春风动力（603129.SH）

优于大市

2026年一季度净利润同比提升，关税及汇兑压力下彰显经营韧性

核心观点

摩托车及全地形车业务促进收入提升，利润增速放缓受关税影响。2025年营收197.5亿元，同比增长31.3%，归母净利润16.8亿元，同比增长13.8%；2026Q1营收53.6亿元，同比增长26.1%，环比增长10.5%，归母净利润4.2亿元，同比增长1.8%，环比增长62.6%，利润端一季度受汇兑波动、高关税压力等影响，压力之下利润端仍实现小幅提升。

2026Q1利润率同比下滑受关税、汇兑等影响，环比明显改善。2025年公司毛利率26.9%，同比-3.1pct，净利率8.8%，同比-1.2pct；2026Q1毛利率28.7%，同比-1.0pct，环比+3.9pct，净利率8.0%，同比-2.0pct，环比+2.8pct，2025Q1受关税、汇兑等影响小，高基数导致2026Q1利润率同比下降，利润率环比改善受全地形车新品放量等带动。2026Q1销售/管理/研发/财务费用率分别为5.5%/4.5%/5.6%/1.6%，销售/管理/研发/财务费用率同比分别为+0.2/-0.3/-0.2/+2.7pct，环比分别为-3.8/+1.4/-2.1/+1.2pct，财务费用率同环比提升较大，主要受汇兑波动影响，其他费用率同比基本稳定。

四轮车迎来产品大年，U10 PRO、Z10等重点新品有望向上突破。2026年公司将迎来产品大年，美国市场上中高端新品U10 PRO凭借性能与品质升级迅速出圈，零售表现亮眼，2026年持续爬坡放量，欧洲市场“CFMOTO+GOES”双品牌协同作战，夯实欧洲第一地位，后续Z10等新品也将陆续上市销售，有望促进销量提升及产品结构改善，公司有望凭借新品在高端领域向上突破，全球品牌势能与竞争力将迈上新台阶。

国内摩托车新品及改款频出，积极拓展出口业务。国内两轮摩托新品频出，2026年公司推出摩托车产品包括450MT 2026款/1000MT-X/450SR天蝎版&450家族2026款/500SR/500SR VOOM 2026款/800MT-ES/250SR-FUN 2026款等，持续提升竞争力；其中500SR定价28980元，在动力性、外观等多方面表现出色，有望成为爆款产品。2025年6月公司发布复古踏板150AURA，2026年4月150SC-F正式上市，进一步加强出行市场布局。出口方面，公司在海外各国导入摩托车，美国官网推出街车、仿赛、ADV、mini、巡航太子等众多车型，摩托车产品在海外市场上较对手具备较高性价比优势，摩托车外销有望迎来较快发展。

电动两轮车快速突破，极核展现出强劲增长动能。公司持续完善产品矩阵，围绕细分市场推出多款新品，覆盖时尚女性消费市场、高端电摩领域、高性能场景及功能型需求，精准匹配多元消费场景，为市场拓展筑牢产品基础，此外公司遵循“用户密度+场景适配”策略，加快终端渠道建设，极核高端电动两轮车业务展现出强劲增长动能。

盈利预测与估值：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到关税及汇兑等对公司的整体影响，略下调盈利预测，预期26/27/28年归母净利润为23.05/29.98/35.93亿元（原23.70/30.53/36.59亿元），每股收益分别为15.02/19.54/23.41元（原15.44/19.89/23.84元），对应PE分别为18/14/12倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：新车上市节奏及销量不及预期；汇率、运费等外部环境波动；中美贸易环境变化；库存水平过高。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	15,038	19,746	25,077	30,594	36,713
(+/-%)	24.2%	31.3%	27.0%	22.0%	20.0%
净利润(百万元)	1472	1675	2305	2998	3593
(+/-%)	46.1%	13.8%	37.6%	30.1%	19.8%
每股收益（元）	9.72	10.98	15.02	19.54	23.41
EBIT Margin	9.6%	8.4%	9.4%	10.0%	10.0%
净资产收益率（ROE）	23.8%	22.3%	25.7%	27.5%	27.2%
市盈率（PE）	28.2	25.0	18.3	14.0	11.7
EV/EBITDA	31.1	28.6	21.7	17.8	15.7
市净率（PB）	6.71	5.58	4.69	3.86	3.18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·摩托车及其他

