

潍柴动力 (000338)

深耕主业谋发展，产业整合集大成

买入 (首次)

2023年05月10日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 杨惠冰

执业证书: S0600121070072

yanghb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	175,158	198,095	234,490	259,535
同比	-20%	13%	18%	11%
归属母公司净利润 (百万元)	4,905	6,756	8,736	10,754
同比	-48%	38%	29%	23%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.56	0.77	1.00	1.23
P/E (现价&最新股本摊薄)	22.45	16.30	12.61	10.24

关键词: #一体化

投资要点

- 以发动机为主体，重卡全产业链覆盖并对外开拓多业务领域，战略布局长远，战术落地坚决，彰显核心竞争力。公司当前已经形成重卡发动机+变速器/车桥以及重卡整车制造的全产业链完善布局，并对外拓展智能终端物流+工程/农用机械等领域，长期坚持新能源未来转型方向。公司实际控制人为山东省国资委，国资控股保障持续稳定经营。财务维度，公司发动机/变速器/重卡整车制造以及凯傲智能物流贡献营收主体，毛利率中枢稳定在20%左右，费用管控效果明显，销售/管理费用率下滑，研发费用率提升构筑技术壁垒，净利率中枢稳定在5%左右，核心受益多业务布局弱化周期，盈利能力稳定。
- 短期看点：重卡板块周期上行，整车/发动机等核心受益；凯傲/工程机械等新业务发力。1) 重卡板块：行业维度宏观经济向上发展是驱动重卡销量中枢上行的核心要素，2023~2025年，在经济向好复苏叠加国六替换国五，国四加速淘汰以及上一轮购车群体置换多因素叠加下，我们预计重卡销量分别同比+31%/+36%/+9%达89/121/132万辆。重卡周期上行红利下，潍柴动力旗下陕重汽销量有望迅速回暖，叠加发动机/变速器业务市场份额提升，整车&核心零部件全线受益。2) 其他板块：全球疫后复苏背景下，凯傲智能终端物流有望回暖，稳定提升；依托于潍柴发动机+液压核心技术，潍柴掌握工程机械/农用机械领域发展核心壁垒，雷沃重工持续拓展智能农机业务，开辟全新发展方向。
- 长期看点：氢电并举，收购+自研方式持续开拓：潍柴动力全面布局纯电动、混动和燃料电池三大技术路线，氢能领域，通过与新能源公司战略合作，推动公司新能源多业务布局。苏州弗尔塞能源专注氢能为核心的燃料电池，巴拉德动力聚焦燃料电池上游原料领域，英国锡里斯专注于固态氧化物燃料电池开发。电动领域，潍柴推动电机+电控核心总成业务布局，开发全自研电驱动动力总成，保障核心零部件自主可控。
- 盈利预测与投资评级：我们预计公司2023~2025年营业总收入为1981/2345/2595亿元，归属母公司净利润为67.56/87.36/107.54亿元，分别同比+38%/+29%/+23%，对应EPS为0.77/1.00/1.23元，对应PE为16/13/10倍。选取A股三家重卡公司作为可比公司，估值均值为19/11/9倍。鉴于潍柴动力重卡全产业链覆盖叠加凯傲等业务对冲周期波动，盈利稳定提升，长期新能源领域布局持续发力，我们认为潍柴动力应该享受更高估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：重卡行业复苏不及预期；原材料价格大幅波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.62
一年最低/最高价	9.01/13.28
市净率(倍)	1.46
流通A股市值(百万元)	63,709.93
总市值(百万元)	110,129.15

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.66
资产负债率(% ,LF)	65.21
总股本(百万股)	8,726.56
流通A股(百万股)	5,048.33

相关研究

《潍柴动力(000338): 潍柴动力: 业绩再超市场预期, 长期仍有上行空间》

2017-10-31

《潍柴动力(000338): 潍柴动力: 受益重卡高景气, 三季度再超预期》

2017-08-31

内容目录

1. 布局重卡黄金全产业链，纵横拓展布局多业务领域	5
1.1. 深耕发动机领域二十余载，产业链扩张稳中有进	5
1.2. 国有控股保障稳定持续经营	6
1.3. 持续降本增效，盈利能力表现稳定	7
2. 深耕重卡上下游主业，充分受益重卡行业上行周期红利	8
2.1. 重卡行业：2023年起销量有望持续复苏	8
2.1.1. 销量：周期波动，中枢不断上移	8
2.1.1. 销量展望：经济复苏趋势下，2023~2025年销量有望回归100+万辆	11
2.2. 深耕主业发动机领域，市场份额稳居龙头	12
2.3. 纵向拓展：陕重汽产品结构丰富，市场份额处于第一梯队	15
2.4. 横向拓展：陕西法士特、汉德车桥完善重卡核心零部件业务	17
2.4.1. 法士特变速器业务发展迅速，行业龙头优势明显	17
2.4.2. 汉德车桥双循环格局打造重卡核心技术自主可控	19
3. 跨行业拓展重卡下游应用环节，弱化重卡行业强周期影响	19
3.1. 收购凯傲+德马泰克，进军智能物流	19
3.2. “发动机+液压”核心技术助力工程机械业务发展	21
3.3. 雷沃重工拓展农业机械领域，迈向新方向	21
4. 新能源为长期发展方向，混动/纯电/氢能多业务布局	22
4.1. 收购专攻型新能源公司，推动多业务布局	22
4.2. 开发“电机+电控”，深化新能源零部件产业覆盖	23
5. 盈利预测与投资建议	23
6. 风险提示	24

图表目录

图 1: 公司产业链布局.....	5
图 2: 2022 年潍柴动力主要子公司及业务.....	6
图 3: 2022 年公司股权结构.....	7
图 4: 2007-2022 年潍柴动力分业务营收情况/亿元.....	8
图 5: 潍柴动力 2012-2022 年重点子公司营收情况/亿元.....	8
图 6: 2011-2022 年潍柴动力利率情况.....	8
图 7: 2014-2022 年潍柴动力期间费用率情况.....	8
图 8: 重卡三阶段年销量变化/万辆以及影响因素分析.....	9
图 9: 重卡分三阶段年销量中枢变化/万辆.....	10
图 10: 重卡行业历史报废比例变化.....	10
图 11: 我国重卡出口量及增速/万辆.....	11
图 12: 重卡行业销量及增速.....	11
图 13: 国三至国六不同标准排放要求时间表.....	12
图 14: 潍柴不同类型发动机出货量/万台.....	13
图 15: 潍柴不同类型发动机市场份额变化.....	13
图 16: 2022 年全年发动机供应商配比图.....	14
图 17: 康明斯与潍柴动力发动机业务营收对比/亿元.....	14
图 18: 康明斯与潍柴母公司研发费用率对比.....	14
图 19: 陕重汽产品结构.....	15
图 20: 2012-2022 年陕重汽重卡销量及市占率.....	16
图 21: 2012-2022 年陕重汽单车均价/万元.....	16
图 22: 2012-2022 年陕重汽营收及增速/亿元.....	16
图 23: 2012-2022 年陕重汽净利润及增速/亿元.....	16
图 24: 陕重汽、中国重汽和帕卡的净利率对比.....	17
图 25: 陕重汽、中国重汽和帕卡的营收对比/亿元.....	17
图 26: 陕重汽、中国重汽和帕卡单车均价对比/万元.....	17
图 27: 法士特变速器类型.....	18
图 28: 潍柴变速器出货量变化/万台.....	18
图 29: 潍柴变速器市场份额变化图.....	18
图 30: 陕西法士特变速器近年单机均价/万元.....	19
图 31: 陕西法士特历年营收变化/亿元.....	19
图 32: 汉德车桥类型.....	19
图 33: 潍柴动力收购凯傲和德马泰克历程.....	20
图 34: 凯傲+德马泰克的全套产品集成.....	20
图 35: 2010-2021 年凯傲毛利率和净利率.....	20
图 36: 2013-2021 年凯傲期间费用率.....	20
图 37: 2010-2021 年凯傲营业收入及增速/亿元.....	21
图 38: 工程机械领域的产品布局.....	21
图 39: 工程机械两大壁垒.....	21
图 40: 农用机械领域的产品布局.....	22
图 41: 潍柴动力新能源主要布局.....	23
图 42: 潍柴动力新能源业务进展.....	23

表 1: 2022 年公司前十大股东.....	6
表 2: 潍柴动力发动机类型表.....	12
表 3: 康明斯与潍柴动力近年发动机出货量统计表.....	15
表 4: 潍柴动力 2023~2025 年盈利预测核心假设	24
表 5: 潍柴动力可比公司估值比较【2023 年 5 月 9 日】	24

1. 布局重卡黄金全产业链，纵横拓展布局多业务领域

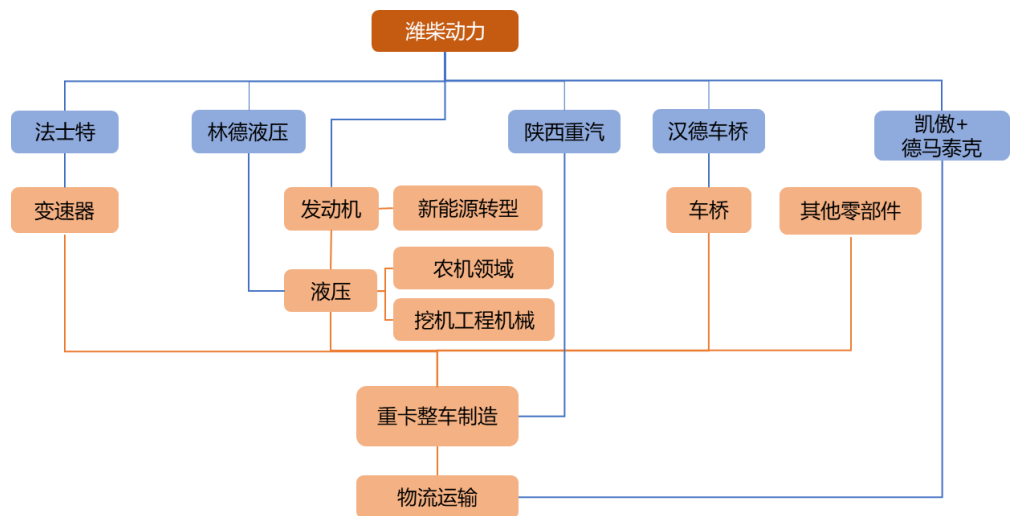
1.1. 深耕发动机领域二十余载，产业链扩张稳中有进

2002年，潍柴动力股份有限公司正式成立。公司始终坚持产品经营&资本运营双轮驱动运营策略，专注于发动机领域研发与生产二十余载，不断提升品质、技术和成本三大核心竞争力，以发动机为公司的核心业务，成功构建了动力总成（发动机、变速箱、车桥、液压）、整车整机、智能物流等产业板块协同发展的格局，拥有“潍柴动力发动机”、“法士特变速器”、“汉德车桥”、“陕汽重卡”、“林德液压”等品牌。

