

**潍柴动力 (000338.SZ)**
**重卡产业链龙头地位稳固，新业务多点布局静待花开**

2023年04月24日

**——公司首次覆盖报告**
**投资评级：买入（首次）**

邓健全（分析师）

赵悦媛（分析师）

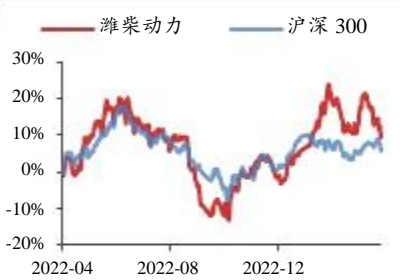
dengjianquan@kysec.cn

zhaoyueyuan@kysec.cn

证书编号：S0790521040001

证书编号：S0790522070005

日期	2023/4/21
当前股价(元)	11.44
一年最高最低(元)	13.28/9.01
总市值(亿元)	998.32
流通市值(亿元)	577.53
总股本(亿股)	87.27
流通股本(亿股)	50.48
近3个月换手率(%)	56.55

**股价走势图**


数据来源：聚源

**● 潍柴动力：重卡动力总成市场龙头地位稳固，产业链覆盖全面**

潍柴动力是国内历史悠久、技术积淀深厚的国内重卡动力总成市场龙头，产业链覆盖全面，是以动力系统为核心技术，多板块布局的智能化工业装备跨国集团。公司产品布局全面，重卡发动机功率覆盖范围广，扭矩指标领先，热效率全球顶尖，市占率处于国内领先地位。随着2023年透支需求影响逐步弱化，重卡行业拐点已至，公司相关业务有望逐步修复。我们预计公司归母净利润分别为65.1/86.5/108.4亿元，对应EPS分别为0.75/0.99/1.24元/股，对应当前股价PE分别为15.3/11.5/9.2倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**● 国内重卡行业竞争格局集中，行业拐点已至，景气度有望回升**

国内重卡行业竞争格局集中，2022年CR5市占率接近9成。国内重卡行业销量2020-2021年达到历史高点，在国五促销透支国六需求等因素的影响下，2021年下半年至2022年末销量持续低迷，2022全年重卡批发销量67.2万辆，同比下降51.8%。据中汽协数据，2023年2月国内重卡市场销售约7.72万辆（企业开票数口径），环比增长58%，同比增长30%，结束了连续21个月的下跌；3月重卡市场销量11.54万辆，同环比增长约50%，时隔20个月重返月销10万辆。展望未来，透支效应逐渐减弱、叠加出口增长，重卡销量有望逐步恢复。

**● 重卡发动机领跑行业，陕重汽重卡市占率稳步提升，新业务有望贡献增量**

潍柴是国内重卡发动机龙头企业，行业地位稳固，竞争优势主要体现在高研发投入带来的功率范围、扭矩指标、热效率的全面领先，公司国六相关产品全面布局，积极储备国七技术。潍柴动力控股子公司陕重汽重卡2022年销量位居国内重卡企业第四，销量有望伴随行业回暖逐步回升。潍柴动力新兴业务全面布局，工业车辆与供应链解决方案双管齐下，智能物流业务贡献业绩，此外公司前瞻布局氢能燃料产业链助推绿色转型，技术储备深厚静待花开。

**● 风险提示：**重卡行业景气度回升不及预期、公司新业务拓展不及预期、公司重卡零部件销量不及预期等。

**财务摘要和估值指标**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	220,215	175,158	201,808	236,774	271,727
YOY(%)	11.6	-20.5	15.2	17.3	14.8
归母净利润(百万元)	9,493	4,905	6,513	8,651	10,842
YOY(%)	2.9	-48.3	32.8	32.8	25.3
毛利率(%)	19.0	17.8	18.0	18.4	18.5
净利率(%)	4.3	2.8	3.2	3.7	4.0
ROE(%)	11.5	5.5	7.1	8.6	9.7
EPS(摊薄/元)	1.09	0.56	0.75	0.99	1.24
P/E(倍)	10.5	20.4	15.3	11.5	9.2
P/B(倍)	1.4	1.4	1.3	1.1	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、重卡动力总成市场龙头地位稳固，产业链覆盖全面.....	4
1.1、业务不断向外拓展，形成板块协同新格局.....	4
1.2、长期经营业绩稳健向上，2022年公司业绩短期承压.....	6
2、重卡行业拐点已至，公司重卡相关业务有望伴行业回暖.....	7
2.1、宏观层面：经济回暖外加扩内需政策，物流货运需求走高.....	7
2.2、中观层面：稳地产政策加码，房地产行业有望筑底回暖.....	7
2.3、微观层面：月度批售近两年来首次同比转正，复苏或逐步开启.....	8
3、技术铸成潍柴竞争力，重卡发动机领跑行业.....	10
3.1、公司重卡发动机市占率高、大马力驱动成未来趋势.....	10
3.2、高端发动机竞争力强，性能效率国际一流.....	10
3.3、重卡市场竞争格局稳定，陕重汽市占率稳中有升.....	12
4、结合公司技术优势，新业务拓展有望贡献增量.....	13
4.1、技术市场双整合，雷沃农业装备发展瞩目.....	13
4.2、工业车辆与供应链解决方案双管齐下，智能物流业务贡献业绩增量.....	14
4.3、深入布局氢燃料电池产业链，静待花开.....	15
5、盈利预测与投资建议.....	17
5.1、关键假设.....	17
5.2、盈利预测与估值.....	18
6、风险提示.....	18
附：财务预测摘要.....	19

## 图表目录

图 1：潍柴动力成立于 2002 年，业务不断向外拓展，形成板块协同新格局.....	4
图 2：公司客户资源广泛.....	5
图 3：潍柴动力实际控制人为山东国资委.....	5
图 4：潍柴动力子公司产业链布局全面，上下游连接紧密.....	6
图 5：公司收入主要来自整车与零部件以及智能物流板块（%）.....	6
图 6：公司营业总收入稳健增长.....	6
图 7：2022 年公司净利润承压.....	6
图 8：2017 年起公司盈利水平略有下降.....	7
图 9：2022 年公司费用率水平有所上升.....	7
图 10：疫情常态化后，生产经营活动有望开启修复（%）.....	7
图 11：全国邮政快递揽收量有望开启复苏（亿件）.....	7
图 12：100 大中城市成交土地占地面积有所回暖.....	8
图 13：地方政府债券发行额持续增长.....	8
图 14：固定资产投资完成额有所回暖.....	8
图 15：2022 年重卡销量大幅度下滑.....	9
图 16：2023 年 3 月国内重卡批发销量同比+50%.....	9
图 17：2023 年 2 月起国内重卡批发销量同比转正.....	9
图 18：2021 年公司重卡发动机市占率有所提升.....	10
图 19：2021 潍柴动力多缸柴油机市场份额领先.....	10

