

## 评级：首次（买入）

市场价格：12.85

分析师：何俊艺

执业证书编号：S0740523020004

分析师：刘欣畅

执业证书编号：S0740522120003

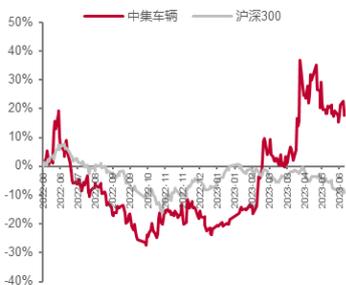
分析师：毛葵玄

执业证书编号：S0740523020003

## 基本状况

总股本(百万股)	2,018
流通股本(百万股)	2,018
市价(元)	12.85
市值(百万元)	25,926
流通市值(百万元)	25,926

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

## 公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	27,648	23,621	30,542	34,918	39,115
增长率 yoy%	4%	-15%	29%	14%	12%
净利润(百万元)	901	1,118	2,258	1,851	2,081
增长率 yoy%	-20%	24%	102%	-18%	12%
每股收益(元)	0.90	0.55	1.12	0.92	1.03
每股现金流量	0.17	0.57	3.61	1.47	1.43
净资产收益率	7%	8%	15%	11%	11%
P/E	28.8	23.2	11.5	14.0	12.5
P/B	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，股价截取时间为2023年6月9日

## 报告摘要

- 筛选逻辑：**行业维度-重卡复苏叠加新能源重卡渗透率提升，公司维度-半挂车市占率提升带量叠加新能源等高价值产品提价。
- 公司概况：**公司是全球半挂车领导者，六大业务或集团布局清晰。公司业务包括车辆销售、半挂车及专用零部件销售两大核心业务，营收占比80%以上；现已形成包括灯塔先锋、北美、欧洲、强冠、太字节-渣土车、太字节-城配厢体六大业务或集团，已建成25家灯塔工厂的跨国运营格局，中集集团绝对控股(56.78%)，公司经营稳健，22年净利润大幅增长(归母净利润同比上涨24.11%)，业务结构调整下控费效果明显，17-22年四费占比从11.0%降至7.5%。
- 行业分析：**因素驱动行业进入新一轮上行周期，公司高度受益。重卡行业驱动因素包括替换性需求(正常置换、国标替换、超限治理等)+成长性需求(消费、固定资产投资、出口)，23年起相关因素均进入改善周期，公司高度受益。
- 核心竞争力：**灯塔制造网络逐渐成形，产品、研发及供应链优势突出。公司积极筹备构建“LTP+LOM”灯塔制造网络，布局LTP生产中心与LOM制造工厂，实现优势资源互补、高效协同；同时公司构建专业化产品模块(自重轻、颜值高、性价比高、寿命长、维护易)，供应链管理优势和研发优势明显。
- 投资逻辑：**行业维度看重卡复苏，底盘业务提份额，公司维度中短期看量价提升，中长期看新能源渗透。(1)重卡行业多因素驱动，23年起将进入新一轮上行周期；根据拟合，半挂车销量走势与重卡销量基本同频；(2)半挂车底盘稳健，优结构、提份额：国内份额从2019年7.1%上升到2022年14.5%，单车价值持续提升，2022年平板/栏板/仓栏车占比已降至20%以内；(3)海外市场持续向好：22年公司北美市场、欧洲市场、其他市场的收入分别上涨134.3%、9.3%、26.4%，后续有望维持高增。(4)新能源发展助力公司开启“第三次创业”，公司高度重视相关产品研发，有望占据新能源商用车市场的发展先机。
- 盈利预计及估值分析：**我们预计2023-2025年公司营收分别为305.4/349.2/391.1亿元，同比分别29.3%/14.3%/12.0%；实现归母净利润22.6/18.5/20.8亿元，同比+101.9%/-17.9%/+12.1%，其中，23年将有额外7.1-7.8亿元的转让收益，故23年同比增速较高。截止2023年6月9日收盘价，对应PE分别为11.5/14.0/12.5X，考虑到公司半挂车业务市占率持续提升，六大业务或集团全面向上，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**宏观环境波动或经济复苏不及预期、行业周期性风险等。

## 内容目录

<b>一、公司概况：全球半挂车领导者，六大业务或集团布局清晰</b> .....	<b>4</b>
业务构成：包括车辆、半挂车及专用车零部件销售，公司是全球半挂车领导者	4
全球化布局：已建成 24 家灯塔工厂的跨国运营格局	5
全球化布局：国内业务稳健，北美业务亮眼	5
历史沿革：专用车起家，基于高端制造体系跨洋发展	6
股权结构：中集集团绝对控股，无实控人	6
财务情况：营收规模稳健，22 年净利润大幅增长	6
财务情况：经营稳健，毛利率创三年新高	7
财务情况：费用控制效果明显	7
本章核心结论	8
<b>二、行业分析：多因素驱动行业进入新一轮上行周期，公司高度受益</b> .....	<b>8</b>
商用车：销量或迎来新一轮上涨，其中货车占比高	8
历史复盘看重卡销量呈现周期波动趋势	9
重卡：分为整车、非完整车辆及半挂牵引车	10
重卡：半挂牵引车+非完整车辆占比超过 70%	10
重卡驱动：包括替换性需求+成长性需求	10
核心驱动 1：疫情放开，消费及投资复苏下需求增加	11
核心驱动 2：国标升级、超限治理等带来替换需求	12
半挂车驱动：工程车+冷链物流需求增加	12
半挂车驱动：甩挂+租赁等模式带动半挂车市场	13
趋势：电动半挂车或将是纯电重卡发展方向之一	13
本章核心结论	14
<b>三、核心竞争力：灯塔制造网络逐渐成形，产品、研发及供应链优势突出</b> .....	<b>14</b>
核心竞争力 1：搭建“灯塔工厂”制造体系，提高生产效能	14
核心竞争力 1：产线升级，深化建设“灯塔制造网络”	15
核心竞争力 2：构建专业化产品模块，注重轻量化布局	15
核心竞争力 2：数字化供应链，研发优势突出	16
本章核心结论	16
<b>四、投资逻辑：行业复苏下底盘业务持续稳健，新能源趋势开启“第三次创业”</b> -	<b>17</b>
投资逻辑 1：多重因素驱动行业进入上行周期，公司强受益	17
投资逻辑 2：半挂车底盘稳健，持续优结构、提份额	17
投资逻辑 3：海外市场持续向好	18
投资逻辑 4：新能源发展助力公司开启“第三次创业”	18
本章核心结论	19
<b>五、盈利预测和估值分析</b> .....	<b>20</b>
核心假设：	20
盈利预测：	20
股价复盘：	21
可比公司估值：	22
<b>六、风险提示</b> .....	<b>22</b>

**图表目录**

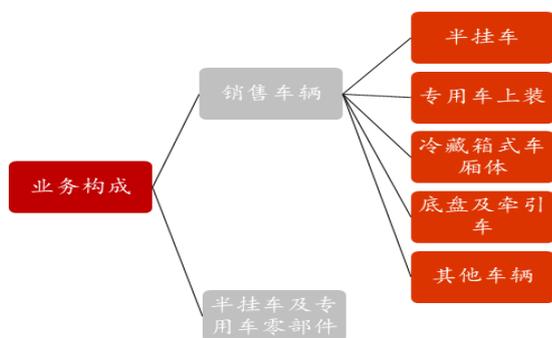
图表 1:	公司业务构成	- 4 -
图表 2:	半挂车及专用车上装是公司主要产品	- 4 -
图表 3:	六大业务或集团主要产品	- 4 -
图表 4:	公司业务全球化布局	- 5 -
图表 5:	公司产品区域分布	- 5 -
图表 6:	公司按区域划分营业收入 (亿元)	- 5 -
图表 7:	公司历史沿革	- 6 -
图表 8:	公司最新股权情况	- 6 -
图表 9:	公司营业收入及同比增速 (单位: 亿元)	- 7 -
图表 10:	公司归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)	- 7 -
图表 11:	公司毛利率、净利率情况	- 7 -
图表 12:	公司核心业务毛利率情况	- 7 -
图表 13:	公司四费开支情况	- 8 -
图表 14:	商用车销量趋势 (万辆)	- 9 -
图表 15:	客/货车占比趋势	- 9 -
图表 16:	2022 年货车分尺寸销量占比	- 9 -
图表 17:	2006-2022 年重卡销量 (万辆) 及同比增速	- 9 -
图表 18:	重卡按车身类型分类	- 10 -
图表 19:	公司产品上下游关系	- 10 -
图表 20:	重卡三类车型结构占比	- 10 -
图表 21:	重卡驱动因素分析	- 11 -
图表 22:	消费者预期指数走势	- 11 -
图表 23:	部分省份 23 年固定资产投资目标	- 11 -
图表 24:	我国排放标准实施情况	- 12 -
图表 25:	部分部委/地方超限治理措施	- 12 -
图表 26:	2015-2021 公路建设投资额 (亿元)	- 13 -
图表 27:	2018-2021 冷藏车销量 (辆)	- 13 -
图表 28:	甩挂成为提升运输效率和打造绿色物流的关键和趋势	- 13 -
图表 29:	挂车租赁行业兴起	- 13 -
图表 30:	电动重卡仍有部分待解决问题	- 14 -
图表 31:	纯电重卡发展趋势	- 14 -
图表 32:	公司“灯塔工厂”特点及优势	- 15 -
图表 33:	智能化、自动化、数字化的“灯塔”工厂及产线	- 15 -
图表 34:	升级和新建灯塔制造网络下的工厂和产线	- 15 -
图表 35:	灯塔制造网络体系	- 15 -
图表 36:	公司专业化产品模块特点	- 16 -
图表 37:	公司产品轻量化优势	- 16 -
图表 38:	公司数字化供应链优势	- 16 -
图表 39:	公司参与制定国标情况	- 16 -
图表 40:	多重因素驱动行业迎来上行周期	- 17 -
图表 41:	公司车辆销售与重卡销量拟合 (万辆)	- 17 -
图表 42:	公司 19-22 年半挂车产品国内市占率	- 18 -
图表 43:	公司 22 年半挂车产品销量占比	- 18 -
图表 44:	公司 21-22 年各市场收入 (亿元) 与毛利率	- 18 -
图表 45:	公司第三次创业业务范畴	- 19 -
图表 46:	公司产品迭代路径	- 19 -
图表 47:	盈利预测	- 21 -
图表 48:	公司 A 股股价走势	- 21 -
图表 49:	公司 H 股股价走势	- 21 -
图表 50:	可比公司估值	- 22 -

