五菱汽车(305 HK)

前沿新能源车供应链企业

京基證券集團 KINGKEY SECURITIES GROUP

- 中汽协预测 2025 年全国汽车总销量将达 3,290.0 万辆，同比增长 4.7%。其中新能源汽车总销量预计约 1,600.0 万辆，同比增长 24.4%。

- 五菱汽车的主要客户如上汽通用五菱、比亚迪及吉利于 2025 年 1-5 月产销量均录得高双位数增长，基于回补甚至增加库存及迎合增量需求，其主要客户今年的动力系统及零部件需求大增，定必推动五菱汽车的销售。

- 按国家统计局数据，2024 年中国汽车零部件市场规模达 46,200.0 亿人民币。Investingcom 预测 2025-2030 年期间，中国汽车零部件市场规模将以复合式年增长率 9.4%，增至 2030 年的 7.5 万亿元。而五菱汽车所佔当中市场份额不足 0.2%，增长潜力無可限量。

基本数据

投资评级	买入
目标价(港元)	0.81
股价(港元，6 月 23 日)	0.425
总股数(百万股)	3,298.2
市值(百万港元)	1,401.7
股东持仓状况	广西汽车集团 (56.5%)
行业	汽车/新能源车、零部件
发布日期	2025 年 6 月 24 日

- 新能源商用化场景是新能源车领域的风口，预测 2024 年至 2030 年中国新能源商用车销量复合式年增长率将达 31.5%至 3.1 百万辆。五菱已于新能源商用市场站稳，是本地市场大部份头部新能源商用车主机厂的供应商及合作伙伴。

- 持股 20.875%的五菱新能源于 2025 年首季销量同比增长 93.0%至 4,000 台以上；更创下单月及单日最高销量超过 2,000 台及 300 台以上。五菱新能源在 2024 年 1 月完成了 A 轮融资，若其上市或以更高估值私募融资，其股东持股的价值将得以提升，并推动五菱汽车估值。

- 五菱在其自主研发的线控底盘平台及菱御 2.0 智能驾驶系统基础上，推出了自动移动储能充电车、自动移动智能补给站及智能载具五菱太空舱等智能自动驾驶载具。其线控底盘已模块及平台化，可通过开放通用协议及配搭不同硬件，应付不同使用场景发展多种智能自动驾驶载具产品。

- 估计五菱汽车 FY24A-FY27F 股东应佔溢利 3 年复合式年增长率将达 59.5%。

- 按每股股价 0.425 港于算，五菱汽车的 FY25E 及 FY26F PE 分别为 16.0 倍及 11.6 倍，其 PE/G 及 P/S 分别低至 0.36 倍及 0.14 倍，而其现股价较其 FY24A 及 FY25F 每股帐面值分别折让 35.0%及 36.4%。对照其本身 10 年平均 PE 25.1 倍、中国汽车零部件坂块预测本年及来年 PE 分别为 20.6 倍及 20.4 倍，以及中国汽车零部件坂块 PE/G 0.8 倍，五菱汽车估值过低，并未反映其业务规模、实质价值及增长潜力。

- 按五菱汽车 FY25F PEG 0.7x，我们维持买入五菱汽车建议，目标价维持于 0.81 港元。其于 2024 年 12 月底持净现金达 6.3 亿人民币，具备增派股息或回购股份的财务资源。

五菱汽车

概览 作为全国新能源汽车动力系统及零部件供应链头部企业，五菱汽车具备多产品矩阵，覆盖汽车及新能源车全产业链，而且其客户群体多元，覆盖全国大部份头部主要主机厂。五菱亦持有多项专利技术及开发成果，并逐步将之落地投产。

五菱汽车是我国小数具备乘用车电驱动系统及微、轻、中型车电动桥四大产品平台。其实现了平台化、高压化、智能化其电驱系统，并构建了混动（HEV 及 PHEV）、纯电（BEV）、增程（REEV）、甲醇、氢能、专统的汽油及柴油等全场景动力矩阵及全域技术储备。其建立了覆盖全国同时幅射东南亚及南亚次大陆的生产设施网络，深度嵌入客户的供应链，并与客户协同开发产品及生产方案。其已连续多年入围全球零部件供应链百强企业，并入选标普全球《可持续发展年鉴(中国版)2025》。

国家统计局数据，2020-2024 年中国汽车零部件市场销售额按 4 年复合式平均增长率 6.2%，由 36,311.0 亿人民币增至 46,200.0 亿人民币。Investingcom 预测 2025-2030 年期间，中国汽车零部件市场规模将以复合式年增长率 9.4%，增至 2030 年的 7.5 万亿人民币。而五菱汽车所佔当中市场份额不足 0.2%，增长潜力無可限量。

我们对五菱未来的销售实现增长乐观。今年政府推出多项促进汽车消费措施已见成效，2025 年 1-5 月中国汽车总产销量分别同比增长 12.7%及 10.9%，其中新能源汽车产销量分别同比增长 34.4%和 35.5%。中汽协预测 2025 年全国汽车总销量将达 3,290.0 万辆，同比增长 4.7%。其中新能源汽车总销量预计约 1,600.0 万辆，同比增长 24.4%。而五菱的主要客户如上汽通用五菱、比亚迪及吉利于 2025 年 1-5 月产销量均录得高双位数增长，其中其主要客户上汽通用五菱有可能在 2024 年完成去库存，在今年将需回補甚至增加库存，料其主要客户今年的动力系统及零部件需求大增。全国汽车产销量增长及客户增产定必推动五菱汽车的销售。而且随《保障中小企业款项支付条》于 2025 年 6 月 1 日生效，料包括五菱在内的汽车供应链企业的现金流将显著改善同时大量营运资金将可释放至生产活动，从而产生更多利润推动股东回报增长。

新能源商用化场景是新能源车领域的风口，据高工产研预测，2024 年至 2030 年全球新能源商用车销量复合式年增长率达 37.5%至 5.4 百万辆。而中国正是目前全球最大且增长最快的新能源商用车市场，预测 2024 年至 2030 年中国新能源商用车销量复合式平均增长率将达 31.5%至 3.1 百万辆。五菱已于新能源商用市场站稳，是本地市场大部份头部新能源商用车主机厂的供应商及合作伙伴，而且已发展了成熟且稳步发展的出口业务。

五菱汽车持股 20.0%的五菱新能源现定位为高性价比中小微型新能源商用车主机厂，其于 2025 年首季销量同比增长 93.0%至 4,000 台以上；更创下单月及单日最高销量超过 2,000 台及 300 台以上。五菱新能源主要面向商用客户，因此市场推广支出较低，有助其早日达至收支平衡。五菱新能源已在 2024 年 1 月完成了 A 轮融资，若彼上市或以更高估值私募融资，其股东持股的价值将得以释放及提升，并推动五菱汽车估值。

凭其技术积累，五菱在其自主研发的线控底盘平台及菱御 2.0 智能驾驶系统基础上，推出了自动移动储能充电车、自动移动智能扑给站及智能载具五菱太空舱等智能自动驾驶载具。其线控底盘已模块及平台化，可通过开放通用协议，配搭不同硬件，以应付不同使用场景从而发展多种智能自动驾驶产品。

按每股股价 0.425 港于算，五菱汽车的 FY25E 及 FY26F 市盈率 PE 分别为 16.0 倍及 11.6 倍，其市盈率/预测 3 年复合式平均增长率比率低至 0.36 倍，而其 FY25E 市销率 PS 仅 0.14 倍，其现股价较其 FY24A 及 FY25F 每股帐面值 分别折让 35.0%及 36.4%。对照其本身 10 年平均 PE 为 25.1 倍、中国汽车零部件坂块预测本年及来年预测 PE 分别为 20.6 倍及 20.4 倍，以及中国汽车零部件坂块预测 PE/G 0.8 倍，五菱汽车的估值未能反映其业务规模、实质价值及增长潜力。此外如五菱新能源实现上市或以更高估值私募融资，这也对五菱汽车估值有促进作用。按五菱汽车 FY25F 目标 PEG 0.7 倍，我们维持买入五菱汽车建议，目标价维持于 0.81 港元。其于 2024 年 12 月底持净现金达 6.3 亿人民币，具备增加派股息或回购股份的财务资源。

