35.8/31.6/26.6/18.8/18.6 万辆。按动力类型看，2025 年欧盟柴油 VAN 注册量为 116.9 万辆，占比 80.7%，同比-12.8%；纯电 VAN 注册量为 16.2 万辆，同比+68%，渗透率为 11.2%；混动 VAN 注册量为 3.9 万辆，同比+21.4%，渗透率为 2.7%。目前欧洲 VAN 新能源渗透水平较低（约 12%），但提升斜率陡峭。预计在欧盟严格的碳排放政策推动下，欧洲新能源 VAN 渗透率提升速度有望持续加快。

图15：欧盟新能源 VAN 渗透率仍有较大上涨空间



数据来源：ACEA、开源证券研究所
注：EU 不包含英国、挪威等国家

图16：2025 年欧盟新注册 VAN 以柴油为主要动力形式

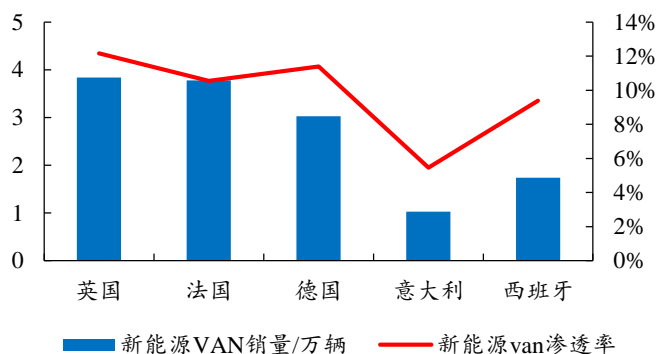


数据来源：ACEA、开源证券研究所
注：EU 不包含英国、挪威等国家

欧洲不同国家新能源 VAN 渗透呈现明显分化，法国/英国/德国等西欧国家为重点市场。 2025 年欧洲新能源 VAN 销量 21.9 万辆，同比+67.8%，其中，英国/法国/德国分别销售 3.8/3.8/3.0 万辆，同比+64.5%/+39.5%/+101.7%，占欧洲新能源 VAN

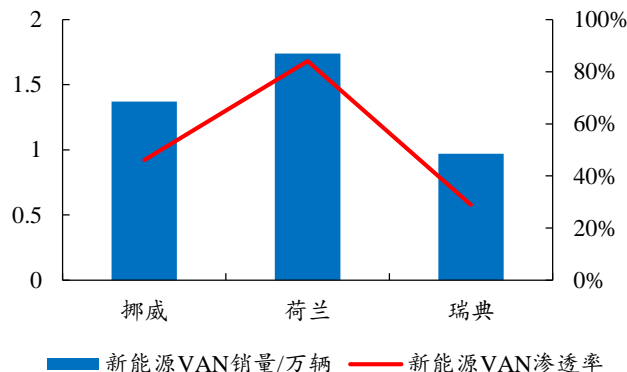
销量的比重分别为 17.5%/17.3%/13.8%。

图17: 2025 年以英法德为代表的主要欧洲 VAN 市场呈现销量规模较大但新能源渗透率较低的特征



数据来源: ACEA、智能汽车观察与思考、开源证券研究所

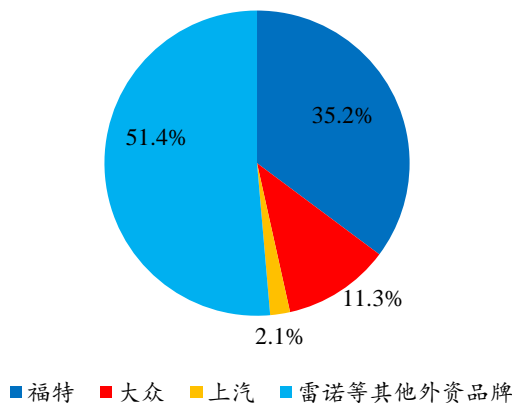
图18: 挪威、瑞典、荷兰是欧洲新能源 VAN 先锋市场, 呈现出低销量规模、高渗透率的特征



数据来源: ACEA、智能汽车观察与思考、开源证券研究所

欧洲 VAN 市场目前以外资为主导, 国产品牌份额提升空间大。在欧洲 VAN 市场中, 外资品牌占据主导地位。以 2025 年英国 VAN 市场为例, 福特、大众份额名列前茅, 合计占有 46.5% 的市场份额, 雷诺等其他外资品牌占有约 51.4% 的份额, 国产品牌中上汽大通份额领先, 却也仅占有 2.1% 的份额。随着欧洲 VAN 新能源渗透率不断上升, 国产品牌有望凭借完整的供应链体系、领先的三电技术, 提供更具性价比的产品和更完善的配套服务, 实现在欧洲高端市场的突破, 进而提升市场份额。

图19: 以英国 VAN 市场为例, 外资品牌占据主导地位



数据来源: 智能汽车观察与思考、开源证券研究所

2.2、轻卡、中重卡、客车多点开花, 出口高增贡献业绩弹性

产品矩阵齐备, 实现用车场景全覆盖。公司已形成覆盖中重卡、轻卡及客车、专用车等全系列商用车产品矩阵。轻卡板块以欧马可、奥铃、时代等品牌覆盖中高端城配、城乡物流及下沉市场; 重卡板块以欧曼银河、欧曼星辉等产品承接干线物流、区域配送、工程运输等需求; 客车板块欧辉持续推进新能源化、智能化、轻量化布局, 覆盖公交、文旅及团体出行等场景。依托全产品矩阵, 公司能够针对不同运距、载重、成本及补能条件提供差异化解决方案, 产品矩阵完整度构成其场景适

配能力和客户覆盖能力的重要基础。

表 2：福田汽车产品矩阵齐全

车型	品牌	主要产品
轻卡	欧马可、奥铃、时代、卡文	   ✓ 奥铃智蓝EL ✓ 卡文乐途 ✓ 欧马可Z
重卡	欧曼	   ✓ 欧曼星辉 ✓ 欧曼银河9 ✓ 欧曼星翼
中卡	欧航	  ✓ 欧航
客车	图雅诺、福田风景、欧辉	   ✓ 图雅诺（轻客） ✓ 福田风景（轻客） ✓ 欧辉（大中客）
其他车型	雷萨、普罗科、火星	   ✓ 火星皮卡 ✓ 普罗科环境装备 ✓ 雷萨（工程机械）
专用车	奥铃、欧航、图雅诺	   ✓ 奥铃冷藏车 ✓ 奥铃油罐车 ✓ 奥铃吸污车