2011-2016年：公司致力纵横扩张产业链，打造重卡黄金全产业链。由于受重型卡车市场周期性波动以及行业发展需求的影响，公司一直在积极推进对外扩张，全面布局黄金产业链。其中，通过战略性收购林德液压公司，公司构建了一条完整的液压系统产业链；同时，通过战略性重组凯傲并收购德马泰克公司，公司打造了一条智能物流产业链。

2017年-至今：拓展高端市场，同步进军新能源与智能领域。截至当前，公司已形成全产业链覆盖，多品牌业务线齐开花的产业格局。

图1：公司产业链布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

在重卡整车制造上，陕西重汽公司在重型物流卡车市场上进行了开拓，在经历了市场切换初期的低谷后，陕重汽单价和利润率迅速提高，现已接近行业前列。

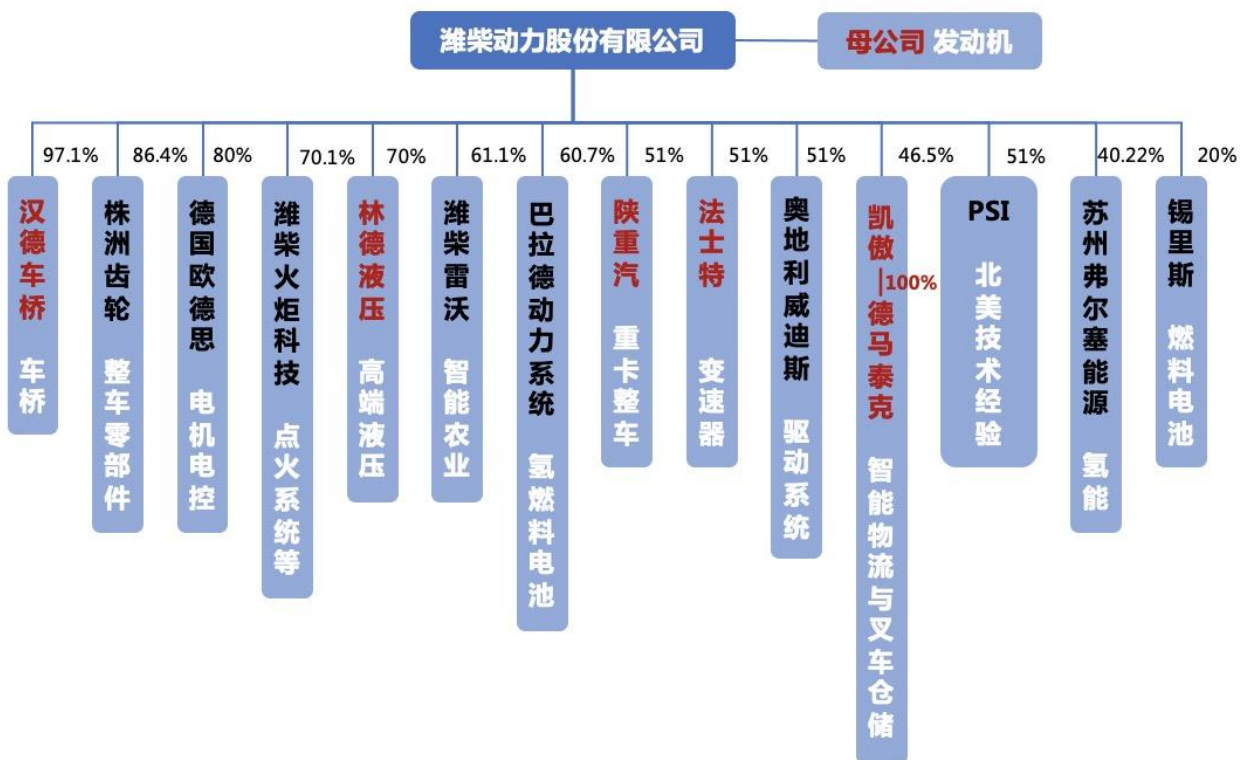
在变速器生产研发上，法士特公司致力于变速器的研发和生产，构建了包括“四大系列”全挡位重型卡车变速器、轿车和轻型卡车变速器在内的全系列产品矩阵，并积极响应国六排放标准，深入挖掘海外市场和售后服务的需求，逐步巩固了行业领导地位。

在液压发展上，林德液压公司拥有全球领先的高端液压技术，通过调整产品定位和销售策略，逐步打开国内市场，目前公司液压产品已在国内实现批量化生产。

在车桥市场上，陕西汉德车桥有限公司是国内车桥领域科技含量最高的企业，公司产品涵盖中重型卡车桥、非公路用桥、客车桥、挂车承载轴等多个品种，并一直处于行业领先地位。

在物流运输方面，凯傲集团是全球第二的叉车制造商，也是中国叉车市场领先的国际制造商，德马泰克是全球领先仓储物流集成商，一直稳居行业前三，并以强大的系统集成能力和丰富的行业经验为客户提供“一站式”物流系统解决方案及完善的售后服务。在凯傲和德马泰克二者协同发展的助力下，公司形成了叉车+仓储物流解决方案的一体化智能物流体系。

图2：2022年潍柴动力主要子公司及业务



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 国有控股保障稳定持续经营

山东省国资委是公司的实际控制人，其通过潍柴控股集团间接拥有潍柴动力 16.3% 的股权；公司另一大股东为潍坊市投资集团有限公司。

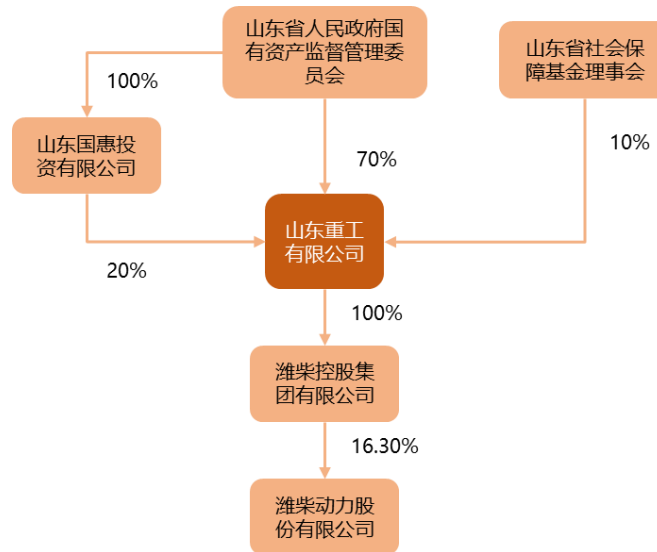
表1：2022年公司前十大股东

股东名称	股东性质	持股比例
香港中央结算代理人有限公司	外资股东	22.22%
潍柴控股集团有限公司	国有法人	16.30%
香港中央结算有限公司	境外法人	4.80%
潍坊市投资集团有限公司	国有法人	3.40%
中国证券金融股份有限公司	境内非国有法人	1.87%

奥地利 IVM 技术咨询维也纳有限公司	境外法人	1.31%
山东省企业托管经营股份有限公司	境内非国有法人	0.72%
谭旭光	境内自然人	0.67%
国家制造业转型升级基金股份	境内非国有法人	0.49%
南京融京汇康股权投资合伙企业	境内非国有法人	0.41%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：2022 年公司股权结构

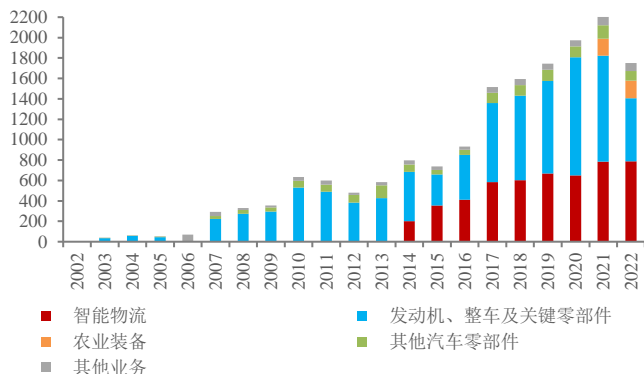


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 持续降本增效，盈利能力表现稳定

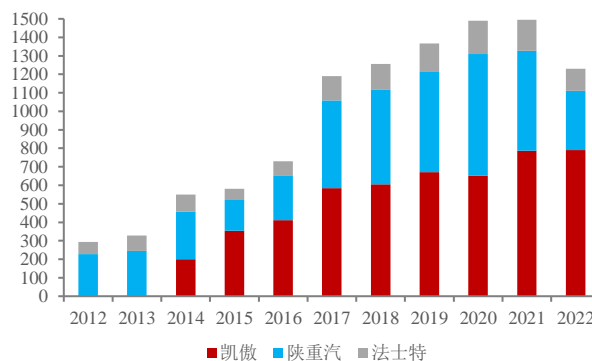
发动机、整车及零部件业务是公司营收最主要来源。2021 年，发动机、整车及零部件业务收入占总营收的 35.23%；智能物流业务为公司第二大主营业务，占总营收的 45.05%。海外控股子公司凯傲（持股 46.52%）是内部物流领域的全球领先供应商，各项经营指标表现优异；陕重汽（持股 51%）是国内重卡整车领先企业，法士特（持股 51%）主导商用车变速器，二者营收整体呈上涨趋势。