## 一、公司概况：全球半挂车领导者，六大业务或集团布局清晰

**业务构成：**包括车辆、半挂车及专用车零部件销售，公司是全球半挂车领导者

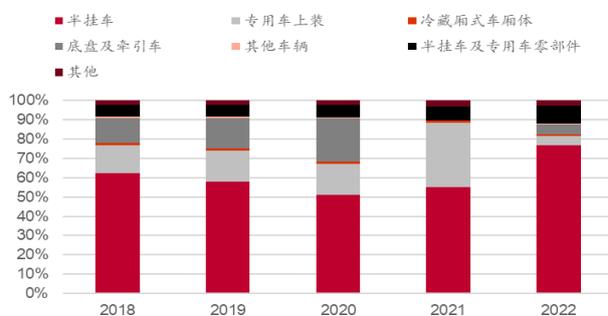
- **两大业务模块，三大核心聚焦：**包括车辆销售、半挂车及专用零部件销售两大业务，其中半挂车、专用车上装及冷藏箱式车厢体是核心。公司是全球半挂车与专用车高端制造的领导者，根据《Global Trailer》公布 2022 年全球前 50 名半挂车制造商按产量排名数据，公司连续 10 年蝉联全球第一。
- **半挂车及专用车上装是主要产品：**半挂车及专用车上装占公司营收 80%以上，尤其是半挂车，22 年占比 76.8%。

图表 1：公司业务构成



来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 2：半挂车及专用车上装是公司主要产品



来源：Wind，中泰证券研究所

- **灯塔先锋/北美/欧洲业务主打半挂车市场：**灯塔先锋业务覆盖七类半挂车业务，包括集装箱骨架车、侧帘半挂车、冷藏半挂车等；北美业务覆盖集装箱骨架车、厢式半挂车、冷藏半挂车；欧洲业务覆盖集装箱骨架车、半挂车及其衍生车等；
- **强冠/太字节集团主打专用车上装与厢体市场：**强冠业务主要针对混凝土搅拌车上装及罐式车，太字节主要包括渣土车及城配厢体业务。

图表 3：六大业务或集团主要产品

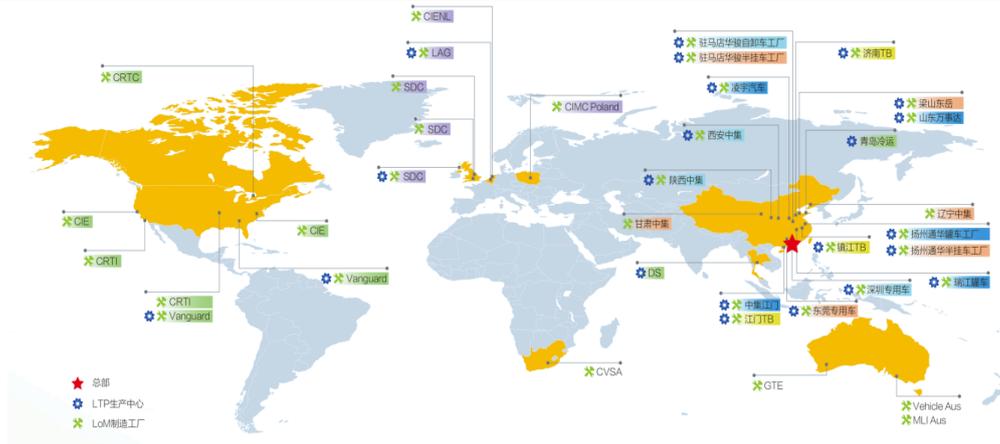
	全球半挂车市场							专用车上装与厢体市场			
	集装箱骨架车	平板车及其衍生车	侧帘半挂车	厢式半挂车	冷藏半挂车	罐式半挂车	其他特种半挂车	混凝土搅拌车上装	渣土车与载货车上装	冷藏厢体	干货厢体
灯塔先锋业务	✓	✓	✓	✓	✓		✓				
北美业务	✓			✓	✓						
欧洲业务	✓	✓	✓	✓		✓	✓				
强冠业务集团						✓		✓			
太字节业务集团-渣土车业务									✓		
太字节业务集团-城配厢体业务										✓	✓

来源：公司年报，中泰证券研究所

**全球化布局：已建成 24 家灯塔工厂的跨国运营格局**

- **跨洋经营，当地制造：**境内、境外子公司充分利用本地生产能力、商业渠道开展自主经营，同时共享设计、技术、供应链、客户资源，相互赋能。22 年公司已在全球拥有 25 家灯塔工厂，销售网络覆盖 40 多个国家，形成具有核心竞争力的跨国运营格局。

图表 4：公司业务全球化布局



来源：公司官网，中泰证券研究所

**全球化布局：国内业务稳健，北美业务亮眼**

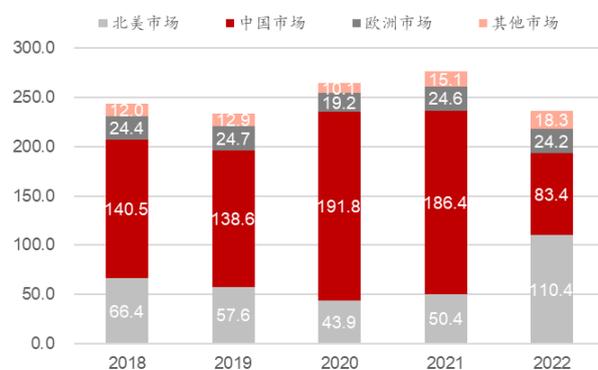
- **国内业务是基盘：**产品涵盖 40 多个国家和地区，包括中国、北美、欧洲及其他地区。19、20、21 年国内收入占比分别是 59.1%、72.4%、67.4%，22 年受疫情、地产行业波动等影响，出现较大下滑。
- **北美业务增长快：**2022 年公司北美业务收入达 110.4 亿元，占公司总营业收入的 46.73%，北美业务的强势表现展现出公司跨国经营的韧性。

图表 5：公司产品区域分布

产品分类	产品类别	中国	北美	欧洲	其他地区
半挂车	集装箱骨架车	●	●	●	●
	平板车及其衍生车型	●		●	●
	侧帘半挂车	●		●	●
	厢式半挂车	●	●	●	●
	冷藏半挂车	●	●		●
	罐式半挂车	●		●	●
	其他	●		●	●
专用车上装	城市渣土车上装	●			
	混凝土搅拌车上装	●			●
冷藏箱式车	厢体生产和整车销售	●			
零部件	半挂车及专用车零部件	●	●	●	●