图 20: 公司研发费用持续增长 .....	11
图 21: 2021 年公司研发人员中研究生学历占比 36% .....	11
图 22: 国内重卡行业竞争格局集中, 2022 年 CR5 市占率接近 9 成 (%) .....	12
图 23: 2021 年起陕重汽营业收入有所下滑 .....	12
图 24: 2021 年起陕重汽净利润有所下滑 .....	12
图 25: M3000S 换电纯电自卸车 .....	13
图 26: M3000S 纯电动牵引车 .....	13
图 27: 潍柴主要农业装备用发动机产品矩阵丰富 .....	14
图 28: 潍柴叉车业务销售量逐年增加 .....	14
图 29: 林德品牌聚焦中高端市场 .....	15
图 30: 宝骊品牌聚焦大众市场 .....	15
图 31: 德马泰克提供供应链解决方案业务 .....	15
图 32: 国内燃料电池车销量持续增长 (辆) .....	16
图 33: 公司燃料电池产品矩阵丰富 .....	17
表 1: 公司产品矩阵丰富 .....	4
表 2: 国内稳地产政策持续加码 .....	8
表 3: 公司重卡发动机产品性能效率优异 .....	10
表 4: 公司国六相关产品全面布局, 积极储备国七技术 .....	11
表 5: 氢燃料电池重卡、纯电动重卡、燃油重卡性能对比 .....	16
表 6: 公司营收拆分及预测 .....	17
表 7: 可比公司估值 .....	18

## 1、重卡动力总成市场龙头地位稳固，产业链覆盖全面

### 1.1、业务不断向外拓展，形成板块协同新格局

潍柴动力成立于 2002 年，是我国领先的汽车及零部件制造整车整机销售企业。潍柴动力的发展大致可分为两个阶段，第一阶段 2005-2008 年为并购上市阶段，2004 年公司作为中国内燃机企业在香港联交所主板上市，2007 年收购湘火炬，控股陕重汽法士特，深交所挂牌上市；第二阶段从 2008 年至今，公司开拓海外市场新版图，先后收购凯傲、林德液压、马泰克、PSI、奥德斯等企业，实现了以动力系统为核心技术，多板块布局的智能化工业装备跨国集团。





图 1：潍柴动力成立于 2002 年，业务不断向外拓展，形成板块协同新格局







资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司主营业务有发动机、变速箱、车桥、液压、整车整机、智能物流等产业板块，形成了系统化的产业格局，奠定了行业龙头地位。公司以重卡产业链为核心，进行产业上下游布局。在动力系统领域拥有法士特、汉德车桥、林德液压等品牌；在物流领域战略重组凯傲与德马泰克，形成了叉车+仓储物流的一体化运作能力；在新能源领域构建了“电池+电机+电控”为一体的新能源动力系统。

表 1：公司产品矩阵丰富

业务板块	产品	经营主体	示意图
动力系统	发动机	潍柴动力	
	变速箱	法士特	
	车桥	汉德车桥	
	液压	林德液压	

业务板块	产品	经营主体	示意图
整车整机	重卡	陕重汽	
智能物流	叉车	凯傲集团	
	仓储物流	德马泰克	
农业装备	农机	雷沃	

资料来源：公司官网、开源证券研究所

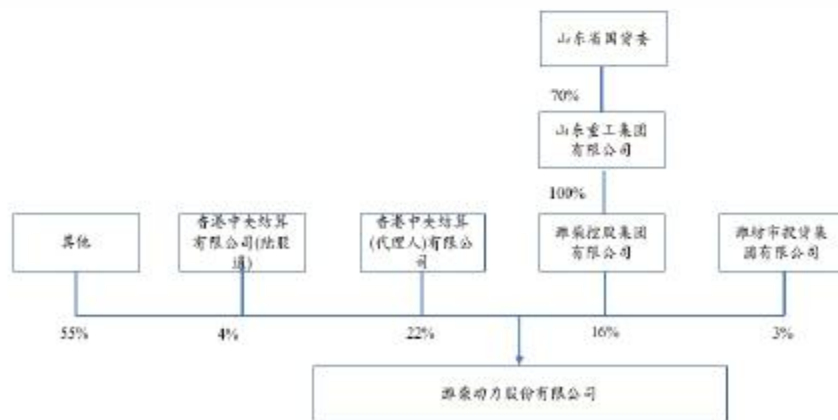
图 2：公司客户资源广泛



资料来源：公司官网、开源证券研究所

股权架构稳定，控制人为山东国资委。山东省国资委通过潍柴控股集团间接拥有潍柴动力 16.3% 的股权，是公司的实际控制人。

图 3：潍柴动力实际控制人为山东国资委



资料来源：Wind、开源证券研究所

潍柴动力子公司产业链布局全面，上下游连接紧密。公司主要控股或参股公司覆盖动力总成、整车整机、智能物流等产业板块，形成完整的产业布局网。



图 4：潍柴动力子公司产业链布局全面，上下游连接紧密

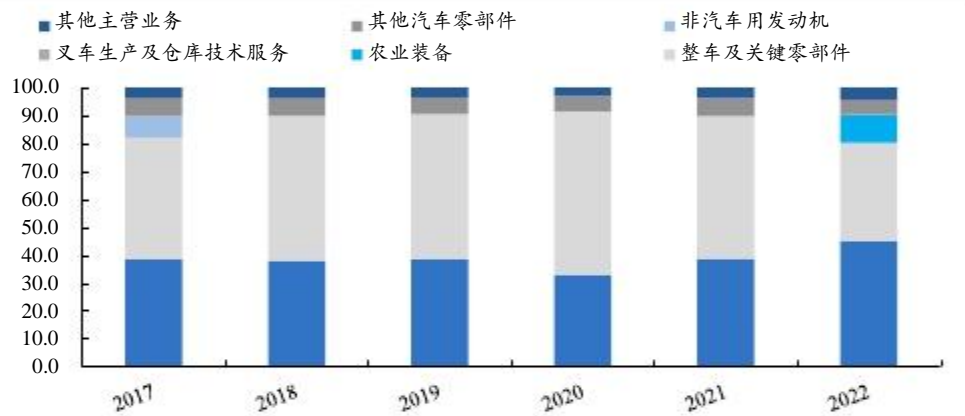


资料来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、长期经营业绩稳健向上，2022 年公司业绩短期承压