今年新能源车产销量增长理想 2024 年，中国汽车产销量分别达 3,128.2 万辆和 3,143.6 万辆，分别同比增长 3.7%和 4.5%。其中，新能源汽车产销量分别达 1,288.8 万辆和 1,286.6 万辆，分别同比增长 34.4%和 35.5%。多项因素在今年内将继续驱动中国汽车，特别是新能源车产销量。2024 年新能源汽车购置补贴及汽车以旧换新政策措施延续至今，各地方政府也发放消费券；于 2025 年 6 月工信部、国家发改委、农业农村部、商务部及国家能源局公布组织开展 2025 年新能源汽车下乡活动，在一些新能源汽车推广比例不高、市场潜力较大的县域城市，举行若干场专场活动以在乡镇推广新能源车。活动同时推动改善县域内的充换电设施，并促进充换电及智能网联汽车「车路云一体化」试点协同工作。新能源汽车下乡活动籍鼓励主机厂、4S 店、汽车金融、充换电设备及售后服务等行业各领域主体参与，协同制定「购车优惠+用能支持+服务保障」一体化促销方案，覆盖购车、用车、养车全周期售后服务网络。受惠于活动的车型记在《2025 年新能源下乡车型目录》内，共纳入 124 款车型，覆盖上汽通用五菱、比亚迪、蔚来、小鹏、理想、长安汽车、零跑汽车、奇瑞汽车、赛力斯、长城汽车 、东风汽车、广汽埃安、阿维塔、江淮汽车及一汽等多家品牌主机厂。

此外，2024 至 2025 年推出的新能源车全额免征购置税、报废更新及首次购车补贴等政策措施不仅降低购车门槛，也间接促成主机厂定价有一定减价空间，部份主机厂之间的减价战至今仍延续。统计今年 1 至 5 月期间合共有 77 款乘用车降价促销，平均降幅 12.8%。比亚迪于 5 月宣佈旗下 22 款车型最高降价 5.3 万人民币。降价自然不利主机厂利润，但降价叠加各项补贴优惠吸引首次买家及置换买家购车从而推动产销量增长。出口也是我国汽车产业增长动力来源。2020 年至 2024 年中国整体汽车出口量 4 年复合式年增长率达 52.5%至 585.9 万辆，其中新能源车 4 年复合式年增长率更高达 107.0%至 128.4 万辆（海关总处 2024 年新能源车出口数据为 201 万辆）。

据中国汽车工业协会统计，2025 年 1-5 月中国汽车总产销量分别同比增长 12.7%及 10.9%，至 1,282.6 万辆及 1,274.8 万辆。其中新能源汽车产销量分别为 569.9 万辆和 560.8 万辆，同比分别增长 45.2%和 44.0%。期内新能源汽车渗透率（新能源汽车佔新车销售）达 44.0%。1 至 5 月中国汽车出口 249 万辆，同比增长 7.9%。其中，新能源汽车出口 85.5 万辆，同比增长 64.6%。中汽协预测 2025 年全国汽车总销量将达 3,290.0 万辆，同比增长 4.7%。其中，乘用车总销量预计达 2,890.0 万辆，同比增长 4.9%；商用车总销量将达 400 万辆，同比增长 3.3%；新能源汽车总销量预计约 1,600.0 万辆，同比增长 24.4%，新能源渗透率预计达五成以上；出口总量预计达 620.0 万辆，同比增长 5.8%。汽车及新能源车销量大增，零部件及动力系统销售同步增长。

增长空间广阔 据国家统计局数据，2020-2024 年中国汽车零部件市场销售额按 4 年复式增长率 6.2%，由 36,311.0 亿人民币增至 46,200.0 亿人民币。估计新能源汽车渗透率提高、出口市场扩张、政策支持及我国汽车市场自然增长将继续推动我国汽车零部件市场规模扩张。Investingcom 预测 2025-2030 年期间，中国汽车零部件市场规模将以复合式平均增长率 9.4%，增至 2030 年的 7.5 万亿元。而五菱汽车所佔当中市场份额不足 0.2%，增长潜力無可限量。

汽车供应链行业今年销售增长较快 估计动力系统、车架及零部件生产最小先于车辆装配 2-3 个月，这是由于整车厂需在装配车辆前备好材料。由于预计今年中国汽车及新能源车销量将继续增长，料包括五菱汽车在内的汽车供应链企业在今年的销售增长至低限度与汽车产销量增长水平相若，其中新能源动力系统及相关零部件供应链行业销售增长将更为突出。客户数目增加、产品升级、推出新产品等也是促进五菱销售增长的积极因素。

主要客户增产上汽通用五菱（上通五）是五菱的主要存量客户，单在动力系统部门，于 FY24A 来自彼方的销售佔五菱的动力系统部门销售额之四成。2024 年上通五去库存并更新车款，其产量因而同比下降 3.7%至 1,352,135 辆。上汽通用五菱在 2025 年推出多款全新及迭代型号，包括宏光增程版及五菱星光等，而且为迎合需求增长及回補库存，其今年需增产。仅 1 至 5 月，上通五累计产量已达 683,566 辆，较 2024 年同期同比增长 47.6%。上汽集团 2025 年全年销售目标为超过 450 万辆，而上通五于 2024 年的累计产量占上汽集团总累计产量的 33.7%，按此比例保守估计，上通五 2025 年的产量将超过 152 万辆，较 2024 年同比增长约 12.4%。五菱已获取上通五多款新车型的零部件定单，并是后者的电动座椅开关及组合开关等产品的独家配套供货商。五菱的其他客户在今年以来的产量也呈长足增长趋势，其中今年 1-5 月比亚迪汽车产量同比增长 38.9%至近 180 万辆、吉利汽车产量同比增长 48.6%至 117.3 万辆、其越南新能源车企客户 VINFAST 于 2025 年首季的交付量同比增长 296.0%至 36,330 辆。料其客户今年的动力系统及零部件需求大增。从其客户产量增长情况推测五菱 FY25E 的销售料将录得不俗增长。

行业资金周转有望改善 据国务院 2025 年 6 月 1 日生效的《保障中小企业款项支付条》规定，大型企业向中小企业采购的付款期限最长不得超过 60 天，这将有助纠正汽车行业长期存在的账期过长及以票抵款等内卷式竞争陋习，而一汽、东风汽车、广汽集团、赛力斯、比亚迪等 9 家主流车企（大部份为五菱的客户）集体承诺将供应商账期缩短至不超过 60 天，并强调将格守《保障中小企业款项支付条》。倘《保障中小企业款项支付条》有效落实而五菱的客户守诺，五菱的销售将得益于市场扩张而快速增长之余，同时其应收账款周转天数得以缩短（FY24A 为 122 日），这将改善现金流同时释放营运资金，令资金加快回笼再度投入生产，从而制造更大利润，扩大产销规模。

新能源车销量渗透率将加快增长 五菱正处于新能源车风口，一方面其正全面新能源化，大力投入新能源动力系统及相关零部件研发生产;另一方面其直接投资新能源整车厂。中长期而言，驱动我国新能源车产业的增长因素包括 1.) 充电基础设施完善。于 2025 年 3 月底，全国充电基础设施总量为 1,374.9 万台，同比增长 47.6%。估计到 2030 年全国充电设施有望达 2,000.0 万台；2.) 电池及充电技术升级，如固态电池和比亚迪的闪充电池；3.) 自动/智能驾驶渗透率进一步提高；4.) 商用新能源车渗透率上升；5.） 出口增长等。据中汽協及高工產研行業報告，2020 年至 2024 年，中国新能源车销量 4 年复合式增长率达 73.2%。预测 2026-2030 年期间，全国整体汽车销量将以复合式年增长率 6.4%，由 3,400.0 万辆增至 4,350.0 万辆，期间全国新能源车销量将以复合式增长率 14.6%由 1,860.0 万辆增至 3,210.0 万辆。预测新能源车渗透率将由 2024 年的 45.0%上升至 2030 年的 92.2%。

