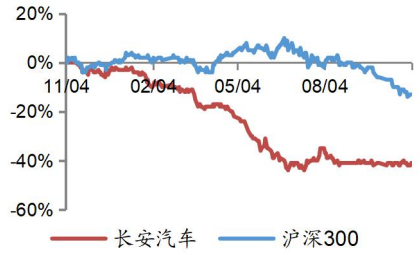
收入环比改善，结构持续优化

投资评级：买入（维持）

报告日期：2026-11-04

收盘价（元）	7.12
近 12 个月最高/最低（元）	12.36/6.66
总股本（百万股）	9,913
流通股本（百万股）	8,267
流通股比例（%）	83.40
总市值（亿元）	706
流通市值（亿元）	589

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

相关报告

1.三大计划筑基，出海与新能源双轮驱动 2026-09-19

主要观点：

- **收入环比恢复，利润短期承压**

26Q3 营收 362.50 亿元，同环比-14.2%/+10.1%；归母净利润-7.58 亿元，去年同期/Q2 分别盈利 7.64/4.67 亿元；扣非归母净利润-9.52 亿元，去年同期/Q2 分别盈利约 5.42/0.08 亿元。利润承压预计主因研发费用、汇兑损失、海外战略资源投入提升叠加原材料上涨影响。26 年前三季度营收 1018.84 亿元，同比-11.4%；归母净利润 0.59 亿元，同比-98.1%；扣非归母净利润-7.01 亿元。

- **毛利率同环比承压，保持高水平研发投入**

26Q3 毛利率 13.94%，同环比-1.76/-0.98pct；海外占比提高及新能源放量提供支撑，但原材料涨价、传统业务缩量和产品结构变化尚未充分消化，毛利率短期承压。26Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别 6.13%/2.11%/5.81%/1.59%，同比分别-0.96/-0.43/+1.65/+1.85pct，环比分别-0.87/-0.73/+0.40/+2.34pct，公司重视智能化，坚持自研，预计研发费用资本化节奏扰动带来研发费用率同环比提升。

- **产品结构持续优化，新品导出及市场深耕支撑海外销量提升**

26Q3 集团销量 57.38 万辆，同环比-19.3%/+2.2%；海外销量 27.26 万辆，同环比+64.3%/+12.6%，占比 47.5%，环比提升 4.4pct；国内销量 30.12 万辆，同环比-44.7%/-5.7%。26Q3 新能源销量 29.51 万辆，同环比+8.3%/+20.1%，占集团销量 51.4%，环比提升 7.7pct，新能源改善主要依靠主流大单品。分品牌看，26Q3 启源交付 13.22 万辆，同环比+23.5%/+27.3%；深蓝 8.81 万辆，同环比-1.1%/-12.0%；阿维塔 2.39 万辆，同环比-26.8%/+19.0%。公司新能源品牌减亏持续推进，盈利能力改善趋势明显。后续随着海外新品持续导出和新进入市场拓展深化，海外销量有望持续提升，海外盈利能力有望进一步改善。

- **投资建议**

我们预计公司 26-28 年归母净利润分别为 10.8/35.2/52.5 亿元（26-28 年前值 39.5/59.2/81.5 亿元），对应 26-28 年 PE 分别 65/20/13x。26 年公司利润略承压，考虑到公司出口业务逐步放量、新能源品牌销量爬坡及自主板块盈利修复，维持“买入”评级。

- **风险提示**

出口不及预期；新车销量低于预期；行业竞争加剧；汇率波动风险；新能源品牌减亏进度不及预期；贸易壁垒风险。

● 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	164000	144335	172899	199026
收入同比（%）	2.7%	-12.0%	19.8%	15.1%
归属母公司净利润	4075	1083	3518	5246
净利润同比（%）	-44.3%	-73.4%	224.8%	49.1%
毛利率（%）	15.5%	14.5%	14.7%	15.2%
ROE（%）	5.3%	1.4%	4.5%	6.4%
每股收益（元）	0.41	0.11	0.35	0.53
P/E	28.93	65.17	20.06	13.45
P/B	1.52	0.93	0.90	0.87
EV/EBITDA	8.58	3.32	2.24	1.23