公司收入主要为整车与零部件以及智能物流板块。2022 年整车与零部件营收 617 亿元，占比 35%；智能物流营收 789 亿元，占比 45%，两项业务占比达 80%。

图 5：公司收入主要来自整车与零部件以及智能物流板块（%）



数据来源：公司年报、开源证券研究所

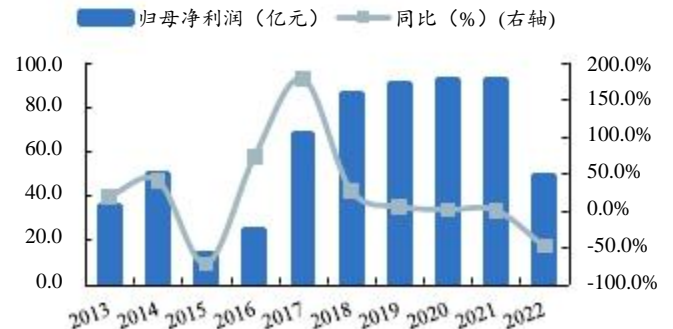
2013-2021 年公司业绩稳健增长，营业总收入/归母净利润 CAGR 分别为 16.9%/12.1%，受商用车行业等因素影响 2022 年业绩承压。公司作为国内重卡产业链龙头企业，经营状况与商用车销量相关性较大，受到疫情、商用车行业景气度低迷等因素的影响，2022 年公司营收 1751.6 亿元，同比-20.5%；归母净利润为 49.1 亿元，同比-48.3%。

图 6：公司营业总收入稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 7：2022 年公司净利润承压



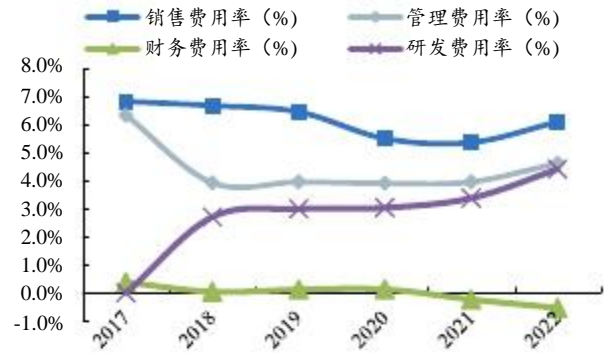
数据来源：Wind、开源证券研究所

图 8：2017 年起公司盈利水平略有下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 9：2022 年公司费用率水平有所上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、重卡行业拐点已至，公司重卡相关业务有望伴行业回暖

### 2.1、宏观层面：经济回暖外加扩内需政策，物流货运需求走高

国家政策叠加疫情开放共推物流需求上涨。重卡根据用途划分可分为物流运输重卡与工程基建重卡，中汽协数据显示，2021 物流运输和工程基建的重卡比例大约为 7: 3，物流重卡占多数。中央积极出台政策促物流发展，2023 年重卡有望实现恢复式增长。

2022 年底中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》，强调加快交通基础设施建设、完善物流基础设施网络，做好供应链协同，完善集约高效的现代物流服务体系，有望刺激物流景气回升。疫情常态化后，生产经营活动恢复正常，进而带动重卡需求回暖。

图 10：疫情常态化后，生产经营活动有望开启修复 (%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 11：全国邮政快递揽收量有望开启复苏 (亿件)



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 2.2、中观层面：稳地产政策加码，房地产行业有望筑底回暖

稳地产政策持续加码，基建投资维持高水平，重卡需求有望上升。重卡属于生产资料用车，国家的宏观调控政策环境对重卡尤其是工程类重卡的影响十分显著。

2022 年以来，中央通过降利率、退税、调整首付比例、提供信贷支持、提供债券融

资支持等措施不断刺激房地产需求释放。

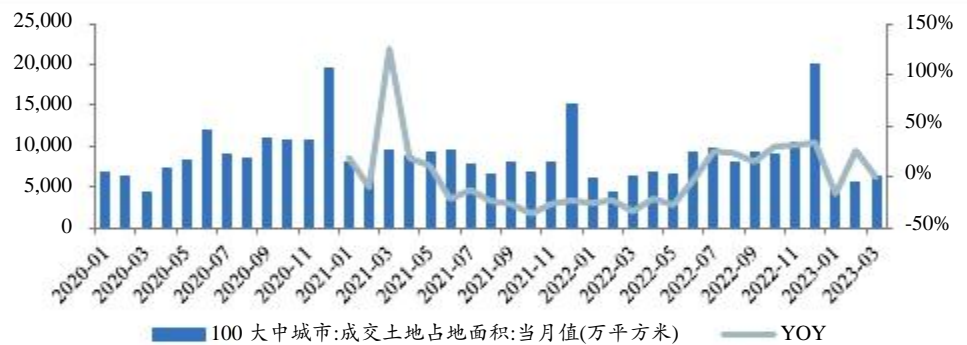
自 2022 年 7 月以来，全国 100 大中城市成交土地占地面积同比逐月好转。截止 2022 年年底，成交土地占地面积达 18712 万平方米。地方政府专项债券发行额与基建固定资产投资完成额均维持较高水平。近五年来地方债券发行额逐年增长，22 年地方政府专项债券发行额达 51316 亿元，创历史新高。基建投资完成额在进 2022 年后同比不断攀升，地产行业的复苏与基建投资的增长有助于重卡工程车辆需求上升。

表 2：国内稳地产政策持续加码

对象	时间	具体内容
针对个人购房者	2022.9	自 2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠
	2022.9	符合条件的城市政府，可自主决定在 2022 年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限
针对房企	2022.11	信贷支持：国有六大行向优质房企提供万亿级授信额度
	2022.11	债券融资支持：支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，额度为 2500 亿元
	2022.11	股权融资支持：将恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资、调整完善房地产企业境外市场上市政策