新能源商用市场增长潜力 新能源商用化场景将是新能源车领域中增长最快的坂块。碳中和是全球趋势，鉴于各国排放政策日趋严格、新能源技术提升节能效益提升有效节省成本、自动/智能驾驶及各种车载科技推陈出新赋能商用车辆更智能化、及新能源基建日趋完善普及等因素，新能源商用车市场快速发展。据高工产研行业报告，全球新能源商用车销量自 2020 年的约 20 万辆增长至 2024 年的约 80 万辆，4 年复合年增长率达 41.4%；预测至 2030 年，全球新能源商用车销量将激增至 5.4 百万辆，2024 年至 2030 年复合式年增长率达 37.5%。预测期内全球新能源客车、轻型物流车及中重卡将分别以 6 年复合式增长率 12.6%、38.1%及 45.5%增长。2024 年全球商用车销量为 1,650 万台，仅占全球商用车总销量不足 4.9%。估计到 2030 年，新能源商用车销量占全球商用车总销量比率将达 31.0%。而中国正是目前全球最大且增长最快的新能源商用车市场。中汽协及高工产研估计 2024 年至 2030 年，我国新能源商用车销量将以 6 年复合式增长率 31.5%增长至 3.1 百万辆。

据高工产研行业报告预计，中国新能源商用车渗透率预计从 2024 年 19.4%增长至 2030 年 75.3%，当中新能源客车渗透率预计将达至 55.0%至 60.0%水平。随着我国城市物流及冷链运输行业快速发展，轻型商用车需求呈现爆发式增长，料新能源轻卡年增速有望超过三成且渗透率将快速提升，高工产研预测新能源轻型物流车渗透率将从 2024 年的 19.5%上升至 2030 年的 79.5%。据估计，目前仅佔我国汽车保有量 3.0%的重卡已排放了 43.0%的道路交通炭排放，料我国推进"双碳"目标（现时是重卡排放标準是国六标准）、技术进步及新能源基建设施日益完善等促进因素将驱动新能源重卡市场广张。估计新能源重卡将佔新能源商用车总销量三成，市场规模将达千亿级别。高工产研行业报告预计新能源中重卡渗透率将从 2024 年 13.6%升至 2030 年 59.6%。

多重新能源商用场景自 2018 年以来，五菱就把新能源动力拓展至多种商用场景，并逐步把微型商用车用的传统燃油发动机迭代至电动化、轻量化与智能化的新能源商用车动力系统。随着中国城镇化率超过 65.0%，我国城市物流车日均行驶里程增至 300 公里，这对电驱系统的效率与可靠性提出更高要求。为此五菱升级并优化整体式电驱桥、混动系统及线控底盘。因其线控底盘取消了传统机械传动并采用电子信号传输指令，从而使车辆反应速度提升 50.0%以上，令操控更加精准灵活，并能在负载重量的同时保持良好的行驶稳定性。五菱为冷链物流而开发的低温电驱系统，把电池保温能耗降低 40.0%同时在-40℃环境下保持稳定运作。针对城市配送快递运输，五菱定制智能能量管理系统，通过 OTA 升级实现续航动态优化，助力物流企业节省用电成本。

头部新能源商用主机厂的合作夥伴 2024 年中国商用车排名前 10 的主机厂均是五菱的客户，包括福田汽车、东风汽车、一汽解放、上汽通用五菱、江淮汽车、长安凯程和跨越、长城、奇瑞、中国重汽及郑州宇通等。其中，上通五的五菱宏光车系自 2010 年以来已是全国轻型商用车细分市场销量冠军，而五菱正是宏光此款神车的发动机及零部件主要供应商。上通五在 4 月推出了五菱宏光增程版（有五坐及 7 坐版），定价仅 6.88 人民币至 7.38 万人民币，该车系的大部份零部件一如既往，也是由五菱供应。五菱向长安凯程配套的首台商用化电驱同轴电桥已实现量产；其供应同轴式电驱桥予赛力斯与江淮，并供应副车架予货拉拉于重庆成立的多拉新能源汽车科技；其为一汽解放配套动力电驱产品相关方案，并向吉利远程、奇瑞新能源商用车提供电驱桥及相关配套。

五菱新能源 五菱直接及透过主要附属公司五菱工业持股 20.875%的五菱新能源现定位为高性价比中小微型新能源商用车主机厂，现时其提供以菱势为品牌的 5 个平台系列车型，包括 G200B 平台菱势黄金仓、G200P 平台菱势黄金卡、G210P 平台菱势黄金小卡、G100P 菱势电卡及 G100 菱势 EV50。于 2024 年底推出的 G200B 菱势黄金仓，连续多月取得千台以上銷售成績；而在 2024 年 11 月推出的菱勢黃金小卡一推出即打入細分市場销量前 3 位。2025 年首季五菱新能源销量同比增长 93.0%至 4,000 台以上；更创下单月及单日最高销量超过 2,000 台及 300 台以上。五菱新能源在开拓出口市场方面也进展顺利，凭其 050 平台左舵微型物流車，五菱新能源成功开拓韓國市场，其亦凭其 G50P 純電動小卡于日本市场立足。估计歐洲、東南亞、南美等市場将是五菱新能源的潜在出口市场。于 FY24A，来自五菱新能源的收入同比增长 29.5%至约 10.2 亿人民币，权益经营亏损则同比减少 15.5%。五菱新能源主要面向商用客户，如物流企业，这客户群体重视性价比，市场推广支出应较新能源乘用车为低，因后者面向大众市场且競争远较商用车激烈。较低市场推广支出这有助五菱新能源短期内实现正息税折旧摊销前盈利（EBITDA），并提升其税息前盈利率、EBITDA 率及纯利率。重点是新能源商用车，特别是中微型新能源商用车的预测产销量增长将远高于新能源车整体预测产销量增长，市场潜力巨大。五菱新能源正处于当下风口。即使其产销量增长与市场同步，很有可能在 2-3 年内便接近产能全开达至规模经济效益，从而实现盈利。

菱势黄金仓

菱势 EV50

信息源：五菱新能源

智能自动产品 于 2016 年，五菱设立了菱动科技企业孵化平台，致力投资于车辆新四化（电动化、智能化、网联化、共享化）、智能制造和汽车后市场等领域。于2018年，菱动孵化的低速无人驾驶项目立项，随后该低速无人驾驶项目原型产品完成落地和场景测试验证。针对技术研发及商业化落地，五菱构建了"产品研发-示范运营-制造-市场-售后"全流程管理架构和保障机制。在自动及智能驾驶领域，凭技术及专利累积，五菱开发了菱御智驾系统、前后桥、电子驻车制动系统（EPB，Electronic Parking Brake）、电子液压制动系统（EHB，Electronic Hydraulic Brake）等核心底盘零部件、以及车规级线控底盘等自动及智能驾驶关键系统及电控部件。

车规级线控底盘是通过电子信号控制并符合汽车行业标准的智能底盘系统，其以线缆或无线通信替代传统机械/液压连接，并把操作指令转换为电子讯号，传送至电子控制单元（ECU）处理并驱动执行器完成操作指令，从而实现对车辆转向、制动、驱动、悬架等核心功能的精准控制。线控底盘是自动驾驶（L3 级以上）的运动控制中枢载体，实现可靠、高精度及敏捷反应速度。五菱的车规级线控底盘已模块及平台化，可通过开放通用协议，配搭不同硬件，应付不同使用场景。这是一个底盘上能发展多种产品，形成"平台+生态"的商业模式。早期五菱的無人驾驶的智能载具主要应用在厂区物流场景，例如其于2020年推出的无人物流车是投入到专用车厂车间内使用。该车配备了 GPS 定位系统、视觉传感器、惯导系统和车端无线模块，能在厂内各车间中準确执行零部件配送任务。随后五菱逐步把线控底盘平台产品扩展至文旅体育、安防巡检、无人环卫、智慧储能充电等场景。