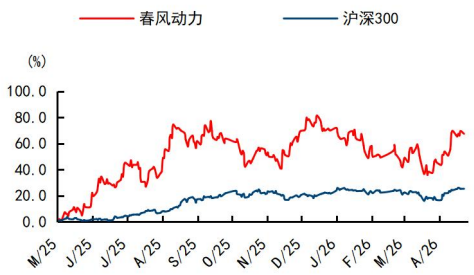
证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

证券分析师：唐英韬
021-61761044
tangyingtao@guosen.com.cn
S0980524080002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	274.39元
总市值/流通市值	42114/42114百万元
52周最高价/最低价	304.80/155.03元
近3个月日均成交额	414.70百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《春风动力（603129.SH）-2025年三季度利润小幅提升，全地形车、极核等引领高端化》——2025-10-23
《春风动力（603129.SH）-2025年上半年利润较快增长，全地形车、极核等多元业务实现突破》——2025-08-15
《春风动力(603129.SH)-2025年一季度利润高增长，全地形车、极核等多元业务持续突破》——2025-04-19
《春风动力（603129.SH）-三季度净利率同比提升，出海、高端化引领新成长》——2024-10-19
《春风动力（603129.SH）-中国全地形车及中大排摩托车龙头，出海、高端化引领新成长》——2024-09-24

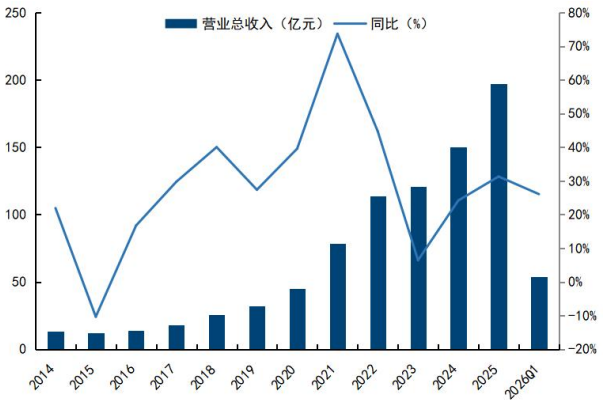
摩托车及全地形车成长促进收入提升，利润增速放缓受关税影响。春风动力 2025 年实现营收 197.5 亿元，同比增长 31.3%，归母净利润 16.8 亿元，同比增长 13.8%，扣非归母净利润 15.8 亿元，同比增长 9.7%。2025Q4 公司实现营收 48.5 亿元，同比增长 35.2%，环比下降 3.8%，归母净利润 2.6 亿元，同比下降 33.4%，环比下降 37.1%，扣非后净利润 2.3 亿元，同比下降 41.0%，环比下降 42.1%，收入保持较快增长，利润增速放缓主要由于受关税等影响。2026Q1 营收 53.6 亿元，同比增长 26.1%，环比增长 10.5%，归母净利润 4.2 亿元，同比增长 1.8%，环比增长 62.6%，扣非后净利润 4.2 亿元，同比增长 1.5%，环比增长 80.5%，收入延续高增长态势，利润端一季度受汇兑波动、高关税压力等影响，整体看压力之下利润端仍实现小幅提升，彰显经营韧性。

全地形车方面，2025 年公司全地形车累计销售 19.70 万台，实现销售收入 96.08 亿元，同比增长 33.26%，公司保持稳健发展态势，美国市场上中高端新品 U10 PRO 凭借性能与品质升级迅速出圈，零售表现亮眼，欧洲市场“CFMOTO+GOES”双品牌协同作战，夯实欧洲第一地位。

摩托车方面，2025 年公司在国内市场实现燃油摩托车内销 13.64 万台，营业收入 28.84 亿元，公司以高性能、运动化为核心定位，精准满足市场多元化消费需求，SR 系列凭借优异性能与操控体验，成为仿赛领域标杆，市场占有率 36.2%，稳居细分赛道首位；全年新增渠道 282 家，渠道总数突破 790 家。海外市场上，2025 年公司实现燃油摩托车外销 15.95 万台，营业收入 35.87 亿元，同比增长 21.88%，公司完成欧洲五国代理权优化，在拉美、亚洲等新兴市场加快推进“CFlite”品牌落地，区域渗透率稳步提升。

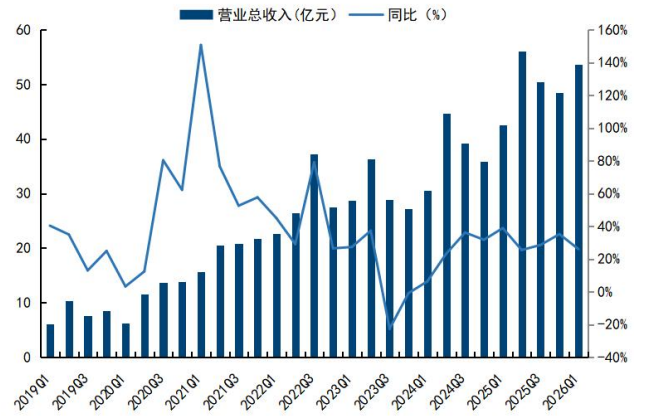
电动两轮车方面，极核成为第三增长曲线，2025 年极核实现销量 55.12 万辆，销售收入 19.12 亿元，同比增长 381.03%，极核产品覆盖时尚女性消费市场（MO1i 系列）、高端电摩领域（AE8S+My25 系列、AE4My25 系列）、高性能场景（AE7 系列）及功能型需求（EZ2i 系列、EZ4 系列），精准匹配多元消费场景，为市场拓展筑牢产品基础；极核全年新增门店 1260 家，总量突破 2050 家，一线至三线城市实现 100%覆盖。

图1：公司营业收入（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

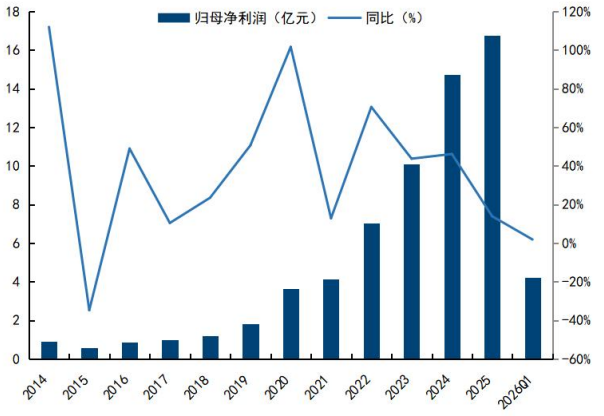
图2：公司季度营业收入（亿元，%）



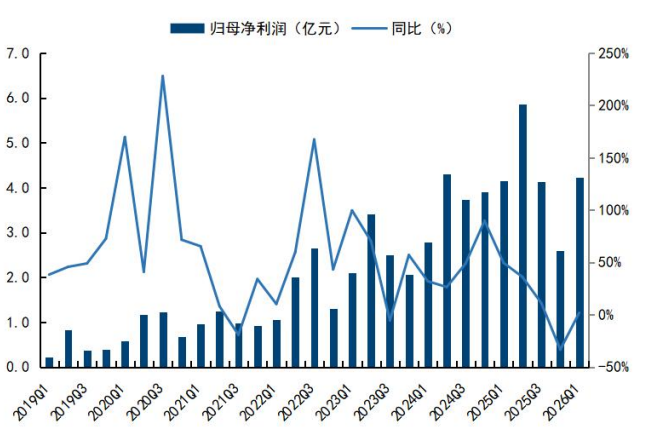
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润（亿元，%）

图4：公司季度归母净利润（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

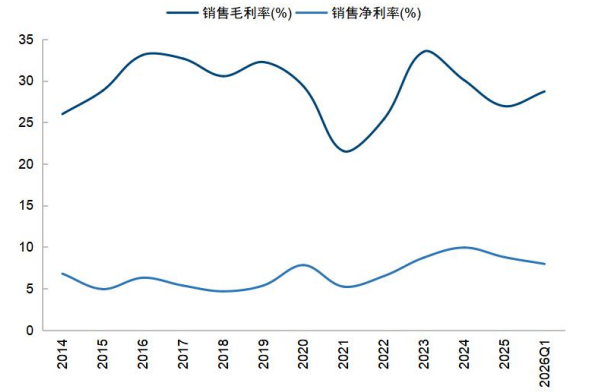


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2026Q1 利润率同比下滑受关税、汇兑等影响，环比明显改善。2025 年公司毛利率 26.9%，同比-3.1pct，净利率 8.8%，同比-1.2pct，2025Q4 公司毛利率 24.8%，同比-0.5pct，环比-1.3pct，净利率 5.2%，同比-5.1pct，环比-3.6pct，2025 年公司毛利率同比下降受产品结构变化，极核收入占比提升等影响；净利率同比下降受关税加征等影响。2026Q1 毛利率 28.7%，同比-1.0pct，环比+3.9pct，净利率 8.0%，同比-2.0pct，环比+2.8pct，2025Q1 受关税、汇兑等影响相对较小，高基数导致 2026Q1 利润率同比下降，环比改善受全地形车新品放量等带动。

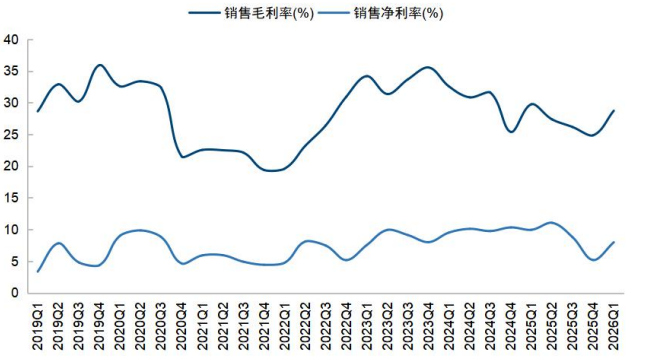
2026Q1 财务费用率同环比提升，主要受汇兑波动拖累。费用端，2025 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.5%/4.0%/6.2%/-0.8%，销售/管理/研发/财务费用率同比分别为-0.5/-0.8/-0.6/+1.3pct，2025 年综合费用率 15.9%，同比-0.6pct，费用率同比下降受会计准则调整等影响，以及四轮车产品力较强，促销活动减少。2026Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.5%/4.5%/5.6%/1.6%，销售/管理/研发/财务费用率同比分别为+0.2/-0.3/-0.2/+2.7pct，环比分别为-3.8/+1.4/-2.1/+1.2pct，财务费用率同环比提升较大，主要受汇兑波动影响，其他费用率同比基本稳定。

图5：公司毛利率与净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司季度毛利率与净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

多次实施股权激励计划，有效激发员工积极性。公司历史上曾经多次实施股权激励计划，股票的授予对象包含董事会成员、核心管理及技术（业务）人员等。2024 年 8 月公司发布新一期的股票期权激励计划（草案），首次授予对象共计 1310 人，占员工总数的 25.86%。该激励在公司层面要求达到的业绩考核目标为：2024

年营业收入不低于 140 亿元，2024 及 2025 年两年累计营业收入不低于 305 亿元，2024 至 2026 年三年累计营业收入不低于 505 亿元。本次考核授予人数在历次股权激励计划中最多，涵盖核心管理人员及核心技术（业务）人员，有望调动更多员工积极性，使公司更好聚焦发展战略方向。

表1：春风动力的股权激励情况

推出时间	股票期权数量（万股）	行权价（元/股）	授予对象	授予人数	占授予时总股本的比例
2018 年 3 月	126.3	11.91	公司董事会成员、核心管理及技术（业务）人员	215	0.95%
2019 年 4 月	287.4	23.33	公司董事会成员、核心管理及技术（业务）人员	322	2.60%
2019 年 10 月	50.1	28	副总经理杨国春和核心管理及技术（业务）人员	68	0.37%
2021 年 10 月	251.6	121.09	核心管理及技术（业务）人员	749	1.68%
2022 年 10 月	106.02	112.9	核心管理及技术（业务）人员	544	0.71%
2024 年 8 月	355	106	核心管理人员及核心技术（业务）人员	1310	2.34%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