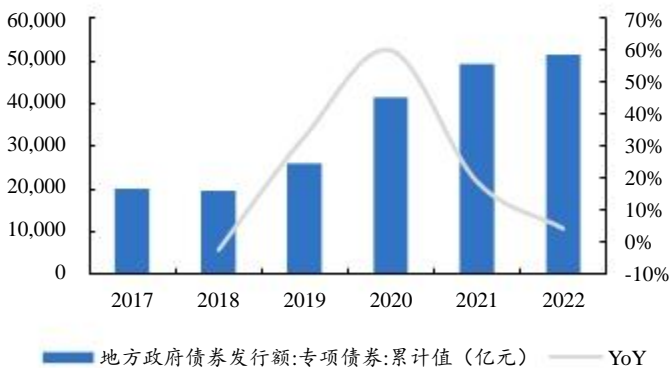
资料来源：政府官网、开源证券研究所

图 12：100 大中城市成交土地占地面积有所回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 13：地方政府债券发行额持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 14：固定资产投资完成额有所回暖



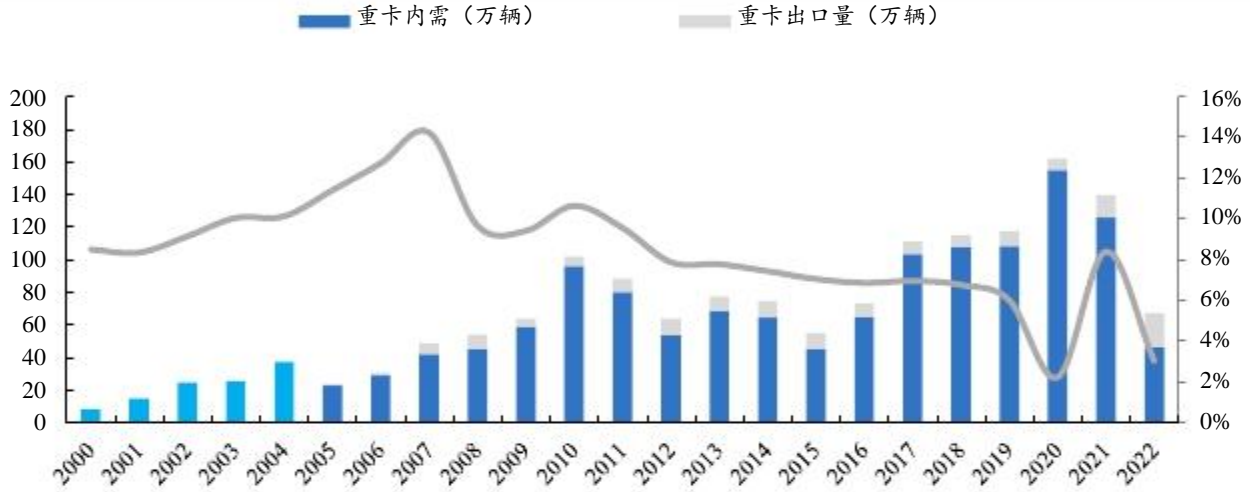
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 2.3、微观层面：月度批售近两年来首次同比转正，复苏或逐步开启



国内重卡销量中枢持续上移，多因素致 2022 年重卡销量大幅度下滑。2020 年重卡销量创新高，达 161.7 万辆，同比增长 37.7%。2021 年排放法规升级，在国五促销透支国六需求、燃油价格高涨、经济增速放缓等因素的影响下，2021 年下半年至今销量持续低迷。2022 全年重卡批发销量 67.2 万辆，同比下降 51.8%。

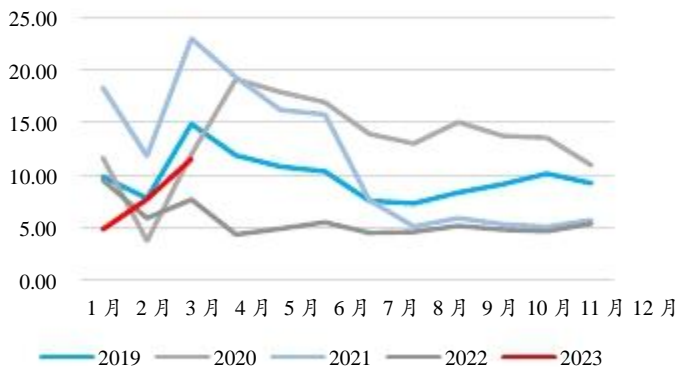
图 15: 2022 年重卡销量大幅度下滑



数据来源：国家统计局、中汽协、开源证券研究所

2023 年 2 月起国内重卡行业月度批发销量同比转正，复苏或逐步开启。根据中汽协数据显示，2023 年 2 月份，重卡市场销售约 7.72 万辆（企业开票数口径），环比增长 58%，同比增长 30%，结束了连续 21 个月的下跌。2023 年 3 月重卡市场销量 11.54 万辆，同环比增长约 50%，时隔 20 个月重返月销 10 万辆，展望未来，在疫情影响减弱、透支效应逐渐出清等背景下，重卡销量有望恢复同比增长态势。

图 16: 2023 年 3 月国内重卡批发销量同比+50%



数据来源：中汽协、开源证券研究所

图 17: 2023 年 2 月起国内重卡批发销量同比转正



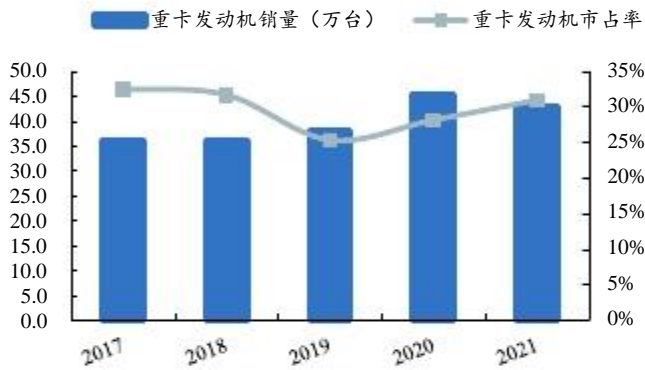
数据来源：中汽协、开源证券研究所

### 3、技术铸成潍柴竞争力，重卡发动机领跑行业

#### 3.1、公司重卡发动机市占率高、大马力驱动成未来趋势

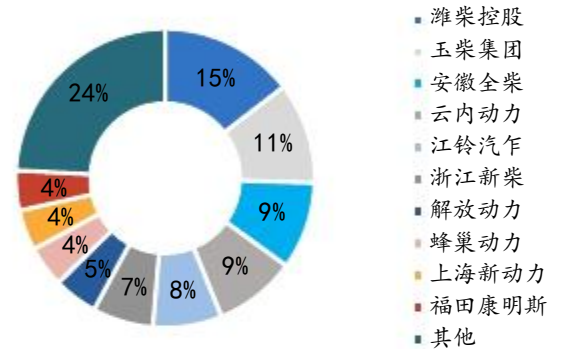
潍柴是国内重卡发动机龙头企业，行业地位稳固。据公司披露，2021年潍柴动力销售发动机102万台，发动机销售收入达523亿元，其中重卡发动机共销售42.9万台，占发动机销量的42.1%，重卡发动机市占率同比增长2.8pcts至30.9%，稳固业内领先地位。同时，公司2021年多缸柴油机市占率达15%，排名国内第一。