图4：2007-2022年潍柴动力分业务营收情况/亿元



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

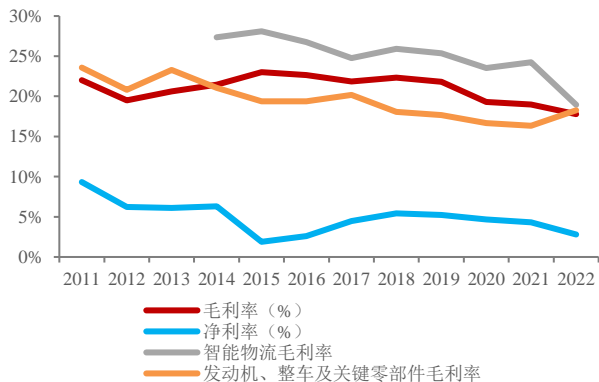
图5：潍柴动力 2012-2022 年重点子公司营收情况/亿元



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

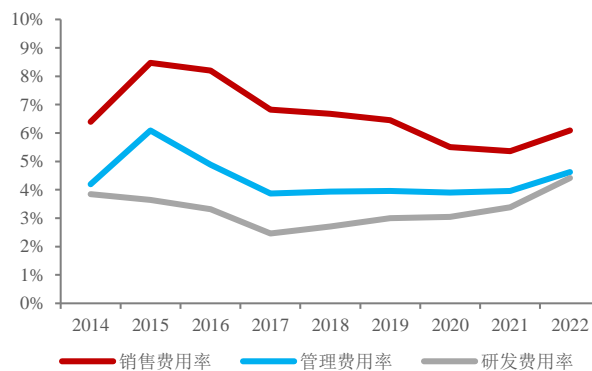
公司盈利能力相对稳定，持续推进降本增效，未来有望进一步改善。近年来，公司毛利率基本维持在 20% 左右，净利率保持在 5% 左右，总体表现较稳定。发动机、整车及关键零部件毛利率呈下滑走势，但随着智能物流等新业务不断发展，有望带动公司盈利能力改善。2015 年之后，公司持续降本增效，销售/管理费用率整体呈现下降趋势，研发费用率趋于稳定提升趋势，持续高研发投入，保障技术领先。

图6：2011-2022 年潍柴动力利率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图7：2014-2022 年潍柴动力期间费用率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 深耕重卡上下游主业，充分受益重卡行业上行周期红利

潍柴母公司聚焦发动机主业多年，有望充分受益于国内重卡销量回升以及自身在国内发动机市场份额提升的影响，贡献业绩增长主力增量；并围绕重卡发动机/变速器/车桥等核心环节，向下拓展布局重卡整车制造领域，一体化垂直整合全产业链，构筑高壁垒。

2.1. 重卡行业：2023 年起销量有望持续复苏

2.1.1. 销量：周期波动，中枢不断上移

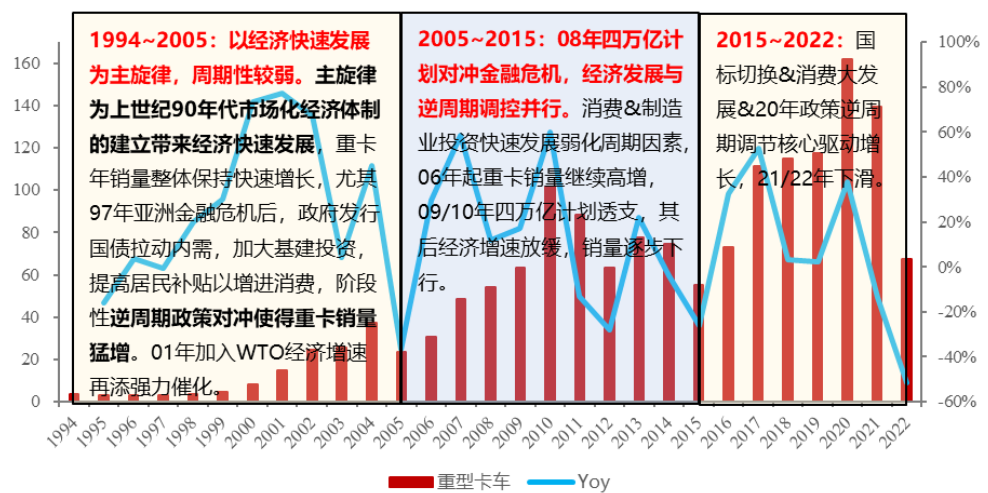
重卡年销量=Δ物流/工程重卡保有量-保有量*年报废比例(年报废量/当年保有量)。重卡年销量呈周期变化,多种影响因素并行。销量周期变化本质是经济短周期、重卡更新周期、国标替换周期的结合,逆周期政策是重要外力。

销量出现峰值核心驱动:流动性释放,且政府逆周期调控政策是重要推手,一般经济短周期前期。

销量持续增长核心驱动:经济持续发展,消费、制造业/房地产、出口等均趋势向好形成良性循环。

销量下滑主要因素:周期后半段销量快速增长后被透支,政府收紧流动性,经济下行压力较大。

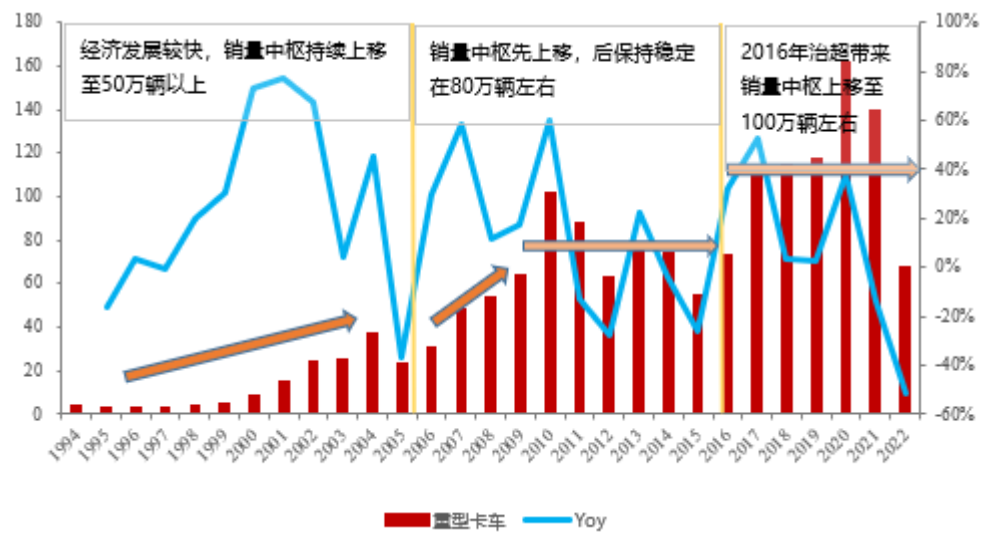
图8:重卡三阶段年销量变化/万辆以及影响因素分析



数据来源:中汽协,东吴证券研究所

长短期不同因素作用,重卡销量中枢不断上移。决定重卡跨周期销量中枢的主要因素:1)长期因素:经济发展水平(GDP拆分后的消费+投资+出口)决定的运力总需求,涵盖物流需求与工程需求;2)短期因素:政策治超,单车运力变化。决定重卡一轮周期内销量变化的主要因素:1)经济发展决定的车主预期收益影响的换车周期;2)排放标准政策变化;3)政府逆周期调控政策;4)客观经济的短周期波动。

图9：重卡分三阶段年销量中枢变化/万辆



数据来源：中汽协，东吴证券研究所

车寿、经济环境、国标切换等影响报废率。复盘历史数据，年报废量受重卡使用寿命、当年经济环境以及排放标准硬性切换等因素影响。中长期来看，2010年之后报废率降低，主要系技术升级下车辆使用寿命增加，报废比例降低。短期来看，以2006/2007/2017年等为例，经济环境向好，消费信心充足背景下，报废率略有增加。此外，排放标准切换，以2008/2013/2017/2021年为例，排放标准切换会带来报废率升高。

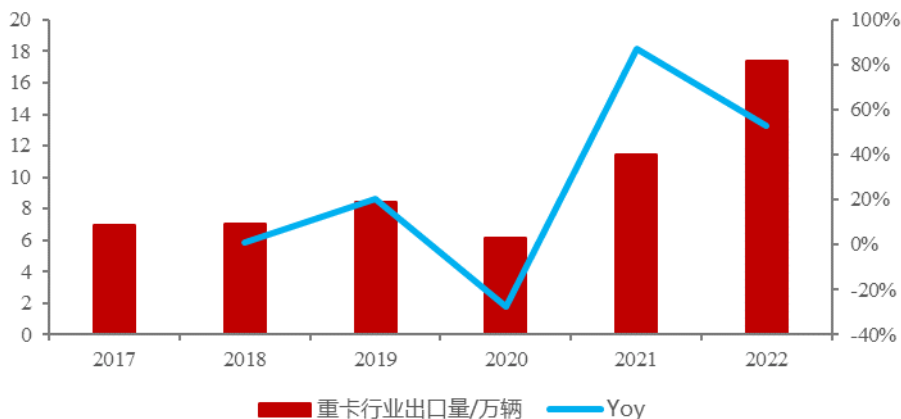
图10：重卡行业历史报废比例变化



数据来源：国家统计局，中汽协，东吴证券研究所

备注：2009年报废率数据空缺，因重卡衡量标准切换，导致保有量增加超过新车销量，报废量为负，属于异常值，因此剔除该值。

图11: 我国重卡出口量及增速/万辆



数据来源: 中国汽车工业协会, 东吴证券研究所

2.1.1. 销量展望: 经济复苏趋势下, 2023~2025 年销量有望回归 100+万辆

重卡行业销量有望迎来稳步复苏。依照重卡销量测算模型: 重卡年销量=Δ保有量-保有量*报废率+出口销量。2022 年重卡行业销量触底, 全年销量同比下滑 51%, 至 67 万辆。我们预计, 2023~2025 年, 在经济向好复苏, 内需明显改善趋势叠加国六替换国五, 国四加速淘汰以及 2016~2018 年购车群体集中置换+出口行业继续增长等四种因素叠加下, 重卡销量有望稳步复苏, 分别同比+27%/+48%/+24%达 85/126/157 万辆。