来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 6：公司按区域划分营业收入（亿元）

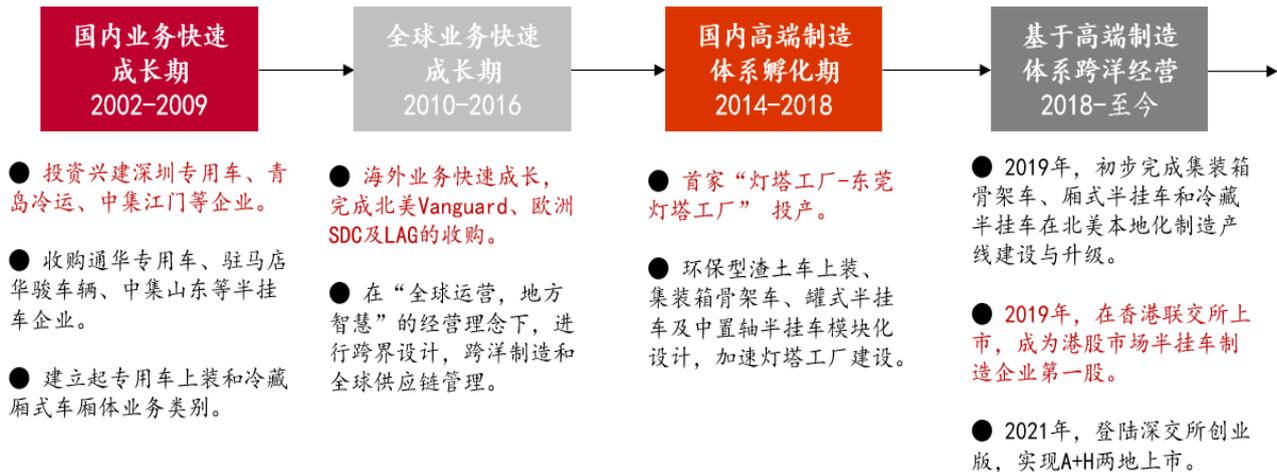


来源：Wind，中泰证券研究所

历史沿革：专用车起家，基于高端制造体系跨洋发展

- **深耕专用车市场**：始建于2002年，国内业务坚实，逐渐发展全球业务，2014年起致力于打造高端制造体系，并跨洋经营，行业地位领先。

图表 7：公司历史沿革

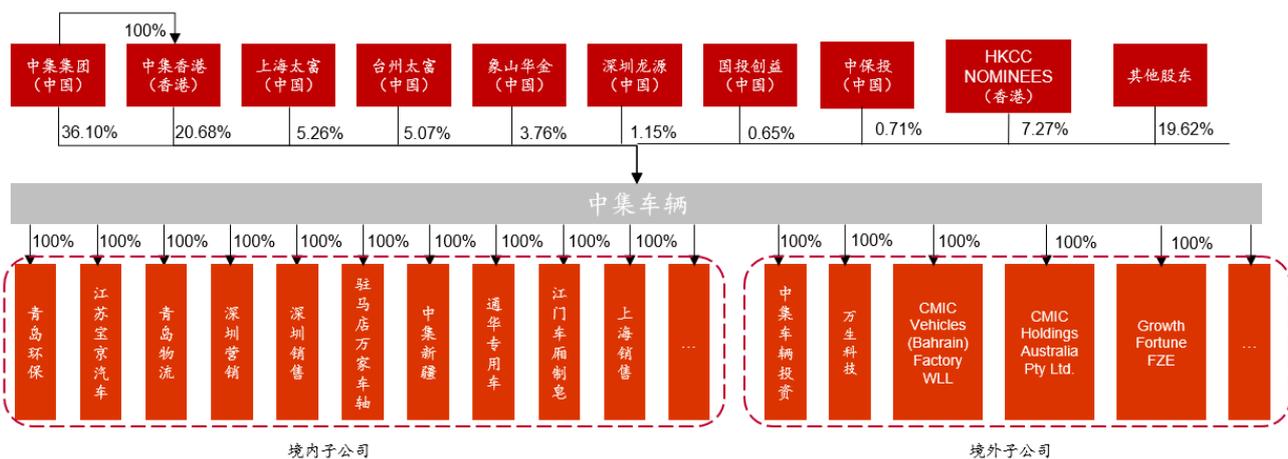


来源：公司官网，中泰证券研究所

股权结构：中集集团绝对控股，无实控人

- **中集集团绝对控股**：中集集团直接持有公司股权 36.10%，通过全资子公司中集香港持有公司股权 20.68%，合计持有公司 56.78%股权，为公司控股股东。公司无实际控制人，共有 54 家境内子公司、42 家境外子公司。

图表 8：公司最新股权情况



来源：公司公告，中泰证券研究所（数据截止至 2023 年 3 月 31 日）

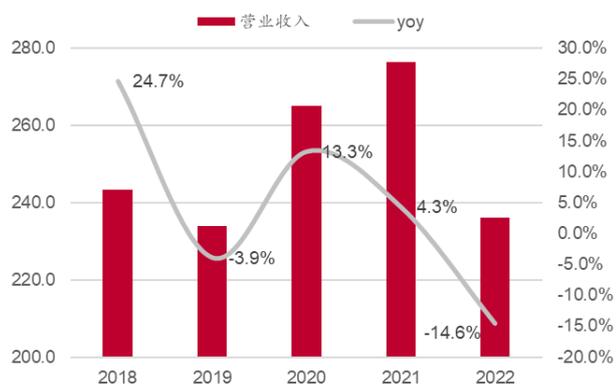
财务情况：营收规模稳健，22 年净利润大幅增长

- **整体营收规模基本稳健**：2019-2022 年公司营收规模稳健，2021 年达到 276.5

亿元，2022 年由于国内经济下行、国六排放标准的实施透支中国专用车的需求等因素，营收有所下降。

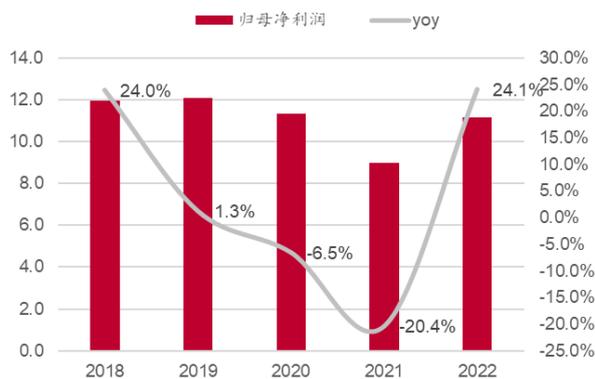
- **归母净利润大幅增长：**受原材料价格上涨、国五切国六的超买现象以及海运费上升影响，2020-2021 年净利润略有下滑，22 年借助海外市场发力、产品结构调整等，公司经营破局成功，归母净利润同比上涨 24.11%。

图表 9: 公司营业收入及同比增速 (单位: 亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 公司归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)

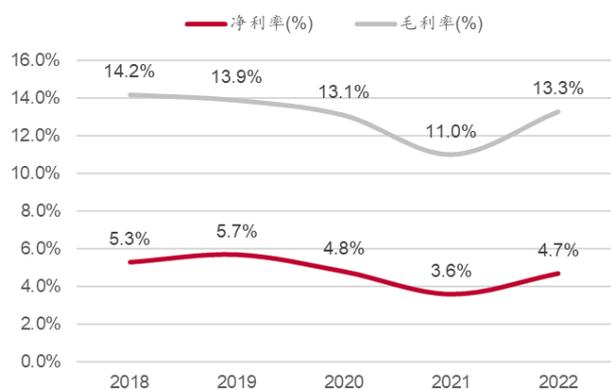


来源: Wind, 中泰证券研究所

**财务情况：经营稳健，毛利率创三年新高**

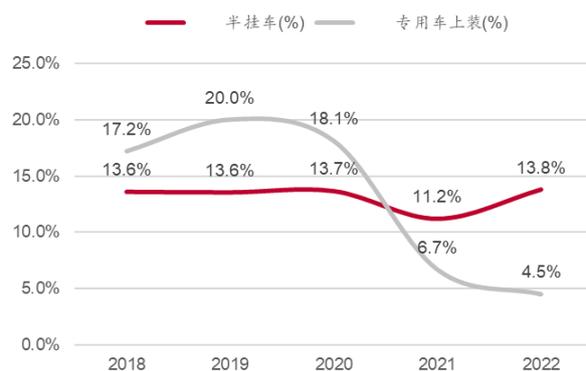
- **毛利率创三年新高：**公司全球半挂车业务毛利率较为稳定，20、21、22 年毛利率分别为 13.1%、11.0%、13.3%，22 年综合毛利率同比上升 2.3 个百分点，主要依靠半挂车业务毛利率提升带动，其中灯塔先锋业务毛利率上升 1.1 个百分点，北美业务毛利率同比提升 6.0 个百分点。

图表 11: 公司毛利率、净利率情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 公司核心业务毛利率情况



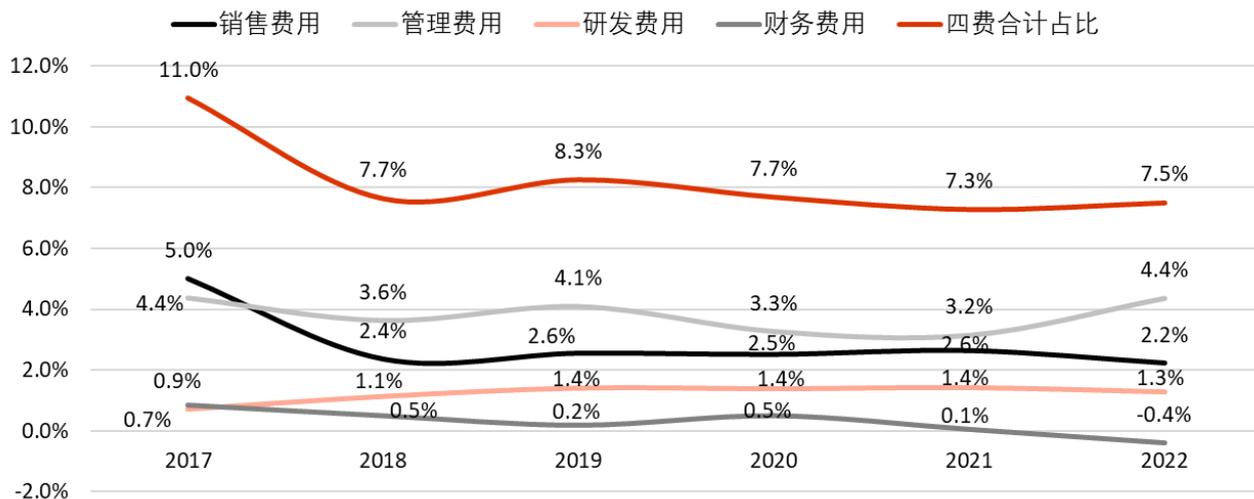
来源: Wind, 中泰证券研究所

**财务情况：费用控制效果明显**

- **费用控制效果明显：**公司持续业务结构调整，控费效果明显，17-22 年四费

占比从 11.0% 降至 7.5%。

图表 13: 公司四费开支情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

### 本章核心结论

- 本章主要从公司业务构成、历史沿革、股权结构及财务情况进行论述。
- 两大业务板块，六大业务或集团  
包括车辆销售、半挂车及专用零部件销售两大业务模块，其中半挂车、专用车上装及整车、轻型厢式车厢体及整车的生产与销售是销售模块中的核心。公司成立六大业务或集团，专项聚焦，当前已成为全球领先的半挂车与专用车高端制造企业，半挂车产量连续 10 年蝉联全球第一。
- 全球化布局，跨洋经营韧性凸显  
公司秉承当地制造理念，22 年公司已在全球拥有 25 家灯塔工厂，销售网络覆盖 40 多个国家，形成具有核心竞争力的跨国运营格局。公司依靠产品竞争力和市场占有率的优势在欧美地区销量与营收保持增长趋势。
- 股权结构清晰，无实际控制人  
公司呈现多元化的 A+H 股股东结构。中集集团是公司控股股东，合计持有公司 56.78% 股权，无实控人。
- 营收稳健增长，控费效果显著  
2019-2022 年公司营收规模稳健，22 年借助海外市场发力、产品结构调整等，公司经营破局成功，归母净利润同比上涨 24.11%，同时综合毛利率创三年新高，同比上升 2.3%。公司 17-21 年四费总体占比从 11% 降至 7.5%。