针对新能源汽充电场站建设增容成本高且周期性明显的场景，五菱推出 4 款多容量且兼容谷充（在电网负荷低谷时段，利用低价电对储能设备充电）峰放（在电网负荷高峰时段，将储存的电能释放至电网，缓解供电压力。）和 V2G（车辆到电网）技术等多种充电模式、并可实现电网调峰的自动移动储能充电车，从而解决电网调平压力及新能源汽车找充电桩难问题。其将该移动储能充电车的应用场景拓展到电网台区、景区、商圈、住宅区、高速公路、服务区和机场等区域。该移动储能充电车已于南宁、天津、宁波、上海和柳州等多地累计投放数百台，并出口至中国台湾、东南亚、欧洲等海外地区。五菱并为智能移动储能充电车开拓租赁业务，并以租赁销售双轨模式与广东、广西、贵州、云南等地高速服务区营运商展开合作。在 2025 年 3 月 30 日举行的柳州马拉松，五菱部署了自动移动智能补给站，即为配备激光巡航的小型自动智能驾驶车，其自动配合跑手速度，迅速精准地为跑手送上补给。于 FY24A，五菱共售出 40 台无人驾驶专用载具。智能机械人在中国及全球的应用场景及需求快速上升，五菱的车规级线控底盘衍生产品市场潜力庞大。

智能储能充电车

自动移动智能补给站

信息源：五菱汽车

五菱在线控底盘平台的基础上发展出名为五菱太空舱的智能载具。五菱太空舱的外壳采用全碳纤维覆盖件，提升车身刚度与强度的同时最大化减轻车身重量，从而提升其性能及能效。五菱太空舱的整车外饰专利获中国专利奖外观设计优秀奖。五菱太空舱采用五菱自主研发菱御 2.0 智能驾驶系统，并配备了三维立体的多重融合感知系统及集成平台化的线控底盘，使其具备远程监控、智能交互、手机约车、自动泊车等先进功能，达到特定区域自动驾驶级别。首批五菱太空舱于 2022 年 8 月交付柳钢集团防城港基地。作为 5G 无人驾驶移动云舱，该批五菱太空舱搭载了冷轧厂内部环境监测、视频安全监控、智能物料运输等应用。五菱太空舱适用于景区、校园、园区等特定区域的接待、观光、通勤等场景，目前已交付武汉理工大学、南宁荔园山庄等投入使用。

五菱太空舱

信息源：五菱汽车

覆盖南半球的生产基地网络 五菱建立了覆盖全国同时幅射东南亚及南亚次大陆的生产设施网络。其于柳州、青岛、重庆、荆门、南宁，以及印尼和印度设立的生产基地，均毗邻客户生产及物流设施所在，达至节省物流成本时间，并迅速回应客户需求。作为长城汽车供应链一部份，五菱于荆门生产设施于 2021 年上线投产，为长城汽车的主要车型提供适配底盘及动力系统，并支援长城乘用车业务发展。于 FY24A，五菱自荆门基地实现收入近 7.3 亿人民币，佔集团期内收入的 9.2%。而其于全球第四大人口大国印尼的生产基地年产能达 10 万套件零部件，是上通五在当地的供应链中的重要组成部份。上通五在当地的生产基地正生产五菱缤果等新能源乘用车，彼是当地主导的新能源乘用车主机厂。除上通五外，五菱印尼生产基地也供应予如韩国现代等其他国际客户。

全球零部件供应链百强企业 五菱是全国首家实现微型整体式车桥产销量突破百万的新能源车动力系统及零部件供应商，其新能源车桥产品累计产销量超 200 万具；其亦是全国首家同时具备 Y 型、同轴、T 型三种电驱动技术的新能源车动力系统及零部件供应商，其在中国新能源车动力系统及零部件生产领域佔重要份额。凭籍其材料-工艺-部件-系统的全独立研发体系、200 万套全门类整车零部件及 80 万台发动机年产能、及精密供应链管理体系，五菱构建了从研发到量产的闭环全控生产体系。其与各大主机厂客户共同形成开放式生态圈，能为客户提供一站式服务。五菱参与其主机厂客户规划及新车开发阶段，与客户共同设计开发新车及相关部件，并针对客户技术路线，向彼提供适切生产技术、零部件及系统集成方案。其与客户深度对接，并精准把控供应链及各个生产环节，从而实现稳定产品品质、准时交付、最高产品良率及材料利用率最大化，例如其焊接合格率达 95.0%，材料利用率达 90.0%以上。五菱连续多年入围全球零部件供应链百强企业，并入选标普全球《可持续发展年鉴(中国版)2025》。

多元客户群体 除主要存量客户上汽通用五菱外，五菱客户群体逐年扩张。其向东风猛士、一汽解放、奇瑞汽车以及吉利汽车等主机厂的动力电池产品门类提供生产服务，并为比亚迪、长城等主机厂的高端车系提供包括 A 柱、B 柱、顶盖横梁等超高强度钢管热气胀成型安全部件。其进入了新客户武汉长源朗弘科技的铸造件供应链。上汽旗下的上汽大通的高级 MPV 车系装配了五菱的后桥产品；其向比亚迪旗下的弗迪电池供应动力螺伞齿轮、并承接江淮汽车、长安凯程及长城汽车等的电驱桥、增程器专案。凭籍其 H15TD+DHT 混动总成架构平台、三合一电驱动系统、高压铸造等项目，五菱参与了东风柳汽、中联重科、森鹏电子等新能源项目，并与创维汽车协同开发混动系统车型。越南新能源车企 VINFAST 也是其客户。目前五菱的客户群超过 40 余家主机厂。

出口市场稳步发展 五菱的混动皮卡用同轴电驱桥产品已出口至泰国、巴西等海外市场。其以液压涨型桥壳工艺生产的微小型桥车用电驱动已销往越南市场，并累计配套量超过 3.5 万套。除巴西、泰国及越南，五菱也出口至肯尼亚、伊朗等多国。此外，透过供应 LJ481Q6 发动机予江淮瑞风以配置在 MPV M4 车型，五菱进入了海湾国家市场。而其观光车、高尔夫球车等产品也销往越南、泰国、美国、加拿大、澳大利亚、及埃及等多国，及东南亚及非洲其他国家市场。而其移动储能充电车出口至中国台湾、东南亚、欧洲等地。五菱的 LJ469Q-AEC 及 LJ481Q6 两款发动机获欧盟的欧洲经济委员会 E-mark 认证（车辆及零部件符合欧洲统一的安全、环保及技术标准的证明，是进入欧洲及认可 ECE 法规国家的必要条件），具备进入欧洲市场的必要条件。

佈局研发机构网络 于 2024 年，五菱成立了上海前瞻中心，以融合上海地区的前沿技术、开展电控等核心部件关键技术的创新应用研究，并构建仿真分析、测试验证与研发创新平台。五菱亦与其产业链伙伴共建广西新能源汽车实验室，以研发及推进新能源汽车高端化、智能化、绿色化转型升级等相关技术。其于香港成立创新中心，以在大湾区获新技术专利及扩大其于大湾区内新能源汽车供应链中的所佔份额。五菱亦与多所高等学府合作研发，包括与重庆大学合作的镁铝合金项目、与武汉理工在新能源车和智能网络领域的多个合作项目。五菱与香港理工大学、香港中文大学、香港应用科技研究院分别就多个项目达成相关合作协议，以于大湾区构建汽车产业创新生态圈。

智能化生产管理 五菱自 2015 年起，从引入单个机器人至生产线，发展到构建智能工作站、智能生产线，再到建成涵盖采购、销售、仓储、生产、研发、财务等企业管理各环节的智能工厂。其于广西建成并正在营运 7 家智能示范工厂及 3 个数字化车间。其中，其底盘智能工厂成功入围工业和信息化部智能制造项目。该底盘智能工厂应用 MES 系统与数字孪生技术，提升生产效率 20.0%。而其发动机智能制造工厂亦已通过国家新一代信息技术与制造业整合发展试点示范认定，该工厂高度自动及智能化，其中的缸体缸盖车间仅需三名技术人员操作。五菱亦完成供应链管理数字化，採购活动在其 PDS 采购数字化平台上进行。该智能化系统赋能五菱实现採购流程全程管控，同时收集及分析业务数据。

五菱正投过数字智能平台进一步拓展规模及增长潜力大得無可限量的中国汽车售后市场。于 2024 年 3 月，广西汽车集团旗下的菱云科技推出菱云车查查此一企业级汽车数据查询工具。菱云车查查主要面向二手车经销商、保险公司及汽车产业链相关企业。菱云车查查平台通过大数据技术解决行业信息不对称问题，提升交易透明度和效率。菱云车查查提供车辆出险记录、维保记录、车型库数据，助力二手车商快速评估车况。菱云车查查亦提供车辆估值服务及新能源汽车专项服务。菱云车查查涵盖 99%国内已售/在售车型，支持 75 家主机厂品牌，覆盖超过 10 万种车型。

自研电驱动桥测试平台 五菱自主开发的电驱桥 NVH 检测试验台专门用于测试评估电驱动桥的 NVH（Noise, Vibration, Harshness,噪声、振动、声振粗糙度）性能。电驱桥作为新能源汽车的核心部件之一，进行 NVH 测试有助于确保电驱动系统的噪音和振动性符合设计要求。进口的 NVH 电驱桥检测试验台动辄数千万元人民币，国产的也要五六百万元人民币，但不一定适配需求，且试验台后续维护也依赖设备供应商。此前五菱分开检测电驱桥的各个零部件，于 2024 年 9 月底，五菱自主研发的 NVH 电驱桥振动噪音检测设备投入运作。该试验台安配置数据采集系统、振动台、机器人、机械臂等，能检测整具电驱桥，并在 1 分 30 秒内生成电驱桥的 NVH 数据。由于五菱拥有自家开发的电驱桥 NVH 检测试验台，使其于新能源车电驱桥市场佔领导地位。

NVH 检测试验台

信息源：五菱汽车

前沿专利安全结构件及车架成型工艺 五菱独家的超高强度钢管热气胀成型工艺是一种结合内高压成形与热冲压技术的先进制造工艺，用于高强度、轻量化的汽车安全结构件生产。生产过程中：

1. 把超高强度钢管加热至摄氏 900 度以上，使之软化至具可塑性，
2. 再在模具内通入高压气体，使管材膨胀贴合模具型腔，从而形成复杂截面形状；
3. 并在保压状态下以每秒降温 30 度快速冷却，使材料成具强抗拉度的安全结构件。

与传统成型工艺需多台设备共同协作相比，超高强度钢管热气胀成型工序单一，生产流程得以简化，产出的零部件具高强度、轻量化、随形工艺好等优点，且比以传统高强度钢板冲压工艺产出的安全结构部件轻 30.0%，抗拉强度更可达到 1,300—2,000 兆帕，适合用作生产汽车 A、B、C 柱管以及顶盖横梁、门防撞梁、电池壳框架等部件。

五菱建成及运营国内首条超高强度钢管热气胀成型生产线，是广西首个获工业和信息化部科研揭榜课题《高档数控机床与基础制造装备》的项目。于 2024 年五菱完成拓建第二条超高强度钢管热气胀成型生产线。在全球碳排放标準规则进一步收紧的压力驱动下，各车厂均致力轻量化旗下汽车以实现减排节能。据中国汽车工程学会预测，到 2030 年，车辆需减重四成以上才能满足排放法规。而以超高强度钢管热气胀成型工艺生产的安全结构部件具更强刚性更轻重量，迎合减排大趋势。相对于传统冲压工艺材料利用率不足 60.0%，超高强度钢管热气胀成型工艺材料利用率达到九成以上。因应超高强度钢管热气胀成型工艺，宝钢及鞍钢等钢企相继开发出 2,000MPa 级热成型钢，从而形成从材料研发到零部件制造的完整国产化链条。长城及比亚迪等大型主机厂自五菱採购以超高强度钢管热气胀成型工艺生产的安全结构部件，包括 A 柱、B 柱等数十种产品。

除超高强度钢管热气胀成型工艺外，五菱自行研发了独家的自动预变形、激光焊接与矫形技术及工艺，实现高精度焊接，从而达到车架总成焊接变形≤1.5mm 且全尺寸合格率达 95.0% 以上，远高于行业水平。而其自主研发的非承载式车架产品更是广西制造业单项冠军，并已被广泛应用于商用车、特种车辆，及新能源汽车领域。

专利新能源技术及产品 于 2025 上海车展，五菱汽车展出多项专利产品，覆盖底盘、车身、动力系统三大核心板块。

- 五菱构建了乘用车电驱动系统及微、轻、中型车电动桥四大产品平台，其已具备偏轴、同轴、T 型等多种减速器结构类型的自研能力。其整体式电驱动桥累计配套总量已突破 200 万台。五菱为国内首家实现同轴式电驱桥商业化生产企业，其于上海车展示了其耗时五年研发的第二代整体式同轴电动桥。与分体式电驱桥比较，其第二代整体式同轴电动桥重量减少 10%以上，体积也缩小 30%，噪音降低 5 分贝左右，乘坐舒适性得以提升。

- **T 型电驱桥**是五菱耗时六年，专为新能源轻型商用车定制以开发的。T 型桥于 2024 实现工程化落地，具备动力、空间、轻量化优势，有效解决新能源轻型卡车续航距离短与载重量不足等问题。T 型桥采用行星排+螺旋伞齿轮两级减速设计，因此电机轴与输出轴呈垂直布局，从而形成 T 型结构，分别节省纵向、横向及前后空间 30.0%、30.0%和 5.0%。T 型桥的气制动可置于减速器同侧，使离地间隙更高，支持低地板整车设计。T 型桥的桥壳减速器安装接口无需偏置，承载能力因而提升 15.0%；T 型桥的桥壳、半轴总成等部件可与同扭矩燃油桥通用，而其主动螺伞齿轮仅需调整杆部结构，因而降低研发与制造成本。T 型桥採的用行星排免维护设计结合了双油腔方案，因此齿轮油加注量仅需 1.5 升，较其他类型少超过一半；由于 T 型桥外壳以一体化铸造，外壳无焊缝，故重量较 Y 型桥减轻 40 公斤，即约 13.0%，且 T 型桥的传动效率较 Y 型桥提升 0.2%以上。T 型桥的减速器顶端支持加装中央制动器或螺旋桨喷泵，以适配涉水场景，其轮边采用 EBA 电子制动促动器，既简化制动结构同时提升制动反应速度。

  T 型电驱桥

  信息源：五菱汽车

- **动力系统** 五菱平台化、高压化、智能化其电驱系统，并构建了混动（HEV 及 PHEV）、纯电（BEV）、增程（REEV）、甲醇、氢能、专统的汽油及柴油等全场景动力矩阵及全域技术储备。五菱具备发动机-电机-电机控制器系统混合动力集成能力，自主研发甲醇发动机，成功开发 H15、H16 系列高热效发动机、设计最高热效率达 44.0%，氢内燃机实现零碳排放，为商用车零碳化提供多元路径。2024 年，五菱旗下的五菱柳机《高效率高性价比的混合动力系统关键技术研究及产业化应用》通过广西重大科技专项验收。

- 五菱电驱系统通过平台化、高压化与智能化技术路径，构建了覆盖混动（HEV/PHEV）、纯电（BEV）及增程（REEV）的全场景动力矩阵。其核心创新在于高度集成的四合一控制器：该控制器融合了直流-直流转换器（DCDC，效率≥93.0%，输出功率 1.5-3kW）、车载充电机/直流-交流转换器（OBC/DCAC，OBC 支持 3.3/6.6kW 充电，DCAC 外放电功率达 7.5KVA）、电机控制器（MCU）及高压配电单元（PDU），大幅优化空间布局；提供低压（240–450V，150/180kVA）与高压（400–750V，180/215kVA）双平台，持续/短时输出电流高达 250A/520A；符合 ISO 26262 功能安全标准，适应-40℃至 105℃极端环境，元器件国产化率超 90%。同时，搭载 TC275 三核芯片的整车控制器集成 3 路 CAN 总线，支持 J1939 协议、OTA 升级与 XCP 标定，开发周期缩短 30%，并通过智能能量管理策略显著提升续航能力与行驶稳定性。