图12: 重卡行业销量及增速



数据来源: 中汽协, 东吴证券研究所

驱动因素一: 封控放开, 经济复苏, 物流货运需求增加。2020 年以来消费受疫情影响较大, 疫情封控政策放开有望为消费注入新一轮活力。2020 年以前公路货运量以及消费者信心指数保持高位, 2020 年以来, 在疫情影响下消费大幅下滑至历史低位, 公路货运量也呈现降低趋势。疫情防控政策放开以后, 消费复苏有望带来公路货运需求大增。2022 年 12 月政府印发《扩大内需战略规划纲要(2022-2035 年)》, 主要目标是促进消费

投资，内需规模实现新突破。顺应消费升级趋势，提升传统消费，培育新型消费，扩大服务消费，适当增加公共消费，着力满足个性化、多样化、高品质消费需求。政策支持背景下，消费复苏有望为重卡公路货运需求量带来更大增量。

驱动因素二：新排放标准上线+正常置换带来更换需求。2021H2 开始国六 A 全面切换替代国五，2023 年起国六 B 上线，更严格标准带来新老车型切换需求。在国五基础上，国六对尾气排放限值+价格+报废时限等做进一步要求，国六 A 相当于国五/国六的过渡阶段，2023H2 国六 B 正式推行后，加速淘汰剩余小部分国三以及国四车型，新老车型替换带来全新消费增量。此外，2016/2017 年集中购买的大批量重卡也陆续进入换车周期，进一步促进更换。

图13：国三至国六不同标准排放要求时间表

全面实施时间		不同类型具体实施时间	
国3	2009年7月1日	轻型柴油车	2009年7月1日
		重型汽油车	2010年7月1日
		重型燃气车	2008年7月1日
		重型柴油车	2008年7月1日
国4	2013年7月1日	轻型柴油车	2013年7月1日
		重型汽油车	2013年7月1日
		重型燃气车	2011年1月1日
		重型柴油车	2013年7月1日
国5	2017年7月1日	东部11省市所有轻型汽油车、轻型柴油客车、重型柴油车(仅公交、环卫、邮政用途)	2016年4月1日
		所有轻型汽油车、重型柴油车(客车和公交、环卫、邮政用途)	2017年1月1日
		所有重型柴油车	2017年7月1日
		所有轻型柴油车	2018年1月1日
国6A	2019年7月1日	所有燃气汽车	2019年7月1日
		所有轻型汽车	2020年7月1日
		重型车	2021年7月1日
国6B	2023年7月1日		

数据来源：中汽协，东吴证券研究所

驱动因素三：国内重卡出口持续爆发。中国重汽/一汽解放/陕西重汽等持续发力出口市场，海外渠道/工厂/售后体系等不断完善，重点布局发力南美、东南亚、非洲等新兴市场，重卡行业出口有望持续提升。

2.2. 深耕主业发动机领域，市场份额稳居龙头

公司发动机种类丰富，覆盖面广。公司以开放的心态，整合全球资源，向社会提供技术领先，绿色环保的不竭动力；做全系列、全领域的动力提供商。公司现有包括客车、卡车、工程机械、发电、农业装备用发动机在内的多种发动机类型。其发动机可达国 VI 标准，排量从 2.3L 到 87.5L 不等，功率覆盖 2kW 到 8700kW。

表2：潍柴动力发动机类型表

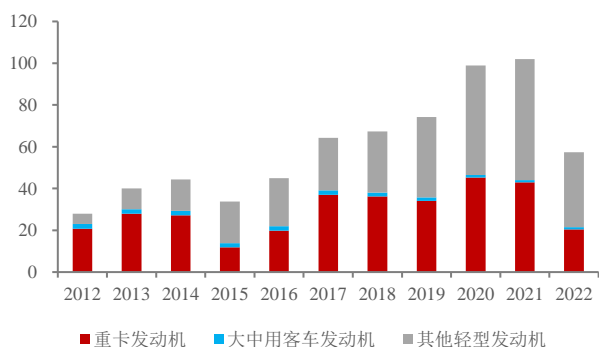
发动机类型	特点
客用发动机	国 VI 客车产品排量从 2.3L 到 10L，功率覆盖（88~294）kW，扭矩覆盖（320-1900）

卡车用发动机	N·m, 可满足国 VI、欧 VI 等排放标准; 适配旅游客运、团体、公交、混合动力、高端商务、欧系轻客、校车、专用车等各类车型。可靠性高, 动力强劲, 节油环保。 卡车动力产品排量从 2.3L 到 13L、功率从 70kw 到 426kw, 满足国五、国六不同排放要求; 可以配套牵引车、中重型自卸车、中重型载货车、中重型专用车、轻型载货车、轻型自卸车、轻型专用车。可靠性高, 动力强劲, 节油环保。
工程机械用发动机	目前拥有全系列的工程机械用动力, 发动机排量从 2.3L 到 17L, 功率范围覆盖 36.8-566kW。排放满足中国非道路三阶段、中国道路国五、国六、EU Stage II/III、EU V/VIBS(CEV)III、MAR-I。
发电单机	潍柴动力整合全球资源, 向社会提供技术领先, 绿色环保的不竭动力, 做全系列全领域的动力提供商, 打造了全新一代陆用发电动力产品。发动机排量从 2.3L 到 87.5L, 功率范围覆盖 18kW-3600kW。
发电机组	年生产各类发电机组可达 5 万台以上, 机组功率覆盖 2-8700kW, 使用潍柴自主研发生产的发动机, 配套潍柴及其它国际知名品牌电机, 目前广泛应用于国防、通讯、石油、医疗、高原、铁路、野外救援、农牧业等领域。
农业装备用发动机	农业装备专用发动机是潍柴集聚 70 余年的发动机研发、制造、生产经验, 集中国内外农业机械发动机研发资源, 结合国内外不同农业生产特点, 倾力打造八大系列产品, 发动机排量有 3L、4L、6L、7L、10L、12L、13L, 功率范围覆盖 48 到 530 马力。

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

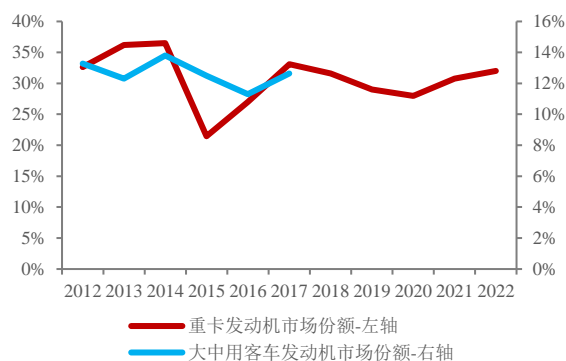
市场份额稳步提升, 行业地位稳中有进。潍柴母公司在重卡发动机领域处于领先地位, 发动机价值量约占重卡整车价值量的 20-30%。公司发动机出货量逐年递增, 截止 2021 年发动机出货量突破 100 万台, 2022 年发动机出货量 57.3 万台, 同比下降 43.8%, 其中重卡发动机出货量整体来看在 2021 年及之前稳步上升, 2022 年出货量下降到 20.38 万台, 占发动机总出货量的 35.6%。公司市场份额随行业波动而波动, 大中用客车发动机市场份额 2012-2018 年稳定在 10% 以上, 重卡发动机市场份额 2022 年提升至 32%, 公司发动机行业地位稳中有进。

图14: 潍柴不同类型发动机出货量/万台



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图15: 潍柴不同类型发动机市场份额变化

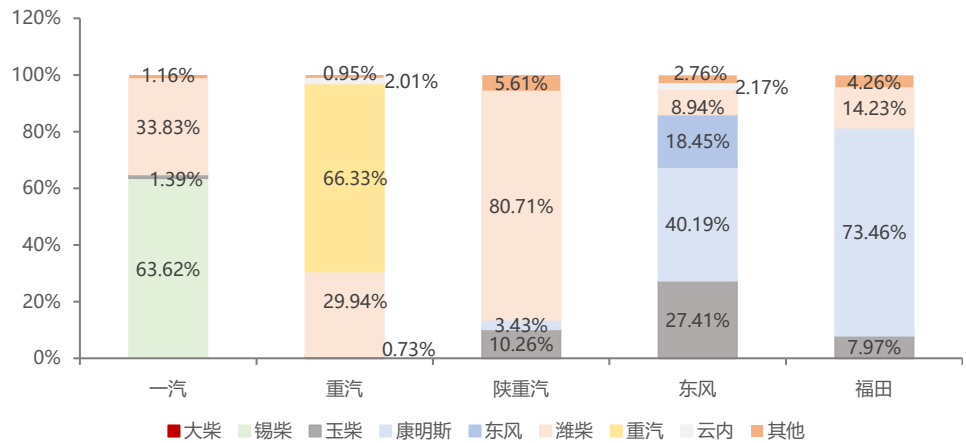


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

国内发动机配套体系相对稳定, 潍柴配套范围最广, 未来份额有望持续提升。2022 年, 一汽解放自供发动机占比 60% 以上, 主要由锡柴供应, 潍柴配比达 33.83%; 中国重汽发动机约 66% 由内部体系供应, 潍柴配套比例达到 29.94%; 陕重汽发动机主要由潍

柴供应，占比约 80%，玉柴配套 10.26%；东风商用车接近 20%的发动机由体系内供应，约 40%由康明斯供应，潍柴占比约 9%；福田的发动机主要由福田康明斯供应，潍柴配套 14.23%。

图16：2022 年全年发动机供应商配比图

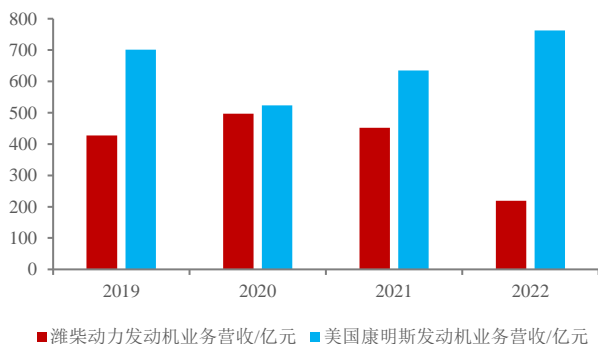


数据来源：交强险，东吴证券研究所

经营优势明显，出货量超美国龙头康明斯。康明斯是全球领先的动力设备制造商，设计、制造和分销，并提供相应的售后服务，通过其遍布全球 160 多个国家和地区的 550 家分销机构和 5000 多个经销商网点向客户提供服务。近年来，康明斯发动机出货量稳定在每年 50 万台以上，2022 年发动机业务营收 762.28 亿元，发动机单台均价 12 万元；潍柴动力发动机出货量在 2022 年高达 57.3 万台，发动机业务营收 219.45 亿元，发动机单台均价 3.83 万元，单价略低但整体出货量较高。

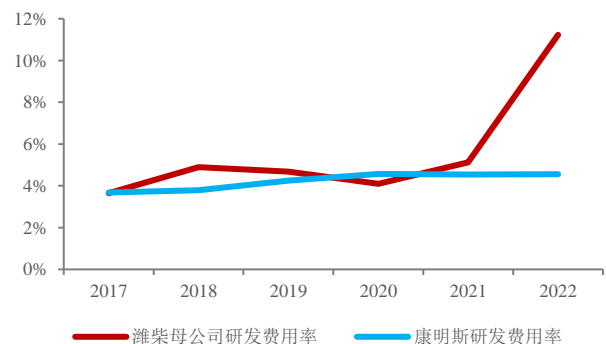
深研深钻，自我研发为第一竞争力。美国康明斯与潍柴动力均是以发动机为核心的汽车零部件生产销售公司，业务定位相似。2020-2022 年，潍柴母公司研发费用率由 4.09% 增长至 11.23%，康明斯研发费用率由 4.54% 增加至 4.55%，2022 年潍柴母公司研发费用率显著高于美国康明斯研发费用率，并有持续增长趋势。

图17：康明斯与潍柴动力发动机业务营收对比/亿元



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图18：康明斯与潍柴母公司研发费用率对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表3：康明斯与潍柴动力近年发动机出货量统计表

年份	2018	2019	2020	2021	2022
康明斯（万台）	71.3	65.2	52.9	66.5	63.2
潍柴（万台）	67.4	74.2	98.9	102.0	57.3

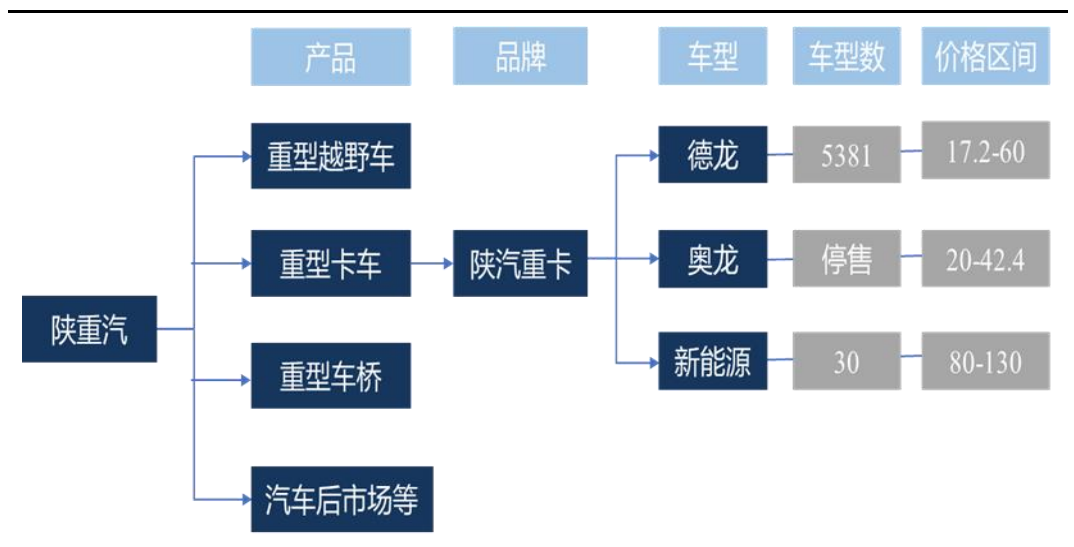
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 纵向拓展：陕重汽产品结构丰富，市场份额处于第一梯队

陕西重型汽车有限公司（简称“陕重汽”）成立于2002年，其中湘火炬拥有陕重汽51%股权，之后由于潍柴动力收购湘火炬，使陕重汽成为潍柴动力子公司。

产品维度，陕重汽涵盖载货车、牵引车、自卸车、搅拌车等20个车系，共5381个（含新能源汽车）在售车型。其重卡业务为陕汽重卡，包括德龙、奥龙、新能源三类车型，德龙车型售价区间为17.2-60万，新能源车型售价80-130万。陕重汽于2014年底推出德龙X3000高端重卡，搭配潍柴WP13助力重卡单价快速提高。

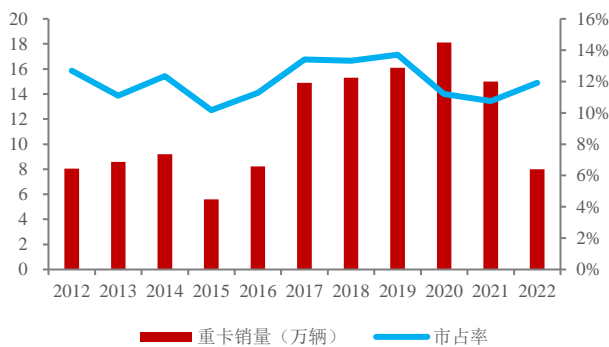
图19：陕重汽产品结构



数据来源：卡车之家，东吴证券研究所

市场格局方面，目前国内重卡市场竞争格局总体稳定，前五大企业合计市占率长期稳定在80%以上。过去一汽、东风、重汽三家市占率均保持在20%左右，为重卡第一梯队，而得益于潍柴动力的全产业链布局，陕重汽市占率稳步提升，现达12%，其重卡销量位居国内重卡企业第四。

图20: 2012-2022 年陕重汽重卡销量及市占率



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

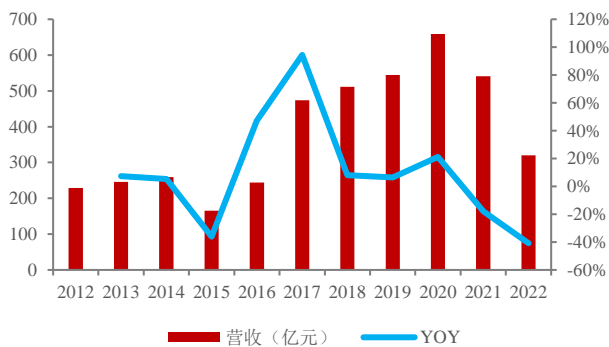
图21: 2012-2022 年陕重汽单车均价/万元



数据来源: wind, 东吴证券研究所

财务角度: 2012 年-2022 年, 陕重汽营业收入稳步增长, 2020/2021/2022 年度陕重汽总体实现营收为 658.4/540.9/320.0 亿元, 同比+21%/-17.85%/-40.84%, 2004 年-2020 年, 其净利润持续上升, 2020 年高达 15.28 亿元, 2021 年受原材料价格上涨、供应链紧张及疫情等影响, 整体亏损 5.36 亿元, 2022 年扭亏为盈, 实现 1.81 亿元的净利润。

图22: 2012-2022 年陕重汽营收及增速/亿元



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

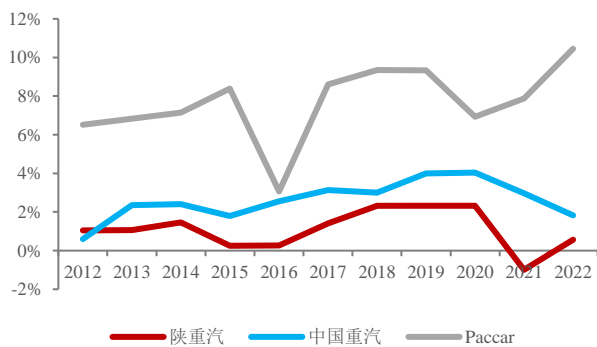
图23: 2012-2022 年陕重汽净利润及增速/亿元



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

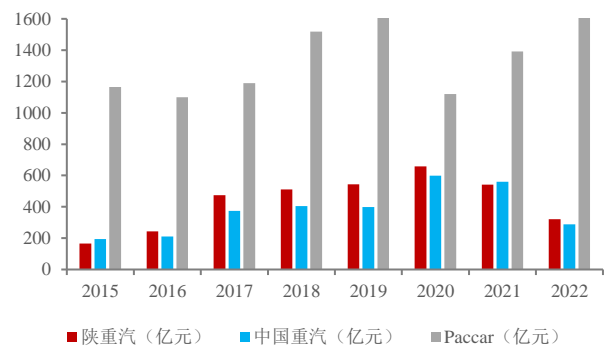
财务维度横向对比来看, 陕重汽的营业收入体量高于中国重汽, 2021 年营收下滑, 略低于中国重汽, 整体保持相当, 2022 年营收再次超过中国重汽, 帕卡相比遥遥领先, 主要系单车均价明显较高, 接近 100 万元人民币, 陕重汽的单车均价略高于中国重汽。中国重汽/帕卡的盈利能力均略高于陕重汽, 未来随公司进一步加强精细化管理, 盈利提升空间较大。