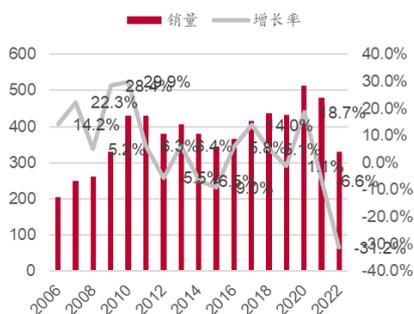
## 二、行业分析：多因素驱动行业进入新一轮上行周期，公司高度受益

商用车：销量或迎来新一轮上涨，其中货车占比高

- 商用车销量或将迎来新一轮上涨：受前期环保和超载治理政策下的需求透支，叠加疫情影响，油价高位等多重因素，22 年商用车全年需求放缓（同比 -31.2%），疫情等因素解除后有望迎来复苏；

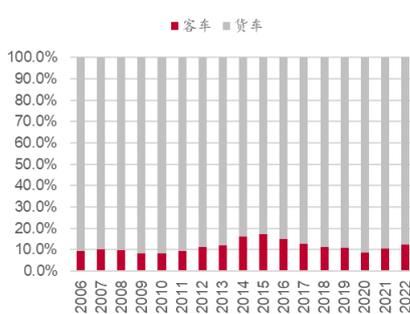
- 货车占比常年 90%左右,其中轻重卡合计占比超 80%: 商用车板块中货车接近 9 成, 是主要的增长动力, 其中 2022 年货车分尺寸销量中重卡 23.2%、中卡 3.3%、轻卡 55.9%、微卡 17.5%。

图表 14: 商用车销量趋势 (万辆)



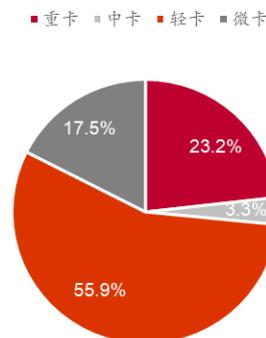
来源: 中汽协, Wind, 中泰证券研究所

图表 15: 客/货车占比趋势



来源: 中汽协, Wind, 中泰证券研究所

图表 16: 2022 年货车分尺寸销量占比

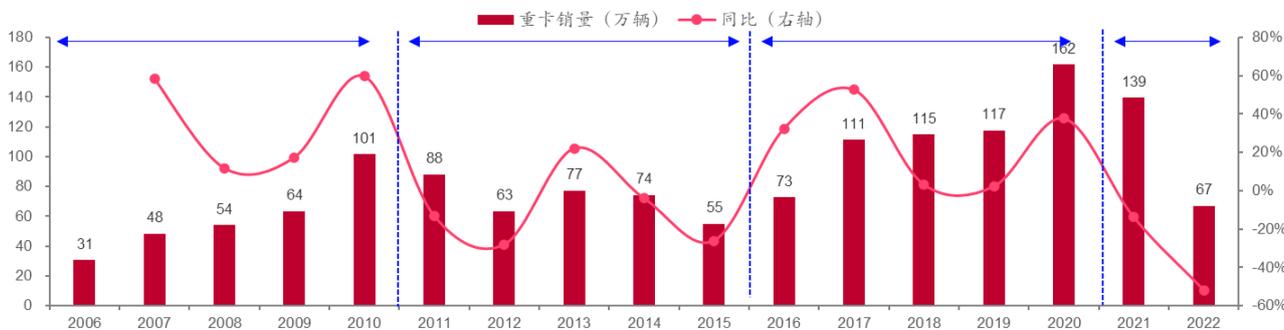


来源: 中汽协, Wind, 中泰证券研究所

历史复盘看重卡销量呈现周期波动趋势

- 销量看, 2006 年到 2020 年, 重卡销量由 31 万辆提升至 162 万辆, 2021 年后受疫情、下游需求减弱影响, 重卡销量震荡下行。
  - 1) 2006-2010, 31 万→101 万,  $CAGR_{06-10} = 34.35\%$ ; 原因: 宏观层面经济高速发展, 尤其 2008 年“四万亿”投资拉动工程和运力需求显著提升。
  - 2) 2011-2015 年, 88 万→55 万,  $CAGR_{11-15} = -11.09\%$ ; 原因: 2012 年房地产行业萎缩、内需不足; 2013-2014 年受到国四排放标准政策刺激, 销量略有回升; 2015 年受到 13、14 年提前透支市场需求因素使重卡销量降低。
  - 3) 2016-2020 年: 销量从 2016 年 73 万辆到 2020 年 162 万辆,  $CAGR_{16-20} = 22.1\%$ ; 原因: 2016 年 9 月“治超限载”, 重卡需求逐渐上升。
  - 4) 2021-至今: 2021 年销量 139 万辆, 2022 年销量 67 万辆, 同比-51.8%; 原因: 宏观层面, 疫情导致物流不通畅; 政策层面, 国六切换提前市场透支需求, 双重影响下重卡行业目前底部明确。随着疫情后经济向好, 重卡行业有望复苏。

图表 17: 2006-2022 年重卡销量 (万辆) 及同比增速



来源: Marklines, 中汽协, Wind, 中泰证券研究所

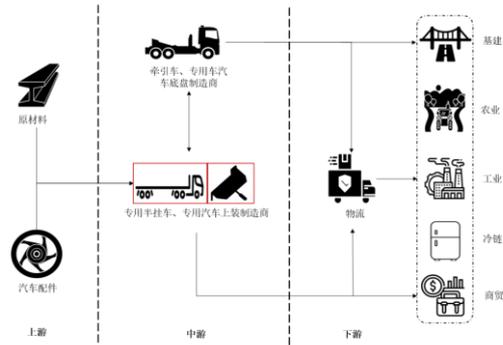
重卡：分为整车、非完整车辆及半挂牵引车

- **重卡分为整车、非完整车辆及半挂牵引车：**重卡按车身类型划分包括重卡整车、非完整车辆（底盘）以及半挂牵引车，整车包括自卸车、搅拌车等，底盘与专用车上装联系，半挂车则主要与半挂牵引车关联。

图表 18: 重卡按车身类型分类



图表 19: 公司产品上下游关系



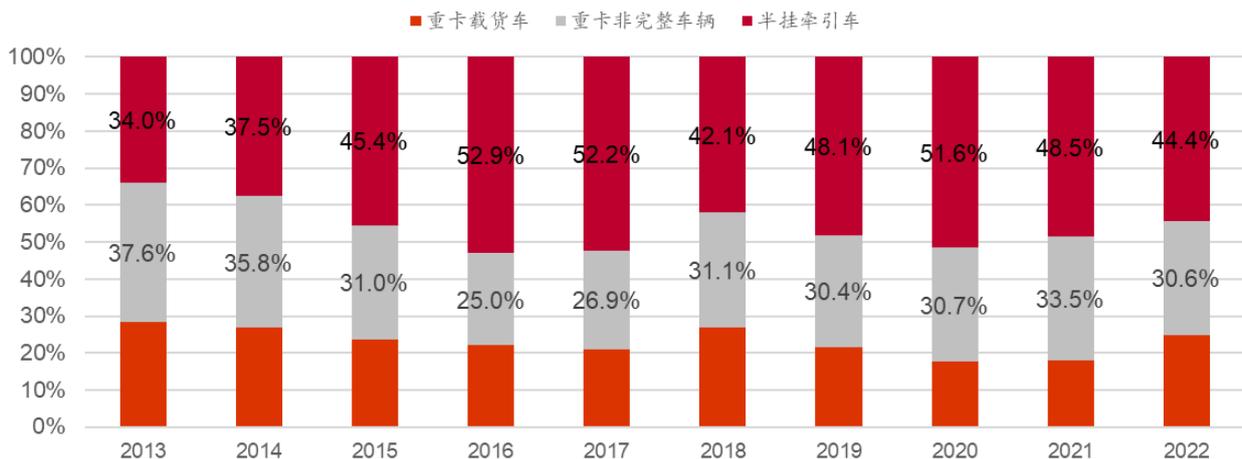
来源：中汽协，wind，卡车之家，中泰证券研究所

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

重卡：半挂牵引车+非完整车辆占比超过 70%

- **半挂牵引车+非完整车辆销量占比超过 70%：**2013 年至今半挂牵引车+非完整车辆销量占比超过 70%，其中半挂牵引车销量占第一位，近 5 年均超过 40%。

图表 20: 重卡三类车型结构占比



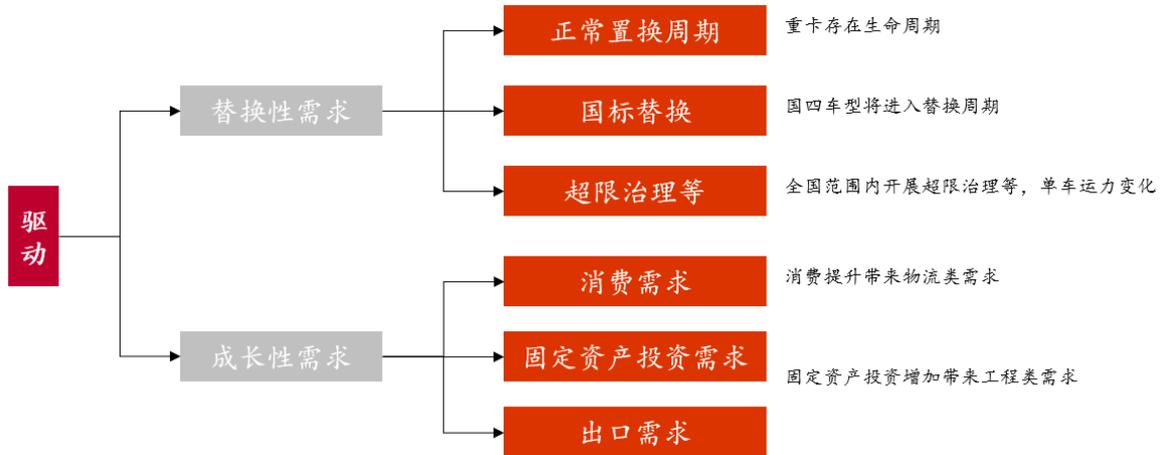
来源：中汽协，wind，中泰证券研究所

重卡驱动：包括替换性需求+成长性需求

- **重卡两大核心驱动因素：**
  - 1) 替换性需求：包括正常置换周期、国标置换、超限治理等其他影响因素；

2) 成长性需求: 包括消费需求 (物流车)、固定资产投资需求 (工程车) 及出口需求。

图表 21: 重卡驱动因素分析

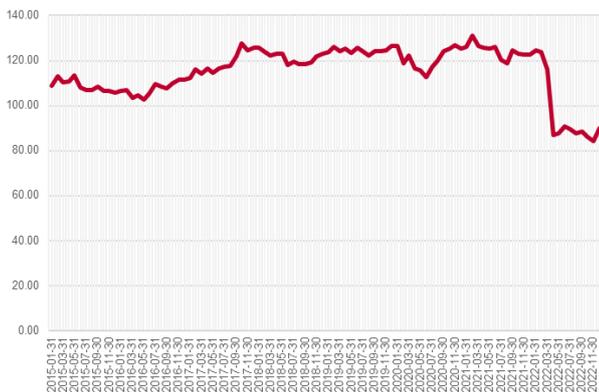


来源: 中泰证券研究所整理

**核心驱动 1: 疫情放开, 消费及投资复苏下需求增加**

- **消费预期转强, 固定资产投资复苏:** 20 年以来受疫情影响, 经济波动较大, 消费及投资明显走弱, 22 年底疫情放开以来, 消费者预期指数转强 (从 11 月 84.2 提升到 12 月 90.1), 各省份公布的固定资产投资目标依然保持高增, 预计在消费及投资复苏的刺激下, 销量有望迎来反弹。

图表 22: 消费者预期指数走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 23: 部分省份 23 年固定资产投资目标

省份	23年目标	22年实际增速
海南	12.0%	-4.2%
新疆	11.0%	7.6%
安徽	10.0%	9.0%
甘肃	10.0%	10.1%
河南	10.0%	6.7%
湖北	10.0%	15.0%
辽宁	10.0%	3.6%
内蒙古	10.0%	17.0%
宁夏	10.0%	10.2%
重庆	10.0%	0.7%
云南	9.0%	7.5%
广东	8.0%	-2.6%
广西	8.0%	0.1%
黑龙江	8.0%	0.6%
江西	8.0%	8.6%
陕西	8.0%	8.1%
湖南	7.0%	6.6%
吉林	7.0%	11.0%
山西	7.0%	5.9%
河北	6.5%	7.9%
福建	6.0%	7.5%
山东	6.0%	6.1%
浙江	6.0%	9.1%
贵州	5.0%	-5.1%
上海	5.0%	-1.0%
北京	4.0%	3.6%
天津	3.0%	-9.9%

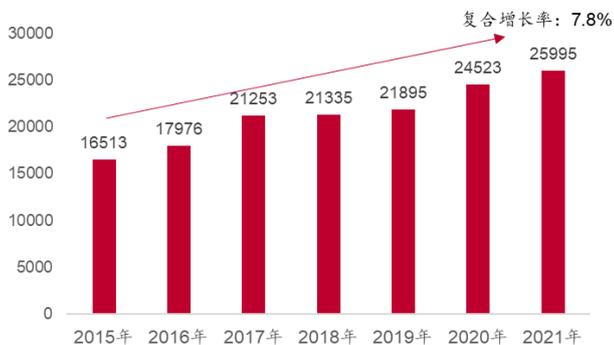
来源: 各省市政府工作报告, 中泰证券研究所



断上升，年复合增长率 7.8%，汽车物流环境改善的同时也带来相应工程车需求。

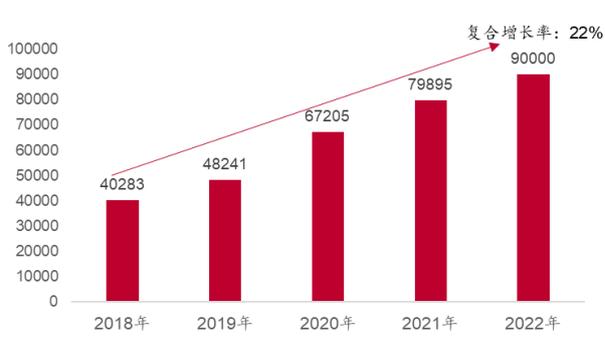
- **冷链物流行业发展对冷藏半挂车的需求增加显著：**随着居民消费提升以及政府对食品药品监管力度加强，促进冷链运输市场的发展，2018-2022 年冷藏车销量不断增加，年度复合增长率 22%。

图表 26: 2015-2021 公路建设投资额 (亿元)



来源：前瞻经济学人，中泰证券研究所整理

图表 27: 2018-2021 冷藏车销量 (辆)



来源：中商产业链研究院，中泰证券研究所整理

**半挂车驱动：甩挂+租赁等模式带动半挂车市场**

- **甩挂模式带动半挂车增量需求：**甩挂可使载货汽车的停歇时间缩短到最低限度，从而最大限度地利用牵引能力，提高运输效能，但甩挂需要车队信息化程度高，“新基建”相关政策下将提升甩挂需求，拉动半挂车需求量；
- **挂车租赁模式逐渐推广：**我国已开始出现挂车经营性租赁业务，后续有望渗透到快递快运以外的其他挂车品类市场。

图表 28: 甩挂成为提升运输效率和打造绿色物流的关键和趋势



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

图表 29: 挂车租赁行业兴起

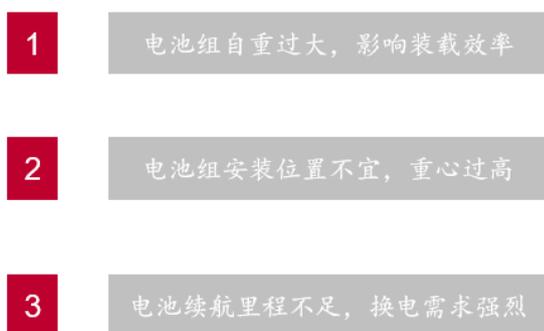


来源：公司招股说明书，罗戈网梳理，中泰证券研究所

**趋势：电动半挂车或将是纯电重卡发展方向之一**

- **电动半挂车优势明显，或是纯电重卡发展方向之一：**一般电动重卡具有电池组自重多大、安装位置不宜（多在牵引车后）、电池续航里程不足等问题，电动半挂车具有 1) 有足够空间进行换电电池布局；2) 车头轻量化，小型化，增加转向系统敏感性；3) 实现更稳定的大轴距四驱乃至六驱。

图表 30: 电动重卡仍有部分待解决问题



来源：卡车之家，中泰证券研究所整理

图表 31: 纯电重卡发展趋势



来源：中国卡车网，卡车之家，中泰证券研究所整理

### 本章核心结论

- **本章主要对商用车（重点是重卡及半挂车）分类、驱动及趋势等进行论述：**
  - 1) 商用车整体：**受前期环保和超载治理政策下的需求透支，叠加疫情影响，油价高位等多重因素，22 年商用车全年需求放缓（同比-31.2%），其中货车销量接近 90%（重卡 23.2%、中卡 3.3%、轻卡 55.9%、微卡 17.5%）；重卡是本章研究重点，历史复盘看重卡销量呈现周期波动趋势。
  - 2) 重卡及半挂车：**

分类：重卡包括重卡整车、非完整车辆（重卡底盘）、半挂牵引车（占比接近 50%）；半挂车、专用车上装与重卡牵引车、重卡底盘高度相关。

驱动：重卡驱动因素包括替换性需求（正常置换、国标替换、超限治理等）+成长性需求（消费、固定资产投资、出口）；半挂车驱动因素包括工程车+冷链物流需求增加、甩挂+租赁等模式创新。

趋势：电动半挂车或将是纯电重卡发展方向之一。

## 三、核心竞争力：灯塔制造网络逐渐成形，产品、研发及供应链优势突出

### 核心竞争力 1: 搭建“灯塔工厂”制造体系，提高生产效能

- **“灯塔工厂”提高生产效能：**22 年公司已在全球拥有 25 家灯塔工厂，“灯塔工厂”是自动化、智能化生产工厂，可有效降低生产过程中的污染排放和能源消耗，提升原材料和产能利用率，改善生产环境，在单车成本、人员需求、能源消耗等方面优势显著。