图 18：2021 年公司重卡发动机市占率有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 19：2021 潍柴动力多缸柴油机市场份额领先





数据来源：第一商用车、开源证券研究所


#### 3.2、高端发动机竞争力强，性能效率国际一流

功率覆盖范围广，扭矩指标领先。22年潍柴发布WP14H、WP15H、WP15NG三款全新大马力发动机，产品功率覆盖480Ps-660Ps，最大扭矩附带率2500-3200Nm，各项技术和性能指标行业领先，堪称大马力牵引车专用动力。

热效率全球顶尖，燃料类型丰富。提高热效率是降低油耗的关键控制因素。2022年潍柴发布全球首款本体热效率52.28%柴油机和54.16%天然气发动机，是在2020年热效率突破50.23%，22年1月创造了52.28%的世界新纪录，连续三次领跑全球发动机热效率。

表 3：公司重卡发动机产品性能效率优异

发动机型号	最大功率	最大扭矩	产品描述	产品图
WP14H	610Ps	2750N·m,	加速快、爬坡强、效率高；全球首款本体热效率突破51.09%的柴油机平台	
WP15H	660Ps,	3200N·m	26MPa 高爆压本体设计，B10 寿命高达200万公里，制动功率超400kW，安全可靠；	

发动机型号	最大功率	最大扭矩	产品描述	产品图
WP15NG	530Ps	2500N·m	迭代优化燃料喷射装置+EGR 控制装置, 精准控制空燃比, 百公里整车气耗较市场主流竞品低 1.1kg-2.6kg;	

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

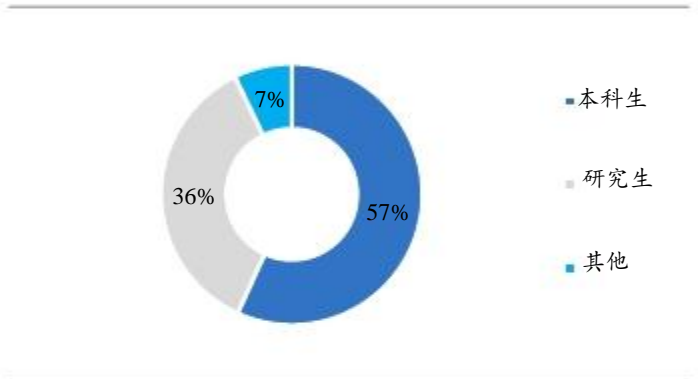
研发重视程度高, 科技水平助推产品性能。公司研发投入逐年增加, 2018 年至 2021 年研发费用 CAGR 达 16.8%, 维持较高速度增长, 科研人才储备优秀。截至 2021 年末, 公司研发人员总人数为 10421 人, 研发人员占比 12.62%, 其中本科研发人员占比 57%, 研究生研发人员占比 36% (不含凯傲), 较 2020 年同比显著提升。

图 20: 公司研发费用持续增长



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图 21: 2021 年公司研发人员中研究生学历占比 36%



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

国六相关产品全面布局, 积极储备国七技术。排放标准升级为国六后对技术研发和服务能力提出了更高的要求, 潍柴全系列发动机已达到国六 B 排放标准, 有利于企业在整体市场结构转型阶段迅速占领市场, 提高产品竞争力, 继续保持行业领先地位。

表 4: 公司国六相关产品全面布局, 积极储备国七技术

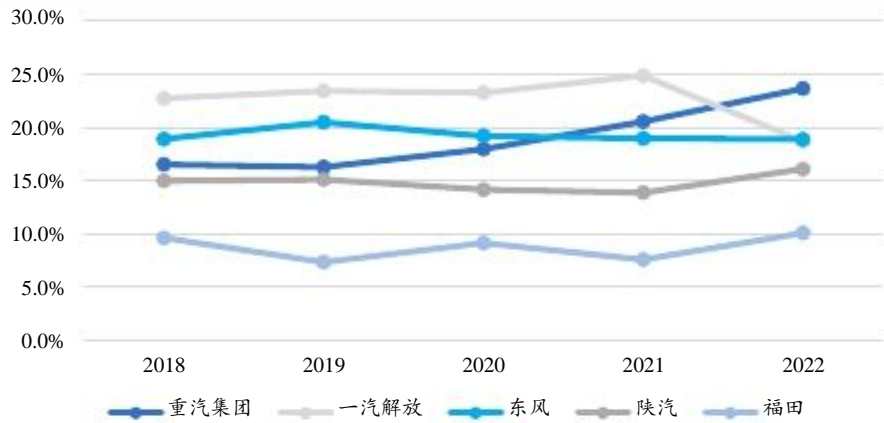
主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
WP2.5N 国六柴油机开发	为进一步提升产品竞争力, 满足合规蓝牌轻卡市场, 开发 WP2.5N 产品	市场验证	满足蓝牌法规, 动力性、经济性等指标均优于竞品	抢占市场, 提高竞争力
WP7H 国六柴油机开发	为全面提升产品竞争力, 超越现有市场竞品, 满足 18 吨、25 吨载货车市场需求, 开发 WP7H 产品	市场验证	满足国六法规, 动力性、经济性等各项指标均优于竞品	公司战略产品, 成为载货车市场新标杆, 占领载货车市场
WP10.5H 国六柴油机开发	对 WP10.5H 机型进行排放升级, 以满足中短途运输的国六产品市场需求	已结项	针对煤炭运输细分市场开发国六产品, 满足国六排放法规, 保持在此细分市场的市场份额	持续保持在煤炭运输细分市场的竞争力, 保证市场份额和持续盈利能力
WP12.490 国六柴油机开发	进行 WP12 发动机功提升的国六柴油机开发, 提升产品竞争力, 满足客户需求	已结项	开发满足国六排放标准实现国六排放升级, 增强产品竞争力, 为提升复合运输市场份额降低油耗, 提升产品竞争力做产品准备	