四合一控制器

信息源：五菱汽车

- 五菱的三合一电驱系统总成集减速器、电机、电控于一体，单套生产成本得以降低 15.0%，重量得以减轻 6.0kg 以上。三合一电驱动桥重量减轻 10.0%、体积缩小 30.0%，经电磁方案优化后，其效率提升 1.0%-2.0%同时噪音降低 5dB。三合一电驱桥兼容 400V/800V 双电压平台及水冷系统，同时兼容碳化硅方案（SiC）与绝缘栅双极型晶体管方案（IGBT），达至平衡成本与性能。三合一电驱桥的峰值功率、扭矩及转速分别提升 15.0%、10.0%和 17.0%。而且该电驱桥兼容安装差速锁，故适合电动皮卡、MPV 等车型。

三合一电驱系统总成

信息源：五菱汽车

- 其第四代 150kW 同轴电驱桥的中间轴齿轮的啮合精度得以提升，该同轴电驱桥的对称壳体设计能适配多种电机布局，且配置了润滑系统从而确保高坡度工况的可靠性。

- 五菱的 H15T+深度集成 DHT(横置前驱) 混合动力系统总成专为横置前驱车型设计，系统中的发动机、电机、混动专用变速箱（DHT）和电控系统经深度优化，兼容 85#汽油、乙醇、CNG 等多种燃料。由于该动力系统的发动机介入转速低，因此车辆运行时噪音小。其电磁离合急速响应，实现快速动力切换，从而提升驾驶平顺性。H15T+集成 DHT 混合动力总成，适配前驱车型，其重量和尺寸较行业平均水平低 10%并采用横置变速箱设计，优化了前驱车型的发动机舱空间利用率，成本亦得以降低。

H15T+深度集成 DHT(横置前驱) 混合动力系统成

信息源：五菱汽车

- 其 H25+纵驰电混 DHT(纵置前驱)总成是纵置前驱布局的集成混合动力系统，结合了高效发动机、双电机、多挡混动专用变速箱（DHT）及智能电控技术，专为中高端车型而设。得益于纵置前驱总成以纵置变速箱设计，发动机舱空间得以优化，方便布置高阶悬架和大容量电池，同时实现平衡轴荷分布，从而提升操控性。纵置前驱总成集成驱动电机（峰值功率 160kW，扭矩 330Nm，直接驱动车轮）+发电机（峰值功率 150kW，通过离合器切换串联/并联模式）、双逆变器、耦合器及驱动桥，实现六合一深度紧凑设计。纵置前驱总成系统支持 2 挡直驱，高速巡航时转速可维持在 2,000rpm 以下的高效低噪区间，解决传统混动高速噪音大、油耗高的问题。H25+纵驰电混 DHT 总成支持纯电动及增程式动力、并联及发动机直驱模式，在全工作状况下优化能耗。例如，在纯电模式下实现零排放，在增程模式下发动机高效发电，在并联模式能强劲加速。该总成中的电磁离合器响应时间少于 0.2 秒，实现无感模式切换，阶次噪声低于 65dB。而该总成混动输出扭矩超 7,000N.m，适配中大型 SUV 或豪华车型、中大型 PHEV/HEV 车型。

H25+纵驰电混 DHT(纵置前驱)总成

信息源：五菱汽车

- 五菱的 H15A 增程器总成为电机、电控、ECU（电子控制单元）三合一集成系统。由于电机转子轴与发动机输出轴直接联系，故整套系统总成的生产成本得以大幅降低同时系统体积得以缩小，空间利用率也有所提升。与传统燃油动力系统相比，该系统总成的省油率高达 35.0%以上。

H15A 增程器总成

信息源：五菱汽车

- 五菱的 800V 碳化硅电驱多合一系统使用全水冷逆变砖技术，使系统体积更小、重量更轻，结构更加紧凑，适配各类电动车辆的空间需求。800V 动力系统安全等级达到 ASIL D 级，确保在极端工况下保持安全可靠运行。2.7 800V 动力系统采用碳化硅（SiC）功率器件和高效油冷扁线技术，有助降低系统损耗，提升功率密度与扭矩密度。而该系统总成高效率可达 95.0%，且大于 85.0%的高效区占比高达 90.0%，处于行业领先水平，整车续航能力显著提升。

800V 碳化硅电驱多合一系统

信息源：五菱汽车

- 动力系统定转子是电机的关键组成部分，二者相互配合，共同完成电机的运转工作，实现电能与机械能的转换。五菱汽车的动力系统定转子产品包括非晶定子、直冷定子、X-Pin 定子、5 层定子及碳纤维转子。五菱的非晶+粘接高效率定子，结合非晶合金铁芯与自粘结工艺的电机定子技术，提升电机效率、轻量化和 NVH（Noise, Vibration, Harshness,噪声、振动、声振粗糙度）性能。以非晶材料生产电动汽车驱动电机部件，动电机效率可达 98.5%，最高效率可比传统硅钢铁芯电机提升，降低焊接和铆扣引起的铁芯损耗，同时优化电机 NVH 性能，使车辆运行时更稳定。五菱的高功率高转速碳纤维缠绕转子采用碳纤维多角度缠绕设计，转子强度得以提高 30.0%以上，在减轻质量的同时提升抗离心力能力，最高工作转速达 27,000rpm，确保电机在极端工况下保持稳定运行。而其 X-Pin 高效定子为创新的 5 层扁线设计，扁线佈局得以优化，使定子端部高度降低 21.0%，重量降低 1.0%，车辆空间利用率因而提升，重量亦降低 5%；电阻亦得以降低，使电机效率提升 3.0%以上。五菱的高功率定子总成採用发卡结构电机及高槽满率设计，比传统扁线电机提升 11.0%，效率高达 97.3%，能耗更低；额定功率提升 17.0%，动力输出更强劲。

五年战略及目标 菱势工程是广西汽车集团未来五年发展方向、目标及主战略，作为广西汽车集团的主要成员，五菱自身的五年发展目标 131 战略是菱势工程的主要部份。据 131 战略，五菱的未来发展方向是高端化、智能化及绿色化，目标为完成打造三个国家级制造业单项冠军，包括囊括国家级中小排量节能混合动力系统产业单项冠军、国家级轻微型驱动桥单项冠军、及国家级汽车车架单项冠军。五菱亦已具备达成上述目标的条件。就中小排量节能混合动力系统而言，五菱已完成构建了混动（HEV 及 PHEV）、纯电（BEV）及增程（REEV）平台。就轻微型驱动桥而言，五菱构建了微、轻、中型乘用车电动桥产品平台，并推出了三合一电驱系统总成及第四代 150kW 同轴电驱桥；就汽车车架，五菱具备独家专利的超高强度钢管热气胀成型工艺及自动预变形、激光焊接与矫形技术及工艺。此外，透过持股新能源车主机厂五菱新能源，并助力彼进行供应链管理、赋能彼产品开发及打造「菱勢」品牌，五菱进一步往新能源整车产业链下移。鉴于五菱建立了豐富研发成果及专利库，未来五年其将加快科研成果落地。

盈利预测及估值

- 我们把五菱 FY25F 及 FY26F 的收入预测分别调整至 91.1 亿人民币（较 1 月预测调整 17.7%，同比增长 14.6%）及 102.6 亿人民币(较 1 月预测调整 16.8%，同比增长 12.3%)，并预测其 FY27F 收入同比增长 13.4%至 116.0 亿。估计 FY25E 自动力系统、零部件及商用整车部门产生的收入佔比分别为 21.6%、69.2%及 8.8%。估计 FY26F 自动力系统、零部件及商用整车部门产生的收入佔比分别为 23.0%、68.3%及 8.4%。

- 预测集团的动力系统、零部件及商用整车部门产生的收入 FY24A-FY27F 复合式平均增长率分别为 19.4%、12.1%及 7.8%。客户增产及五菱通过推出新产品和获得新客户达成的市场扩张是销售增长的促进因素。

- 集团 FY24A 整体毛利率为 10.8%，期内动力系统部门、零部件部门及商用整车部门的毛利率估计分别为 7.6%、8.6%及 18.9%。基于预期较高毛利产品销量增长、技术升级、及销量增长增强规模经济效益等促进因素，预期 FY25E 动力系统部门、零部件部门及商用整车部门的毛利率分别为 10.0%、9.6%及 18.9%。估计集团 FY25E 及 FY26F 整体毛利率分别为 10.8%及 10.7%。