图24：陕重汽、中国重汽和帕卡的净利率对比



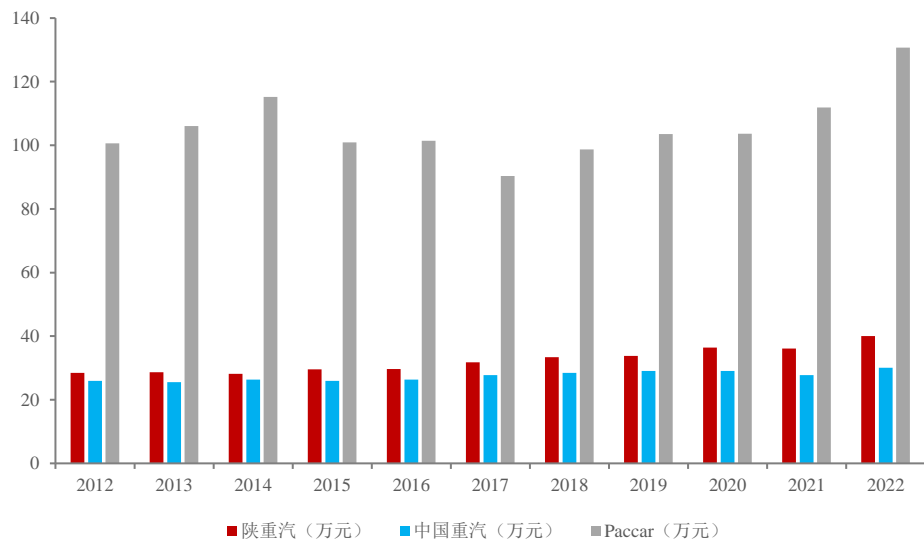
数据来源：wind，东吴证券研究所

图25：陕重汽、中国重汽和帕卡的营收对比/亿元



数据来源：wind，东吴证券研究所

图26：陕重汽、中国重汽和帕卡单车均价对比/万元



数据来源：wind，东吴证券研究所

2.4. 横向拓展：陕西法士特、汉德车桥完善重卡核心零部件业务

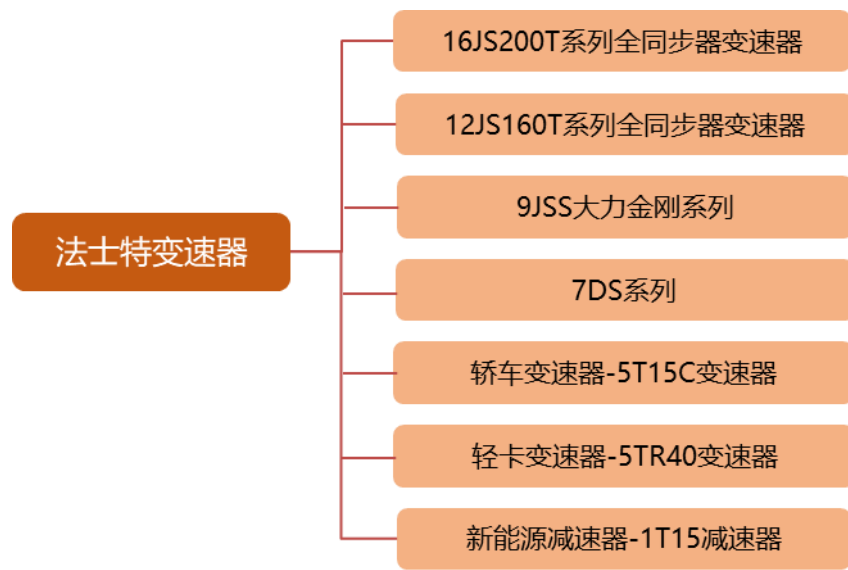
重卡核心零部件包括发动机、变速器与车桥。潍柴动力母公司专注于发动机的研发生产与销售，其子公司陕西法士特为公司的变速器平台，子公司陕西汉德车桥为公司的车桥平台。

2.4.1. 法士特变速器业务发展迅速，行业龙头优势明显

以法士特为主体，变速器产品类型丰富，产销稳中有进。变速器作为当代汽车的三大件之一，是整车传动系统的核心。公司子公司陕西法士特公司主导产品为商用汽车变速器，广泛应用于重型车、大客车、中轻型卡车、工程用车、矿用车和低速货车等各种车型，被国内外150多家主机厂的上千种车型选为定点配套产品，其自主研发生产的AT、AMT、S变速器、液力缓速器、轮边减速机、混合动力和纯电动汽车传动系统等新能源

产品的关键技术和核心技术已达到国际领先水平，为商用车升级换代提供了源源不断的全新优化配置。

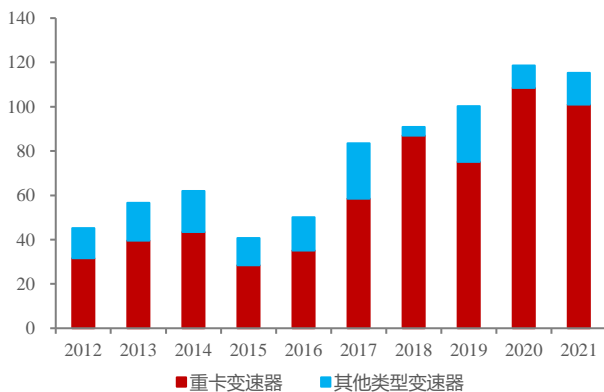
图27：法士特变速器类型



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

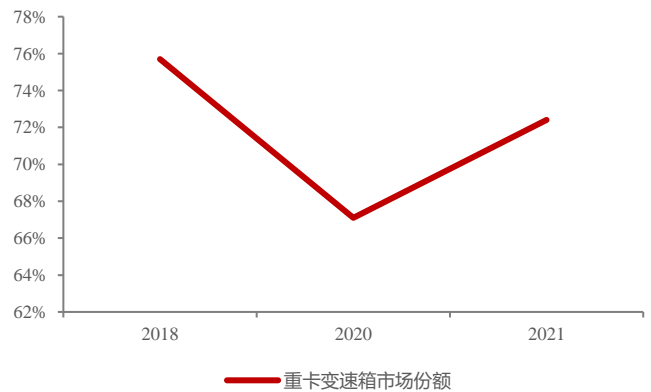
作为公司变速器平台，陕西法士特 2022 年共销售变速器 59 万台，同比 2021 年下降 48.81%，主要系行业下行因素影响较大；变速箱出口 2.5 万台，同比增长 54.2%。截至 2021 年重卡变速器市场份额提升至 72.4%，维持龙头的行业地位。

图28：潍柴变速器出货量变化/万台



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图29：潍柴变速器市场份额变化图



数据来源：wind，东吴证券研究所

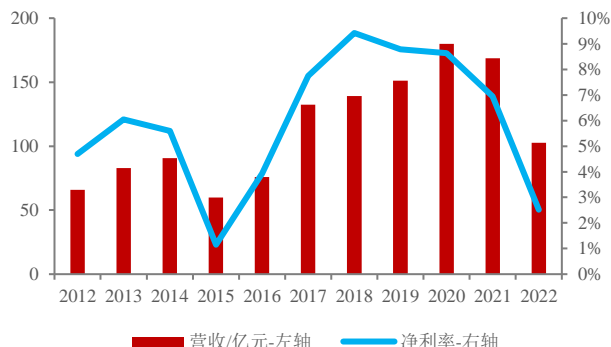
法士特营收随行业销量周期波动，单机均价整体稳定。陕西法士特现已形成年产汽车变速器 100 万台的生产能力，2012 年以来，除 2015/2016 年行业下行因素影响外，公司营收整体呈现提升趋势，2022 年营收达 102.60 亿元。公司现有重卡以及其他类型商用车变速器 2022 年折合单机均价为 1.74 万元，比 2021 年提升了 18.9%。

图30：陕西法士特变速器近年单机均价/万元



数据来源：wind，东吴证券研究所

图31：陕西法士特历年营收变化/亿元

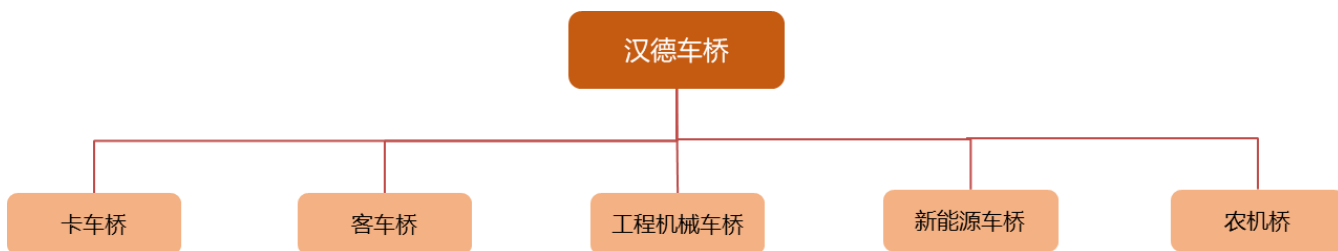


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.4.2. 汉德车桥双循环格局打造重卡核心技术自主可控

车桥市场份额居优位，助力发展。汽车车桥（又称车轴）通过悬架与车架（或承载式车身）相连接，其两端安装车轮。车桥的作用是承受汽车的载荷，维持汽车在道路上的正常行驶。陕西汉德车桥有限公司由潍柴动力与陕汽集团共同投资组建，其前身为陕西汽车制造总厂车桥分厂。**汉德车桥构建双循环格局，以全球化视野打造高端产品**，涵盖卡车桥、客车桥、工程机械车桥、新能源车桥、农机桥五大系列；国内销量与国际出口量连续五年位居行业前列。2021年公司车桥市场份额高达44.34%。

图32：汉德车桥类型



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

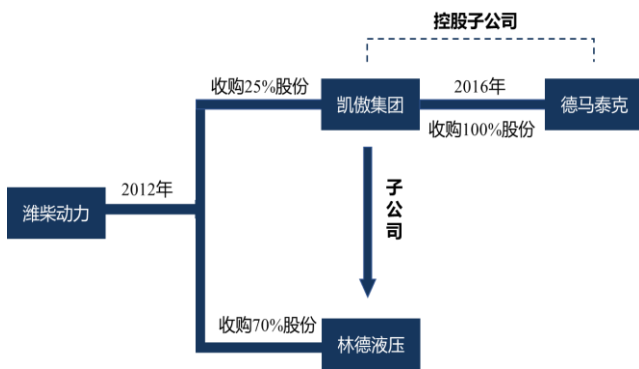
3. 跨行业拓展重卡下游应用环节，弱化重卡行业强周期影响

3.1. 收购凯傲+德马泰克，进军智能物流

2012年，潍柴动力收购凯傲集团25%的股份，此后持续增持凯傲，2018年持股提升至45%，控股地位进一步强化；2016年，凯傲收购德马泰克100%股份。凯傲集团是全球第二的叉车制造商，德马泰克提供全面的智能供应链和自动化解决方案，二者协同

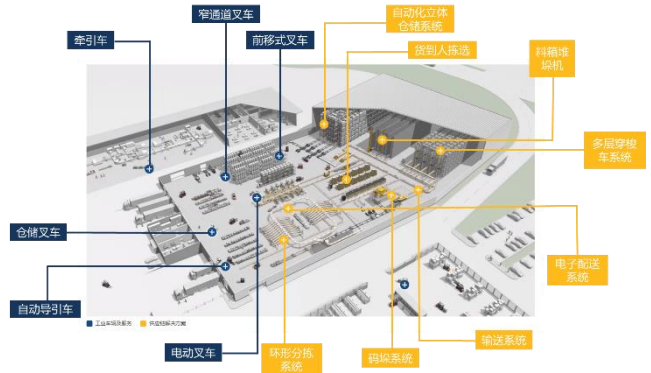
发展，形成了叉车+仓储物流解决方案的一体化智能物流体系。凯傲的叉车、智能物流系统主要应用于商超、电商、冷链、仓储，与消费密切相关；德马泰克的合作客户有 IBM、亚马逊、谷歌、沃尔玛、雀巢、联合利华、宝洁等。

图33：潍柴动力收购凯傲和德马泰克历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

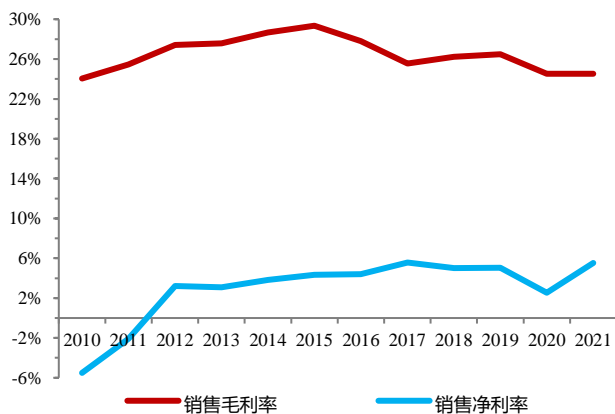
图34：凯傲+德马泰克的全套产品集成



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

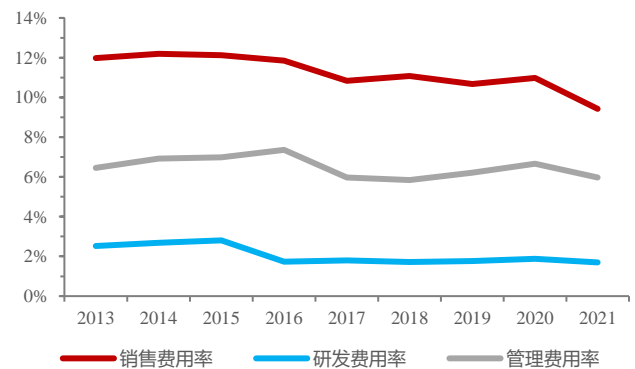
凯傲营收稳健增长，经营指标表现稳定。2012 年收购完成后，凯傲经营状态持续向好，归母净利润转亏为盈，销售毛利率呈短期增长，净利率由负转正，盈利能力增强。凯傲期间费用率持续下降，降本效果显著，有望带动潍柴动力结构进一步优化，弱化重卡行业周期的影响，保障公司整体盈利能力稳健向上。

图35：2010-2021 年凯傲毛利率和净利率



数据来源：wind，东吴证券研究所

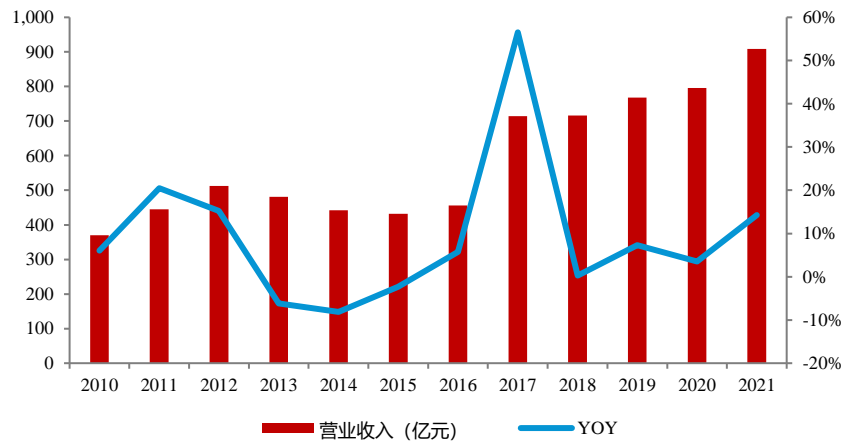
图36：2013-2021 年凯傲期间费用率



数据来源：wind，东吴证券研究所

2023 年起，随全球疫情封控放开，终端消费物流逐步回暖复苏，凯傲智能终端业务有望进一步全球发力，营收/利润实现稳定增长。

图37：2010-2021年凯傲营业收入及增速/亿元

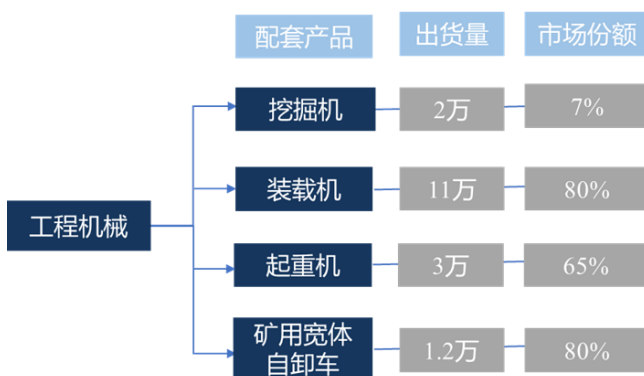


数据来源：wind，东吴证券研究所

3.2. “发动机+液压”核心技术助力工程机械业务发展

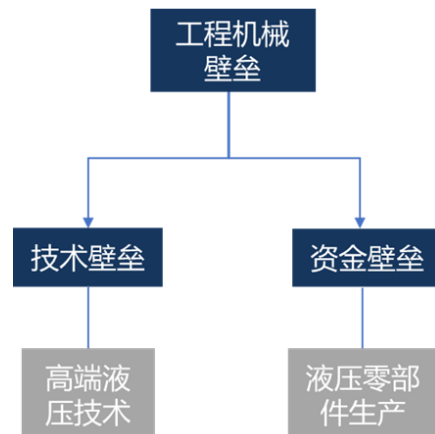
公司拥有全系列的工程机械用发动机，排量从 2.3L 到 17L，功率范围覆盖 36.8-566kW。配套应用于装载机、挖掘机、推土机、叉车、起重机等诸多领域。技术端公司掌握核心液压技术。2012 年，潍柴动力收购林德液压公司 70% 股份，目前已持有林德液压 90% 的股权，掌握了全球领先的高端液压技术，主要配套在装载机、叉车、推土机等工程机械和农业机械。“发动机+液压”优化匹配，打造液压动力总成，为公司开拓工程机械市场提供核心竞争力。

图38：工程机械领域的产品布局



数据来源：搜狐，公司年报，东吴证券研究所

图39：工程机械两大壁垒



数据来源：搜狐，公司年报，东吴证券研究所

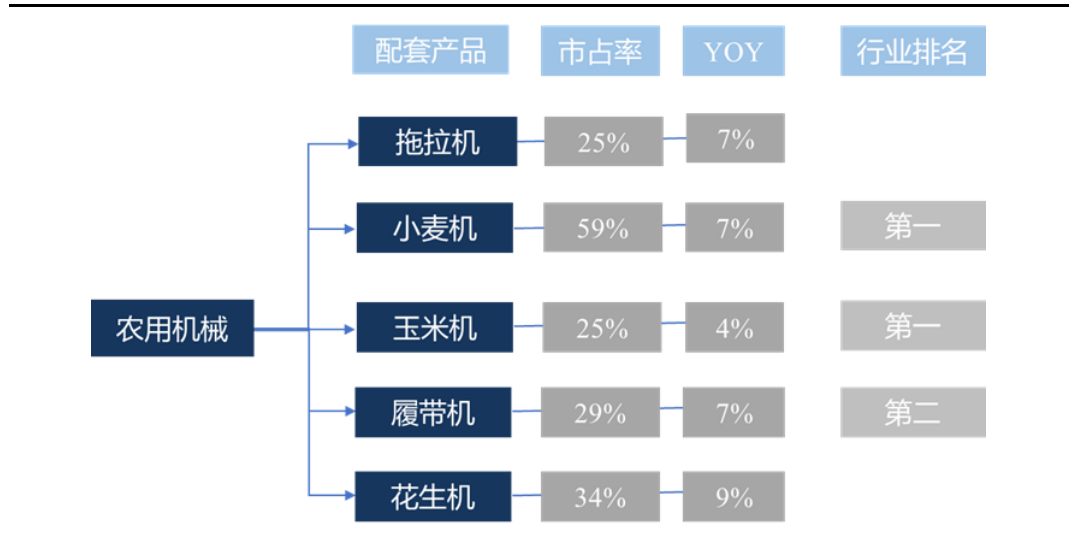
3.3. 雷沃重工拓展农业机械领域，迈向新方向

2021 年，潍柴动力完成对雷沃重工的战略重组。随潍柴雷沃不断掌控农业装备产业链核心竞争力，公司在智能农机、智慧农业等方面取得了丰硕成果。今年 8 月底，潍柴公告称，拟分拆子公司潍柴雷沃至创业板上市，助力潍柴雷沃拓宽融资渠道，打造全球智慧农业科技产业领先品牌。

产品端：2022 年上半年潍柴雷沃的农机销量达 7.6 万台，同比增长 28%。240 马力 CVT 拖拉机批量交付客户使用；已完成智慧农场管理平台 2.0 基本功能开发，未来将逐步推动农业装备智能化。

技术端：依托潍柴动力的发动机、电控、CVT 等核心技术，为潍柴雷沃农业装备的智能化、无人化以及智慧农场的建立提供有力技术支持。

图40：农用机械领域的产品布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 新能源为长期发展方向，混动/纯电/氢能多业务布局

4.1. 收购专攻型新能源公司，推动多业务布局

潍柴动力于 2016 年收购苏州弗尔赛能源，持股比例为 33.5%，2018 年战略投资巴拉德动力系统和锡里斯，通过与新能源公司战略合作，推动公司新能源多业务布局。

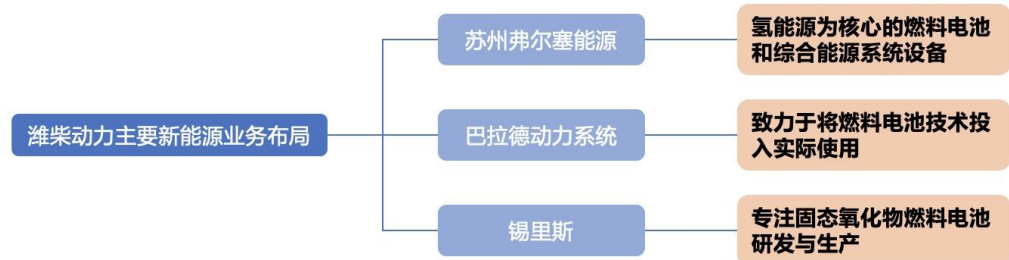
苏州弗尔赛能源专注于研发、生产、销售以氢能源为核心的燃料电池和综合能源系统设备，是以“氢能高效利用”为业务核心的车用动力与能源解决方案提供商，业务覆盖氢能燃料电池、分布式能源及产品终端云管理增值服务三大领域，目前公司已形成车用燃料电池和固定电源系统两大产品开发平台，燃料电池模块、车用燃料电池发动机、固定式燃料电池电源三大产品系列，产品广泛应用于乘用车、客车、物流车、商用轻型/重载卡车、专用车、观光车、通信电源等诸多领域。

巴拉德动力系统专注于促进以铂为催化剂的燃料电池用质子交换膜(PEM)的开发。公司致力于将燃料电池技术投入实际使用，并且该公司的燃料电池已广泛应用于重型汽车、运输管理用叉车、备用电源、无人驾驶飞机以及船舶和铁路车辆等。2019 年，公司出货了功率 100 兆瓦的燃料电池产品，公司目标是在未来三到五年内，功率达到 1000 兆瓦。截至 2021 年 9 月，巴拉德提供动力的车辆总行驶里程已经超过 1 亿公里，且单个燃料电池电堆运行时间已超 3.5 万小时，公司始终坚持以可持续方式提供燃料电池电

源解决方案。

英国锡里斯专注于固态氧化物燃料电池的研发与生产。

图41：潍柴动力新能源主要布局

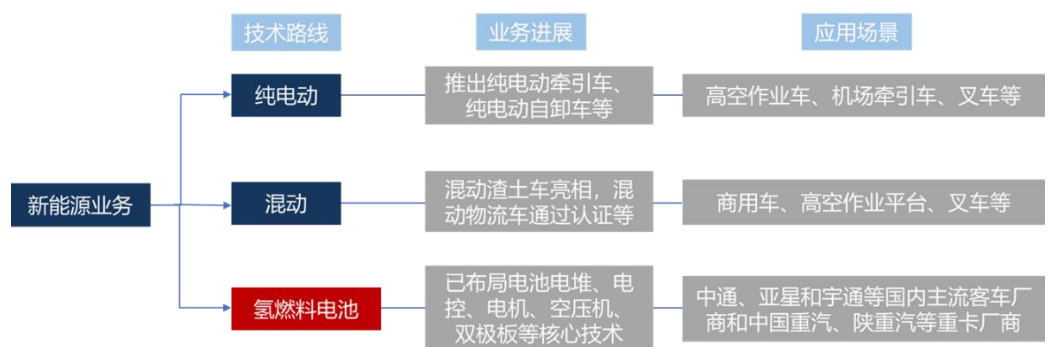


数据来源：公司年报，同花顺，东吴证券研究所

4.2. 开发“电机+电控”，深化新能源零部件产业覆盖

潍柴动力全面布局纯电动、混动和燃料电池三大技术路线。2021 年上半年，三大技术路线均实现实质性突破。截止至 2022 年上半年，公司持续推动新能源整车整机产品落地，致力于做大做强“电机+电控”总成业务。当前已经实现电驱动产品全面自主化布局；开发首台大功率金属电堆；并完成氢燃料电池 200kW 发动机功能开发；联合研制出国内首台 150kW 级氢燃料电池“三高”环境模拟试验台。

图42：潍柴动力新能源业务进展



数据来源：公司年报，同花顺，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

基于以下核心假设，我们对潍柴动力 2023~2025 年盈利进行预测：

1) 公司 2023~2025 年收入增速预计分别+13.10%/+18.73%/+10.68%；

2) 公司 2023~2025 年毛利率分别预计 20.10%/21.43%/22.46%;

3) 公司 2023~2025 年销售费用率分别为 6.0%/6.0%/6.0%; 管理费用率分别为 4.6%/4.7%/4.7%; 研发费用率分别为 4.4%/4.5%/4.6%。

表4：潍柴动力 2023~2025 年盈利预测核心假设

	2022A	2023E	2024E	2025E
收入增速/%	-20.46	13.10	18.73	10.68
毛利率/%	17.78	20.10	21.43	22.46
销售费用率/%	6.09	6.00	6.00	6.00
管理费用率/%	4.62	4.60	4.70	4.70
研发费用率/%	4.41	4.40	4.50	4.60

数据来源：wind，东吴证券研究所

我们预计公司 2023~2025 年营业总收入为 1981/2345/2595 亿元，归属母公司净利润为 67.56/87.36/107.54 亿元，分别同比+38%/+29%/+23%，对应 EPS 为 0.77/1.00/1.23 元，对应 PE 为 16/13/10 倍。选取 A 股三家重卡公司作为可比公司，估值均值为 19/11/9 倍。鉴于潍柴动力重卡全产业链覆盖叠加凯傲等业务对冲周期波动，盈利稳定提升，长期新能源领域布局持续发力，我们认为潍柴动力应该享受更高估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：潍柴动力可比公司估值比较【2023 年 5 月 9 日】

证券代码	公司简称	收盘价 /元	市值/亿 元	归母净利润/亿元			PE/倍		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600166.SH	福田汽车	3.36	268.93	15.24	23.1	30.01	17.65	11.64	8.96
000800.SZ	一汽解放	8.52	396.29	19.56	38.63	48.55	20.26	10.26	8.16
000951.SZ	中国重汽*	15.22	178.82	10.04	14.31	20.17	17.81	12.50	8.87
	可比公司算术平均 PE						18.57	11.47	8.66
000338.SZ	潍柴动力	12.62	1101.29	67.56	87.36	107.54	16.30	12.61	10.24

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：除标*公司盈利为东吴预测外，其余公司盈利均采用 wind 一致预期）

6. 风险提示

重卡行业复苏不及预期。公司业务均属于重卡行业，若重卡行业复苏不及预期，公司业绩将难以很好地改善。

原材料价格大幅波动。若原材料价格大幅波动，将影响公司的盈利能力。

潍柴动力三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	168,484	123,716	198,482	167,435	营业总收入	175,158	198,095	234,490	259,535
货币资金及交易性金融资产	82,706	53,245	48,228	72,275	营业成本(含金融类)	144,011	158,270	184,238	201,238
经营性应收款项	39,466	48,532	90,975	66,705	税金及附加	481	594	1,172	1,038
存货	33,374	10,590	45,705	15,784	销售费用	10,661	11,886	14,069	15,572
合同资产	4,042	3,764	4,455	4,931	管理费用	8,092	9,112	11,021	12,198
其他流动资产	8,897	7,585	9,119	7,738	研发费用	7,731	8,716	10,552	11,939
非流动资产	125,182	122,889	120,395	117,602	财务费用	-909	22	722	1,278
长期股权投资	5,341	5,341	5,341	5,341	加:其他收益	736	594	469	389
固定资产及使用权资产	42,929	40,835	38,742	36,648	投资净收益	243	594	469	389
在建工程	7,980	6,980	5,780	4,280	公允价值变动	1,011	500	600	700
无形资产	22,759	22,759	22,759	22,759	减值损失	-1,288	-1,600	-2,000	-2,500
商誉	24,019	24,819	25,619	26,419	资产处置收益	42	50	100	150
长期待摊费用	312	312	312	312	营业利润	5,834	9,633	12,354	15,401
其他非流动资产	21,842	21,842	21,842	21,842	营业外净收支	251	180	198	218
资产总计	293,666	246,605	318,877	285,037	利润总额	6,085	9,813	12,552	15,619
流动负债	119,743	63,850	125,203	78,086	减:所得税	403	981	1,632	2,343
短期借款及一年内到期的非流动负债	15,824	15,824	15,824	15,824	净利润	5,683	8,831	10,920	13,276
经营性应付款项	67,585	29,136	88,572	39,997	减:少数股东损益	778	2,075	2,184	2,522
合同负债	13,087	4,906	5,711	6,440	归属母公司净利润	4,905	6,756	8,736	10,754
其他流动负债	23,247	13,984	15,095	15,825	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.56	0.77	1.00	1.23
非流动负债	69,813	69,813	69,813	69,813	EBIT	4,073	10,710	14,706	18,939
长期借款	22,782	22,782	22,782	22,782	EBITDA	15,221	12,804	16,799	21,032
应付债券	6,057	6,057	6,057	6,057	毛利率(%)	17.78	20.10	21.43	22.46
租赁负债	4,424	4,424	4,424	4,424	归母净利率(%)	2.80	3.41	3.73	4.14
其他非流动负债	36,549	36,549	36,549	36,549	收入增长率(%)	-20.46	13.10	18.37	10.68
负债合计	189,555	133,663	195,016	147,899	归母净利润增长率(%)	-48.33	37.74	29.31	23.10
归属母公司股东权益	73,184	79,940	88,676	99,430					
少数股东权益	30,926	33,002	35,186	37,708					
所有者权益合计	104,111	112,942	123,862	137,138					
负债和股东权益	293,666	246,605	318,877	285,037					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-2,349	-29,754	-5,354	23,620	每股净资产(元)	8.39	9.16	10.16	11.39
投资活动现金流	-8,545	24	-33	-42	最新发行在外股份(百万股)	8,727	8,727	8,727	8,727
筹资活动现金流	4,852	-230	-230	-230	ROIC(%)	2.57	6.12	7.64	8.96
现金净增加额	-5,865	-29,961	-5,617	23,347	ROE-摊薄(%)	6.70	8.45	9.85	10.82
折旧和摊销	11,148	2,093	2,093	2,093	资产负债率(%)	64.55	54.20	61.16	51.89
资本开支	-6,563	-570	-502	-432	P/E (现价&最新股本摊薄)	22.45	16.30	12.61	10.24
营运资本变动	-19,671	-41,185	-19,230	6,978	P/B (现价)	1.50	1.38	1.24	1.11

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

