

福田汽车 (600166.SH) 聚焦商用车主业，轻卡龙头再出发

2023年01月03日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（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	2022/12/30
当前股价(元)	2.81
一年最高最低(元)	3.83/2.02
总市值(亿元)	224.91
流通市值(亿元)	184.76
总股本(亿股)	80.04
流通股本(亿股)	65.75
近3个月换手率(%)	52.04

● 聚焦商用车主业，轻卡龙头再出发

福田汽车是一家全面覆盖商用车整车及零部件全产业链的国有控股上市公司，业务包括轻卡、重卡、客车及发动机等，其中轻卡市占率稳居市场第一。受益于稳增长政策发力、库存逐步消化等，公司商用车销量有望逐步回升。我们预计公司2022-2024年归母净利润为3.4/13.4/25.0亿元，对应EPS为0.04/0.17/0.31元/股，对应当前股价PE为66.2/16.8/9.0倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 轻、重卡行业销量同比增速改善，未来回暖可期

2021年排放法规升级，国五升国六带来卡车行业需求透支，2021年下半年至今行业销量低迷。2022年1-11月轻卡销量为148.1万辆，同比下降22.9%；重卡销量为61.8万辆，同比下降53.8%。但2022年5月以来，轻、重卡行业销量同比降幅均逐步收窄，降幅分别由4月的53.9%与77.3%收窄至11月的22.8%与8.8%。随着需求透支影响弱化、下游需求逐步恢复，卡车行业销量同比增速有望改善，未来回暖可期。

● 新能源与出口业务共振，打开成长新空间

(1) 新能源业务方面，公司在新能源商用车领域具有先发优势，并不断丰富新能源车产品矩阵及积极扩展新能源产品销售和服务网络。2022年1-11月福田汽车新能源车累计销量达1.9万辆，同比增长175.2%。

(2) 出口业务方面，公司商用车出口销量连续十一年位居首位，海外研发基地、工厂、渠道等布局完善，具备快速响应能力。2022年受益于海外商用车新能源化浪潮及欧美芯片短缺带来的发展窗口，上半年公司出口商用车共4.6万辆，同比增长54.8%，占我国商用车出口销量的比重达16.1%，较2021年提升4.4pcts。

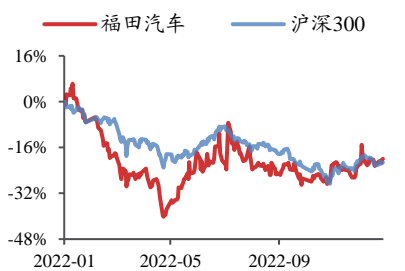
● **风险提示：**下游开工不及预期、原材料价格上涨、海外市场拓展不达预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	57,765	54,974	47,248	56,486	68,634
YOY(%)	23.0	-4.8	-14.1	19.6	21.5
归母净利润(百万元)	155	-5,061	340	1,341	2,496
YOY(%)	-19.3	-3372.7	106.7	294.9	86.2
毛利率(%)	12.0	10.2	11.1	12.1	12.9
净利率(%)	0.3	-9.2	0.7	2.4	3.6
ROE(%)	0.9	-48.3	3.1	11.0	17.0
EPS(摊薄/元)	0.02	-0.63	0.04	0.17	0.31
P/E(倍)	145.4	-4.4	66.2	16.8	9.0
P/B(倍)	1.5	2.1	2.1	1.9	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、 聚焦商用车主业，轻卡龙头再出发	4
1.1、披荆二十载，剑指新征程	4
1.2、轻卡贡献主要营收，2022 年盈利拐点初现	6
2、 卡车行业销量同比改善，未来回暖可期	8
2.1、轻卡行业销量同比降幅收窄，福田汽车市占率位居首位	8
2.2、重卡销量增速同比改善，行业集中度进一步提升	9
3、 新能源与出口业务共振，公司市场份额逐步提升	11
3.1、依托技术及渠道优势，新能源商用车放量可期	11
3.2、公司商用车出口市占率位居首位，打开成长新空间	13
4、 盈利预测	15
4.1、关键假设	15
4.2、盈利预测及估值	16
5、 风险提示	16
附： 财务预测摘要	17

图表目录

图 1： 福田汽车砥砺前行二十载	4
图 2： 福田汽车与世界知名企业成立合资公司	6
图 3： 2022Q1-3 公司实现营收 354.9 亿元，同比-21%	6
图 4： 2021 年宝沃计提影响净利，2022Q1-3 净利已回正	6
图 5： 公司降本增效，合计四费率逐步降低	7
图 6： 2022 年以来公司毛利率、归母净利率企稳回升	7
图 7： 2021 年福田汽车汽车产品营收占比为 77.9%	7
图 8： 2021 年福田汽车汽车业务以轻卡为主（单位：亿元）	7
图 9： 轻型客车毛利率较高，轻、中重型卡车 2021 年毛利率均有所回落	8
图 10： 受排放法规升级影响 2021 年下半年至今轻卡销量持续低迷	8
图 11： 2022 年轻卡销量表现较弱（单位：万辆）	9
图 12： 2022 年 5 月以来轻卡销量同比降幅收窄	9
图 13： 2022 年前 11 月福田汽车轻卡市占率为 19.2%	9
图 14： 2022 年前 11 月福田汽车轻卡单月市占率在 15-25% 之间波动	9
图 15： 受排放法规升级影响 2021 年下半年至今重卡销量持续低迷	10
图 16： 2022 年 5 月开始，重卡行业销量同比降幅收窄	10
图 17： 2021 年 1-11 月重卡行业 CR5 为 85.8%	10
图 18： 2022 年 1-11 月重卡行业 CR5 提升至 87.5%	10
图 19： 2022 年前 11 月新能源商用车销量同比增长 84.4%（单位：万辆）	11
图 20： 2022 年前 11 月新能源商用车产量同比增长 93.4%（单位：万辆）	11
图 21： 福田汽车智蓝新能源事业部布局较完善	11
图 22： 2022 年公司在多项新能源技术上实现突破	12
图 23： 截至 2022 年 6 月，公司新能源汽车一级经销商数量达 299 家	12
图 24： 2015 年-2021 年福田汽车新能源车销量实现翻倍增长（辆）	12
图 25： 2015 年-2021 年福田汽车新能源商用车市占率由 3.6% 提升至 4.6%	12

图 26: 2022 年 11 月福田汽车新能源车销量为 2,385 辆 (辆)	13
图 27: 2022 年前 11 月福田汽车新能源车销量同比增长 175.2% (辆)	13
图 28: 我国卡车出口逻辑明确	14
图 29: 墨西哥与俄罗斯卡车出口数量同比增长迅速	14
图 30: 福田汽车 2022H1 出口市占率提升至 16.1%	14
表 1: 福田汽车产品矩阵丰富	5
表 2: 福田汽车拟在整车及零部件领域深化新能源布局	13
表 3: 公司业绩拆分	15
表 4: 可比公司上市估值 (PE/PEG)	16

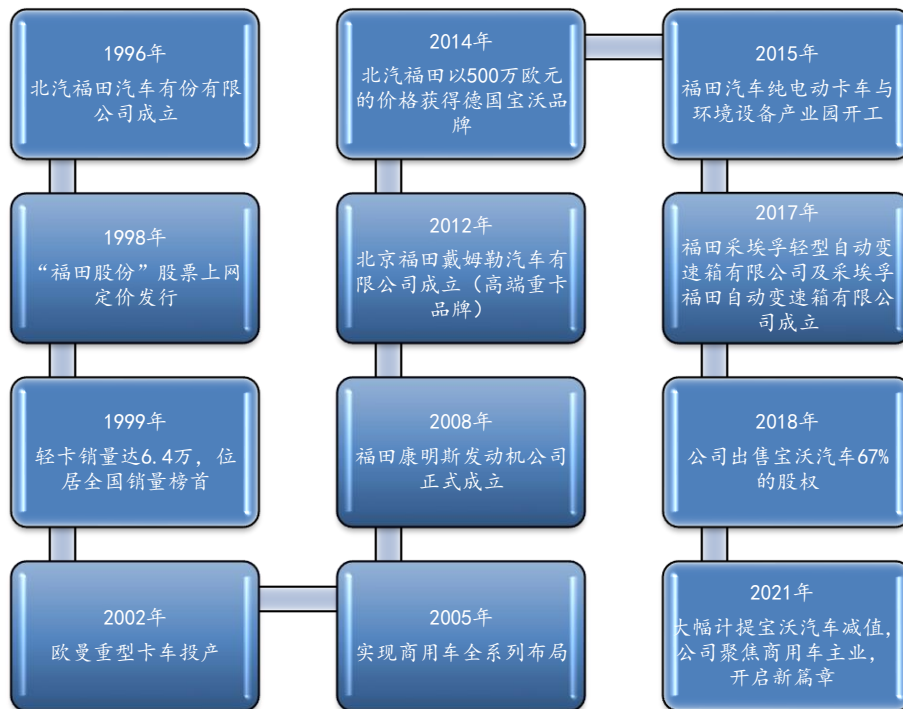
1、聚焦商用车主业，轻卡龙头再出发

1.1、披荆二十载，剑指新征程

北汽福田汽车股份有限公司是一家全面覆盖商用车整车及零部件全产业链的国有控股上市公司，是国内品种最全、规模最大的商用车企业之一。

公司成立于1996年，于1998年获汽车整车目录并进军轻卡市场，并于同年在上交所上市。1999年公司轻卡销量达6.4万，销量位居全国榜首。此后通过布局轻型客车、中重型卡车、大中型客车业务，公司于2004年率先实现全系列商用车覆盖。2006年，公司通过MP-X蒙派克进军乘用车领域，并于2008年通过燃料电池欧V客车进入新能源汽车市场。2018年公司提出聚焦商用车的战略，并于2019年出售乘用车板块宝沃67%的股权，2021年公司大幅计提宝沃减值，轻装上阵开启新征程。

图1：福田汽车砥砺前行二十载



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

公司产品矩阵丰富，车型覆盖全面。公司目前的品牌涵盖欧曼、瑞沃等卡车品牌、图雅诺等轻客品牌、福田皮卡等皮卡品牌、欧辉等客车品牌及智蓝汽车等。公司生产车型覆盖轻型卡车、中型卡车、重型卡车、轻型客车、大中型客车以及核心零部件发动机。

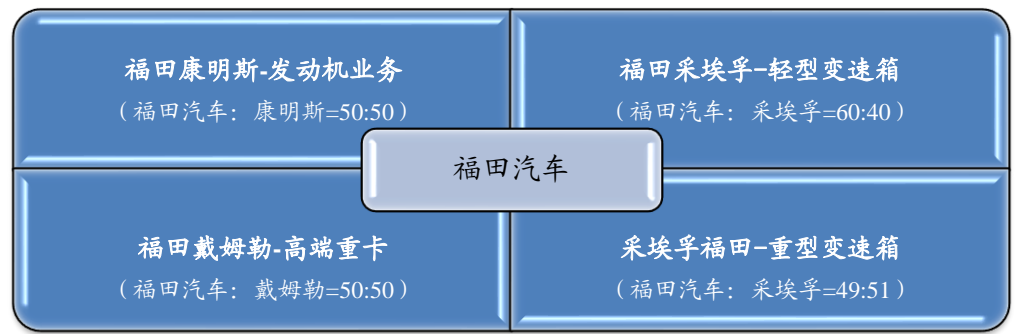
表1: 福田汽车产品矩阵丰富

车型/事业部	品牌	主要产品
卡车	欧曼、瑞沃、欧航欧马可、时代领航、奥铃、祥菱	 欧曼  瑞沃  欧航欧马可  时代领航  奥铃  祥菱
轻客	图雅诺、福田风景	 图雅诺  福田风景
皮卡	福田皮卡	 福田皮卡
客车及环境装备	欧辉客车、普罗科环境装备	 欧辉客车  普罗科环境装备
工程机械	雷萨	 雷萨
智蓝汽车	智蓝轻卡、智蓝精灵、智蓝轻卡冷藏车、智蓝重卡	 智蓝轻卡  智蓝精灵  智蓝轻卡冷藏车  智蓝重卡
专用车	环卫车、冷链车、商混工程车、市政工程车、专业运输车、危化品车、民生工程车及其他等	

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

携手世界知名企业, 完善核心零部件布局。公司通过与戴姆勒、康明斯、采埃孚的战略合作, 完成了商用车全系列发动机、变速箱等核心零部件的布局。

图2: 福田汽车与世界知名企业成立合资公司



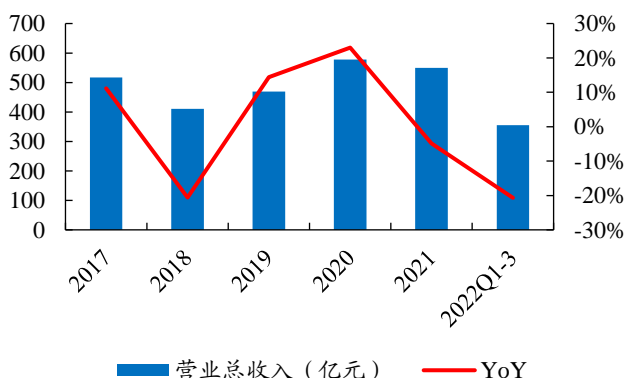
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

1.2、轻卡贡献主要营收，2022年盈利拐点初现

受大中客销量减少等影响，2021年公司营收为549.7亿元，同比下降4.8%；同年归母净利润为-50.6亿元，主要系宝沃计提的影响，共计影响2021年利润总额约-52.9亿元，截至2021年底公司对宝沃的剩余债权净值仅为1.4亿元。2022年前三季度，行业景气度低迷下，公司实现营收354.9亿元，同比下滑21%，净利润则转正达2.4亿元。2022年11月宝沃宣布破产，考虑到公司已大幅计提减值，预计宝沃整体影响可控。公司战略层面聚焦商用车主业，多产品线共振，后续盈利有望延续修复。

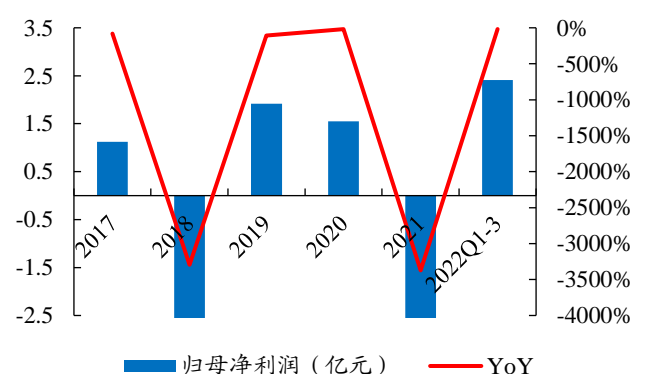
公司降本增效，费用率逐步走低，毛利率、净利率拐点已现。2018年公司乘用车业务受市场影响销量下滑，广告促销费同比增长导致当年销售费用率较高，叠加当期利息支出增加对财务费用的拖累，2018年四费率为21.8%，为近五年峰值。后续公司积极降本增效，费用率逐年降低，2022年前三季度四费率为10.3%，较2021年下滑0.6pcts。公司2022年前三季度毛利率达11.6%，净利率达0.7%，均较2021年有所回升。

图3: 2022Q1-3公司实现营收354.9亿元，同比-21%



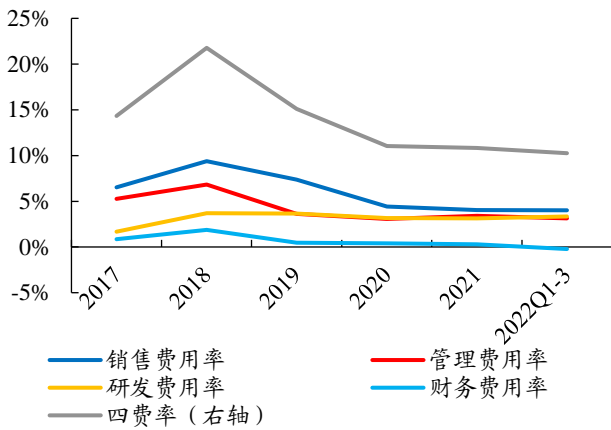
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 2021年宝沃计提影响净利，2022Q1-3净利已回正



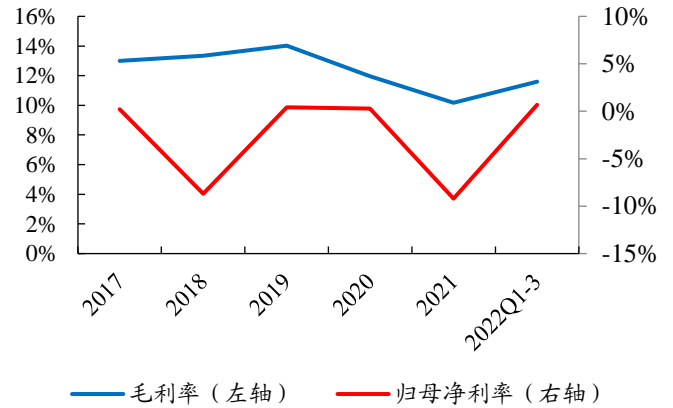
数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 2018、2021年净利润负值较大, 为图表可读性没有列出, 净利润分别为-35.7、-50.6亿元)

图5: 公司降本增效, 合计四费率逐步降低



数据来源: Wind、开源证券研究所

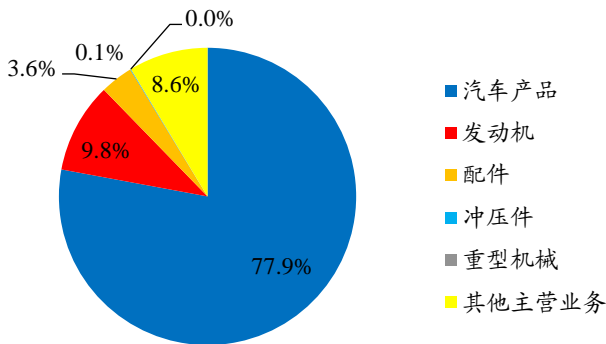
图6: 2022年以来公司毛利率、归母净利率企稳回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

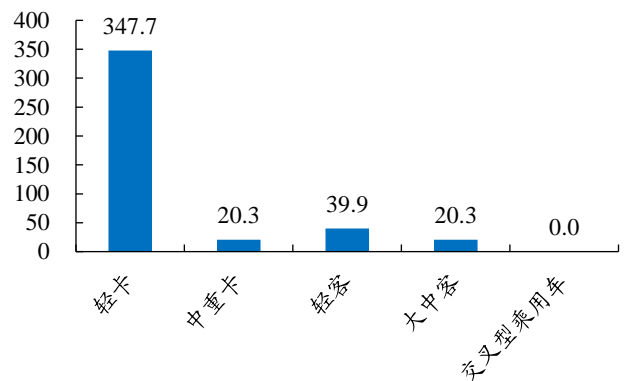
分品类看, 汽车产品为公司营业收入主要来源。2021年公司实现营业收入549.7亿元, 其中汽车产品收入为428.3亿元, 收入占比为77.9%。汽车产品中, 收入占比最大的业务为轻卡与轻客。2021年公司轻卡业务实现营收347.7亿, 占汽车业务营收比重的81.2%。

图7: 2021年福田汽车汽车产品营收占比为77.9%



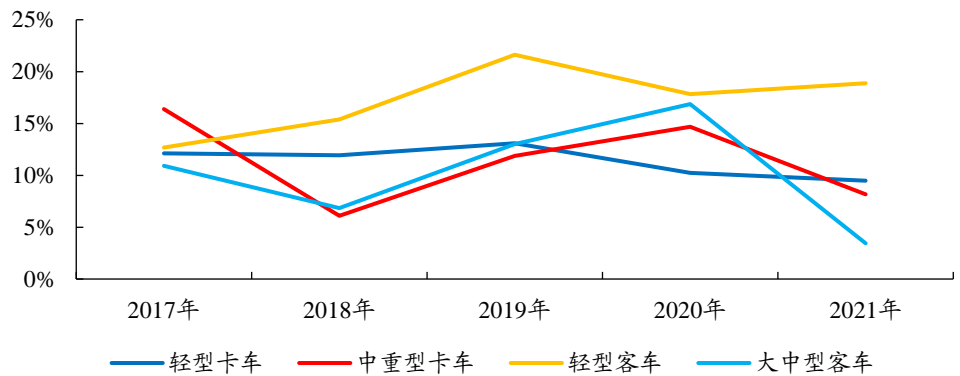
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图8: 2021年福田汽车汽车业务以轻卡为主 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

轻客毛利率较高, 卡车毛利率有所回落。2021年, 公司轻型客车业务毛利率高达18.9%, 主要系高毛利产品图雅诺放量所致。受销量下滑影响, 2021年轻型和中重型卡车毛利率有所回落, 分别下降至9.5%和8.2%。同时, 大中型客车毛利率下滑至3.4%, 主要系疫情影响及高铁快速发展所致。

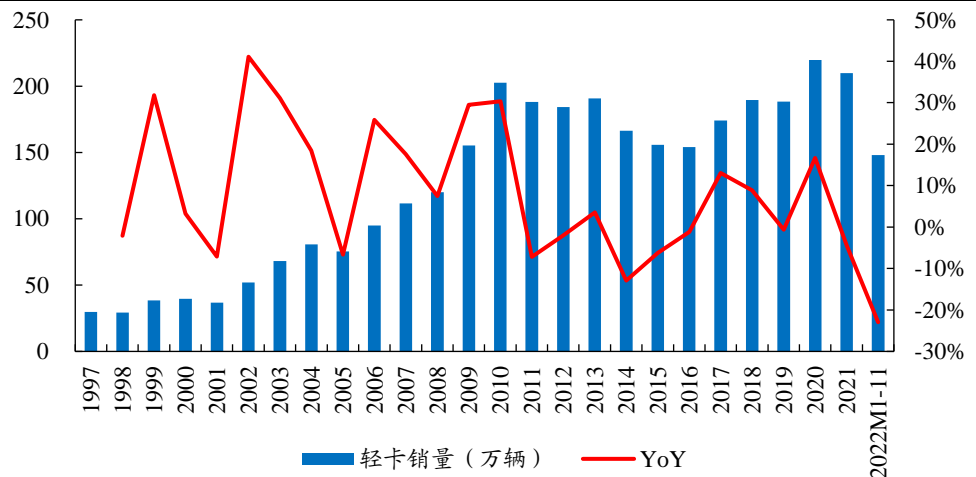
图9: 轻型客车毛利率较高, 轻、中重型卡车 2021 年毛利率均有所回落


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、卡车行业销量同比改善, 未来回暖可期

2.1、轻卡行业销量同比降幅收窄, 福田汽车市占率位居首位

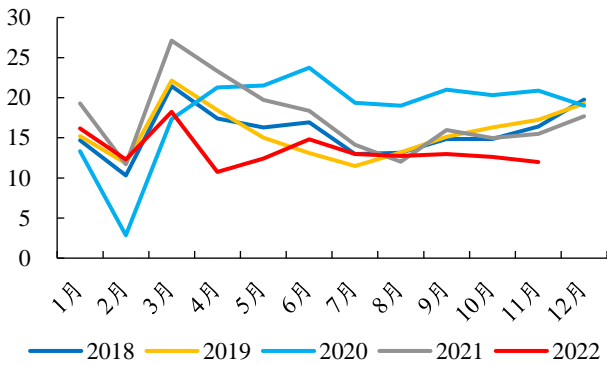
2020 年轻卡行业销量创新高, 达 219.7 万辆, 同比增长 16.7%。2021 年排放法规升级, 国五升级国六带来轻卡需求透支, 2021 年下半年至今轻卡销量持续低迷。2021 年全年轻卡行业实现销量 209.8 万辆, 同比下降 4.5%, 2022 年 1-11 月轻卡销量为 148.1 万辆, 同比下降 22.9%。

图10: 受排放法规升级影响 2021 年下半年至今轻卡销量持续低迷


数据来源: Wind、开源证券研究所

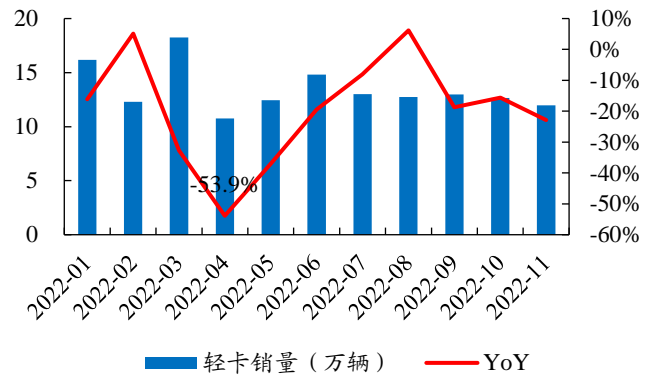
2022 年 5 月以来, 轻卡行业同比降幅已逐步收窄。2022 年 3 月以来轻卡销量走弱, 4 月销量降至 10.8 万辆, 同比下滑 53.9%, 为近五年同期销量最低值。5 月起轻卡销量同比降幅已逐步收窄, 11 月销量同比降幅已收窄至 22.8%。展望未来, 随着需求透支影响弱化、下游需求逐步恢复, 轻卡行业有望迎来修复。

图11: 2022年轻卡销量表现较弱(单位:万辆)



数据来源: Wind、开源证券研究所

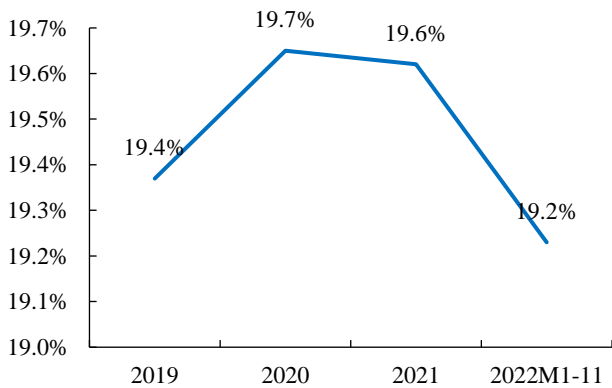
图12: 2022年5月以来轻卡销量同比降幅收窄



数据来源: Wind、开源证券研究所

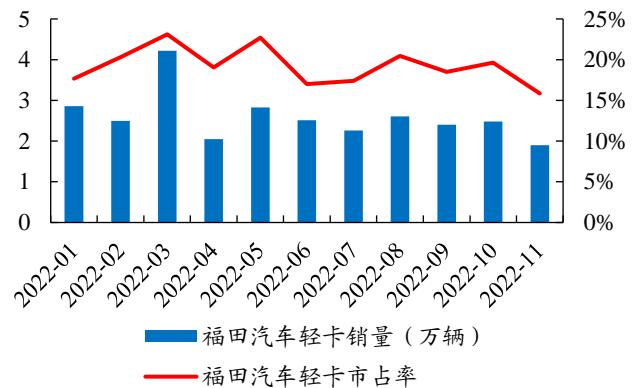
福田汽车作为轻卡龙头，市占率稳居行业首位。据第一商用车网数据，福田汽车作为轻卡龙头企业，近年来市占率稳定在20%左右，2022年前11月公司市占率达19.2%，2022年前11月福田汽车轻卡单月市占率在15-25%之间波动。

图13: 2022年前11月福田汽车轻卡市占率为19.2%



数据来源: 第一商用车网、开源证券研究所

图14: 2022年前11月福田汽车轻卡单月市占率在15-25%之间波动

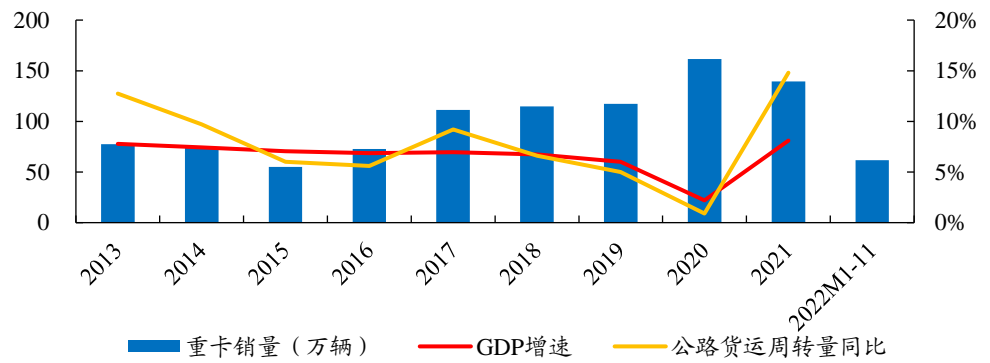


数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

2.2、重卡销量增速同比改善，行业集中度进一步提升

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，国五升级国六带来重卡需求透支，2021年下半年至今销量持续低迷。2021全年重卡实现销量139.3万辆，同比下降13.8%，2022年1-11月销量61.8万辆，同比下降53.8%。

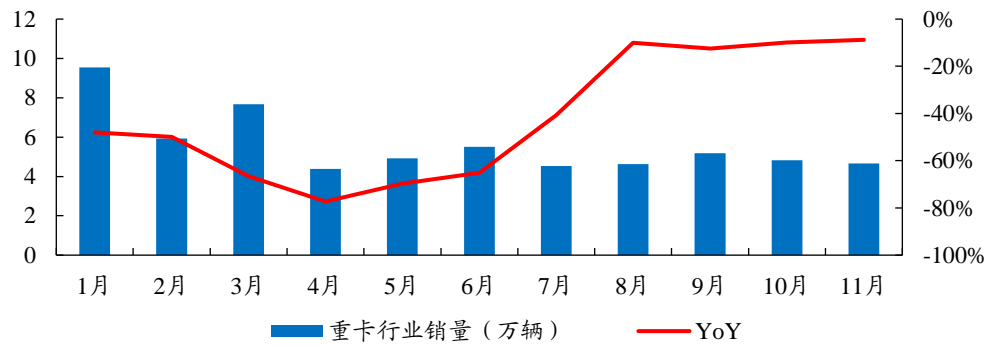
图15: 受排放法规升级影响 2021 年下半年至今重卡销量持续低迷



数据来源: Wind、开源证券研究所

2022年5月以来,重卡行业销量同比降幅已显著收窄。2022年4月,重卡行业销量降至4.4万辆,同比下滑77.3%。5月以来,重卡销量同比降幅已逐步收窄,11月重卡销量同比降幅收窄至8.8%。展望未来,随着需求透支影响弱化、公路货运量逐步回升,重卡行业有望迎来修复。

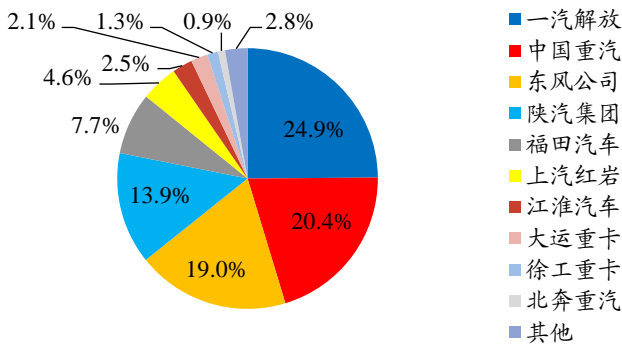
图16: 2022年5月开始,重卡行业销量同比降幅收窄



数据来源: Wind、开源证券研究所

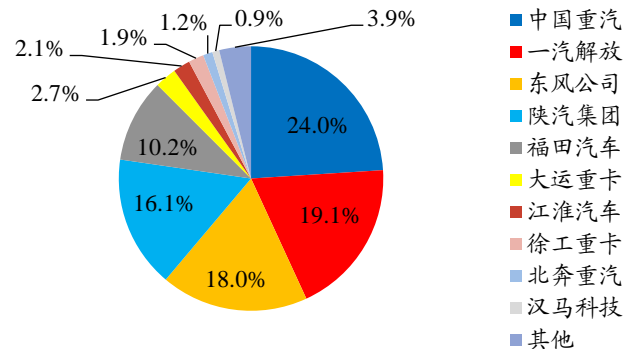
重卡行业市场集中度进一步提升。据第一商用车网数据,2022年1-11月重卡行业CR5为87.5%,2021年同期CR5为85.8%,同比提升1.7pcts,市场份额进一步向头部企业集中。

图17: 2021年1-11月重卡行业CR5为85.8%



数据来源: 第一商用车网、开源证券研究所

图18: 2022年1-11月重卡行业CR5提升至87.5%



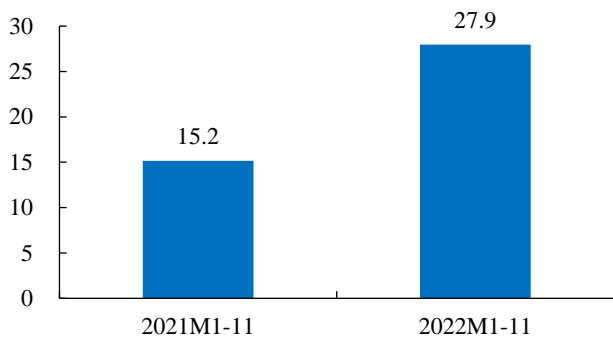
数据来源: 第一商用车网、开源证券研究所

3、新能源与出口业务共振，公司市场份额逐步提升

3.1、依托技术及渠道优势，新能源商用车放量可期

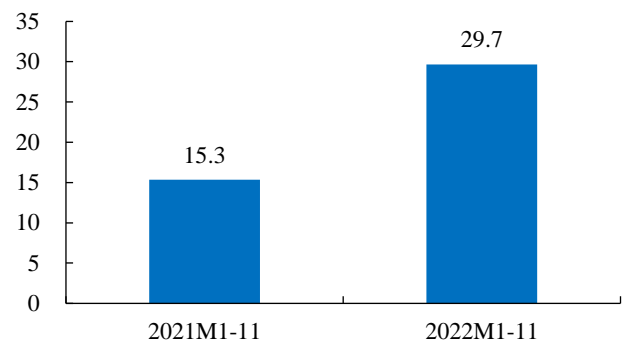
近年来，新能源商用车产销量保持较快增长。2022年1-11月新能源商用车销量为27.9万辆，较2021年同期增长84.4%。2022年1-11月新能源商用车产量为29.7万辆，同比增长93.4%。

图19: 2022年前11月新能源商用车销量同比增长84.4%
(单位: 万辆)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 2022年前11月新能源商用车产量同比增长93.4%
(单位: 万辆)



数据来源: Wind、开源证券研究所

福田汽车在新能源商用车领域具有先发优势，公司不断丰富产品矩阵并扩展渠道覆盖面。公司2003年起启动新能源技术研发，在新能源方面已有近20年的研发经验。2018年公司成立智蓝新能源事业部，新能源发展全面进入产业化运营阶段。公司新能源车动力类型涵盖纯电动，氢燃料电池、混合动力，并推出智蓝轻卡、智蓝精灵、智蓝轻卡冷藏车、智蓝重卡等产品，可应用于物流配送、机场、市政环卫等场景。

图21: 福田汽车智蓝新能源事业部布局较完善



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

2022 年公司在多项新能源技术上实现开创性突破。储氢系统高速客车获得北京冬残奥会背书,4.5t 冷链车已实现续航里程超 400km,49t 高速重载牵引车匹配 240kw 燃料电池且续航里程超过 600 km。公司亦积极发力扩展新能源产品销售网络和服务网络。截至 2022 年 6 月,公司新能源汽车一级经销商网络 299 家,是 2021 年同期的 3.3 倍。

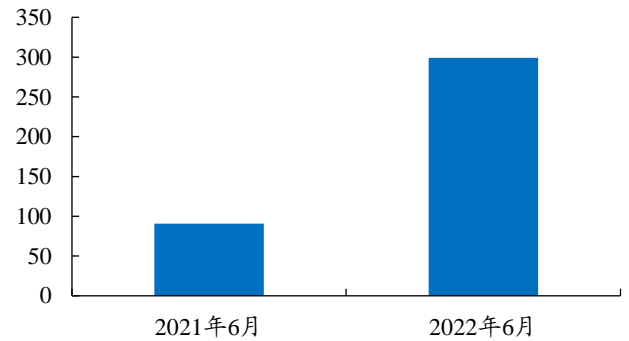
图22: 2022 年公司在多项新能源技术上实现突破

- ✓ 国内首次开发匹配150kw大功率燃料电池系统、70Mpa储氢系统的高速客车,服务2022北京冬残奥会
- ✓ 国内首次开发适合城配场景的4.5t冷链车,采用全新整车架构及控制策略,实际工况续航里程超过400km
- ✓ 国内首发49t高速重载牵引车,匹配240kw燃料电池系统,大容量IV型储氢瓶系统,氢气续航里程超过600km



资料来源: 公司 2022 年半年度业绩说明会、开源证券研究所

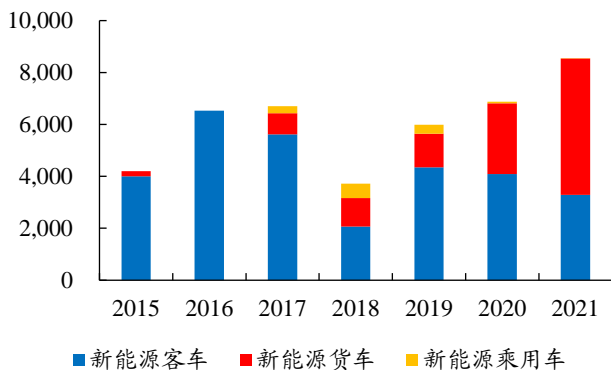
图23: 截至 2022 年 6 月,公司新能源汽车一级经销商数量达 299 家



数据来源: 公司 2022 年半年度业绩说明会、开源证券研究所

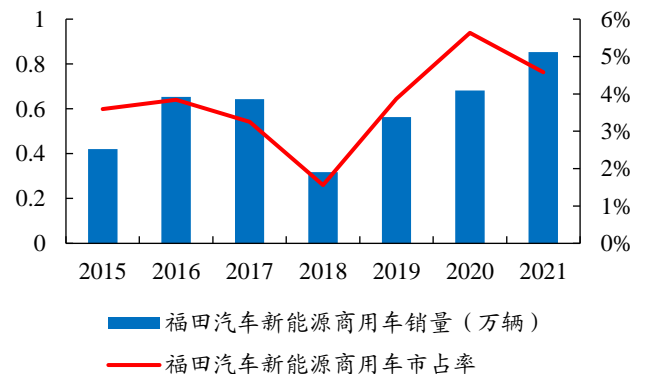
公司新能源车销量实现较快增长,新能源商用车市占率稳步上行。2021 年全年公司新能源车销量达 8,540 辆,其中新能源货车为 5,253 辆,新能源客车为 3,284 辆;2015 年公司新能源车销量仅为 4,206 辆,6 年时间实现翻倍增长,CAGR 达 12.5%。同时,伴随新能源货车放量,福田汽车新能源商用车市占率亦由 2015 年的 3.6% 提升至 2021 年的 4.6%。

图24: 2015 年-2021 年福田汽车新能源车销量实现翻倍增长(辆)



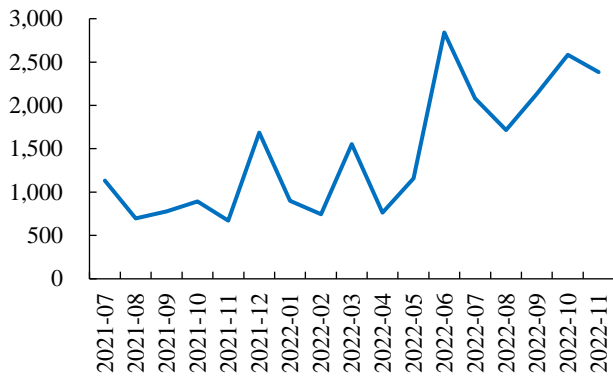
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图25: 2015 年-2021 年福田汽车新能源商用车市占率由 3.6% 提升至 4.6%

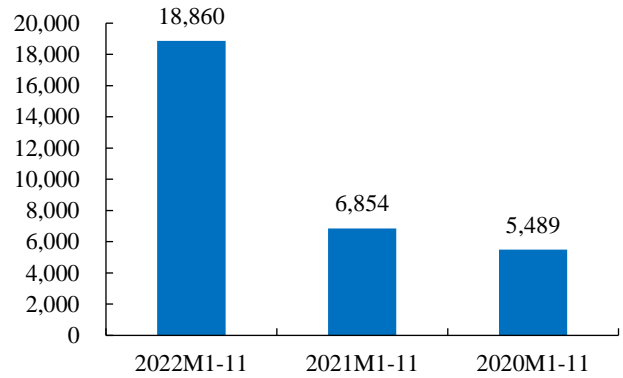


数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

2022 年公司新能源产品推广效果明显,销量快速提升。2022 年 1-11 月福田汽车新能源车累计销量达 1.9 万辆,2021 年同期仅为 0.7 万辆,同比增长 175.2%,11 月单月新能源车销量亦达 2,385 辆。

图26: 2022年11月福田汽车新能源车销量为2,385辆 (辆)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图27: 2022年前11月福田汽车新能源车销量同比增长175.2% (辆)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司将新能源作为战略增长性业务, 后续将在整车及核心零部件研发、产业生态创新上进行更深层次布局。福田汽车拟成立控股新能源汽车公司发展纯电和氢燃料智能化产品, 并拟与中石化、上海轻程合资布局氢燃料电池汽车产业。

表2: 福田汽车拟在整车及零部件领域深化新能源布局

公司新能源领域规划	主要布局
福田汽车控股新能源汽车公司	1.重点发展纯电和氢燃料的智能化产品及相关的核心零部件 2.布局大数据、车辆应用等产业生态业务, 全新平台产品预计将于2025年陆续上市
福田汽车与中石化、上海轻程合资项目	1.加氢站建设运营及燃料电池汽车车辆运营, 或将促进氢燃料电池汽车产业发展

资料来源: 2022年半年度业绩说明会、开源证券研究所

此外, 公司拟携手宁德时代开展新能源电池租赁业务, 有望提升公司新能源业务市场竞争力。福田汽车拟与宁德时代成立合资公司, 各持股50%开展新能源电池经营性租赁业务。电池租赁方式通过“车电分离”, 能够有效满足车主特别是重卡车主提升运营效率、降低购车成本的需求。宁德时代近年来在换电领域频频发力, 相继推出换电品牌“EVOGO”、MTB技术。福田汽车与宁德时代成立合资公司, 或将有效促进公司新车销售。

3.2、公司商用车出口市占率位居首位, 打开成长新空间

我国卡车出口维持高景气。受一带一路需求催化, 沿线国家基建需求增加, 带动商用车特别是卡车的需求增加。叠加俄乌冲突导致欧美商用车品牌受困于芯片不足及零部件短缺, 我国卡车企业迎来发展窗口期。

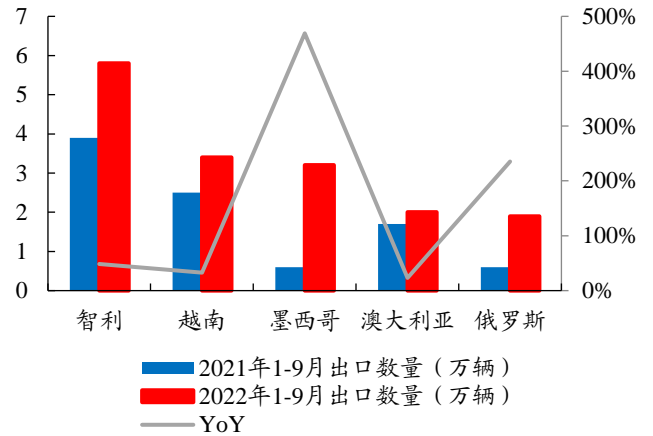
2022年前三季度, 我国卡车累计出口36.6万辆, 同比增长37.8%, 创五年新高。在卡车出口前五大国家中, 出口墨西哥的卡车销量同比增长469.0%, 出口俄罗斯的卡车销量同比增长235.0%。

图28: 我国卡车出口逻辑明确



资料来源：开源证券研究所

图29: 墨西哥与俄罗斯卡车出口数量同比增长迅速

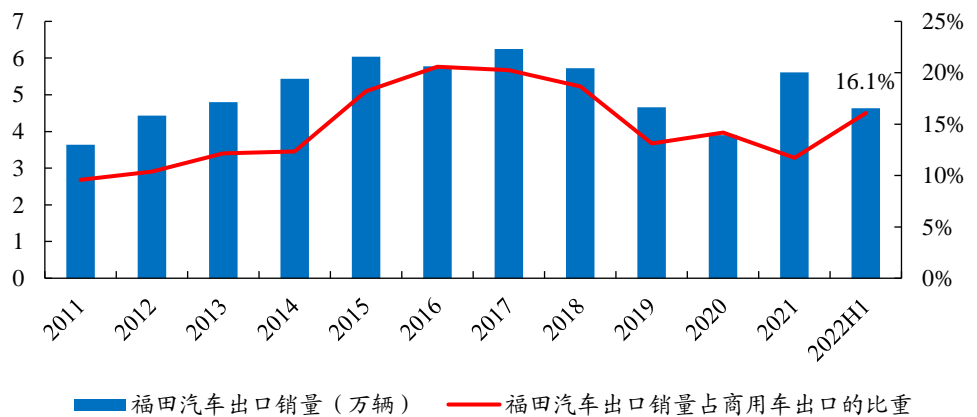


数据来源：中国汽车流通协会、开源证券研究所

福田汽车海外业务基础良好，研发基地、工厂、渠道等布局完善，具备快速响应能力。公司商用车出口主要集中在亚太、美洲、中南非、中亚、西亚等区域。其中，公司在中国、日本、德国等国家拥有研发分支机构，拥有全球三大研发中心、17个技术中心，并在俄罗斯、泰国、越南、肯尼亚建立了4大产业基地，在越南、巴基斯坦、哥伦比亚等地建立了27个KD工厂。同时，公司销售及服务网络布局完善，在海外20个核心市场，建立经销商网络超过100家，销售网点超过200家，在海外80多个主要国家和地区的服务网络也超过1400家，可实现全天候365天*24小时的全时服务。

福田汽车连续十一年稳居中国商用车出口第一，2022H1受益于海外商用车新能源化浪潮及欧美芯片短缺带来的发展窗口期，公司出口销量占行业商用车出口的比重提升至16.1%。2022上半年福田汽车出口销量达4.6万辆，同比增长54.8%，出口市占率达16.1%，较2021年全年提升4.4pcts。同时，2022年上半年公司完成新能源轻卡欧盟上市，斩获智利市场1,022台电动客车订单。公司2022年将进一步加大海外投入，尤其加大海外核心市场的产业化投入力度。海外布局加速下，预计公司出口业务将迎来较快增长。

图30: 福田汽车2022H1出口市占率提升至16.1%



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

4、盈利预测

4.1、关键假设

福田汽车是一家全面覆盖商用车整车及零部件全产业链的国有控股上市公司，业务包括轻卡、中重卡、客车及发动机等，其中轻卡市占率位居市场第一。随着卡车需求透支弱化，公司商用车销量以及业绩有望逐步修复。公司亦着力发展新能源与出口业务，打开成长新空间。

轻卡销售：我们预计 2022-2024 年福田汽车轻卡销量分别为 31.7/38.0/47.6 万辆，2022-2024 年轻卡销售收入分别为 253.6/311.9/399.4 亿元，毛利率分别为 10.5%/11.5%/12.0%。

中重卡销售：我们预计 2022-2024 年福田汽车中重卡销售收入分别为 12.2/15.9/19.8 亿元，毛利率分别为 9.0%/10.0%/11.0%。

客车销售：我们预计 2022-2024 年福田汽车客车销售收入分别为 60.2/66.2/72.8 亿元，毛利率分别为 14.0%/15.0%/16.0%。

发动机销售：我们预计 2022-2024 年福田汽车发动机销售收入分别为 48.6/63.1/75.8 亿元，毛利率分别为 4.0%/8.0%/10.0%。

表3: 公司业绩拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收: 亿元	577.7	549.7	472.5	564.9	686.3
YOY	23.0%	-4.8%	-14.1%	19.6%	21.5%
毛利率	12.0%	10.2%	11.1%	12.1%	12.9%
归母净利润: 亿元	1.6	-50.6	3.4	13.4	25.0
YOY	-19.3%	-3365.1%	106.7%	294.9%	86.2%
轻卡(含微卡): 亿元	340.4	347.7	253.6	311.9	399.4
YOY	37.7%	2.1%	-27.1%	23.0%	28.0%
毛利率	10.2%	9.5%	10.5%	11.5%	12.0%
销量: 万辆	43.5	41.6	31.7	38.0	47.6
YOY	17.5%	-4.4%	-23.7%	20.0%	25.0%
中重卡收入: 亿元	13.06	20.35	12.2	15.9	19.8
YOY	4.1%	55.8%	-40.0%	30.0%	25.0%
毛利率	14.6%	8.2%	9.0%	10.0%	11.0%
客车收入: 亿元	79.63	60.20	60.2	66.2	72.8
YOY	-13.3%	-24.4%	0.0%	10.0%	10.0%
毛利率	17.3%	13.7%	14.0%	15.0%	16.0%
发动机收入: 亿元	66.86	53.97	48.6	63.1	75.8
YOY	73.4%	-19.3%	-10.0%	30.0%	20.0%
毛利率	1.0%	1.3%	4.0%	8.0%	10.0%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4.2、盈利预测及估值

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 3.4/13.4/25.0 亿元，对应 EPS 为 0.04/0.17/0.31 元/股，对应当前股价 PE 为 66.2/16.8/9.0 倍，A 股可比公司 2022-2024 年 PE 均值分别为 19.6/13.5/10.3 倍，公司 2024 年估值水平低于可比上市公司平均估值，具备一定的估值优势。伴随 2023-2024 年行业回暖，公司业绩有望迎来修复，首次覆盖给予“增持”评级。

表4: 可比公司上市估值 (PE/PEG)

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	PE			EPS			PEG
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	(2024E)
000951.SZ	中国重汽	买入	174	14.84	22.7	15.1	10.6	0.65	0.98	1.40	0.25
000338.SZ	潍柴动力	未评级	872	10.18	16.4	12.0	10.0	0.62	0.85	1.01	0.52
平均					19.6	13.5	10.3				
600166.SH	福田汽车	增持	225	2.81	66.2	16.8	9.0	0.04	0.17	0.31	0.10

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 收盘日期为 2022/12/30, 中国重汽、福田汽车采用开源证券研究所预测数据, 潍柴动力采用 Wind 一致预期数据)

5、风险提示

基建不及预期、原材料价格上涨、海外市场拓展不达预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	21663	21638	20753	27935	28873
现金	5414	6576	4326	10114	7157
应收票据及应收账款	4488	3994	5643	4567	7569
其他应收款	1849	643	2748	922	3086
预付账款	551	487	652	612	868
存货	5556	6018	3199	7504	5824
其他流动资产	3805	3920	4184	4217	4370
非流动资产	31547	27192	25265	25685	27246
长期投资	7230	6456	7138	7843	8714
固定资产	11928	9541	7444	8585	10056
无形资产	5350	5251	4363	3256	2266
其他非流动资产	7039	5944	6320	6001	6210
资产总计	53210	48831	46018	53620	56120
流动负债	31135	33707	31969	38904	39490
短期借款	2067	1445	14183	1601	10730
应付票据及应付账款	21118	21672	11070	27823	20421
其他流动负债	7950	10590	6717	9481	8339
非流动负债	6649	4645	3232	2558	1975
长期借款	5368	3396	1969	1304	714
其他非流动负债	1282	1250	1262	1254	1262
负债合计	37784	38353	35201	41462	41465
少数股东权益	-29	5	5	5	5
股本	6575	6575	6575	6575	6575
资本公积	7974	7976	7976	7976	7976
留存收益	1201	-3860	-3521	-2180	316
归属母公司股东权益	15455	10473	10812	12153	14650
负债和股东权益	53210	48831	46018	53620	56120

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8681	764	-11669	20672	-9160
净利润	141	-5061	340	1341	2496
折旧摊销	1967	2010	1676	1755	1943
财务费用	221	154	160	246	123
投资损失	-1037	-476	0	-400	-800
营运资金变动	5921	-843	-13407	18103	-12520
其他经营现金流	1469	4980	-438	-373	-403
投资活动现金流	98	582	469	-1382	-2241
资本支出	1761	2014	-1623	1787	2472
长期投资	-230	688	-682	-705	-871
其他投资现金流	2089	1908	-472	1110	1102
筹资活动现金流	-6863	-237	-3476	-1076	-607
短期借款	-5444	-621	12738	-12582	9129
长期借款	2302	-1972	-1426	-665	-591
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	57	3	0	0	0
其他筹资现金流	-3779	2354	-14788	12172	-9145
现金净增加额	1835	1087	-14677	18214	-12008

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	57765	54974	47248	56486	68634
营业成本	50862	49382	42019	49626	59804
营业税金及附加	435	401	363	424	514
营业费用	2547	2212	1795	2090	2402
管理费用	1772	1875	1512	1695	1922
研发费用	1834	1715	1559	1977	2608
财务费用	221	154	160	246	123
资产减值损失	-229	-2094	-210	-300	-310
其他收益	298	229	274	370	276
公允价值变动收益	110	105	90	101	99
投资净收益	1037	476	0	400	800
资产处置收益	334	276	305	291	298
营业利润	61	-4948	299	1290	2423
营业外收入	97	80	96	91	89
营业外支出	67	81	63	70	71
利润总额	92	-4949	332	1311	2441
所得税	-49	112	-7	-30	-55
净利润	141	-5061	340	1341	2496
少数股东损益	-14	0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	155	-5061	340	1341	2496
EBITDA	2376	-2825	2452	3425	4576
EPS(元)	0.02	-0.63	0.04	0.17	0.31

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	23.0	-4.8	-14.1	19.6	21.5
营业利润(%)	238.1	-8183.1	106.0	332.0	87.8
归属于母公司净利润(%)	-19.3	-3372.7	106.7	294.9	86.2
获利能力					
毛利率(%)	12.0	10.2	11.1	12.1	12.9
净利率(%)	0.3	-9.2	0.7	2.4	3.6
ROE(%)	0.9	-48.3	3.1	11.0	17.0
ROIC(%)	2.6	-25.7	2.8	10.2	9.7
偿债能力					
资产负债率(%)	71.0	78.5	76.5	77.3	73.9
净负债比率(%)	22.6	20.8	125.2	-45.3	41.1
流动比率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.0	1.1	1.3
应收账款周转率	10.8	13.7	10.1	11.5	11.8
应付账款周转率	3.7	3.4	3.5	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.02	-0.63	0.04	0.17	0.31
每股经营现金流(最新摊薄)	1.08	0.10	-1.46	2.58	-1.14
每股净资产(最新摊薄)	1.93	1.31	1.35	1.52	1.83
估值比率					
P/E	145.4	-4.4	66.2	16.8	9.0
P/B	1.5	2.1	2.1	1.9	1.5
EV/EBITDA	9.0	-7.3	12.9	3.7	5.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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

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
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

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：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn