

联合动力（301656）

2025 年年报&2026 年一季报点评：业绩受竞争加剧影响低于预期，加速海外布局以破局 买入（维持）

2026 年 04 月 28 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 许钧赫

执业证书：S0600525090005

xujunhe@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	16,178	20,697	23,352	29,147	36,147
同比（%）	72.74	27.94	12.83	24.81	24.02
归母净利润（百万元）	935.91	1,133.36	1,205.52	1,739.66	2,556.00
同比（%）	403.55	21.10	6.37	44.31	46.93
EPS-最新摊薄（元/股）	0.39	0.47	0.50	0.72	1.06
P/E（现价&最新摊薄）	49.69	41.04	38.58	26.73	18.20

投资要点

- **事件：**公司发布 25 年年报及 26 年一季报，公司 25 年营收 207.0 亿元，同比+27.9%，归母净利润 11.3 亿元，同比+21.1%，25Q4/26Q1 实现营收 61.7/42.8 亿元，同比+13.1%/+11.2%，归母净利润分别为 3.4/0.5 亿元，同比-6.1%/-85.2%；25 年毛利率 16.2%，同比-0.3pct，归母净利率 5.5%，同比-0.3pct，25Q4/26Q1 毛利率 17.0%/13.3%，同比-0.1/-4.8pct，归母净利率 5.5%/1.1%，同比-1.1/-7.4pct，业绩略低于市场预期。
- **营收稳步增长、盈利能力承压较大。**25 年公司电驱系统/电源系统业务实现营收 181.1/24.9 亿元，同比+29%/+22%，毛利率 16.6%/14.5%，同比-0.4pct/-0.2pct。26Q1 国内乘用车增速有所放缓，公司 TOP 客户理想/广汽埃安/奇瑞/小米 26Q1 销量同比+2%/+57%/-4%/+7%，表现分化，公司受大宗材料上涨、行业竞争加剧以及研发投入增加影响，盈利能力承压。
- **产品加速总成化演进、锚定海外高增长市场。**2025 年公司总成系统年交付量突破 100 万台套，其中多合一总成产品表现尤为突出，超额完成全年订单目标，常州工厂实现年产 100 万台电驱总成，产品结构向价值量更高的总成化演进。25 年公司新定点海外 9 个项目，26Q1，公司电机、电控、电源、总成等产品均新增海外主机厂多个全球平台项目定点，有望逐步贡献明显增量。
- **期间费用上升较大、现金流有所承压。**公司 25 年/26Q1 期间费用 19.7/5.0 亿元，同比+42.0%/+22.8%，期间费用率 9.5%/11.6%，同比+0.9/+1.1pct，26Q1 销售/管理/研发/财务费用率 0.7%/2.7%/7.9%/0.3%，同比变动 -0.0/-0.0/+0.8/+0.3pct。26Q1 经营活动现金净额 5.0 亿元，同比+1069.1%。26Q1 公司合同负债 0.8 亿元，较年初-12.3%，应收账款 46.6 亿元，较年初-8.6%，存货 39.8 亿元，较年初+10.1%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司短期受国内竞争加剧影响，我们下修公司 26-27 年归母净利润为 12.1/17.4 亿元（此前 16.8/25.8 亿元），同比+6%/+44%，新增 28 年预测 25.6 亿元，同比+47%，对应现价 PE 分别为 39x、27x、18x，考虑到公司持续拓展海外市场，定点车型持续增加，高价值量的总成产品占比提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**业绩不及预期导致股价波动、海外市场需求不及预期、竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.34
一年最低/最高价	19.22/37.00
市净率(倍)	4.82
流通 A 股市值(百万元)	3,938.19
总市值(百万元)	46,508.66

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.01
资产负债率(% ,LF)	60.98
总股本(百万股)	2,404.79
流通 A 股(百万股)	203.63

相关研究

《联合动力(301656)：2025 年三季报点评：业绩略低于市场预期，新品可期&客户多元，看好长期趋势》

2025-10-24

联合动力三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	18,474	22,256	27,643	34,457	营业总收入	20,697	23,352	29,147	36,147
货币资金及交易性金融资产	7,449	10,512	13,949	15,441	营业成本(含金融类)	17,339	19,691	24,348	30,134
经营性应收款项	7,004	7,120	8,396	8,858	税金及附加	69	56	71	87
存货	3,613	4,126	4,759	9,573	销售费用	141	168	204	258
合同资产	23	3	3	4	管理费用	500	584	729	868
其他流动资产	385	494	536	581	研发费用	1,338	1,448	1,778	2,205
非流动资产	7,324	7,056	6,554	6,039	财务费用	(10)	0	0	0
长期股权投资	67	67	67	67	加:其他收益	95	98	122	156
固定资产及使用权资产	4,527	4,025	3,525	3,008	投资净收益	57	9	0	0
在建工程	803	799	792	788	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	225	232	238	244	减值损失	(324)	(255)	(326)	(86)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	204	204	204	204	营业利润	1,154	1,256	1,813	2,664
其他非流动资产	1,499	1,729	1,729	1,729	营业外净收支	(2)	0	0	0
资产总计	25,798	29,312	34,198	40,496	利润总额	1,153	1,256	1,813	2,664
流动负债	14,930	17,227	20,371	24,112	减:所得税	19	50	73	107
短期借款及一年内到期的非流动负债	891	907	915	925	净利润	1,133	1,206	1,741	2,558
经营性应付款项	12,667	13,696	16,262	19,290	减:少数股东损益	0	1	1	2
合同负债	85	206	310	387	归属母公司净利润	1,133	1,206	1,740	2,556
其他流动负债	1,288	2,417	2,884	3,510					
非流动负债	1,270	1,286	1,286	1,286	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.47	0.50	0.72	1.06
长期借款	480	480	480	480					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	1,143	1,256	1,813	2,664
租赁负债	105	105	105	105	EBITDA	1,699	1,874	2,424	3,292
其他非流动负债	685	701	701	701					
负债合计	16,200	18,512	21,657	25,398	毛利率(%)	16.23	15.68	16.46	16.63
归属母公司股东权益	9,598	10,799	12,539	15,095	归母净利率(%)	5.48	5.16	5.97	7.07
少数股东权益	0	1	2	3					
所有者权益合计	9,598	10,800	12,541	15,098	收入增长率(%)	27.94	12.83	24.81	24.02
负债和股东权益	25,798	29,312	34,198	40,496	归母净利润增长率(%)	21.10	6.37	44.31	46.93

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,929	3,300	3,537	1,595	每股净资产(元)	3.99	4.49	5.21	6.28
投资活动现金流	(5,330)	(265)	(109)	(113)	最新发行在外股份(百万股)	2,405	2,405	2,405	2,405
筹资活动现金流	3,582	33	9	9	ROIC(%)	13.08	10.32	13.22	16.69
现金净增加额	1,179	3,063	3,438	1,491	ROE-摊薄(%)	11.81	11.16	13.87	16.93
折旧和摊销	556	617	611	628	资产负债率(%)	62.80	63.16	63.33	62.72
资本开支	(1,941)	(119)	(109)	(113)	P/E (现价&最新股本摊薄)	41.04	38.58	26.73	18.20
营运资本变动	1,007	1,307	860	(1,677)	P/B (现价)	4.85	4.31	3.71	3.08

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>