图表 32: 公司“灯塔工厂”特点及优势



来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 33: 智能化、自动化、数字化的“灯塔”工厂及

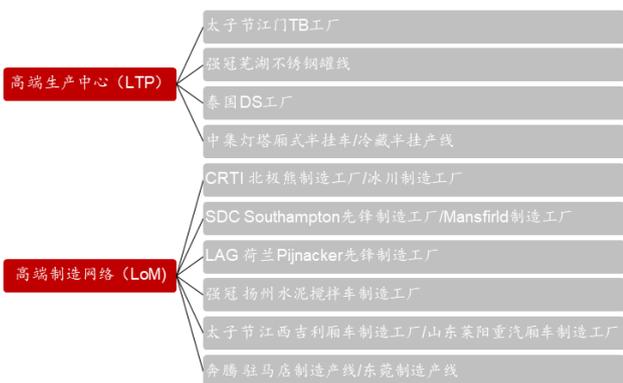


来源：公司年报，中泰证券研究所

**核心竞争力 1: 产线升级，深化建设“灯塔制造网络”**

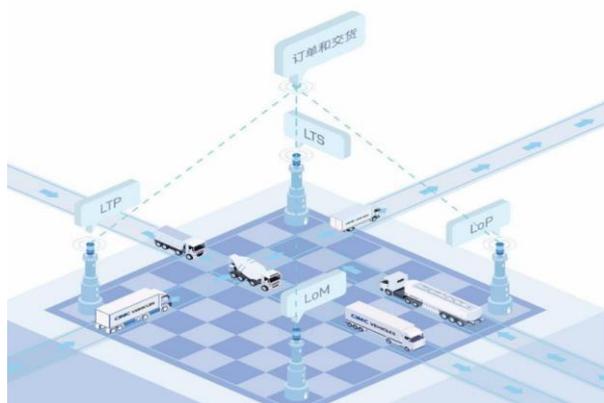
- **深化建设“灯塔制造网络”**: 公司积极筹备构建“LTP+LOM”灯塔制造网络，布局 LTP 生产中心与 LOM 制造工厂，推进 LTL“灯塔”配送网络、LTS“灯塔”外包中心、LoP 当地采购的流程升级，实现优势资源互补、高效协同，数字化赋能产业升级，降低产品生产成本，实现全面的生产自动化、智能化以及流程数字化。

图表 34: 升级和新建灯塔制造网络下的工厂和产线



来源：中集车辆，中泰证券研究所

图表 35: 灯塔制造网络体系



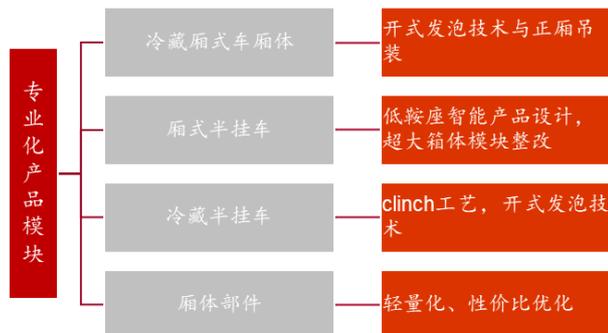
来源：中集车辆，中泰证券研究所

**核心竞争力 2: 构建专业化产品模块，注重轻量化布局**

- **构建专业化产品模块**: 围绕“自重轻、颜值高、性价比高、寿命长、维护易”特点，对产品模块进行创新优化；构建产品适配器；运用产品全生命周期管理系统；持续打造“年度车型”产品；

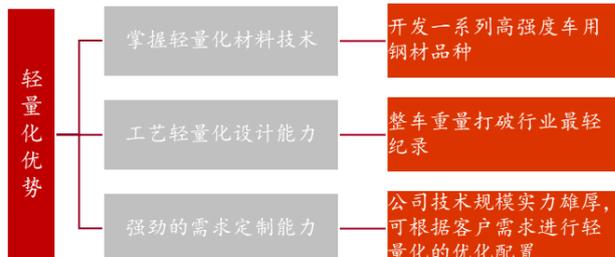
- **产品轻量化**: 公司产品轻量化通过材料、设计和工艺轻量化实现, 有效解决目前纯电重卡载重效率和运输半径无法兼得的痛点。

图表 36: 公司专业化产品模块特点



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 37: 公司产品轻量化优势

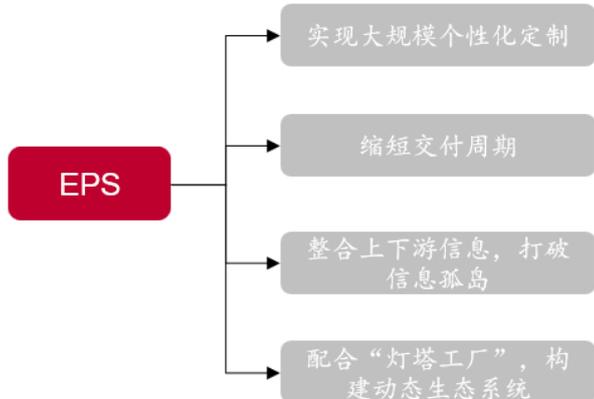


来源: 公司年报, 中泰证券研究所

**核心竞争力 2: 数字化供应链, 研发优势突出**

- **数字化供应链建设**: 22 年公司已实现 EPS 平台的统一门户, 超过 1000 家供应商实现线上管理, EPS 打通 LTP 和 LOM 之间的堵点, 有效提升资源配置效率和降低采购成本。
- **研发技术优势明显**: 截至 2022 年末, 公司在全球研发人员超 600 名, 注册专利超 1,400 项, 并在中国参与了 30 项半挂车及专用车上装的国家及行业标准的制定及修改。

图表 38: 公司数字化供应链优势



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 39: 公司参与制定国标情况

序号	标准号	标准名称	类别
1	GB 1589-2016	汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值	国标
2	GB/T 6420-2017	货运挂车系列型谱	国标
3	GB 12676-2014	商用车辆和挂车制动系统技术要求及试验方法	国标
4	GB 28373-2012	N类和O类罐式车辆侧倾稳定性	国标
5	GB/T 15089-2001	机动车辆及挂车分类	国标
6	GB 29753-2013	道路运输食品与生物制品冷藏车安全要求及试验方法	国标
7	GB 18564.1-2019	道路运输液体危险货物罐式车辆第1部分	国标
8	GB/T 35782-2017	道路甩挂运输车辆技术条件	国标
9	GB/T 37245-2018	中置轴挂车通用技术条件	国标
10	GB/T 17275-2019	货运牵引杆挂车通用技术条件	国标

来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

**本章核心结论**

- 本章主要论述公司的核心竞争力，主要包括：
- 深化“灯塔制造网络”建设，实现优势资源互补
 

公司积极筹备构建“LTP+LOM”灯塔制造网络，布局 LTP 生产中心与 LOM 制造工厂，推进 LTL“灯塔”配送网络、LTS“灯塔”外包中心、LoP 当地采购的流程升级，实现优势资源互补、高效协同，数字化赋能产业升级，降低产品生产成本，实现全面的生产自动化、智能化以及流程数字化。22 年公司已在全球拥有 25 家灯塔工厂，有效降低生产过程中的污染排放和能源消耗，极大提升原材料和产能利用率。
- 构建专业化产品模块，供应链管理优势和研发优势明显
  - 1) 产品：围绕“自重轻、颜值高、性价比高、寿命长、维护易”特点，持续打造“年度车型”产品，公司产品轻量化有效解决目前纯电重卡载重效率和运输半径无法兼得的痛点；
  - 2) 供应链：22 年公司已实现 EPS 平台的统一门户，超过 1000 家供应商实现线上共享管理，有效提升资源配置效率和降低采购成本。与其他竞争对手相比，公司具有规模优势，可以灵活调整销售价格以应对不同的情况。
  - 3) 研发：截至 2022 年末，公司在全球研发人员超 600 名，注册专利超 1,400 项，并在中国参与了 30 项半挂车及专用车上装的国家及行业标准的制定及修改。

#### 四、投资逻辑：行业复苏下底盘业务持续稳健，新能源趋势开启“第三次创业”

##### 投资逻辑 1：多重因素驱动行业进入上行周期，公司强受益

- 行业迎来上行周期：受正常置换、国标替换、治超、消费刺激、固定资产投资等多因素驱动，23 年起行业将进入新一轮上行周期；
- 公司车辆销售与重卡复苏强相关：公司半挂车及专用车上装业务占比高，广泛应用于重卡牵引车、自卸车、混凝土搅拌车等，是重卡产业中价值量较高的环节，销量走势与重卡销量基本同频。

图表 40: 多重因素驱动行业迎来上行周期

驱动因素	是否转好	描述
正常置换	✓	16年设备进入淘汰期
国标替换	✓	1) 23年进入国六b 2) 部分国IV待转化
治超等	✓	持续进行
消费刺激	✓	疫情解除，物流车需求转强
固定资产投资	✓	基建投资加强 地产投资预期转好
出口	✓	出口量提升

来源：中泰证券研究所整理

图表 41: 公司车辆销售与重卡销量拟合 (万辆)

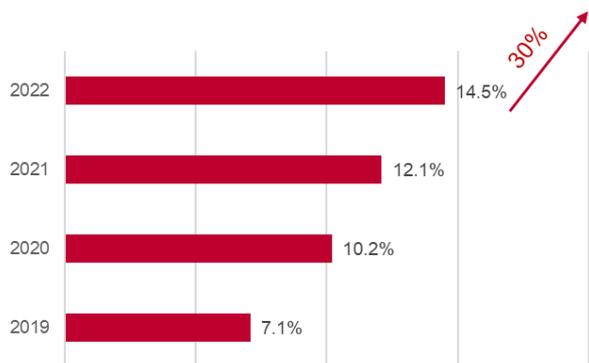


来源：Wind，中泰证券研究所

##### 投资逻辑 2：半挂车底盘稳健，持续优结构、提份额

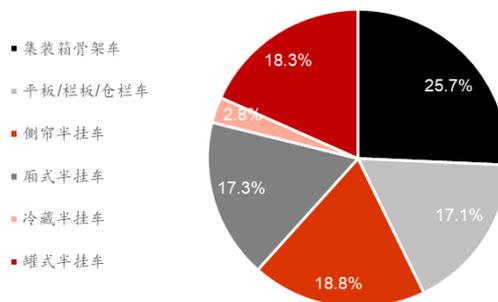
- **半挂车是公司稳健的基盘业务，市占率持续提升：**半挂车市场份额持续提升，从2019年7.1%上升到2022年14.5%，22年半挂车毛利贡献已接近80%。
- **半挂车产品结构持续优化：**调整产品结构，提升高价产品比重，2022年平板/栏板/仓栏车占比已降至20%以内。

图表 42: 公司 19-22 年半挂车产品国内市占率



来源：中国汽车工业协会，中泰证券研究所

图表 43: 公司 22 年半挂车产品销量占比

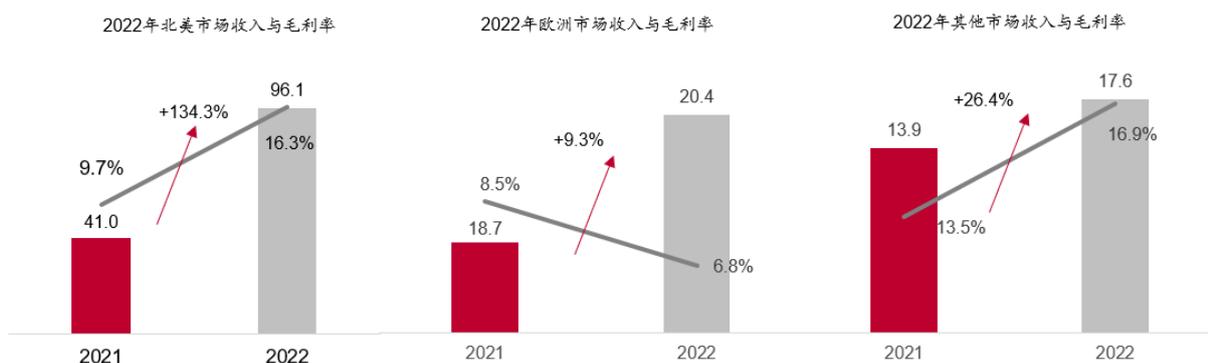


来源：中集车辆，中泰证券研究所

### 投资逻辑 3: 海外市场持续向好

- **海外市场持续向好：**22年公司北美市场、欧洲市场、其他市场的收入分别上涨 134.3%、9.3%、26.4%，北美业务火力全开，三大主力产品量价齐升，盈利创历史新高，毛利率同比提升接近 6.0%。

图表 44: 公司 21-22 年各市场收入 (亿元) 与毛利率



来源：中集车辆，中泰证券研究所（以上仅为车辆销售收入）

### 投资逻辑 4: 新能源发展助力公司开启“第三次创业”

- **23年进入“第三次”创业计划：**新能源领域是重点，包括启动第二代新能源半挂车样车研发、持续推出纯电与充电的专用车产品，占据新能源商用车市场的发展先机，同时持续深化全球半挂车业务、强冠业务及太字节业务。

图表 45: 公司第三次创业业务范畴

在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进下，全面拓展第三次创业的业务范畴			
全球半挂车业务	强冠业务集团	太子节业务集团 -渣土车业务 -城配厢体业务	探索新能源领域
<ul style="list-style-type: none"> <li>夯实全球半挂车业务，推动国内半挂车生产组织的结构性改革</li> <li>以北美业务统一大市场为基础，积极拓展在美国、加拿大等北美地区的业务范围</li> <li>基于欧洲标准的国际半挂车业务，发力西欧、东欧以及其他业务区域</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>加速商业模式、产品研发、业务运营创新</li> <li>聚焦重点行业，深入客户价值链，探索新能源业务，扩宽业务边界</li> <li>拓展海外市场业务范畴，持续优化强冠业务集团</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>优化LTP制造中心与LoM制造网络资源</li> <li>积极研发新能源产品，做好未来新能源产品迭代计划</li> <li>扩大在冷厢、干厢、渣土车与载货车业务范畴，培育与拓展海外客户，寻找业务突破机遇</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>启动第二代新能源半挂车样车研发与实验</li> <li>推出纯电与充电的专用车产品，开发新能源冷藏车产品</li> <li>建立新能源和国六排放企业监控平台，实现智能化车辆监控平台成为新能源专用车领域的探索创新者，占据新能源商用车市场的发展先机</li> </ul>
积极推动“好头牵好挂”业务发展	积极推动“好车配好罐”业务发展	积极推动“好马配好鞍”业务发展	面向未来新能源业务发展

来源：中集车辆，中泰证券研究所

- **新能源产品持续探索，有望助力公司开启新的成长曲线：**公司积极研发新能源产品，当前已量产包括新能源纯电动混凝土搅拌车（22年销量提升500%）、新能源城市渣土车（国内市占率37.2%）、太子节KG氢能冷藏车厢体等，后续将开拓新能源和自动驾驶场景下的创新商业模式（新能源头挂一体化设计），占据在新能源商用车市场上的发展先机。

图表 46: 公司产品迭代路径

第一次创业主要产品	第二次创业主要产品		第三次创业主要产品
美国53尺集装箱骨架车	北美厢式半挂车	城市新型渣土车	新能源混凝土搅拌车
			
13米仓栅半挂车	北美冷藏车	合规版水泥搅拌车	纯电动矿卡
			
大容积油罐车	欧洲侧帘车	轻型厢式车厢体	新能源冷藏厢式车
			
			.....

来源：公司公众号，公司年报，中泰证券研究所

### 本章核心结论

- 本章主要论述公司的投资逻辑，主要包括：
- 行业角度：重卡新一轮上行周期即将迎来，公司强受益
  - 1) 受正常置换、国标替换、治超、消费刺激、固定资产投资等多因素驱动，23年起行业将进入新一轮上行周期；
  - 2) 公司半挂车及专用车上装业务21年合计占比超过85%，广泛应用于重卡牵引车、自卸车、混凝土搅拌车等，是重卡产业中价值量较高的环节（重卡销售中超80%为半挂牵引车及非完整车辆），公司高度受益行业复苏。
- 公司角度：中短期看量价提升，中长期看新能源渗透
  - 1) 半挂车底盘稳健，持续优结构、提份额：公司是半挂车领域的龙头，国内市场份额从2019年7.1%上升到2022年14.5%；产品结构持续优化，单车

价值持续提升，2022年平板/栏板/仓栏车占比已降至20%以内；

2) 海外市场持续向好：22年公司北美市场、欧洲市场、其他市场的收入分别上涨134.3%、9.3%、26.4%，北美业务火力全开，三大主力产品量价齐升，盈利创历史新高，毛利率同比提升接近6.0%；

3) 新能源发展助力公司开启“第三次创业”：23年进入“第三次”创业计划，新能源领域是重点，包括启动第二代新能源半挂车样车研发、持续推出纯电与充电的专用车产品，占据新能源商用车市场的发展先机。

## 五、盈利预测和估值分析

### 核心假设：

- 半挂车 21-22 年，受疫情影响国内需求疲软，但北美需求持续高增（预计持续至 23 年），故假设 23-25 年半挂车同比营收+12.6%/+14.5%/+8.7%。同时受原材料、海运费等价格上涨影响，21-22 年毛利率有所下滑，23 年起以上影响因素得到缓解，预计后续将保持平稳，假设毛利率为 14%/14%/14%。
- 22 年国内重卡市场需求大幅下降，公司专用车上装营收同比下降 87.7%，随着国内及海外重卡需求提升，23 年有望保持较高增速，24 年后相对平稳，故假设 23-25 年专用车上装同比营收+132.2%/+19.6%/+12.0%。同时受原材料、海运费等价格上涨影响，21-22 年毛利率有所下滑，23 年起以上影响因素得到缓解，预计后续将保持平稳，假设 23-25 年毛利率为 15%/16%/16%。
- 23 年北美轻型厢式车需求强劲，但随着北美经济预期走弱，预计 24-25 年营收增速或将下降，故假设 23-25 年轻型厢式车体同比营收+156.4%/+79.5%/+49.4%。22 年轻型厢式车体毛利率为 23.8%，预计保持平稳，故假设 23-25 年毛利率为 23.8%/23.8%/23.8%。
- 22 年国内重卡市场需求大幅下降，公司底盘及牵引车营收同比大幅下跌，23 年有望保持较高增速，24 年后相对平稳，故假设 23-25 年底盘及牵引车同比营收+45.7%/+11.1%/+0.0%。底盘及牵引车均为公司外采后加工，故毛利率相对较低，假设 23-25 年毛利率为 2%/2%/2%。
- 21-22 年国内重卡需求疲软，半挂车及专用车零部件增速缓慢，23 年重卡市场有望迎来局部复苏，24 年受国标替换等驱动，增速有望提升，故假设 23-25 年半挂车及专用车零部件同比营收+31.2%/+55.5%/+29.3%。
- 公司其他车辆主要是特种车和环卫车，随着疫情放开后国内需求略有增长，尤其是 23 年，24 年预计相对保持平稳，故假设 23-25 年同比营收+31.2%/55.5%/29.3%。同时，其他收益 21-22 年相对平稳，23 年将确认额外 13.6 亿元的收益，对应利润 7.1-7.8 亿元，故假设其他营收同比+242.3%/-65.9%/-8.8%。毛利率保持平稳，故假设 23-25 年 45%/45%/45%。

### 盈利预测：

- 我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 305.4/349.2/391.1 亿元，同比分别 29.3%/14.3%/12.0%；实现归母净利润 22.6/18.5/20.8 亿元，同比 +101.9%/-17.8%/+12.1%，其中，23 年将额外 7.1-7.8 亿元的转让收益，故 23 年同比增速较高。截止 2023 年 6 月 9 日收盘价，对应 PE 分别为

11.5/14.0/12.5X，考虑到公司半挂车业务市占率持续提升，六大业务或集团全面向上，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 47: 盈利预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
整体营业收入 (亿元)	276.48	236.21	305.42	349.18	391.15
yoy (%)	4.34%	-14.57%	29.30%	14.33%	12.02%
毛利率 (%)	11.02%	13.28%	15.48%	14.16%	14.20%
其中: 半挂车 (亿元)	152.76	181.43	204.31	233.95	254.25
yoy (%)	12.49%	18.77%	12.61%	14.51%	8.67%
毛利率 (%)	11.23%	13.80%	14.00%	14.00%	14.00%
其中: 专用车上装 (亿元)	92.10	11.31	26.27	31.43	35.20
yoy (%)	120.60%	-87.71%	132.17%	19.64%	12.02%
毛利率 (%)	6.71%	4.53%	15.00%	16.00%	16.00%
其中: 轻型厢式车厢体 (亿元)	3.11	2.28	5.84	10.48	15.65
yoy (%)	-2.05%	-26.88%	156.41%	79.45%	49.36%
毛利率 (%)		23.80%	23.80%	23.80%	23.80%
其中: 底盘及牵引车 (亿元)		12.36	18.00	20.00	20.00
yoy (%)			45.66%	11.11%	0.00%
毛利率 (%)		2.96%	2.00%	2.00%	2.00%
其中: 其他车辆 (亿元)	20.00	22.22	29.19	45.39	58.67
yoy (%)	20.88%	11.09%	31.37%	55.53%	29.25%
毛利率 (%)	14.96%	10.81%	13.00%	13.00%	13.00%
其中: 半挂车及专用车零部件 (亿元)	20.00	22.22	29.19	45.39	58.67
yoy (%)	20.88%	11.09%	31.37%	55.53%	29.25%
毛利率 (%)	14.96%	10.81%	13.00%	13.00%	13.00%
其中: 其他 (亿元)	8.22	6.20	21.23	7.24	6.60
yoy (%)	31.31%	-24.58%	242.33%	-65.92%	-8.82%
毛利率 (%)	46.29%	49.62%	45.00%	45.00%	45.00%

来源: 公司公众号, 公司年报, 中泰证券研究所

### 股价复盘:

- A 股: 估值稳定在 20-30X (估值中枢 25X 附近), 22 年随汽车板块整体上行一度接近 40X, 后回归至历史区间内, 公司底盘业务稳健, 随着新能源产品占比的提升, 估值中枢有望提升到 30X 以上。
- H 股: 估值稳定在 8-12X (估值中枢 10X 附近), H 股估值中枢有望提升到 15X 以上。

图表 48: 公司 A 股股价走势

图表 49: 公司 H 股股价走势



来源：同花顺，中泰证券研究所



来源：同花顺，中泰证券研究所

### 可比公司估值：

图表 50: 可比公司估值

简称	代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
中国重汽	000951.SZ	183.63	10.31	15.18	20.18	0.88	1.29	1.72	17.82	12.10	9.10
潍柴动力	000338.SZ	1031.48	72.13	90.19	108.36	0.83	1.03	1.24	14.30	11.44	9.52
福田汽车	600166.SH	249.72	15.03	22.89	29.26	0.19	0.29	0.37	16.61	10.91	8.53
PE平均值									16.24	11.48	9.05
中集车辆	301039.SZ	259.26	22.58	18.51	20.81	1.12	0.92	1.03	11.48	14.01	12.46

来源：Wind，中泰证券研究所测算（注：股价采用 2023.6.9 日收盘价，可比公司利润及 EPS 采用 Wind 一致预期）

## 六、风险提示

- **第一、宏观环境波动或经济复苏不及预期。**宏观环境、市场需求、竞争环境等出现不利变化，对公司业务增长、产品销售或生产成本产生不利影响；经济复苏不及预期也或将影响公司整体销售。
- **第二、行业周期性风险。**公司所处行业存在一定的周期性，整体业绩受周期波动影响较大。
- **第三、新能源重卡渗透率不及预期。**当前新能源重卡单价仍较柴油重卡贵，若没有相应政策驱动或补贴，渗透率提升速度或不及预期。
- **第四、海外投资及跨洋经营风险。**公司以“跨洋经营，当地制造”为经营模式，境外经营面临多项关于境外国家及地区经营业务的风险及限制，如境外监管规定及当地行业标准、贸易限制、技术壁垒、保护主义及经济制裁等。该等风险及限制均可能对公司的全球营运造成不利影响，进而可能对公司的财务状况及经营业绩造成不利影响。
- **第五、报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

### 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,851	12,291	14,270	16,372	营业收入	23,621	30,542	34,918	39,115
应收票据	93	0	0	0	营业成本	20,483	25,930	29,935	33,520
应收账款	3,122	3,810	4,090	4,470	税金及附加	91	122	140	156
预付账款	240	389	449	503	销售费用	526	764	803	900
存货	5,515	4,976	5,841	6,869	管理费用	1,034	1,283	1,292	1,369
合同资产	0	0	0	0	研发费用	306	428	454	508
其他流动资产	854	705	813	924	财务费用	-91	146	134	158
流动资产合计	14,673	22,170	25,463	29,138	信用减值损失	-31	0	0	-20
其他长期投资	420	406	406	406	资产减值损失	-38	25	25	-10
长期股权投资	193	193	193	193	公允价值变动收益	-7	-16	-10	-10
固定资产	4,933	4,893	4,916	4,997	投资收益	-24	10	-10	-30
在建工程	248	348	348	248	其他收益	77	0	0	0
无形资产	844	801	742	689	<b>营业利润</b>	<b>1,473</b>	<b>2,641</b>	<b>2,165</b>	<b>2,433</b>
其他非流动资产	906	513	520	527	营业外收入	12	0	0	0
非流动资产合计	7,544	7,153	7,125	7,060	营业外支出	10	0	0	0
<b>资产合计</b>	<b>22,217</b>	<b>29,323</b>	<b>32,588</b>	<b>36,198</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,475</b>	<b>2,641</b>	<b>2,165</b>	<b>2,433</b>
短期借款	468	800	800	800	所得税	361	264	216	243
应付票据	809	1,000	1,195	1,363	<b>净利润</b>	<b>1,114</b>	<b>2,377</b>	<b>1,949</b>	<b>2,190</b>
应付账款	3,741	7,779	9,070	10,257	少数股东损益	-4	119	97	110
预收款项	12	6	9	12	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,118</b>	<b>2,258</b>	<b>1,851</b>	<b>2,081</b>
合同负债	619	550	629	704	NOPLAT	1,045	2,508	2,070	2,332
其他应付款	1,139	1,139	1,139	1,139	EPS (摊薄)	0.55	1.12	0.92	1.03
一年内到期的非流动负债	127	127	127	127					
其他流动负债	1,214	1,432	1,484	1,573					
流动负债合计	8,128	12,833	14,453	15,976					
长期借款	331	831	931	1,231					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	397	397	397	397					
非流动负债合计	729	1,229	1,329	1,629					
<b>负债合计</b>	<b>8,857</b>	<b>14,061</b>	<b>15,781</b>	<b>17,604</b>					
归属母公司所有者权益	12,700	14,482	15,930	17,607					
少数股东权益	661	780	877	986					
<b>所有者权益合计</b>	<b>13,360</b>	<b>15,262</b>	<b>16,807</b>	<b>18,593</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>22,217</b>	<b>29,323</b>	<b>32,588</b>	<b>36,198</b>					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,154</b>	<b>7,282</b>	<b>2,963</b>	<b>2,892</b>
现金收益	1,522	3,065	2,618	2,881
存货影响	-576	539	-865	-1,029
经营性应收影响	-303	-770	-365	-424
经营性应付影响	-376	4,224	1,489	1,358
其他影响	886	224	85	106
<b>投资活动现金流</b>	<b>-266</b>	<b>-124</b>	<b>-545</b>	<b>-530</b>
资本支出	-488	-558	-500	-461
股权投资	-42	0	0	0
其他长期资产变化	264	434	-45	-69
<b>融资活动现金流</b>	<b>-954</b>	<b>282</b>	<b>-438</b>	<b>-261</b>
借款增加	-442	832	100	300
股利及利息支付	-509	-1,190	-914	-1,109
股东融资	100	0	0	0
其他影响	-103	640	376	548

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-14.6%	29.3%	14.3%	12.0%
EBIT 增长率	16.0%	101.4%	-17.5%	12.7%
归母公司净利润增长率	24.1%	102.0%	-18.0%	12.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	13.3%	15.1%	14.3%	14.3%
净利率	4.7%	7.8%	5.6%	5.6%
ROE	8.4%	14.8%	11.0%	11.2%
ROIC	10.5%	17.1%	12.8%	13.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.5%	43.4%	39.9%	48.0%
债务权益比	9.9%	14.1%	13.4%	13.7%
流动比率	1.8	1.7	1.8	1.8
速动比率	1.1	1.3	1.4	1.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.1
应收账款周转天数	45	41	41	39
应付账款周转天数	64	80	101	104
存货周转天数	92	73	65	68
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.55	1.12	0.92	1.03
每股经营现金流	1.59	10.04	4.09	3.99
每股净资产	17.51	19.97	21.97	24.28
<b>估值比率</b>				
P/E	23	11	14	12
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	9	5	6	5

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。