资料来源: 公司年报、开源证券研究所

### 3.3、重卡市场竞争格局稳定，陕重汽市占率稳中有升

国内重卡行业竞争格局集中，2022年CR5市占率接近9成。据各公司重卡产销数据，2018-2022年国内重卡市场竞争格局集中度提升，CR5合计市占率从2018年的82.7%，提升至2022年的87.4%，行业集中度小幅度提升。2022年国内重卡市场批发市占率前三名分别为重汽集团、东风集团、一汽解放，市占率分别为23.6%、18.9%、18.7%。

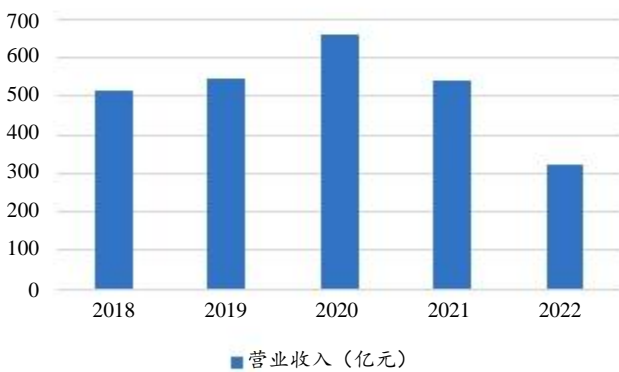
图 22：国内重卡行业竞争格局集中，2022 年 CR5 市占率接近 9 成（%）



数据来源：各公司产销公告、中汽协、开源证券研究所

陕重汽重卡销量位居国内重卡企业第四，市占率稳中有升。陕重汽为潍柴动力旗下控股子公司（51%股权），成立于2002年，主营业务为重卡制造销售。2022年陕重汽共销售重卡10.8万辆，市场占有率提升至16.1%。

图 23：2021 年起陕重汽营业收入有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 24：2021 年起陕重汽净利润有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

创新驱动发展，积极进军新能源重卡板块。陕重汽拥有国家级企业技术中心、国内一流的重卡新能源研究开发与应用实验室以及博士后科研工作站和院士专家工作站。在清洁能源与新能源、智能网联商用车领域处于行业领先地位，开发CNG、LNG、纯电动、混合动力、氢燃料电池等为动力的多款节能与新能源汽车产品和智能驾驶重卡。在纯电动专用车等细分领域，陕重汽已经创新性实现整车平台架构，并借助电机、电控等多项自主技术，完成对港口运输、场内牵引、工程及矿用、市



政专用等多场景产品的全覆盖。

图 25: M3000S 换电纯电自卸车



资料来源：陕重汽官网

图 26: M3000S 纯电动牵引车



资料来源：陕重汽官网

## 4、结合公司技术优势，新业务拓展有望贡献增量

### 4.1、技术市场双整合，雷沃农业装备发展瞩目

潍柴动力完成对雷沃重组，进一步提高农业装备领域影响力。潍柴雷沃智慧农业科技股份有限公司是农业装备品牌龙头企业之一，也是目前潍柴集团重要的战略业务单元，雷沃作为国内极少数能为现代农业提供全程机械化整体解决方案的自主品牌，旗下收获机械、拖拉机等业务连续近二十年保持行业领先，在 2020 年农业装备动力行业占有率达到 20%，2021 年 1 月 6 日，潍柴集团正式完成对潍柴雷沃智慧农业的战略重组。

技术与经验同步整合，实现共赢。重组之后，潍柴和雷沃在技术整合和市场占有等多个方面实现协同共赢，一方面，潍柴能够依托自身高端非道路全系列发动机、CVT 动力总成和液压动力总成等核心资源，为雷沃的农业装备提供高效可靠的动力核心。另一方面潍柴在电控、新能源等领域的优势，与雷沃在农业领域的丰富经验和市场占有率相结合，有助于推进农业设备的高端化布局。

产品矩阵全面，覆盖各种需求。潍柴动力农业装备专用发动机排量覆盖 3L、4L、6L、7L、10L、12L、13L，功率范围覆盖 48 到 530 马力。产品采用模块化设计、配置 BOSCH 电控高压共轨系统，具有可靠性、动力性、经济性、舒适性，广泛配套国内外主要农业装备制造厂商。



图 27：潍柴主要农业装备用发动机产品矩阵丰富

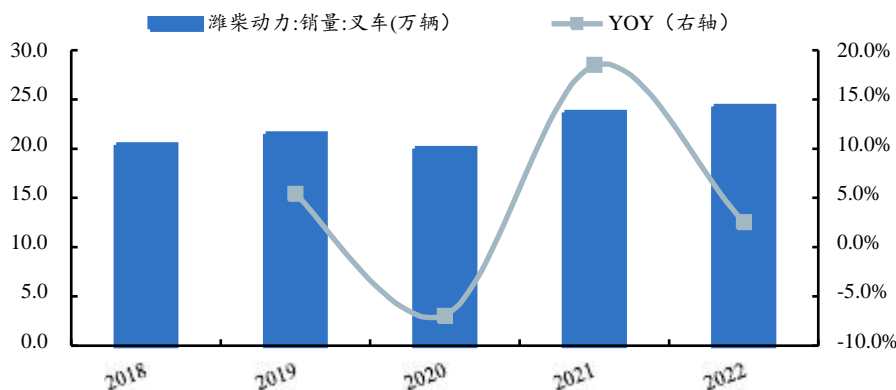


资料来源：公司官网

#### 4.2、工业车辆与供应链解决方案双管齐下，智能物流业务贡献业绩增量

潍柴叉车产品产销量逐年稳定增长。公司海外控股子公司凯傲是内部物流领域的全球领先供应商，在全球 100 多个国家和地区通过对物流解决方案的设计、建设和完善，帮助工厂、仓库和配送中心不断优化其物流和信息流。2022 年公司叉车总销售量达到 24.3 万台，同比+2.5%。

图 28：潍柴叉车业务销售量逐年增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

凯傲集团工业车辆领域在中国实行双品牌的创新模式。旗下林德主要面向中高端市场提供工业车辆，宝骊主要聚焦于大众市场。林德深耕中国市场，结合本土化发展需求，将自动化和数字化等理念应用于叉车机器人、内部物流系统解决方案、