四轮车迎来产品大年，U10 PRO、Z10 等新品有望推动业务高弹性增长。

公司迎来新品周期，UTV/SSV 领域有望持续发力。2024H2 公司推出全新 UTV 产品 U10 PRO 及 U10 XL PRO，重新定义全尺寸 UTV。新产品 U10 PRO 采用新型三缸发动机，结合新的 CVT 系统，提供更强功率、扭矩及牵引能力，超过过去 UTV 系列产品，U10 XL PRO 进一步将 UTV 的体验提升到了新的高度，U10 PRO 系列产品有望成为公司最具价值的 UTV 产品。

从定价看，U10 PRO 仅高于 U10 XL 1500 美元，比北极星 GENERAL XP 1000 Ultimate 定价低 41%，比庞巴迪 Defender Limited 定价低 44%，定价上具备很强的竞争力。U10 XL PRO 的相关参数和 U10 PRO 基本一致，提供了双排座位，适合更多人乘坐的场景，因此价格略高于 U10 PRO，但相较于海外竞争对手仍然具备性价比优势。此外公司后续也将在 SSV 领域推出新品 Z10，**预计公司借助 U10 PRO、Z10 等系列产品有望在 UTV/SSV 领域大幅提升竞争力，助力公司加速进入高端市场。**

表2：春风动力的新品 U10 PRO/U10 XL PRO 和原有产品 U10 XL、北极星及庞巴迪竞品对比

相关参数		U10 XL	U10 PRO	U10 XL PRO	GENERAL XP 1000 Ultimate	Defender Limited
公司		春风动力	春风动力	春风动力	北极星	庞巴迪
售价		15499 美元	16999 美元	18999 美元	28999 美元	30199 美元
发动机	发动机类型	V 型双缸液冷四冲程	可变气门正时技术的三缸发动机	可变气门正时技术的三缸发动机	双缸液冷四冲程	双缸液冷
	排量	963cc	998cc	998cc	999cc	976cc
	最大功率	71HP@7000RPM	88HP@7250RPM	88HP@7250RPM	100HP	82HP
	最大扭矩	54LB-FT@6500RPM	69LB-FT@6500RPM	69LB-FT@6500RPM	-	69LB-FT
	驱动方式	两驱/四驱/四驱锁定	两驱/四驱/四驱锁定	两驱/四驱/四驱锁定	两驱/适时四驱/草地模式	两驱/四驱/草地模式
尺寸及重量	单排/双排	双排	单排	双排	单排	单排
	长宽高	148 英寸*64 英寸*x73 英寸	117 英寸*64 英寸*77 英寸	149 英寸*64 英寸*77 英寸	118 英寸*64 英寸*77 英寸	126 英寸*65 英寸*99 英寸
	轴距	112 英寸	81 英寸	113 英寸	83 英寸	83 英寸
	整备质量	1854 磅	1841 磅	2061 磅	1704 磅	1975 磅
	离地高度	12 英寸	13 英寸	13 英寸	14 英寸	12 英寸
	油箱容量	8 加仑	12 加仑	12 加仑	9 加仑	11 加仑
底盘	悬挂系统	前悬挂（高间隙鸥翼 A 臂）后悬挂（双 A 臂）	前悬挂（高间隙 A 臂）后悬挂（双 A 臂）	前悬挂（高间隙 A 臂）后悬挂（双 A 臂）	前悬挂（双 A 臂）后悬挂（双 A 臂）	前悬挂（拱形双 A 臂）后悬挂（带外部防摇杆的拱形 TTA）
	轮胎	14 英寸铸铝合金轮胎	14 英寸铸铝合金轮胎	14 英寸铸铝合金轮胎	15 英寸铝合金轮胎	14 英寸铸铝轮胎
	减震器	弹簧预载可调节，油阻尼	弹簧预载可调节，油阻尼	弹簧预载可调节，油阻尼	Walker Evans Velocity 系列减震	双管充气减震
	刹车	液压盘式制动器	液压盘式制动器	液压盘式制动器	液压盘式制动器	液压盘式制动器
其他参数	牵引能力	2500 磅	2500 磅	2500 磅	1499 磅	2500 磅

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

摩托车新品及改款产品频出，有望提升销量及市占率。

公司打磨产品过程中遵循精品策略，希望产品推出后即成为爆款，推出了 250SR、450SR、450SR-S、450CL-C、450NK、X0 狒狒、800NK 等多款重点车型，均取得较好的销量表现。2024 年来春风动力推出的新品包含 150SC、450MT、500SR VOOM 及 675SR-R 等，持续拉动摩托车销量。

2026 年公司推出的摩托车产品包括 450MT 2026 款/1000MT-X/450SR 天蝎版&450 家族 2026 款/500SR/500SR VOOM 2026 款/800MT-ES/250SR-FUN 2026 款等，公司对旗下众多核心摩托车产品做更新迭代，产品推新速度较快，提升整体竞争力。

摩托车新品方面，500SR 外观采用俯冲式前脸、标志性大灯、紧凑车尾，彰显纯粹的春风仿赛家族血统，动力层面采用春风自研直列四缸引擎，峰值功率 58kw，峰值扭矩 49Nm，动力表现较强，实现全段位丝滑衔接，还配备 6.2 英寸 TFT 超清仪表等，500SR 定价 28980 元具备诚意；2026 年公司也亮相 V4 SR-RR，是新车在国内的首次动态首秀，配备 997cc 四缸发动机，彰显技术实力。

图7：春风动力推出的 500SR

资料来源：网易，摩托范，国信证券经济研究所整理

图8：春风动力推出的 V4 SR-RR

资料来源：网易，摩托范，国信证券经济研究所整理

2025 年 6 月公司举办 CFMOTO 踏板战略发布会，发布首款复古踏板摩托车 150AURA，也是公司推出的第二款踏板车。150AURA 采用首个国产 150cc 自研踏板平台，整体控制更加平顺安静，产品配置方面，150AURA 配备双通道 ABS、胎压监测、加热把手、TFT 仪表投屏导航、前后双摄行车记录仪等多种功能，逐步开始交付。此外发布会还亮相全新 150SC、150SC-F 两款新车，2026 年 4 月 150SC-F 正式上市，踏板新车发布将进一步加强公司在出行市场的布局。

图9：春风动力发布首款复古踏板 150AURA

图10：春风动力发布全新 150SC 及 150SC-F

资料来源：公司公众号，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公众号，国信证券经济研究所整理

积极拓展摩托车出口业务，打开长期成长空间。

从深耕国内转向国内及海外摩托车市场并重。春风动力在成立之初曾经有摩托车出口业务，后续摩托车销售逐步转向国内为主，随着国内两轮摩托车的产品谱系完善，公司也开始重新考虑拓展海外市场，2022 年公司摩托车业务从国内为主，转向深耕国内及拓展海外并重，并在时隔十年后重新进入北美市场。

国内两轮摩托车产品线丰富，逐步导入海外重点市场。公司目前摩托车出口集中于海外多地，得益于产品线的不断丰富，公司能够持续在海外各国导入摩托车产品，公司在美国、欧洲等市场进行了相应的产品布局，在美国官网上推出街车、仿赛、ADV、mini、巡航太子等众多车型。

公司海外摩托车具备较高的性价比优势。以春风动力的 450 排量段经典产品为例，国内的 450SR 成熟后导入到美国市场作为 450SS 销售，对比海外竞争对手，例如本田 471cc 的 CBR500R 售价 7399 美元，相较于 450SS 贵约 30%，动力性方面最大功率均为 50HP，最大扭矩 CBR500R 略高于春风动力；对比 450SS 与雅马哈的 YZF-R3，在价位接近的情况下，YZF-R3 的排量段为 321cc，明显小于 450SS，最大功率、最大扭矩均比 450SS 更低，公司的摩托车产品在海外市场上较日系竞争对手具备较高的性价比优势。**随着海外两轮摩托的产品导入及渠道完善，摩托车外销的收入占比有望进一步提升，海外两轮摩托业务将成为公司长期成长的重要支撑点。**

表3：春风动力在美国的摩托车 450SS 和日系竞品的参数对比

车型		450SS	CBR500R	NINJA 500	YZF-R3
公司		春风动力	本田	川崎	雅马哈
售价		5699 美元	7399 美元	5299 美元	5499 美元
车体参数	长宽高	78.5 英寸*28.1 英寸*44.9 英寸	82 英寸*30 英寸*45 英寸	78.5 英寸*28.7 英寸*44.1 英寸	82.3 英寸*28.7 英寸*44.9 英寸
	轴距	53.8 英寸	55.5 英寸	54.1 英寸	54.3 英寸
	座高	31.3 英寸	31.3 英寸	30.9 英寸	30.7 英寸
	整备质量	370 磅	421 磅	375 磅	375 磅
	油箱容量	3.7 加仑	4.5 加仑	3.7 加仑	3.7 加仑
发动机参数	发动机类型	双缸水冷	双缸水冷	双缸水冷	双缸水冷
	排量段	449cc	471cc	451cc	321cc
	最大功率	50HP@9500rpm	50HP@8600rpm	51HP@10000rpm	42HP@10750rpm
	最大扭矩	29LB-FT@7600rpm	33LB-FT@6500rpm	32LB-FT@7500rpm	22LB-FT@9000rpm
底盘	悬挂系统	前悬挂（倒置叉） 后悬挂（预载可调减震）	前悬挂（Showa® SFF-BP fork） 后悬挂（Pro-Link）	前悬挂（液压伸缩叉） 后悬挂（后连杆）	前悬挂（倒置伸缩叉） 后悬挂（单体后减震）
	轮胎	铝合金轮胎	-	-	-
	刹车	前刹车（Brembo 单制动盘） 后刹车（单制动盘）	前刹车（双制动盘） 后刹车（单制动盘）	前刹车（单半浮制动盘） 后刹车（单制动盘）	液压盘式制动

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

极核业务成为公司的全新成长曲线，电动两轮车领域快速突破。

2020 年 12 月春风动力旗下电动品牌极核面向全球发布，公司正式开始布局电动摩托车市场。极核品牌以打造电动行业高端一线品牌为目标，将为公司构建第三增长曲线。

2024 年 6 月，极核新品发布会上正式公布其产品矩阵“MEGA CITY”，共涵盖五大系列产品，其中 AE 系列追求极致性能，C!TY 系列追求城市玩乐，EZ 为中性系列，MO 为针对女性用户开发的系列产品，GO 系列特点为超高性能，满足不同用户需求。极核系列产品中 AE4 系列配备单通道 ABS、BSD 盲区监测、ETCS 等安全配置，以出色操控满足用户对高端电自的需求；AE5 系列集成双通道 ABS 与全场景

智能交互系统，树立品质出行标杆；AE6、AE8 等系列以高端配置和卓越性能，在高端电摩市场占据领先地位；MO1 电动车凭借精致外观，吸引众多年轻消费者。

为满足战略发展需要，公司拟在浙江省桐乡市投资建设年产 300 万台摩托车、电动车及核心部件的研产配套生产基地，项目由浙江极核智能装备公司作为实施主体，总投资额预计为 35 亿元人民币，公司将进一步提升产能，实现多元化产业布局，分散经营风险。极核依托于春风动力在摩托车领域的积累，有望在电动两轮车市场快速突破。

图11：极核 2024 年发布会上公布的产品矩阵“MEGA CITY”

资料来源：公司官网，摩托范，国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到关税及汇兑等对公司的整体影响，略下调盈利预测，预期 26/27/28 年归母净利润为 23.05/29.98/35.93 亿元（原 23.70/30.53/36.59 亿元），每股收益分别为 15.02/19.54/23.41 元(原 15.44/19.89/23.84 元),对应 PE 分别为 18/14/12 倍，维持“优于大市”评级。

表4：可比公司估值表（20260427）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS 2025A	EPS 2026E	EPS 2027E	PE 2025A	PE 2026E	PE 2027E
000913.SZ	钱江摩托	无评级	13.5	71.2	1.86	0.74	0.93	7	18	15
603766.SH	隆鑫通用	优于大市	15.5	317.5	0.93	1.14	1.42	17	14	11
301345.SZ	涛涛车业	无评级	275.9	300.9	7.49	10.99	14.66	37	25	19
	平均				3.43	4.29	5.67	20	19	15
603129.SH	春风动力	优于大市	274.4	421.1	10.98	15.02	19.54	25	18	14

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：钱江摩托、涛涛车业采用 Wind 一致预期

风险提示：新车上市节奏及销量不及预期；汇率、运费等外部环境波动；中美贸易环境变化；库存水平过高。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	7149	9577	11801	14345	17599
应收款项	1556	2033	2582	3150	3780
存货净额	2530	2873	4149	5167	6342
其他流动资产	689	852	602	734	881
流动资产合计	**11933**	**15334**	**19138**	**23398**	**28605**
固定资产	1949	2381	2720	3313	3856
无形资产及其他	194	267	252	237	222
投资性房地产	594	1057	1057	1057	1057
长期股权投资	231	231	232	233	234
资产总计	**14900**	**19270**	**23400**	**28239**	**33975**
短期借款及交易性金融负债	26	30	100	104	109
应付款项	7183	9710	11840	14243	17093
其他流动负债	1079	1456	1798	2181	2617
流动负债合计	**8288**	**11196**	**13738**	**16528**	**19819**
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	263	337	387	437	487
长期负债合计	**263**	**337**	**387**	**437**	**487**
负债合计	**8551**	**11533**	**14125**	**16965**	**20306**
少数股东权益	155	235	289	358	441
股东权益	6194	7502	8986	10915	13228
负债和股东权益总计	**14900**	**19270**	**23400**	**28239**	**33975**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	9.72	10.98	15.02	19.54	23.41
每股红利	2.09	3.91	5.35	6.96	8.34
每股净资产	40.90	49.17	58.55	71.12	86.18
ROIC	30%	25%	32%	43%	56%
ROE	24%	22%	26%	27%	27%
毛利率	30%	27%	30%	31%	31%
EBIT Margin	10%	8%	9%	10%	10%
EBITDA Margin	11%	9%	10%	11%	11%
收入增长	24%	31%	27%	22%	20%
净利润增长率	46%	14%	38%	30%	20%
资产负债率	58%	61%	62%	61%	61%
股息率	0.8%	1.4%	2.0%	2.6%	3.1%
P/E	28	25	18	14	12
P/B	6.7	5.6	4.7	3.9	3.2
EV/EBITDA	31.1	28.6	21.7	17.8	15.7

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**15038**	**19746**	**25077**	**30594**	**36713**
营业成本	10517	14427	17554	21110	25332
营业税金及附加	287	372	476	581	698
销售费用	1057	1286	1755	2295	2753
管理费用	713	786	1118	1361	1630
研发费用	1026	1220	1806	2203	2643
财务费用	(310)	(153)	(264)	(322)	(394)
投资收益	(2)	1	1	1	1
资产减值及公允价值变动	74	70	70	70	70
其他收入	(1213)	(1233)	(1806)	(2203)	(2643)
营业利润	1632	1866	2703	3438	4122
营业外净收支	(3)	13	13	13	13
利润总额	**1629**	**1879**	**2716**	**3451**	**4135**
所得税费用	135	145	326	345	413
少数股东损益	22	58	84	107	128
归属于母公司净利润	**1472**	**1675**	**2305**	**2998**	**3593**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1472	1675	2305	2998	3593
资产减值准备	23	(4)	16	19	19
折旧摊销	173	212	229	273	323
公允价值变动损失	(74)	(70)	(70)	(70)	(70)
财务费用	(310)	(153)	(264)	(322)	(394)
营运资本变动	1718	1528	963	1137	1404
其它	(5)	41	38	50	63
经营活动现金流	**3307**	**3383**	**3482**	**4406**	**5332**
资本开支	(552)	(686)	(500)	(800)	(800)
其它投资现金流	89	9	(5)	2	(1)
投资活动现金流	**(456)**	**(677)**	**(505)**	**(799)**	**(802)**
权益性融资	122	141	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(317)	(597)	(822)	(1069)	(1281)
其它融资现金流	304	775	70	4	5
融资活动现金流	**(208)**	**(278)**	**(752)**	**(1064)**	**(1276)**
现金净变动	**2643**	**2428**	**2224**	**2544**	**3254**
货币资金的期初余额	4506	7149	9577	11801	14345
货币资金的期末余额	7149	9577	11801	14345	17599
企业自由现金流	2658	2582	2776	3350	4218
权益自由现金流	2962	3357	3078	3644	4577

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032