

经营韧性较强，毛利率表现亮眼

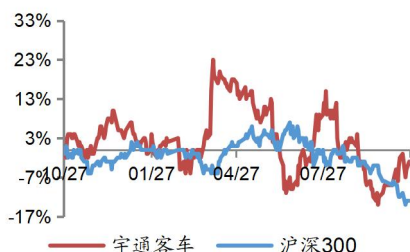
投资评级：买入（维持）

报告日期：2026-10-27

主要观点：

收盘价（元） 28.61
近 12 个月最高/最低（元） 38.50/24.66
总股本（百万股） 2,214
流通股本（百万股） 2,214
流通股比例（%） 100.00
总市值（亿元） 633
流通市值（亿元） 633

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

电话：15652947918

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

分析师：刘千琳

执业证书号：S0010524050002

邮箱：liuqianlin@hazq.com

投资建议

● 经营韧性凸显，经营性现金流大幅增长

26Q3 公司实现营收 90.97 亿元，同环比-11.1%/-15.8%；实现归母净利润 13.16 亿元，同环比-3.0%/+8.9%；扣非归母净利润 13.03 亿元，同环比+22.3%/+9.7%。26 年前三季度归母净利润 31.84 亿元，同比-3.3%，扣非归母净利润 30.99 亿元，同比+18.5%。26Q3 公司经营现金流净额 20.56 亿元，同比大幅增长、环比-16.3%，盈利质量保持较好水平，为高分红提供坚实支撑。

● Q3 毛利率超预期，持续保持高水平研发投入

26Q3 公司实现毛利率 26.7%，同比+2.75pct、环比+1.75pct，带动利润在收入环比下降的情况下保持增长。毛利率增长预计与公司海外占比较高且订单结构超预期相关。26Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.76%/2.04%/5.25%/0.31%，同比分别-0.56/+0.39/+1.01/+0.16pct，环比分别-0.73/-0.01/+0.90/-0.03pct，其中研发费用率同比上升主要系公司持续加大新产品研发投入力度所致。

● 海外首家直营服务站落地，Q4 出口有望放量支撑利润表现

公司前三季度客车销量 2.5 万辆，同比-13.0%；其中客车出口 1.1 万辆，同比基本持平，新能源客车出口 0.26 万辆，同比+11.8%。公司 Q3 客车出口同比下滑受客户订单节奏影响，公司全年新能源客车出口目标完成信心较高，Q4 新能源客车出口有望放量，贡献较高利润增量。此外，公司国际化战略稳步推进，公司海外首家直营综合服务站于 9 月 8 日在挪威正式开业，当日全新 U18 BRT 纯电动铰接公交车同步发布，为挪威及欧洲公共交通绿色转型提供了新选择。作为公司海外首家集检测、维保、配件、培训、交付于一体的综合性服务站，挪威服务站是公司在挪威本地化深耕的重要见证。

● 风险提示

得益于中国客车产品竞争力增强及亚非拉公共交通需求带来的增量，公司出口增长势头稳健，四季度新能源出口放量有望推动利润大幅提升。我们维持公司 26-28 年归母净利润 60.4/76.7/95.8 亿元，对应 PE 10.5/8.3/6.6 倍，维持“买入”评级。

相关报告

1.主业盈利能力改善，经营净现金流同比高增 2026-08-17

2.单车表现持续改善，出口强劲支撑毛利率上行 2026-06-24

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	41426	47675	55369	63877
收入同比（%）	11.3%	15.1%	16.1%	15.4%
归属母公司净利润	5554	6044	7665	9576
净利润同比（%）	34.9%	8.8%	26.8%	24.9%
毛利率（%）	24.1%	24.9%	26.2%	27.1%
ROE（%）	35.6%	27.6%	25.7%	24.1%
每股收益（元）	2.51	2.73	3.46	4.33
P/E	13.03	10.48	8.26	6.61
P/B	4.64	2.90	2.12	1.60
EV/EBITDA	10.26	6.42	4.22	2.31

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E					
流动资产	21122	35453	46861	61131					
现金	6368	17407	26516	37753					
应收账款	5380	5539	6270	7507					
其他应收款	612	1145	1366	1597					
预付账款	497	897	1045	1201					
存货	3542	5131	6005	7155					
其他流动资产	4724	5333	5659	5917					
非流动资产	11868	11499	11157	10474					
长期投资	723	723	723	723					
固定资产	3605	3169	2746	1987					
无形资产	1463	1428	1395	1353					
其他非流动资产	6077	6179	6293	6412					
资产总计	32990	46952	58018	71605					
流动负债	11688	19132	22123	25783					
短期借款	0	0	0	0					
应付账款	3438	6783	7739	8946					
其他流动负债	8251	12349	14384	16837					
非流动负债	5457	5644	5654	5664					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	5457	5644	5654	5664					
负债合计	17146	24775	27777	31447					
少数股东权益	242	303	381	478					
股本	2214	2214	2214	2214					
资本公积	1506	1506	1506	1506					
留存收益	11882	18153	26141	35961					
归属母公司股东权益	15602	21873	29861	39681					
负债和股东权益	32990	46952	58018	71605					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E					
经营活动现金流	3197	11051	9209	11319					
净利润	5625	6105	7742	9673					
折旧摊销	721	566	576	928					
财务费用	60	0	0	0					
投资损失	-187	-143	-166	-192					
营运资金变动	-2301	3896	496	412					
其他经营现金流	7205	2836	7807	9759					
投资活动现金流	-1860	-129	-110	-91					
资本支出	-262	-49	-66	-73					
长期投资	-1608	-210	-210	-210					
其他投资现金流	10	130	166	192					
筹资活动现金流	-3409	138	10	10					
短期借款	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	0	0	0	0					
其他筹资现金流	-3409	138	10	10					
现金净增加额	-2050	11039	9109	11238					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E					
营业收入	41426	47675	55369	63877					
营业成本	31425	35780	40878	46561					
营业税金及附加	474	477	554	639					
销售费用	1423	1669	1938	2236					
管理费用	835	953	1384	1597					
财务费用	42	-170	-397	-530					
资产减值损失	-208	-284	-323	-244					
公允价值变动收益	553	-24	-27	-29					
投资净收益	87	143	166	192					
营业利润	6478	6753	8573	10718					
营业外收入	60	60	60	60					
营业外支出	19	30	30	30					
利润总额	6519	6783	8603	10748					
所得税	894	678	860	1075					
净利润	5625	6105	7742	9673					
少数股东损益	71	61	77	97					
归属母公司净利润	5554	6044	7665	9576					
EBITDA	6452.98	7179.39	8781.52	11145.49					
EPS (元)	2.51	2.73	3.46	4.33					

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	11.3%	15.1%	16.1%	15.4%
营业利润	38.7%	4.2%	26.9%	25.0%
归属于母公司净利润	34.9%	8.8%	26.8%	24.9%
获利能力				
毛利率 (%)	24.1%	24.9%	26.2%	27.1%
单位:百万元	13.4%	12.7%	13.8%	15.0%
ROE (%)	35.6%	27.6%	25.7%	24.1%
ROIC (%)	30.9%	26.6%	24.3%	22.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	52.0%	52.8%	47.9%	43.9%
净负债比率 (%)	108.2%	111.7%	91.9%	78.3%
流动比率	1.81	1.85	2.12	2.37
速动比率	1.35	1.47	1.73	1.99
营运能力				
总资产周转率	1.27	1.19	1.05	0.99
应收账款周转率	8.62	8.73	9.38	9.27
应付账款周转率	7.05	7.00	5.63	5.58
每股指标 (元)				
每股收益	2.51	2.73	3.46	4.33
每股经营现金流(摊薄)	1.44	4.99	4.16	5.11
每股净资产	7.05	9.88	13.49	17.92
估值比率				
P/E	13.03	10.48	8.26	6.61
P/B	4.64	2.90	2.12	1.60
EV/EBITDA	10.26	6.42	4.22	2.31

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦，华安证券电新&汽车行业首席分析师，所长助理，香港中文大学金融学硕士，8年卖方行业研究经验，专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

分析师：刘千琳，华安证券汽车行业联席首席分析师，凯斯西储大学金融学硕士，10年行业研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。