新能源叉车等产品，十分适应中国市场。宝骊将德国的精湛工艺和严谨质量与中国颇具竞争力的成本优势相互整合，旗下电动平衡重叉车等产品，结合集团三电优势，采取更为经济的方式解决客户物料搬运的痛点。

图 29：林德品牌聚焦中高端市场



资料来源：公司官网

图 30：宝骊品牌聚焦大众市场



资料来源：公司官网

除此之外，凯傲控股德马泰克通过对物流解决方案的设计、建设和完善，帮助工厂、仓库和配送中心不断优化其物资流和信息流。

德马泰克主要为智能物流业务提供供应链解决方案。2016 年凯傲收购德马泰克，凯傲与德马泰克德主营业务涉及多个不同行业，同时具有全球分布差异的主要客户群体，可以在增强业务抗经济周期风险的能力的同时，丰富公司下游需求领域。目前德马泰克主要为智能物流业务提供供应链解决方案。

图 31：德马泰克提供供应链解决方案业务



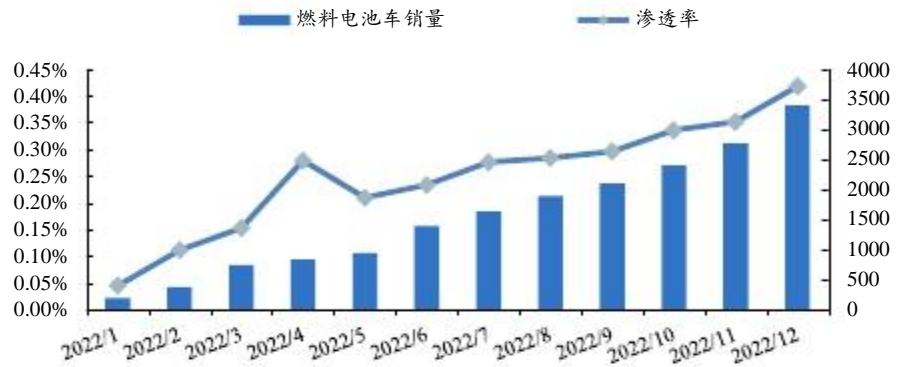
资料来源：公司官网

### 4.3、深入布局氢燃料电池产业链，静待花开

氢燃料助推绿色转型，燃料电池车销量走高。氢燃料电池通过电解水的逆反应将氢气和氧气转换成电能，具有能量转化效率高、环境友好、能量密度高等特点，目前已被运用在航天、飞机、汽车等领域，被称为清洁能源的终极形态。根据国际氢能委员会预计，到 2050 年，氢能将承担全球 18% 的能源终端需求，创造超过 2.5 万亿美元的市场价值，燃料电池汽车将占据全球车辆的 20%-25%。

2022 年我国燃料电池车销量增长劲头强势，由年初 192 辆增长至年末 3397 辆。燃料电池车销量占新能源车销量比重由 0.04% 上升至 0.42%，渗透率处于较低水平，未来有望进一步提高。

图 32：国内燃料电池车销量持续增长（辆）



数据来源：Wind、开源证券研究所

燃油型重卡面临能源转型，氢燃料重卡应用有望加速。解决燃油重卡高碳排放问题是碳达峰、碳中和目标实现的重点任务。生态环境部发布的《中国移动源环境管理年报（2022 年）》显示，重卡氮氧化物与颗粒物排放量占各类型汽车总排放比例分别高达 76.1%、51.5%。与燃油型重卡相比，部分氢燃料重卡可实现零碳排放。

表 5：氢燃料电池重卡、纯电动重卡、燃油重卡性能对比

	氢燃料电池重卡	纯电动重卡	燃油重卡
动力系统	氢燃料电池发动机	锂电池发动机	内燃机
补能时间	加氢站，5 分钟内	充电桩，慢充需 8-10 小时	加油站，5 分钟内
续航里程	>500km，液氢技术可实现 1000km	200-300km	1000km 以上
污染情况	工业副产氢、天然气重整制氢可减少碳排放；可再生能源制氢可实现 0 碳排放	污染传导到上游电池回收端	各类温室气体及污染物
能量效率	60%	40%	20-30%

资料来源：华经情报网、开源证券研究所

公司已掌握氢燃料电池全产业链布局，自主创新研发驱动强。公司 2016 年起开始布局氢能，燃料电池技术统合了巴拉德、博世、锡里斯和瑞士飞速空压机等国外燃料电池领域的顶尖企业，拥有新能源商用车动力系统的全部正向开发流程和集成能力，成功构筑起“燃料电池+电机+电控”为一体的新能源动力系统集成优势。目前公司氢燃料电池功率覆盖 50kW-200kW，应用配套订单也稳步增长，将依托全国唯一的国家燃料电池技术创新中心，实现核心技术自主可控和应用全领域场景覆盖。



**图 33：公司燃料电池产品矩阵丰富**


资料来源：公司官网

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1、关键假设

**动力总成、整车整机及关键零部件：**公司动力总成、整车整机及关键零部件主要有发动机、变速箱、车桥、液压、整车整机等产品。随着透支需求影响逐步弱化，重卡行业拐点已至，公司相关产品销量以及业绩有望逐步修复，我们预计 2023-2025 年公司动力总成、整车整机及关键零部件业务营收分别为 691.6、893.6、1104.0 亿元，毛利率分别为 18.0%、18.5%、19.0%。

**智能物流：**公司海外控股子公司凯傲是内部物流领域的全球领先供应商，在全球 100 多个国家和地区通过对物流解决方案的设计、建设和完善，帮助工厂、仓库和配送中心不断优化其物流和信息流，我们预计 2023-2025 年公司动力总成、整车整机及关键零部件业务营收分别为 616.2、642.9、670.7 亿元，毛利率分别为 20.0%、20.5%、21.0%。

**表 6：公司营收拆分及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
动力总成、整车整机及关键零部件	872.6	504.3	691.6	893.6	1104.0
YOY	-9.5%	-42.2%	37.1%	29.2%	23.5%
毛利率	16.3%	18.3%	18.0%	18.5%	19.0%
智能物流	594.6	639.6	616.2	642.9	670.7
YOY	19.7%	7.6%	-3.7%	4.3%	4.3%
毛利率	24.2%	19.0%	20.0%	20.5%	20.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5.2、盈利预测与估值