- FY25E 及 FY26F 股东应佔溢利预测分别调整至 80.2 百万人民币及 111.0 百万人民币，同比增长率分别为 58.4%及 38.4%。

- FY24A-FY27F 股东应佔溢利及每股盈利将以复合式平均增长率预测调整至 44.5%。

- 按每股股价 0.425 港元算，五菱汽车的 FY25E 及 FY26F 市盈率 PE 分别为 16.0 倍及 11.6 倍，其市盈率/预测 3 年复合式平均增长率比率低至 0.36 倍，而其 FY25E 市销率 PS 仅 0.14 倍，其现股价较其 FY24A 及 FY25F 每股帐面值 分别折让 35.0%及 36.4%。对照其本身 10 年平均 PE 为 25.1 倍、中国汽车零部件坂块预测本年及来年预测 PE 分别为 20.6 倍及 20.4 倍，以及中国汽车零部件坂块预测 PE/G 0.8 倍，五菱汽车的估值未能反映其业务规模、实质价值及增长潜力。此外如五菱新能源实现上市或以更高估值私募融资，这也对五菱汽车估值有促进作用。按五菱汽车 FY25F 目标 PEG 0.7 倍，我们维持买入五菱汽车建议，目标价维持于 0.81 港元。其于 2024 年 12 月底持净现金达 6.3 亿人民币，具备增派股息或回购股份的财务资源。

五菱汽车

京基證券集團 KINGKEY SECURITIES GROUP

汽车零部件坂块估值（2025 年 6 月 23 日）

代码	公司	市值 (港元百万)	市盈率 (x)	预测 市盈率 (x)	预测 3年 每股盈利 复合式增长率 (%)	预测 市盈率/ 3年每股盈利 复合式增长率 (x)
600741	华域汽车系统股份有限公司	62,387.0	8.6	8.2	5.3	1.5
600699	宁波均胜电子股份有限公司	26,365.7	15.6	13.0	17.2	0.8
300124	深圳市汇川技术股份有限公司	185,803.8	31.9	26.4	21.6	1.2
600178	哈尔滨东安汽车动力股份有限公司	6,629.8	132.6	65.3	-	
600480	凌云工业股份有限公司	15,055.9	12.6	11.0	30.8	0.4
600686	厦门金龙汽车集团股份有限公司	9,851.6	20.6	13.7	97.8	0.1
600933	爱柯迪股份有限公司	16,972.3	13.6	11.3	19.9	0.6
601689	宁波拓普集团股份有限公司	87,312.2	21.6	17.3	21.9	0.8
601799	常州星宇车灯股份有限公司	39,165.5	19.8	15.8	26.5	0.6
603009	上海北特科技股份有限公司	14,904.9	125.7	91.0	47.1	1.9
603035	江苏常熟汽饰集团股份有限公司	5,470.7	8.1	6.8	-	
603040	杭州新坐标科技股份有限公司	5,450.7	19.6	16.9	-	
603089	浙江正裕工业股份有限公司	3,022.2	25.0	22.6	25.3	0.9
603121	华培动力	9,072.7	80.9	58.3	26.5	2.2
603166	桂林福达股份有限公司	10,143.6	30.7	23.9	36.3	0.7
603179	江苏新泉汽车饰件股份有限公司	25,138.7	16.9	13.4	29.7	0.4
603197	上海保隆汽车科技股份有限公司	8,852.1	15.1	11.7	41.3	0.3
603305	宁波旭升集团股份有限公司	13,129.0	22.4	18.1	18.9	1.0
603348	文灿集团股份有限公司	7,058.9	29.4	20.1	39.9	0.5
603358	华达汽车科技股份有限公司	17,075.0	32.7	25.8	49.4	0.5
603596	芜湖伯特利汽车安全系统股份有限公司	35,109.8	21.0	16.5	28.2	0.6
603730	上海岱美汽车内饰件股份有限公司	13,161.6	9.3	7.9	27.7	0.3
603758	重庆秦安机电股份有限公司	7,305.5	30.0	27.2	11.7	2.3
603786	科博达技术股份有限公司	22,822.0	20.1	16.1	26.1	0.6
603809	成都豪能科技股份有限公司	12,501.0	27.0	21.4	22.2	1.0
603950	襄阳长源东谷实业股份有限公司	8,154.9	21.2	16.3	35.8	0.5
605018	长华控股集团股份有限公司	6,252.6	39.1	30.3	28.8	1.1
605088	温州市冠盛汽车零部件集团股份有限公司	7,065.1	16.6	13.7	26.0	0.5
605128	上海沿浦金属制品股份有限公司	6,349.1	15.1	12.7	-	
605133	江苏嵘泰工业股份有限公司	9,713.8	34.4	28.6	27.8	1.0
605319	无锡市振华汽车部件股份有限公司	9,319.4	17.6	15.1	20.8	0.7
605333	昆山沪光汽车电器股份有限公司	13,153.3	14.5	11.4	24.0	0.5
688612	深圳威迈斯新能源（集团）股份有限公司	12,566.4	17.1	13.6	27.2	0.5
301529	芜湖福赛科技股份有限公司	2,791.5	14.4	9.7	-	
600066	宇通客车股份有限公司	60,132.9	11.8	10.3	18.2	0.6
600686	厦门金龙汽车集团股份有限公司	9,851.6	20.6	13.7	97.8	0.1
002536	飞龙汽车部件股份有限公司	8,953.4	19.1	14.6	22.3	0.7
300258	江苏太平洋精锻科技股份有限公司	7,693.4	26.8	23.3	26.0	0.9
600418	安徽江淮汽车集团股份有限公司	98,380.8	164.1	60.2	-	-
1760	英恒科技控股有限公司	1,577.4	5.4	3.7	35.0	0.1
1316	耐世特汽车系统集团有限公司	13,879.3	14.7	11.2	20.9	0.5
2338	潍柴动力股份有限公司	147,454.8	10.7	9.3	11.6	0.8
425	敏实集团有限公司	24,289.2	8.1	6.8	18.4	0.4
1585	雅迪集团控股有限公司	39,281.6	12.4	10.5	51.0	0.2
3808	中国重汽（香港）有限公司	63,502.8	8.5	7.6	13.8	0.5
CYD	中国玉柴国际有限公司	6,373.3	14.3	13.8	-	-
加權平均值			**20.6**	**20.4**	**23.3**	**0.8**

数据源：Bloomberg

五菱汽车

截至12月31日止财政年度之损益表									
人民币百万元	FY24A	FY25E	FY26F	FY27F	财务比率	FY24A	FY25E	FY26F	FY27F
收入	7,949.4	9,109.9	10,226.0	11,597.0	应收账款周转天数	122.0	122.0	122.0	122.0
销售成本	(7,089.3)	(8,121.6)	(9,135.1)	(10,351.4)	应付账款周转天数	287.4	287.4	287.4	287.4
毛利	**860.1**	**988.3**	**1,090.9**	**1,245.6**	存货周转天数	38.1	38.1	38.1	38.1
其他收益亏损	217.5	155.7	169.6	209.8	毛利率 (%)	10.8	10.8	10.7	10.7
行政销售及研发开支	(792.9)	(833.0)	(945.8)	(1,083.6)	经营利润率 (%)	1.3	1.9	1.9	2.3
联营公司业绩	(63.1)	(33.2)	3.9	19.9	EBITDA率 (%)	8.1	7.6	6.7	6.0
合资公司业绩	(3.5)	1.8	2.9	2.0	纯利率 (%)	0.6	0.9	1.1	1.3
融资成本	(116.0)	(110.7)	(125.4)	(125.5)	核心纯利率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
除税前溢利	**102.1**	**168.8**	**196.0**	**268.2**	权益回报率 (%)	2.6	4.0	5.3	7.0
税项	(9.1)	(17.8)	(20.2)	(27.4)	资产回报率 (%)	0.4	0.5	0.6	0.8
税后溢利	93.0	151.0	175.8	240.7	利息覆盖率(x)	-	8.9	9.1	9.9
少数股东权益	60.6	70.8	64.8	87.9	流动比率 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0
拥有人应占溢利	50.6	80.21	110.98	152.9	净负债对股本比率 (x)	2.5	2.5	2.6	2.5
					每股盈利（人民币）	0.015	0.024	0.034	0.046
					每股净值（人民币）	0.598	0.613	0.633	0.661
					每股股利（人民币）	0.005	0.010	0.013	0.019

于12月31日之资产负债表					截至12月31日止财政年度之现金流量表				
人民币百万元	FY24A	FY25E	FY26F	FY27F	人民币百万元	FY24A	FY25E	FY26F	FY27F
物业、厂房及设备	2,510.4	2,510.7	2,511.1	2,512.1	税前利润	120.3	168.8	196.0	268.2
使用权资产	237.7	238.7	239.7	246.9	折旧及摊销	445.4	417.1	417.1	380.1
无形资产	121.0	95.6	95.6	95.6	净利息开支	(1.8)	78.2	74.6	70.5
投资物业	438.0	438.0	438.0	438.0	其他非现金项目	83.5	31.7	(6.8)	(21.9)
于联营公司之权益	701.3	716.3	765.1	915.3	EBITDA	647.4	695.7	680.9	696.9
于合营公司之权益	106.7	106.7	106.7	106.7	营运资金变动	(6,537.8)	(2,258.4)	(2,783.1)	(2,629.3)
其他	47.3	48.6	48.6	48.6	已付税项	(2.8)	(6.3)	(11.5)	(8.7)
非流动资产	**4,162.4**	**4,154.6**	**4,204.7**	**4,363.2**	**经营现金流量**	**(5,893.2)**	**(1,569.0)**	**(2,113.7)**	**(1,941.1)**
存货	672.5	847.1	952.8	1,079.7	资本开支	(209.7)	(418.4)	(418.4)	(388.3)
应收账款及票据	5,319.6	6,104.3	6,703.8	6,954.5	于联营/合营公司投资	(30.0)	0.0	0.0	0.0
已质押银行存款	453.1	453.1	453.1	453.1	利息收入	117.8	32.5	50.8	55.0
银行结余及现金	3,160.3	4,550.0	4,972.7	5,829.7	其他	158.9	59.0	50.0	45.0
其他	1.0	1.0	1.0	1.0	**投资现金净额**	**37.0**	**(326.9)**	**(317.6)**	**(288.3)**
流动资产	**9,606.5**	**11,955.5**	**13,083.5**	**14,318.1**	应收票据所提取垫款	5,888.8	3,168.1	3,460.2	3,710.9
应付账款	4,995.3	6,395.2	7,193.2	8,151.0	银行贷款变动	669.3	316.1	(388.4)	(389.9)
银行借贷	1,857.8	2,117.6	2,086.3	2,089.9	已付利息	(67.0)	(110.7)	(125.4)	(125.5)
贴现应收票据垫款	2,448.8	3,168.1	3,460.2	3,710.9	已付股息	(15.1)	(32.1)	(44.4)	(61.1)
其他	230.6	228.9	221.9	220.9	其他	(76.2)	(55.9)	(48.0)	(48.0)
流动负债	**9,532.5**	**11,909.8**	**12,961.7**	**14,172.8**	**融资现金流量**	**6,399.9**	**3,285.5**	**2,854.1**	**3,086.4**
银行借贷	1,122.4	823.5	811.3	812.7	现金变动	543.7	1,389.6	422.8	857.0
其他	73.0	66.8	73.8	74.8	期初现金	2,616.8	3,160.3	4,550.0	4,972.7
非流动负债	**1,195.4**	**890.3**	**885.1**	**887.5**	汇率变动	(0.1)	0.0	0.0	0.0
股本	11.8	11.8	11.8	11.8	期末现金	3,160.3	4,550.0	4,972.7	5,829.7
储备	1,961.6	2,009.7	2,076.3	2,168.0					
股本权益	**1,973.4**	**2,021.5**	**2,088.1**	**2,179.8**					
非控股权益	1,067.7	1,288.5	1,353.3	1,441.2					

数据源：五菱汽车年报、京基证券集团研究部

免责声明

京基证券有限公司 ("京基") 及其附属或联营公司并不就此报告之内容提供独立研究或分析。投资产品或服务并不适用于美国人士，亦可能只限在某些司法管辖区提供。

此文件中的一切数据只供一般参考用途，并不旨在构成任何买卖证券、货币、投资、服务之建议、销售或招揽、或是吸引任何资金或存款。除账户及服务条款与细则或其他适用条款与细则另有规定外，此文件中的资料并没顾及个别投资者之目标、财政状况或需要。因此，文中提及的投资产品或不适合所有投资者。任何人士考虑作投资时，应就投资产品的合适性及其他因素寻求独立意见。在作出投资决定前，投资者务必取得投资销售档，而该档应包含风险、费用及开支的数据、和其过去表现（如有），以作为作出投资决定前所考虑的因素。每一个投资者应该仔细考虑与投资相关的风险，并提出根据投资者自身的具体情况决定，该投资是与投资者的投资目标是一致的。

在任何情况下，过往表现未必可作日后业绩的准则。受到各种经济、市场及其他因素影响，未来的结果可能不符合我们的预期。另外，任何潜在风险及回报的预测只作说明之用，不应被视作最大可能损失或收益。投资并非存款，且未获得京基或其附属或联营公司、任何当地政府或保险机构的负责、保证或承保；投资带有风险，亦可能导致本金的损失。投资者应注意，投资于以非本土货币结算的基金将受汇率波动的影响，可能导致本金出现亏损（如适用）。
京基或其分支机构都不会为任何投资产品的税务处理负上任何责任，无论投资产品是否由京基的附属公司管理的信托或公司所购买。京基假设，在作出任何承诺投资前，投资者（如适用，其受益人）已征询一切税收，法律或其他的意见，并已为其在京基的投资产品所产生的收益或增值的相关税项作出安排。如投资者享有的居住权、公民权、国籍或工作地点有变，则有责任自行了解本身之投资交易会否受到有关变动所影响，并确保本身于有关时间及情况下遵守一切适用的法例及规例。

虽然当中资料乃取自及根据京基认为可靠之来源，除账户及服务条款与细则或其他适用条款与细则另有规定外，本行并不保证其准确性或完整性，并要接受本行对于使用本报告后出现的任何直接或间接损失并不负责。在本报告所提供的意见，可能和京基的其他业务和其联营公司所提供的意见不同，此报告之内容并不是用于提供对未来事件之预测，及不用于保证未来表现或投资建议， 并基于市况及其他状况下而有所改变。当中数据亦不是用来对策略或概念方面作详尽讨论。

任何时候，对于京基集团的联营公司和其代表向客户提供产品及服务，京基集团可能会给予报酬。
本档不是京基的官方声明，或不代表所有通过或透过京基进行的投资。若了解帐户及交易的准确记录，请参考官方纪录。

未获得京基书面授权下，本档不得转载或不流传。流通和分配的方式在某些国家或受到法律或法规所限制。拥有本档的人士，需明白及遵守这些限制。禁止任何未经授权的使用，复制或披露本档，否则可能被起诉。
本文件由京基资产管理有限公司派发。金融工具的价格和供应有机会随时改变，恕不另行通知。某些高波幅投资有机会出现突然和巨大的价值下跌，亏损可能相等于投资者最初的投资金额。

京基和其高级职员、董事和雇员，包括本报告准备和发布过程中涉及人员，可不时(1) 在本报告中提到的任何证券持仓，或购买或售出其股票，或其投资；(2) 和本报告中提到的公司存在咨询、投行或其它经纪业务关系；和(3) 在适用法律许可情况下，在本报告发布之前或紧接之后，在其自己的针对本报告中某个公司的投资帐户中使用本报告信息或者依据此信息行动（包括进行交易）

京基证券集团有限公司
地址: 香港灣仔駱克道 88 號 13 樓
电话: (852)3423 0070
传真: (852)3423 0099
电邮: kksg.info@kkgroup.com.hk