资料来源：公司官网、开源证券研究所

积极进行海外产能及销售服务体系建设，完善出海生态。截至 2025 年底，公司已建成覆盖全球 140 多个国家和地区的销售服务网络，其中国内销售与服务网络超过 10000 家，海外销售与服务网络超过 1200 家；在生产制造方面，公司构建了涵盖从整车到零部件的全产业链布局，国内布局 10 个整车基地与 8 个零部件基地，海外建设 32 个智能制造基地，覆盖东南亚、中东、非洲、美洲等地区。

表 3：福田汽车出海生态逐步完善

生态类型	具体内容
销售服务网络	海外销售与服务网络超过 1200 家，市场网络覆盖全球 海外销售网络 1200 余家，服务网络 1500 余家
海外基地	海外布局 32 家海外智能制造基地，其中 22 家已建成，10 家在建或规划中，覆盖东南亚、中东、非洲、美洲、欧洲等五大洲 巴西一期工厂：年规划产能 5000 台，目前已投产轻中卡，未来将拓展至重卡与皮卡领域

产业基地	南非一期工厂：年规划产量 50000 台，且于 2014 年公司首辆重型卡车便已下线
	泰国工厂：年标准产量 3000 台，实行 KD 属地化运营
	墨西哥哈利斯科州工厂：年规划产能 12000 台，主要装配 tunland 系列皮卡产品

资料来源：公司官网、环球网、搜狐汽车、开源证券研究所

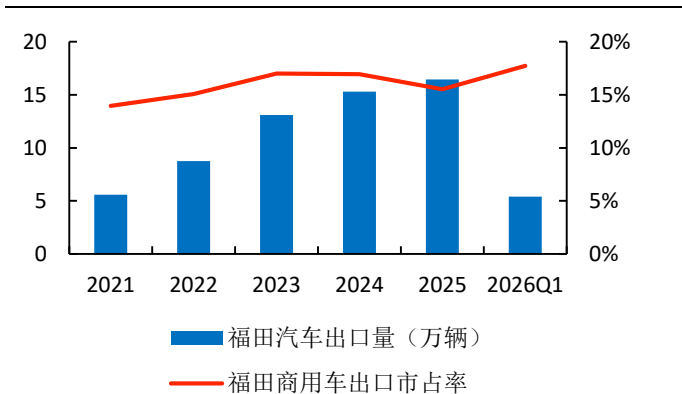
图20：公司在全球范围内具备完善的产能布局



资料来源：公司官网

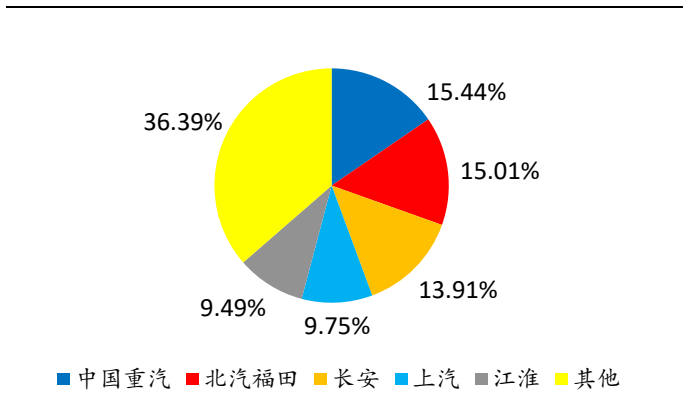
出口规模持续扩张，商用车出口龙头地位稳固。根据公司公告，2021-2025 年，福田汽车出口量由 5.61 万辆提升至 16.45 万辆，CAGR 达 30.9%，高于同期我国商用车出口整体增速 27.5%。2026Q1 公司出口延续高增态势，实现出口 5.40 万辆，同比+34.0%。从竞争格局来看，福田汽车在出口市场份额稳固。据商联会，公司 2025 年出口 16.45 万辆，占国产商用车出口份额的 15.0%，位居行业前列；在 2026 年一季度出口维持高景气的背景下，公司 2026Q1 合计出口 5.40 万辆，份额为 15.3%，出口龙头地位持续巩固。

图21：福田汽车海外出口持续扩张，市占率稳居高位



数据来源：公司官网、方得网、开源证券研究所

图22：2025 年商用车出口行业 CR5 为 64%

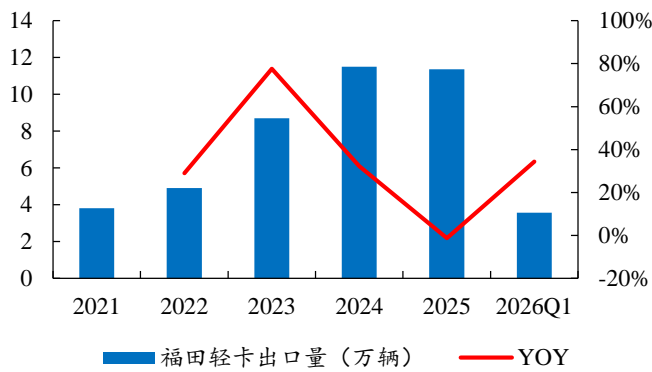


数据来源：Wind、方得网、第一商用车网、开源证券研究所

轻卡系公司出口主力车型，中重卡与客车出口持续突破。(1) 轻卡：2021—2025

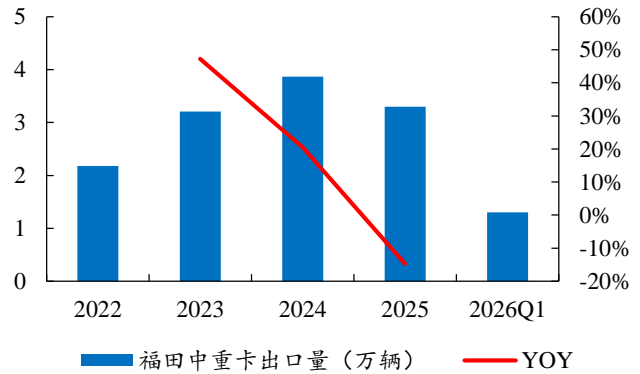
年福田轻卡出口量由 3.8 万辆提升至 11.4 万辆，在公司出口总量中的占比由 67.8% 增长至 69.0%，对国际化业务形成重要支撑。2025 年福田轻卡出口同比小幅下滑 1.3%，但公司在轻卡出口市场份额仍保持在 20.4%，2026 年 Q1 轻卡出口份额进一步提升至 21.0%；**(2) 中重卡：**公司 2025 年合计出口中重卡 3.3 万辆（含欧曼重卡），同比 -14.7%，占公司出口总量的 20.1%，同比 -5.2pct；2026 年 Q1 福田中重卡出口 1.3 万辆，在中重卡出口市场的份额为 18.1%，较 2025 年全年+4.7pct；**(3) 客车：**公司围绕海外公交系统更新需求进行定制化交付，2025 年在澳大利亚等市场拿下大额公交订单，助力客车出口市场拓展。2025 年公司合计出口客车 1.8 万辆，同比+127.3%，在客车出口市场占有率为 16.9%，同比+7.3pct。随着“GREEN 3030”战略（到 2030 年实现海外销量 30 万辆，新能源占比达到 30%）的实施，公司将在海外供应链体系建设、属地化深度制造运营、全球技术研发合作、全球后市场全生态价值链运营等方面加速布局，为国际化业务拓展注入持久动力，整车出口有望持续放量。

图23：轻卡构成福田汽车出口基本盘



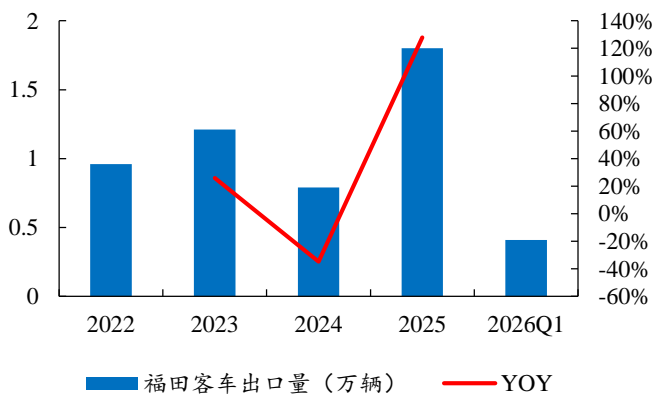
数据来源：中汽协、开源证券研究所

图24：2025年中重卡出口承压，2026Q1出口销量上涨



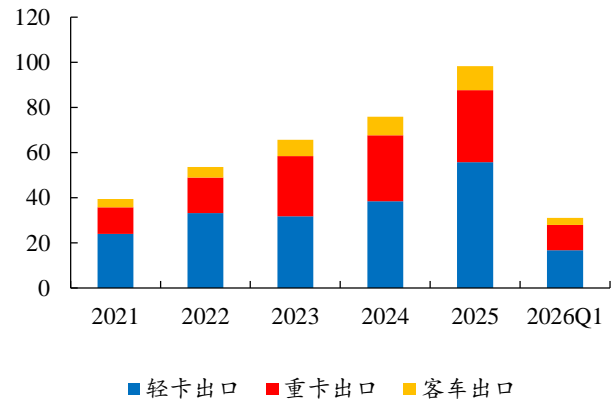
数据来源：中汽协、开源证券研究所

图25：公司客车出口基数小，2025年增长显著



数据来源：中汽协、开源证券研究所

图26：轻卡出口量大，在公司商用车出口占比显著



数据来源：中汽协、崔东树微信公众号、开源证券研究所（单位：万辆）

欧洲新能源VAN放量或贡献较大业绩弹性。公司将新能源技术与多年行业深耕形成的商用车量产经验相结合，在对国产轻卡改造的基础上推出适配欧洲市场准入的VAN车型，交付产品具备低能耗与高补能效率等优势，可在满足海外客户需求的基础上优化全生命周期成本。目前公司已初步打开欧洲VAN出口市场，2026Q1出口新能源VAN突破300台，下一步公司计划在3年内进入50国，建立500家服务

网络，销售目标5万台。在盈利能力方面，欧洲新能源VAN单车盈利能力显著高于公司在国内市场同类型车型，公司有望在本轮欧新能源VAN转型的浪潮中享受到行业发展红利，实现高质量的盈利兑现。

图27：福田卡文乐福海外版已经开始批量交付欧盟客户



资料来源：公司官网

3、新能源轻卡放量迅速，规模效应及供应链完善带动单车盈利改善

3.1、政策与经济适用性共同驱动，新能源轻卡渗透率有望提升

政策催生与经济适用性推动新能源轻卡迅速推广。(1)政策端：2025年12月，国家发改委、财政部宣布2026年将继续实施以旧换新政策，补贴标准参照2025年。2026年4月，交通运输部、国家发改委宣布继续支持国三、国四排放标准营运货车报废更新，优先支持更新为电动货车，且配套资金全额由中央安排超长期特别国债进行承担；2026年5月，工信部发布有关减免新能源车型购置税与车船税的相关目录，其中有198辆新能源商用车减免车船税、307辆新能源商用车减免购置税；(2)经济适用性：新能源轻卡较传统燃油轻卡具备更优的全生命周期成本。从购车成本看，新能源轻卡具有补贴与减免购置税优惠；从能耗和维保成本看，新能源轻卡显著低于传统燃油车。

表4：中央层面密集出台相关政策支持新能源轻卡发展

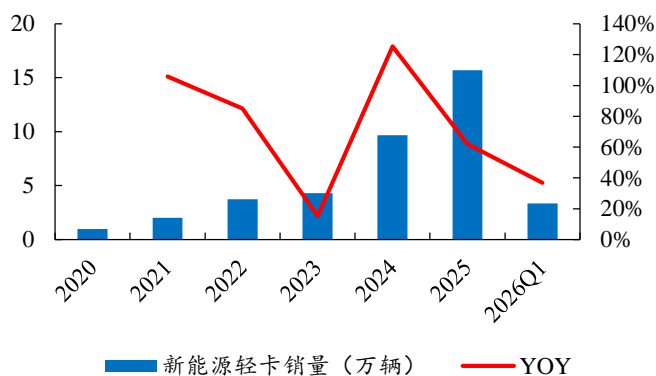
时间	政策名称	发布机构	支持方向	主要内容
2025年12月	《关于2026年实施国家发改委、以旧换新大规模设备更新和财政部消费品以旧换新政策的通知》	国家发改委、财政部	支持国三、国四排放标准营运货车报废更新	直接向地方安排超长期特别国债用于落实老旧营运货车报废更新支持政策。 支持资金按照总体9:1的原则实行央地共担 ，东部、中部、西部地区中央承担比例分别为85%、90%、95%。
2026年4月	《关于2026年实施国家发改委、以旧换新老旧营运货车报废更新的通知》	交通运输部	继续支持国三、国四排放标准营运货车报废更新	优先支持更新为电动货车；直接向地方安排超长期特别国债资金支持老旧营运货车报废更新。 若某地区用完中央下达的资金额度，则超出部分由该地区通过地方资金支持，中央不再承担。

2026年5月	第八十五批《享受工信部车船税减免优惠的节约能源使用新能源汽车车型目录》	车船税减免	第八十五批共包括 231 辆新能源汽车，其中 198 辆为新能源商用车，占比达 85.7%。对入选目录的新能源汽车，免征车船税。
2026年5月	第三十批《减免车工部车辆购置税的新能源汽车车型目录》	购置税减免	第三十批共包含 414 辆新能源汽车，其中新能源客车 43 辆、新能源货车与专用车共 264 辆，新能源商用车占比达 74.2%。对入选目录的新能源汽车，减半征收车辆购置税。

资料来源：卡车之家、国家发展改革委、财政部、工信部等、开源证券研究所

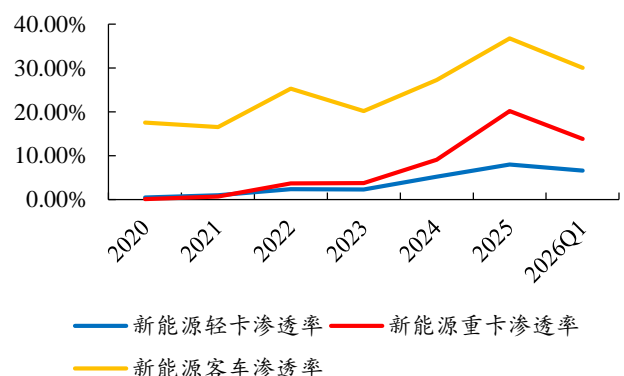
新能源轻卡销量持续增长，渗透率提升空间大。自 2020 年来，国产新能源轻卡销量增长迅速，2025 年新能源轻卡销量 15.7 万辆，同比+62.1%。2026Q1，在油价持续上涨的背景下，新能源轻卡经济适用性凸显，销量保持较高增速，2026Q1 国产轻卡累计销量 3.3 万辆，同比+36.89%。2020 年以来新能源轻卡销量增长推动新能源轻卡渗透率提升至 8.0%，但相较客车及重卡，其新能源渗透率提升进程较为缓慢，目前轻卡新能源化尚处于起步阶段。随着电池技术进步和购置成本下降，新能源轻卡渗透率有望持续提升，预计 2030 年或将提升至 60%。

图28：新能源轻卡销量高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

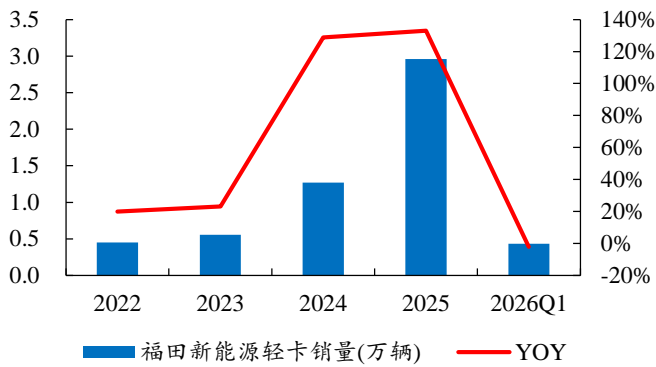
图29：2020 年以来轻卡新能源进程明显慢于客车、重卡



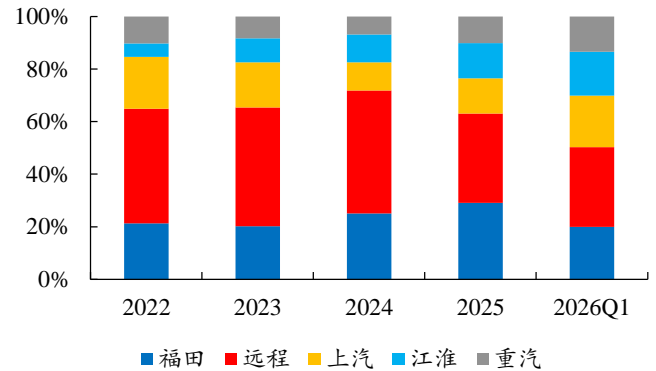
数据来源：Wind、第一商用车网、开源证券研究所

3.2、较早卡位新能源轻卡赛道，单车盈利有望改善

公司较早卡位新能源轻卡赛道，在细分市场优势明显。早在 2005 年福田汽车便推出了国内首批燃料电池卡车，并通过旗下新能源品牌“爱易科”实现三电核心部件自研，通过“启明星”纯电轻卡专属平台完善产品矩阵。凭借前瞻性布局新能源赛道并持续作为重点项目推进的战略定位、基于纯电平台打造的更具舒适度及安全性的优质产品以及广泛的销售渠道和售后服务体系，公司在新能源轻卡领域积累了良好的品牌形象与庞大的客户基础，不断实现销量及份额的突破。2025 年公司新能源轻卡销售 3.0 万辆，同比+133.1%，在新能源轻卡市场的份额为 16.7%，同比+4.5pct。2026Q1 公司新能源轻卡销量 0.4 万辆，同比-2.0%，份额回落至 11.9%。

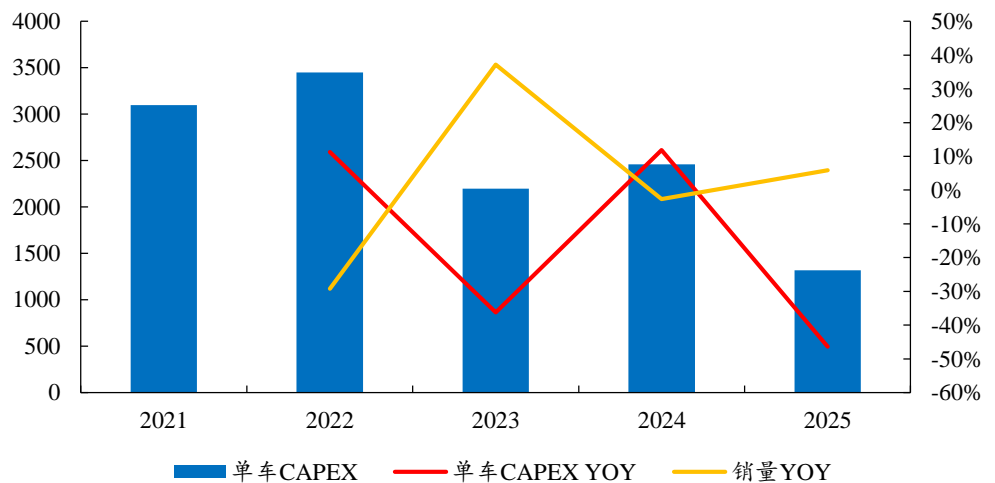
图30：公司新能源轻卡自 2023 年起增长迅速


数据来源：第一商用车网、开源证券研究所

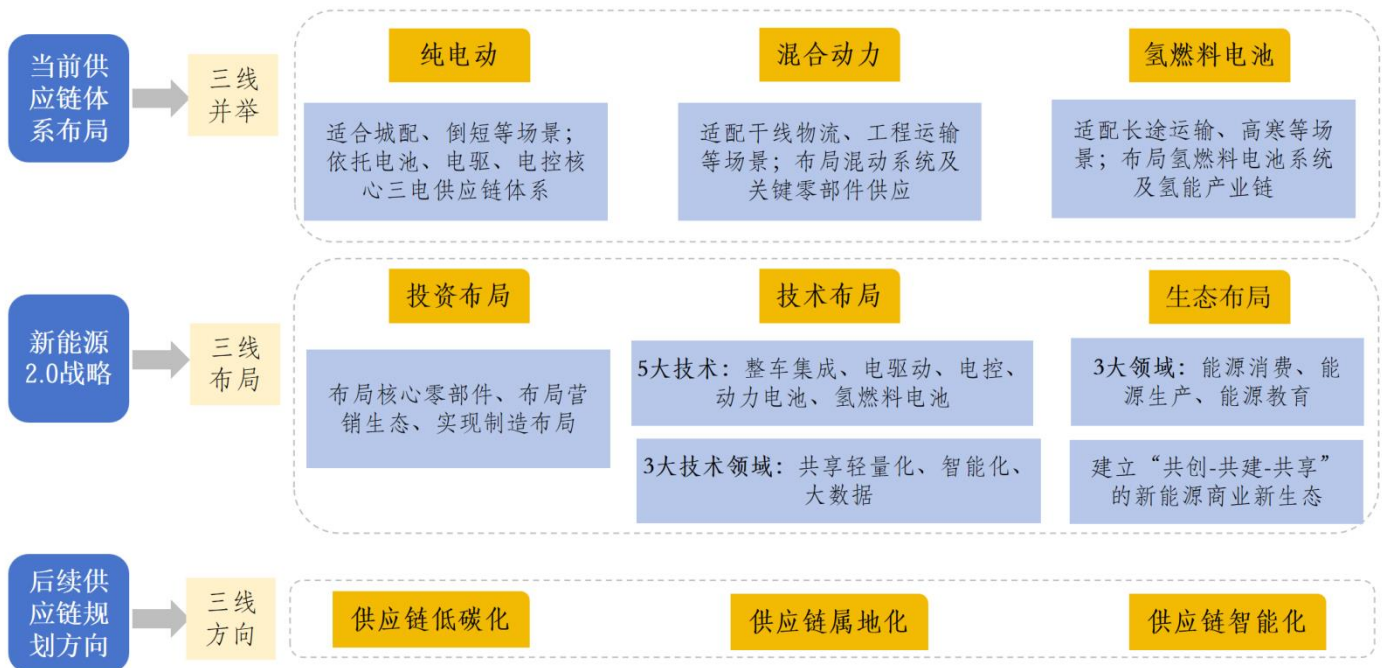
图31：2026Q1 公司在新能源轻卡市场份额仅次于远程


数据来源：第一商用车网、开源证券研究所

规模效益及供应链降本带动下新能源轻卡盈利有望改善。目前轻卡行业新能源渗透率较低，新能源轻卡规模较小，公司新能源轻卡单车仍处于亏损状况。随着新能源轻卡不断放量，叠加公司供应链降本各项举措的密集落地，新能源轻卡盈利或将逐步改善，进而推动轻卡板块盈利向上。（1）规模效应：新能源轻卡前期固定资产投入较大，但随着公司新能源轻卡迅速放量，规模效益释放将带动单车成本迅速下探，进而助力单车盈利改善。2025 年公司汽车总销量为 65.0 万辆，2025 年资本性支出为 8.6 亿元，单车 CAPEX 为 1316.8 元，较 2021 年累计-57.5%。（2）供应链降本：公司自主研发“爱易科”三电核心技术，2025 年动力电池、电驱桥、高压电控自制率分别为 20%、67%、1.8%，随着公司三电自制率逐步提升，单车 BOM 成本有望下探，带动单车盈利释放。

图32：规模效益释放，2025 年单车 CAPEX 显著下降


数据来源：公司年报、开源证券研究所（单位：元）

图33：公司在新能源技术路线、生态系统方面具有完整布局


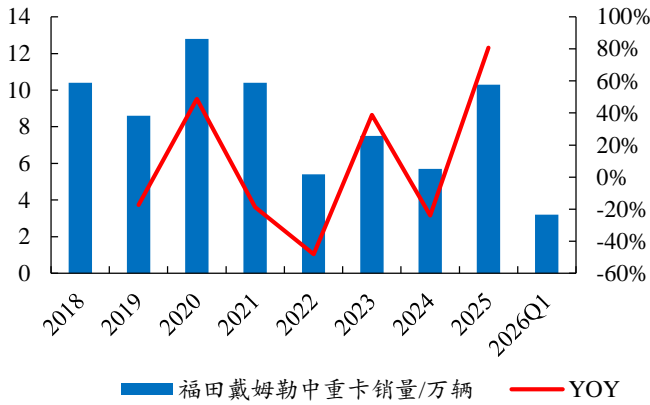
资料来源：公司官网、开源证券研究所

4、重卡业务：业绩压制因素解除，重卡板块完成升级

4.1、福戴长期股权投资减值为零，轻装上阵锚定未来

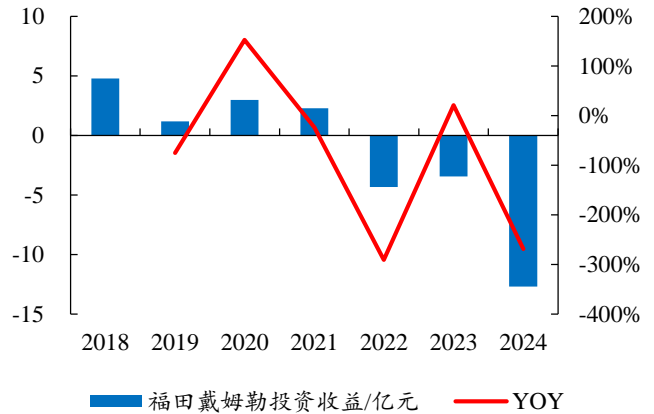
公司将福田戴姆勒长期股权投资减值为零，业绩压制因素彻底解除。福田戴姆勒于2012年2月成立，2022年底开始销售国产奔驰重卡。近年来国产重卡竞争激烈，价格持续走低，叠加具备更低能源成本的天然气重卡、新能源重卡蓬勃兴起，公司奔驰重卡销量不及预期。需求下滑导致公司产能利用率低下，前期固定资产投入难以有效摊薄，单车成本压力显著放大，对盈利能力形成拖累。2022/2023/2024年福田戴姆勒分别产生投资收益-4.33/-3.44/-12.7亿元，对公司当年业绩产生严重拖累。2024年公司将福田戴姆勒的长期股权投资减值为零，其后续亏损不再按权益法持续计入上市公司投资收益。随着福戴长期股权投资减值为零，历史投入和低效产能带来的利润扰动逐步消化，过去压制利润表的核心因素解除，后续公司重卡业务经营将重点依赖于自主品牌经营改善、出口重卡占比提升及新能源重卡放量。

图34：2022-2024 年福田戴姆勒销量不及预期



数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

图35：福田戴姆勒 2022 年以来长期亏损



数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

4.2、聚焦自主品牌，新能源+全球化双轮驱动，重卡销量增长迅速

重卡业务调整升级，从“合资依赖”转向“自主可控”。（1）业务调整：福田汽车于 2024 年末清零福田戴姆勒的长期股权投资账面余额；（2）产品战略：2025 年，公司对重卡业务制定了清晰的“银河+星辉”双平台驱动战略，其中银河定位高端智能路线，覆盖干线物流、工程运输等场景；星辉定位实用性价比路线，覆盖中长途干线与中短途区域集散等场景。（3）新能源战略：公司确定新能源 30*50 战略，即在 2030 年新能源销量占比超 50%。2025 年发布福田卡文 BEACON 重卡，该重卡基于福田汽车自研的“可电可氢”的智能重卡专属平台，全新设计车身、电子电器与底盘架构，在能效管理方面较传统重卡能耗降低约 16%，整车实现降重超过 500 公斤。（4）全球化战略：公司明确 GREEN3030 战略，计划到 2030 年实现海外销量 30 万辆。2025 年，泰国市场完成 2000 辆重卡下线，南非首台重卡自动挡 AMT 牵引车正式下线。随着近年来业务调整及战略升级的落地，公司逐步从原先依托外资企业技术的合资依赖阶段，转向自主研发、积极出海的自主可控阶段。

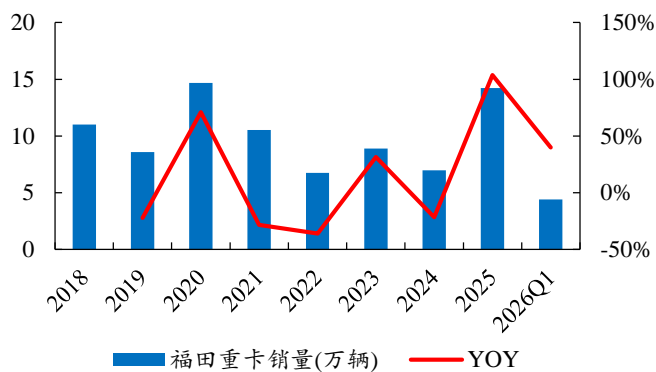
表 5：福田汽车重卡业务板块聚焦自主品牌打造、新能源及全球化业务拓展

重卡业务布局调整	主要内容
业务调整	福田汽车于 2024 年末清零福田戴姆勒的长期股权投资收益账面价值，后续将专注于自主经营品牌的运营。
产品战略	“银河+星辉”双平台驱动战略。银河品系定位高端智能路线，旗下车型覆盖多种运输场景；星辉品系定位经济适用，旗下车型覆盖中长途干线与中短途区域集散。
新能源战略	明确新能源 30*50 战略，即在 2030 年实现新能源销量占比超 50%
	三线并举，布局纯电、混动与氢燃料电池
全球化战略	发布全域智慧生态品牌“爱易科”，加大对三电核心部件的自研力度
	明确 GREEN3030 战略，即在 2030 年实现海外销量 30 万辆。

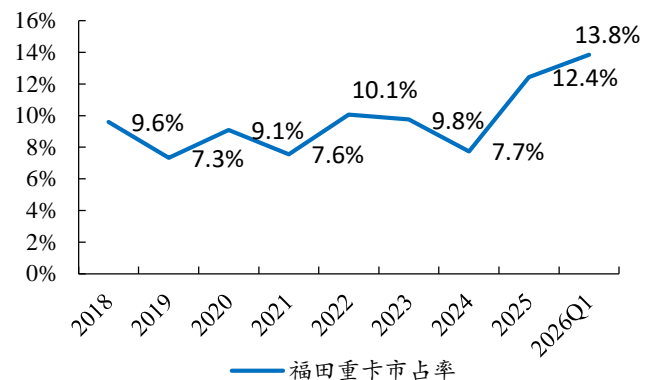
资料来源：公司官网、公司年报、开源证券研究所

受益于板块调整与内外需释放，公司重卡销量增长迅速。2025 年公司销售重卡 14.2 万辆，同比+103.7%，市占率达 12.4%，同比+4.7pct。分品牌来看，2025 年福田戴姆勒重卡销量为 9.3 万辆，占公司重卡销量的 65.4%，同比+107%。分能源类型来看，2025 年公司新能源重卡销量 2.2 万辆，同比+300%。2025 年公司重卡新能源渗透率达 15.5%，低于重卡行业新能源渗透率 20.2%，后续上升空间大。分地区来看，2025 年公司重卡内销 11.5 万辆，占比 81.4%，同比增速接近 100%，主要受益于以

旧换新政策刺激和天然置换需求释放，出口销量 2.7 万辆，占比 18.6%，同比+130%。从出口区域来看，福田重卡在海外的第一大销售市场为拉美地区，2025 年拉美出口重卡占比约 30%，主要得益于公司较早地在巴西进行产能布局以及出口拉美重卡搭载的康明斯发动机在当地广受认可；中南非为公司第二大重卡出口市场，2025 年占比约 20%，主要需求受非洲基建、矿产开采运输带动。此外，福田南非工厂为当地近 40 年最大的汽车制造项目，目前该工厂初步形成覆盖全品类的完整生产体系，后续产能爬坡有望带动南非市场快速拓展。

图36：2024年起福田重卡销量修复


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图37：2024年起福田重卡市占率逐步提升


数据来源：第一商用车网、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、盈利预测及假设

(1) 轻卡：受益于国内新能源轻卡渗透率提升及轻卡出口放量，预计销量将保持较快增速。随着出口轻卡占比提升、国内新能源轻卡规模放量及供应链持续整合，轻卡板块单车盈利有望稳步提升。预计 2026-2028 年公司轻卡收入分别为 319.9、354.3、397.7 亿元，分别同比+8.7%、+10.7%、+12.3%，毛利率分别为 10.1%、10.5%、10.9%；

(2) 中重卡：受益于国内以旧换新政策刺激及天然置换需求释放，叠加出海景气度提升，公司中重卡销量有望保持增长趋势。出口业务贡献、运营效率提升及三电自制率提升，公司重卡板块盈利能力有望修复。预计 2026-2028 年公司中重卡收入分别为 91.8、96.0、102.1 亿元，分别同比+24.9%、+4.6%、+6.3%，毛利率分别为 11.4%、11.7%、12.0%；

(3) 客车：伴随海外各国公交系统进入集中采购周期以及旅游客运市场复苏，公司客车销量有望保持较快增速。欧洲等高端市场突破、新能源客车持续放量，或将驱动客车板块盈利性提升。预计 2026-2028 年公司客车收入分别为 114.6、125.7、139.2 亿元，分别同比+9.0%、+9.7%、+10.7%，毛利率分别为 10.6%、10.7%、11.0%；

(4) 发动机：随着下游商用车需求提升，在技术升级和产品迭代的引领下，公司发动机产品销量与份额均具备提升空间。预计 2026-2028 年公司发动机收入分别为 61.8、67.1、70.4 亿元，分别同比+12.8%、8.6%、4.9%，毛利率分别为 10.3%、10.5%、11.0%；

表 6：公司各业务板块营收及毛利率预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
轻卡收入	249.9	294.4	319.9	354.3	397.7
YOY	-6.2%	17.8%	8.7%	10.7%	12.3%
毛利率	9.6%	10.0%	10.1%	10.5%	10.9%
中重卡收入	48.1	73.5	91.8	96.0	102.1
YOY	-28.6%	52.8%	24.9%	4.6%	6.3%
毛利率	14.0%	11.3%	11.4%	11.7%	12.0%
客车收入	83.3	105.2	114.6	125.7	139.1
YOY	-9.5%	26.4%	9.0%	9.7%	10.7%
毛利率	15.5%	10.5%	10.6%	10.7%	11.0%
发动机收入	42.2	54.8	61.8	67.1	70.4
YOY	-38.8%	29.9%	12.8%	8.6%	4.9%
毛利率	9.7%	10.0%	10.3%	10.5%	11.0%
总收入	477.0	612.5	677.0	736.4	807.3
YOY	-15.0%	28.4%	10.5%	8.8%	9.6%
毛利率	12.6%	10.0%	10.9%	11.1%	11.4%

资料来源：Wind、开源证券研究所（单位：亿元）注：由于公司未对 2025 年轻卡、中重卡等业务板块营收及毛利率进行披露，上表中 2025 年分业务营收及毛利率为测算数值

5.2、估值分析与投资评级

综上，我们预计 2026-2028 年公司的营收分别为 677.0、736.4、807.3 亿元，归母净利润分别为 20.4、25.6、31.5 亿元，当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 11.6、9.2、7.5 倍。公司是国内商用车出口龙头，我们选取一汽解放、中国重汽、潍柴动力作为可比公司，根据 2026 年 6 月 8 日收盘价，公司 2026-2028 年 PE 低于可比公司平均，考虑到公司出口份额领先，新能源业务发展迅速以及海外市场持续突破，看好公司中长期成长潜力。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：公司估值低于可比公司均值