综上，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 65.1/86.5/108.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.75/0.99/1.24 元/股，对应当前股价 PE 分别为 15.3/11.5/9.2 倍，A 股行业 3 家可比公司 2023-2024 年 PE 均值为 20.3/11.3 倍。我们认为公司重卡动力总成市场龙头地位稳固，产业链覆盖全面，前瞻布局氢燃料产业链助推绿色转型，技术储备深厚静待花开，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	归母净利润			PE			PEG
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	(2025E)
000951.SZ	中国重汽	买入	172	14.67	8.2	12.8	19.7	21.1	13.5	8.7	0.16
600166.SH	福田汽车	增持	240	3.00	13.4	25.0	/	17.9	9.6	/	/
000800.SZ	一汽解放	买入	383	8.23	17.4	35.2	/	22.0	10.9	/	/
	平均值							20.3	11.3	/	/
000338.SZ	潍柴动力	买入	998	11.44	65.1	86.5	108.4	15.3	11.5	9.2	0.36

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期为 2023/04/21，潍柴动力、中国重汽、福田汽车、一汽解放盈利预测数据均来自开源证券研究所）

## 6、风险提示

重卡行业景气度回升不及预期、原材料价格上涨、公司中重卡销量不及预期等。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	174109	168484	185225	191422	221623
现金	79679	70842	62689	59317	59082
应收票据及应收账款	28311	31021	38906	49106	62173
其他应收款	3693	1261	4447	2250	5435
预付账款	1612	1473	2081	2088	2697
存货	35425	33374	45676	46589	59252
其他流动资产	25389	30514	31426	32073	32984
非流动资产	119547	125182	120994	117196	111903
长期投资	5709	5341	4990	4558	4167
固定资产	34979	37897	36681	35712	33362
无形资产	22899	23099	20847	18669	16487
其他非流动资产	55959	58846	58476	58257	57887
资产总计	293656	293666	306219	308618	333526
流动负债	129008	119743	131159	130987	151233
短期借款	2418	4609	4609	4609	4609
应付票据及应付账款	77310	67585	82029	81133	98874
其他流动负债	49280	47549	44522	45245	47750
非流动负债	59133	69813	63006	56364	49332
长期借款	18839	28839	22033	15390	8359
其他非流动负债	40294	40973	40973	40973	40973
负债合计	188141	189555	194166	187350	200566
少数股东权益	33436	30926	32356	34128	36193
股本	8727	8727	8727	8727	8727
资本公积	13375	11350	11350	11350	11350
留存收益	50842	53096	60068	69208	80774
归属母公司股东权益	72079	73184	79697	87140	96767
负债和股东权益	293656	293666	306219	308618	333526

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	20717	-2349	8010	10007	13007
净利润	12184	5683	7943	10423	12907
折旧摊销	10968	11148	9593	10890	12334
财务费用	-461	-909	-726	-845	-1087
投资损失	-633	-243	-438	-340	-389
营运资金变动	-3660	-19743	-7532	-9191	-9541
其他经营现金流	2319	1714	-829	-930	-1216
投资活动现金流	-5381	-8545	-4636	-6373	-6083
资本支出	6252	6635	5756	7524	7432
长期投资	361	-4766	351	432	391
其他投资现金流	510	2856	769	720	958
筹资活动现金流	-1244	4852	-11527	-7006	-7159
短期借款	-3313	2191	0	0	0
长期借款	-1890	10000	-6806	-6643	-7031
普通股增加	793	0	0	0	0
资本公积增加	13005	-2025	0	0	0
其他筹资现金流	-9838	-5314	-4721	-364	-128
现金净增加额	13974	-5865	-8153	-3372	-235

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	220215	175158	201808	236774	271727
营业成本	178434	144011	165469	193130	221547
营业税金及附加	840	481	736	854	938
营业费用	11490	10661	12008	13899	15709
管理费用	8669	8092	9283	10536	11960
研发费用	7313	7731	8880	10418	11684
财务费用	-461	-909	-726	-845	-1087
资产减值损失	-773	-875	-1009	-1066	-1313
其他收益	464	736	441	450	486
公允价值变动收益	393	1011	266	315	496
投资净收益	633	243	438	340	389
资产处置收益	117	42	65	64	72
营业利润	14289	5834	8876	11569	14378
营业外收入	319	413	365	366	381
营业外支出	148	162	151	154	156
利润总额	14460	6085	9090	11781	14604
所得税	2276	403	1148	1357	1698
净利润	12184	5683	7943	10423	12907
少数股东损益	2691	778	1430	1772	2065
归属母公司净利润	9493	4905	6513	8651	10842
EBITDA	24427	17291	18360	22299	26395
EPS(元)	1.09	0.56	0.75	0.99	1.24

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	11.6	-20.5	15.2	17.3	14.8
营业利润(%)	14.4	-59.2	52.1	30.3	24.3
归属于母公司净利润(%)	2.9	-48.3	32.8	32.8	25.3
获利能力					
毛利率(%)	19.0	17.8	18.0	18.4	18.5
净利率(%)	4.3	2.8	3.2	3.7	4.0
ROE(%)	11.5	5.5	7.1	8.6	9.7
ROIC(%)	8.5	3.8	5.3	7.0	8.5
偿债能力					
资产负债率(%)	64.1	64.5	63.4	60.7	60.1
净负债比率(%)	-16.7	5.0	1.0	-1.7	-6.7
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5
速动比率	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	13.0	8.7	8.7	8.7	7.5
应付账款周转率	4.0	3.2	3.7	4.0	4.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.09	0.56	0.75	0.99	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	2.37	-0.27	0.92	1.15	1.49
每股净资产(最新摊薄)	8.26	8.39	9.13	9.99	11.09
估值比率					
P/E	10.5	20.4	15.3	11.5	9.2
P/B	1.4	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.5	7.2	6.6	5.4	4.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

上海	深圳
地址：上海市浦东新区世纪大道 1788 号陆家嘴金控广场 1 号楼 10 层	地址：深圳市福田区金田路 2030 号卓越世纪中心 1 号楼 45 层
邮编：200120	邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn	邮箱：research@kysec.cn
北京	西安
地址：北京市西城区西直门外大街 18 号金贸大厦 C2 座 9 层	地址：西安市高新区锦业路 1 号都市之门 B 座 5 层
邮编：100044	邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn	邮箱：research@kysec.cn