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	**128553**	**117716**	**133393**	**150713**
现金	54022	46127	50332	57249
应收账款	4197	4003	4790	5511
其他应收款	882	999	1147	1264
预付账款	492	370	442	506
存货	22518	20555	24562	28114
其他流动资产	46442	45662	52119	58069
非流动资产	**74408**	**76633**	**75619**	**73959**
长期投资	20427	22427	24427	26427
固定资产	22049	19766	16421	13011
无形资产	17225	18425	18464	17859
其他非流动资产	14707	16015	16307	16663
资产总计	**202961**	**194349**	**209012**	**224673**
流动负债	**106059**	**99518**	**112745**	**125521**
短期借款	512	362	315	295
应付账款	29841	34270	40955	46882
其他流动负债	75706	64886	71475	78344
非流动负债	**14917**	**15134**	**15159**	**15200**
长期借款	0	6	21	53
其他非流动负债	14917	15128	15137	15147
负债合计	**120976**	**114652**	**127904**	**140721**
少数股东权益	4649	3449	2749	2449
股本	9914	9913	9913	9913
资本公积	8981	8417	8417	8417
留存收益	58441	57919	60029	63174
归属母公司股东权益	77336	76249	78359	81503
负债和股东权益	**202961**	**194349**	**209012**	**224673**

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	**1836**	**2499**	**10734**	**13181**
净利润	3167	-117	2818	4946
折旧摊销	6303	7196	7424	7627
财务费用	107	17	14	13
投资损失	297	-289	-519	-995
营运资金变动	-7840	-3289	1862	2487
其他经营现金流	10810	2153	91	1561
投资活动现金流	**-12224**	**-8303**	**-5081**	**-4167**
资本支出	-3887	-6158	-3189	-2596
长期投资	-1381	-2410	-2410	-2565
其他投资现金流	-6956	266	517	994
筹资活动现金流	**-194**	**-1959**	**-1448**	**-2097**
短期借款	472	-150	-47	-20
长期借款	-36	6	15	31
普通股增加	0	-1	0	0
资本公积增加	55	-564	0	0
其他筹资现金流	-685	-1250	-1417	-2109
现金净增加额	**-10281**	**-7895**	**4205**	**6917**

利润表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**164000**	**144335**	**172899**	**199026**
营业成本	138514	123374	147439	168774
营业税金及附加	3571	3175	3804	4379
销售费用	9993	8516	10028	11344
管理费用	4523	3464	3804	4180
财务费用	-2402	1007	-678	-742
资产减值损失	-201	365	361	343
公允价值变动收益	37	32	11	22
投资净收益	-297	289	519	995
营业利润	**3709**	**-298**	**3160**	**5677**
营业外收入	209	220	200	180
营业外支出	60	60	45	38
利润总额	**3857**	**-138**	**3315**	**5819**
所得税	690	-21	497	873
净利润	**3167**	**-117**	**2818**	**4946**
少数股东损益	-908	-1200	-700	-300
归属母公司净利润	**4075**	**1083**	**3518**	**5246**
EBITDA	7696.75	8064.55	10061.35	12704.10
EPS（元）	0.41	0.11	0.35	0.53

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	2.7%	-12.0%	19.8%	15.1%
营业利润	-44.0%	-108.0%	1,161.4%	79.6%
归属于母公司净利润	-44.3%	-73.4%	224.8%	49.1%
获利能力				
毛利率（%）	15.5%	14.5%	14.7%	15.2%
单位:百万元	2.5%	0.8%	2.0%	2.6%
ROE（%）	5.3%	1.4%	4.5%	6.4%
ROIC（%）	1.4%	0.9%	2.7%	5.0%
偿债能力				
资产负债率（%）	59.6%	59.0%	61.2%	62.6%
净负债比率（%）	147.6%	143.9%	157.7%	167.6%
流动比率	1.21	1.18	1.18	1.20
速动比率	0.87	0.84	0.84	0.86
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.73	0.86	0.92
应收账款周转率	43.18	35.21	39.33	38.64
应付账款周转率	3.76	3.85	3.92	3.84
每股指标（元）				
每股收益	0.41	0.11	0.35	0.53
每股经营现金流(摊薄)	0.19	0.25	1.08	1.33
每股净资产	7.80	7.69	7.90	8.22
估值比率				
P/E	28.93	65.17	20.06	13.45
P/B	1.52	0.93	0.90	0.87
EV/EBITDA	8.58	3.32	2.24	1.23

资料来源：公司公告，华安证券研究所

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。