股票代码	可比公司	收盘价(元)	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE(倍)		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
000800.SZ	一汽解放	5.97	293.80	13.18	23.48	40.60	22.3	12.5	7.2
000338.SZ	潍柴动力	29.98	2,596.91	143.9	167.29	192.17	18.0	15.5	13.5
				5					
000951.SZ	中国重汽	23.26	271.91	20.80	25.04	29.47	13.1	10.9	9.2
	可比公司平均						17.8	13.0	10.0
600166.SH	福田汽车	2.98	235.94	20.38	25.63	31.47	11.6	9.2	7.5

资料来源：Wind、开源证券研究所（除中国重汽外，可比公司盈利预测均来自于 Wind 一致预期，截至 2026 年 6 月 8 日）

6、风险提示

(1) 宏观经济运行不及预期：商用车行业周期性较强，若宏观经济、投资低于预期，则会影响行业整体需求，进而拖累公司业绩；

(2) 行业竞争加剧：新能源重卡及轻卡等细分品类竞争激烈，若后续行业价格竞争加剧，可能影响公司整体利润率；

(3) 海外拓展不及预期：公司积极进行出海拓展，若海外经济增长放缓或贸易壁垒增加，或影响公司出海进展及对应业绩；

(4) 原材料成本上涨：新能源商用车成本构成中电池占比较高，若上游碳酸锂等原材料价格上涨，或将导致总体成本攀升，进而影响公司盈利能力。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	25697	25813	33863	35878	45126
现金	8822	9108	14820	16174	22786
应收票据及应收账款	6079	5944	6448	7313	7945
其他应收款	360	508	451	592	551
预付账款	457	391	547	474	645
存货	6976	7168	8306	8481	9857
其他流动资产	3003	2694	3292	2844	3341
非流动资产	26152	27644	26890	26565	26317
长期投资	4589	4726	4899	5213	5432
固定资产	9729	10431	10924	11180	11470
无形资产	5538	5912	5103	4283	3467
其他非流动资产	6296	6574	5964	5889	5948
资产总计	51849	53457	60753	62443	71443
流动负债	33014	33419	39277	39061	45570
短期借款	507	175	175	175	175
应付票据及应付账款	25063	26242	31422	31466	37135
其他流动负债	7444	7003	7680	7420	8260
非流动负债	4314	3827	3324	2784	2264
长期借款	2595	2210	1707	1167	647
其他非流动负债	1719	1617	1617	1617	1617
负债合计	37328	37246	42601	41845	47834
少数股东权益	199	594	497	379	244
股本	7917	7917	7917	7917	7917
资本公积	9361	9378	9378	9378	9378
留存收益	-2803	-1439	502	2948	5959
归属母公司股东权益	14322	15617	17655	20219	23366
负债和股东权益	51849	53457	60753	62443	71443

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1305	1895	7165	2823	8058
净利润	42	1286	1941	2446	3012
折旧摊销	1833	2004	1987	2146	2316
财务费用	68	29	-35	-214	-418
投资损失	895	-588	-605	-645	-681
营运资金变动	-1581	-1072	3911	-897	3847
其他经营现金流	50	236	-33	-13	-18
投资活动现金流	-674	-237	-686	-1142	-1343
资本支出	1509	856	1573	1481	1715
长期投资	147	-295	-173	-314	-220
其他投资现金流	688	914	1060	652	592
筹资活动现金流	2715	-1347	-768	-326	-103
短期借款	477	-332	0	0	0
长期借款	1489	-386	-503	-540	-520
普通股增加	-86	0	0	0	0
资本公积增加	-198	17	0	0	0
其他筹资现金流	1033	-646	-265	214	418
现金净增加额	3366	301	5711	1355	6612

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	47698	61247	67696	73640	80726
营业成本	41667	55140	60323	65441	71490
营业税金及附加	311	332	414	450	488
营业费用	1923	2223	1963	2136	2341
管理费用	1401	1477	2437	2577	2745
研发费用	1900	1782	1692	1841	2018
财务费用	68	29	-35	-214	-418
资产减值损失	-129	-136	0	0	0
其他收益	560	664	717	774	790
公允价值变动收益	17	-0	0	0	0
投资净收益	-895	588	605	645	681
资产处置收益	8	13	13	13	13
营业利润	22	1367	2237	2842	3546
营业外收入	49	39	53	50	48
营业外支出	8	45	25	25	26
利润总额	62	1361	2264	2868	3568
所得税	20	75	324	422	557
净利润	42	1286	1941	2446	3012
少数股东损益	-39	-78	-97	-117	-136
归属母公司净利润	81	1364	2038	2563	3147
EBITDA	1832	3248	4013	4653	5386
EPS(元)	0.01	0.17	0.26	0.32	0.40

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-15.0	28.4	10.5	8.8	9.6
营业利润(%)	-97.6	6195.3	63.7	27.1	24.8
归属于母公司净利润(%)	-91.1	1593.3	49.4	25.8	22.8
获利能力					
毛利率(%)	12.6	10.0	10.9	11.1	11.4
净利率(%)	0.2	2.2	3.0	3.5	3.9
ROE(%)	0.3	7.9	10.7	11.9	12.8
ROIC(%)	-0.0	5.8	8.1	9.1	10.0
偿债能力					
资产负债率(%)	72.0	69.7	70.1	67.0	67.0
净负债比率(%)	-21.1	-28.4	-61.3	-63.2	-85.3
流动比率	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	8.9	10.2	11.0	10.7	10.6
应付账款周转率	3.0	3.6	3.4	3.4	3.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.17	0.26	0.32	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.24	0.90	0.36	1.02
每股净资产(最新摊薄)	1.81	1.97	2.23	2.55	2.95
估值比率					
P/E	292.9	17.3	11.6	9.2	7.5
P/B	1.6	1.5	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	11.3	6.0	3.2	2.3	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn