

## 一汽解放 (000800.SZ) 重卡行业拐点已至, “国车长子”有望再度启航

2023年04月01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

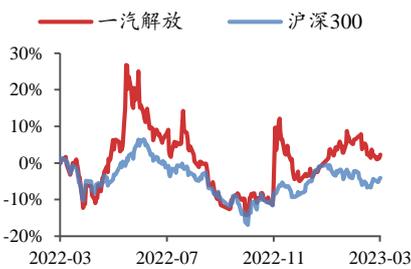
zhaoyueyuan@kysec.cn

证书编号: S0790521040001

证书编号: S0790522070005

日期	2023/3/31
当前股价(元)	8.30
一年最高最低(元)	12.06/6.75
总市值(亿元)	386.11
流通市值(亿元)	118.26
总股本(亿股)	46.52
流通股本(亿股)	14.25
近3个月换手率(%)	40.3

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### ● 国内中重卡行业龙头, 透支需求影响逐步弱化, 公司业绩有望加速修复

一汽解放是国内历史悠久、技术积淀深厚的国内中重卡行业龙头, 2020年一汽解放重组上市, 重组业务变更为商用车的研发、生产和销售。公司产品布局全面, 重卡、中卡和轻卡齐头并进, 2022年国内重卡批发市占率为18.7%。透支需求影响逐步弱化, 行业拐点已至, 公司销量以及业绩有望逐步修复。我们预计公司2022-2024年营收分别395.0/562.1/735.2亿元, 归母净利润分别为3.5/17.4/35.2亿元, 对应EPS分别为0.08/0.37/0.76元/股, 对应当前股价PE分别为109.2/22.3/10.9倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 国内重卡行业竞争格局集中, 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, 按车型结构分类, 半挂牵引车在国内重卡市场中占比最大。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%。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%, 近两年来月度批发数据首次同比转正, 结束了连续21个月的下跌。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。

### ● 一汽解放全面加速新能源、智能车的布局, 股权激励焕发新活力

一汽解放全面加速新能源、智能车的布局。公司持续发力打造清洁高效的纯电动、混合动力、氢燃料电池车辆产品组合, 相继推出J6P纯电动自卸车、JH6纯电动牵引车、J6L燃料电池载货车等新能源产品。此外, 公司与宁德时代成立合资公司, 重点布局新能源后市场运营业务。激励政策方面, 公司推行股权激励增加员工积极性, 老牌企业有望焕发新活力, 有望助力公司更好地实现战略发展目标。

● **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。

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	113,681	98,751	39,504	56,214	73,521
YOY(%)	6.8	-13.1	-60.0	42.3	30.8
归母净利润(百万元)	2,672	3,900	353	1,735	3,519
YOY(%)	34.5	46.0	-90.9	390.7	102.9
毛利率(%)	9.2	10.1	6.9	10.4	11.3
净利率(%)	2.4	3.9	0.9	3.1	4.8
ROE(%)	10.8	14.9	1.6	7.3	13.8
EPS(摊薄/元)	0.57	0.84	0.08	0.37	0.76
P/E(倍)	14.5	9.9	109.2	22.3	11.0
P/B(倍)	1.6	1.5	1.6	1.6	1.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、国内中重型卡车龙头，积极推进新能源业务探索.....	4
1.1、背靠国资历史悠久，产品布局全面合理.....	4
1.2、重组后营收大幅度增长，商用车需求波动致 2022 年业绩承压.....	5
2、重卡行业竞争格局集中，景气度有望回升.....	6
2.1、国内重卡行业格局集中，半挂牵引车占据国内主流.....	6
2.2、拐点已至，重卡行业景气度有望持续回升.....	7
3、一汽解放：产品矩阵丰富全面，加速新能源、智能车布局.....	8
3.1、一汽解放产业布局全面，产品矩阵丰富全面.....	8
3.2、与宁德时代成立合资公司，重点布局新能源后市场运营业务.....	11
3.3、股权激励增加积极性，老牌企业焕发新活力.....	12
4、盈利预测与投资建议.....	12
4.1、关键假设.....	12
4.2、盈利预测与估值.....	13
5、风险提示.....	13
附：财务预测摘要.....	14

## 图表目录

图 1：2020 年一汽解放重组上市，重组业务变更为商用车的研发、生产和销售.....	4
图 2：公司产品布局全面，重卡、中卡和轻卡齐头并进.....	4
图 3：一汽解放集团旗下子公司、参股公司众多.....	5
图 4：2020 年公司重组后营收大幅度增长.....	5
图 5：2021 年公司商用车业务营收占比超 9 成.....	5
图 6：2022 年公司归母净利润承压.....	6
图 7：2022 年公司盈利水平同比下降.....	6
图 8：2022 年前三季度公司期间费用率有所增长.....	6
图 9：国内重卡行业竞争格局集中，2022 年 CR5 市占率接近 9 成（%）.....	7
图 10：2022 年国内重卡市场半挂牵引车销量较多（万辆）.....	7
图 11：2022 年国内重卡市场半挂牵引车占比较大（%）.....	7
图 12：2022 年重卡销量大幅度下滑.....	8
图 13：2023 年 2 月国内重卡批发销量同比+30%.....	8
图 14：2023 年 2 月国内重卡批发销量同比转正.....	8
图 15：2022 年公司重卡销量同比下滑.....	10
图 16：2023 年 2 月公司重卡批发销量环比回暖.....	10
图 17：一汽解放“超级工厂”于 2023 年 2 月正式投产.....	10
图 18：2020 年起公司固定资产金额明显增加.....	11
图 19：2020 年起公司在建工程金额明显增加.....	11
图 20：一汽解放与宁德时代合资公司将提供车电分离服务.....	11
图 21：一汽解放与宁德时代合资公司将提供整车租赁及运力承接服务.....	12
图 22：一汽解放与宁德时代合资公司将提供二手车及电池回收服务.....	12
表 1：公司产品布局全面，产品矩阵丰富.....	9
表 2：公司营收拆分及预测.....	13

---

表 3: 可比公司估值..... 13

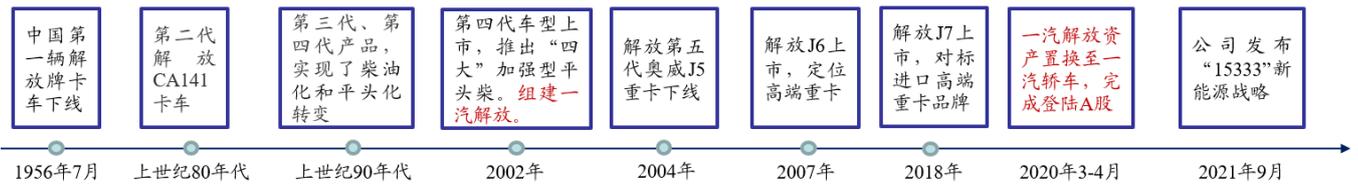
## 1、国内中重型卡车龙头，积极推进新能源业务探索

### 1.1、背靠国资历史悠久，产品布局全面合理

**一汽解放历史悠久，持续创新。**1956年第一辆国产解放牌汽车 CA10 驶下装配线。二十世纪 80 年代，一汽在中国改革开放政策推动下，自主研发、生产了第二代解放 CA141 卡车。90 年代末，先后自主研发生产了第三代、第四代产品，实现了卡车生产柴油化和平头化转变。2014 年开始向轻型车领域拓展，实现了以重型车为主，中型、重型、轻型发展并举的产品格局。

**一汽解放重组上市，持续进行新能源业务探索。**2019 年 3 月 28 日，原一汽轿车发布停牌公告，2020 年 5 月 20 日，更名为一汽解放重组上市，重组业务变更为商用车的研发、生产和销售。2021 年 9 月，公司发布新能源战略，成立新能源事业部推进新能源业务探索。2022 年 8 月 18 日，一汽解放与宁德时代合资成立解放时代，重点布局新能源后市场运营业务，共同打造辐射全国的新能源商用车运营中心。2023 年 2 月 26 日，一汽解放“超级工厂”正式投产，是中国动力总成产业发展的里程碑，也是一汽解放自主动力总成事业蓄势谋远、再攀高峰的新起点。

图1：2020 年一汽解放重组上市，重组业务变更为商用车的研发、生产和销售



资料来源：公司官网、开源证券研究所

**产品布局全面，重卡、中卡和轻卡齐头并进。**一汽解放拥有牵引、载货、自卸、专用、新能源、轻卡、客车七大产品系列。凭借“安全、可靠、节能、舒适、高效”的技术性能和卓越品质，赢得了广大用户的信赖。在重卡领域，有 J7、鹰途、JH6、J6V、J6P、悍 V 六大产品平台；在中卡领域，有 J6G、J6L、JK6、龙 V 四大产品平台；在轻卡领域，有领途、J6F、虎 V 三大产品平台；在客车领域，涵盖公路车、公交车和房车等多个产品领域。

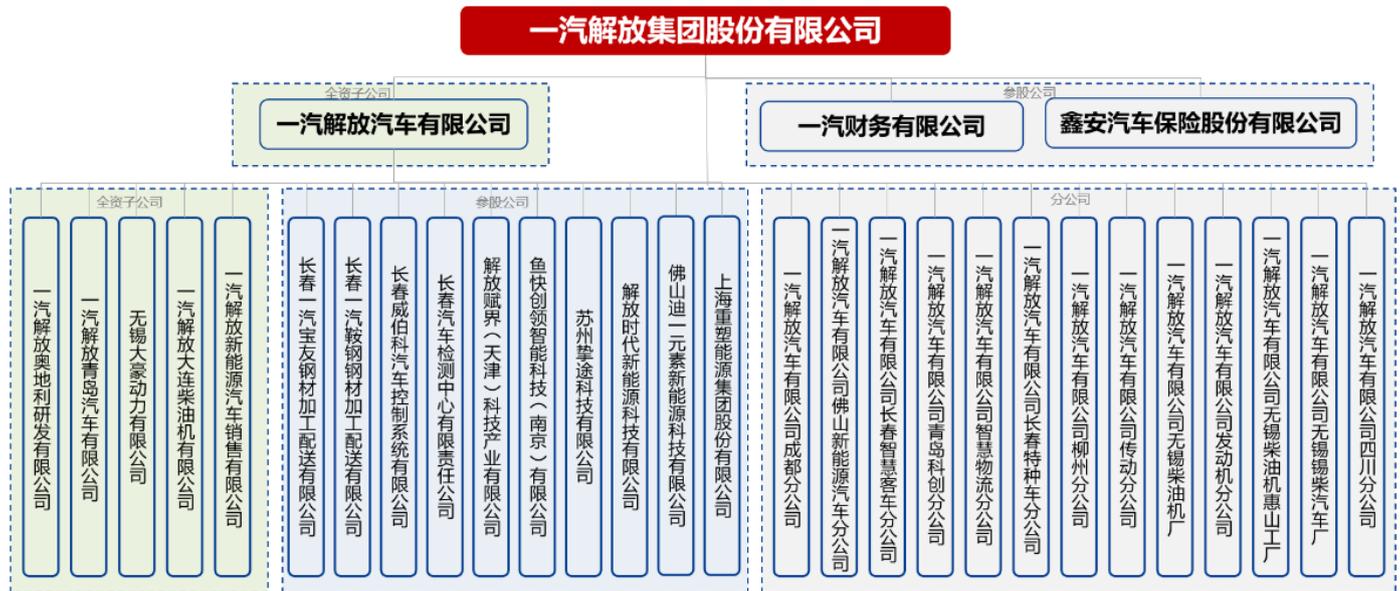
图2：公司产品布局全面，重卡、中卡和轻卡齐头并进



资料来源：公司官网

一汽解放集团旗下子公司、参股公司众多。一汽解放集团旗下子公司众多，其中全资子公司主要包括一汽解放汽车有限公司、一汽解放销售有限公司、一汽解放新能源汽车销售有限公司等；参股公司主要包括长春一汽鞍钢钢材加工配送有限公司、一汽财务有限公司等。

图3：一汽解放集团旗下子公司、参股公司众多



资料来源：公司官网

## 1.2、重组后营收大幅度增长，商用车需求波动致 2022 年业绩承压

2020 年一汽解放重组上市，营业总收入达到 1136.81 亿元，同比大幅度提升。公司 2021 年营业总收入为 987.51 亿元，实现利润 41.09 亿元。其中商用车的研发和销售作为公司的主营业务，商用车业务营收占比 92.27%。

图4：2020 年公司重组后营收大幅度增长



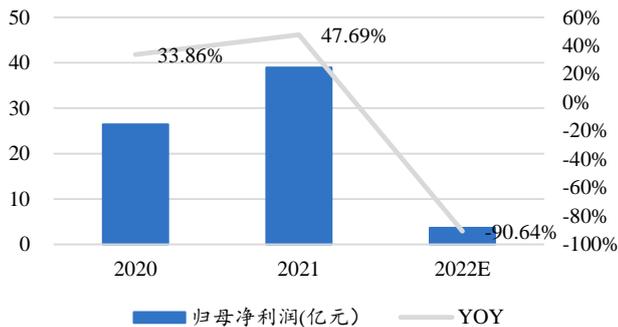
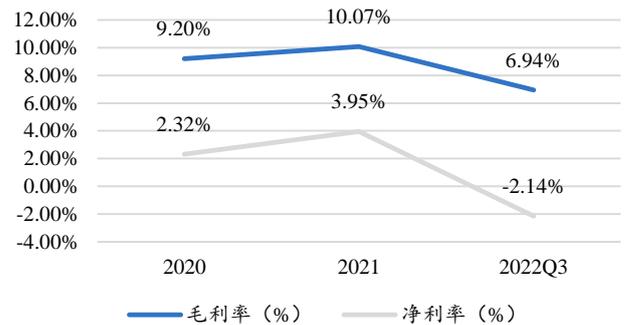
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2021 年公司商用车业务营收占比超 9 成



数据来源：Wind、开源证券研究所

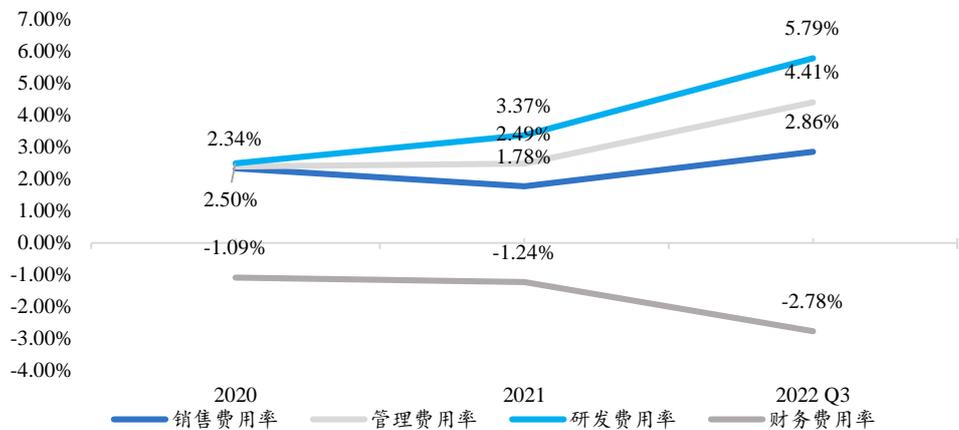
2022年商用车市场需求明显下滑，公司业绩承压。2021年公司实现归母净利润39亿元，同比+45.97%。毛利率由2020年的9.20%增长至10.07%，净利率由2020年的2.32%增长至3.95%。受到疫情、原材料上涨、行业景气度低迷等因素的影响，公司收入受到影响，2022年期间费用率有所增加，根据公司业绩预告，公司预计2022年归母净利润为3.2-4.1亿元，同比减少89%~92%；公司预计2022年扣非净利润亏损16.3-17.2亿元，同比转亏。

**图6：2022年公司归母净利润承压**

**图7：2022年公司盈利水平同比下降**


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：2022年预测值来源于公司业绩预告中取值

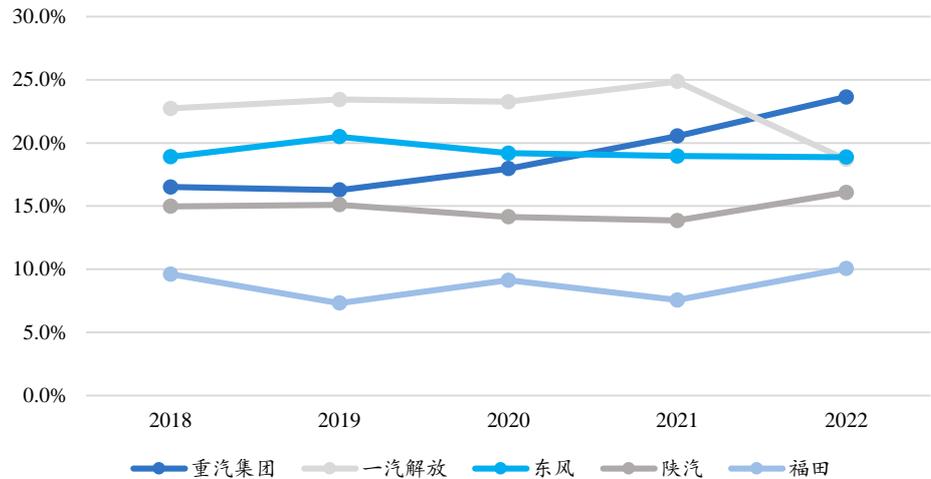
**图8：2022年前三季度公司期间费用率有所增长**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、重卡行业竞争格局集中，景气度有望回升

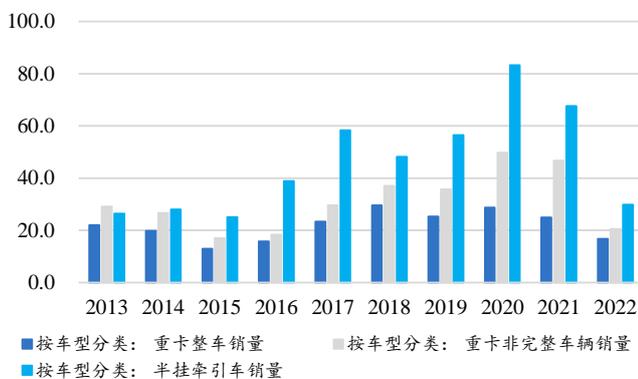
### 2.1、国内重卡行业格局集中，半挂牵引车占据国内主流

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%。

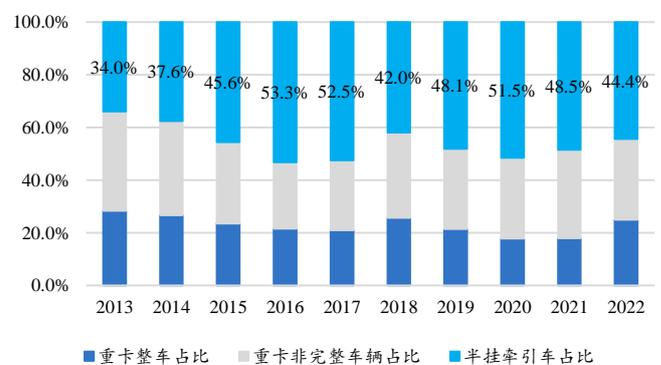
**图9：国内重卡行业竞争格局集中，2022年CR5市占率接近9成（%）**


数据来源：各公司产销公告、中汽协、开源证券研究所

按车型结构分类，半挂牵引车在国内重卡市场中占比最大。按车型结构划分，重卡可划分为半挂牵引车、重卡整车和重卡非完整车辆，2014年起国内半挂牵引车销量超过重卡非完整车辆，成为重卡市场中销售占比最高的车型。2022年国内重卡市场中半挂牵引车、重卡整车、重卡非完整车辆占比分别为44.4%、25.0%、30.6%。

**图10：2022年国内重卡市场半挂牵引车销量较多(万辆)**


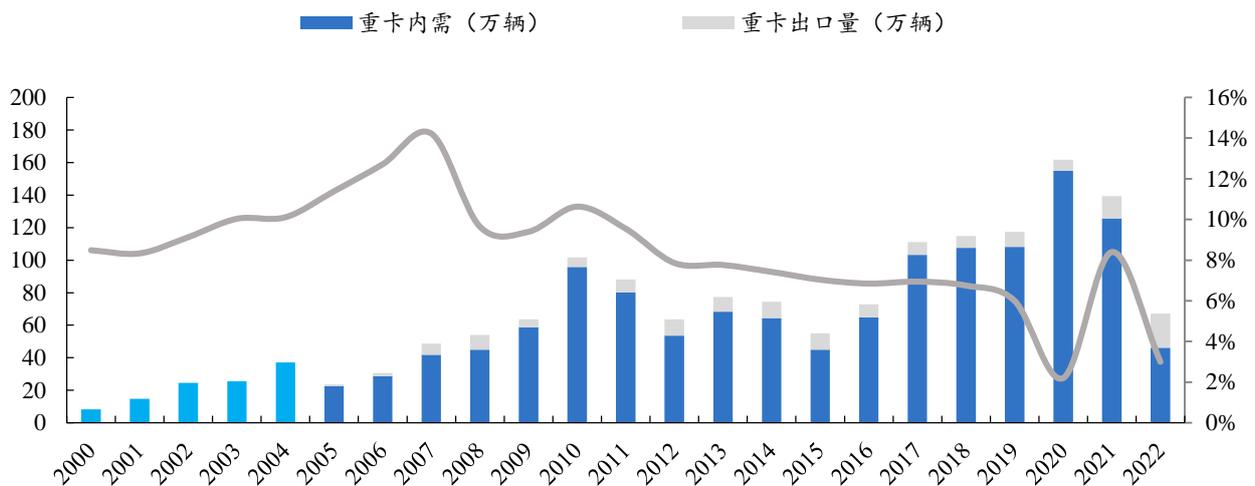
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图11：2022年国内重卡市场半挂牵引车占比较大（%）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

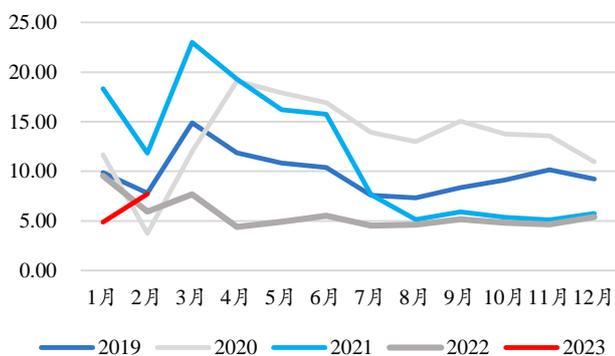
## 2.2、拐点已至，重卡行业景气度有望持续回升

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12：2022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。展望未来，在疫情影响减弱、透支效应逐渐出清等背景下，重卡销量有望恢复增长。

**图13：2023年2月国内重卡批发销量同比+30%**


数据来源：中汽协、开源证券研究所

**图14：2023年2月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、一汽解放：产品矩阵丰富全面，加速新能源、智能车布局

#### 3.1、一汽解放产业布局全面，产品矩阵丰富全面

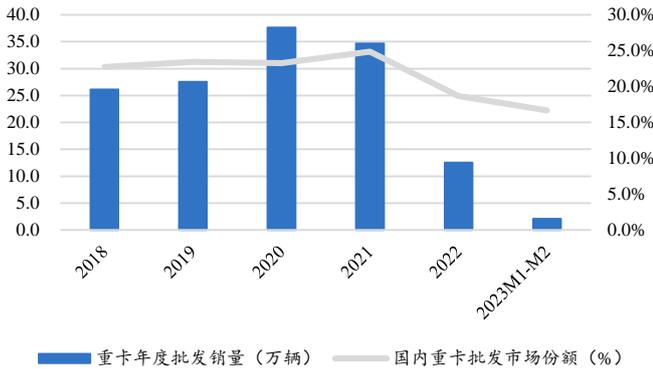
**一汽解放全面加速新能源、智能车的布局。**除了在传统能源领域，在新能源布局方面，一汽解放持续发力打造清洁高效的纯电动、混合动力、氢燃料电池车辆产品组合，相继推出 J6P 纯电动自卸车、JH6 纯电动牵引车、J6L 燃料电池载货车、J6P 混合动力牵引车等新能源产品；随着智能化的趋势，在智能车方面，一汽解放在 2022 年发布量产级 J6V\_L2+ 和 J6V 超级卡车，为高速干线场景提供解决方案。打造多款 L4 级智能专用产品，能够适用于港口、环卫、口岸等多个场景，各项技术处于国际领先行列。

**表1: 公司产品布局全面, 产品矩阵丰富**

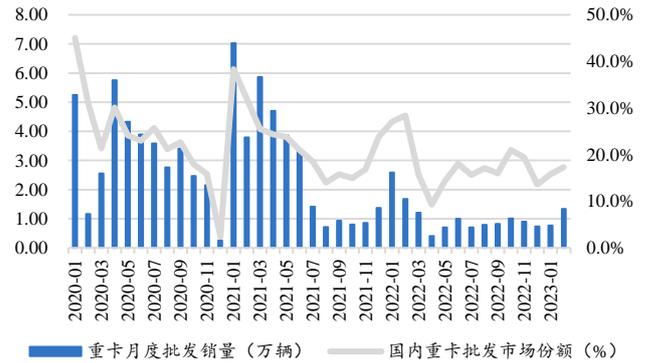
一汽解放产品布局		
重卡	J7	
	鹰途	
	JH6	
	J6V	
	J6P	
	悍V	
中卡	J6G	
	J6L	
	JK6	
	龙V	
轻卡	领途	
	J6F	
	虎V	
客车	传统公路车	
	新能源公路车	
	新能源公交车	
	越野房车	

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

**2022 年公司重卡销量及市占率出现下滑, 2023 年 2 月双双回升。**一汽解放 2022 年重卡批发销量为 12.6 万辆, 同比-63.8%, 市占率为 18.7%, 较 2021 年下降 6.2pcts。2023 年 2 月公司重卡批发销量为 1.34 万辆, 同比降幅较 1 月大幅缩窄, 单月市占率为 17.3%, 环比 1 月提升 1.5pcts。

**图15：2022 年公司重卡销量同比下滑**


数据来源：中汽协、公司公告、开源证券研究所

**图16：2023 年 2 月公司重卡批发销量环比回暖**


数据来源：中汽协、公司公告、开源证券研究所

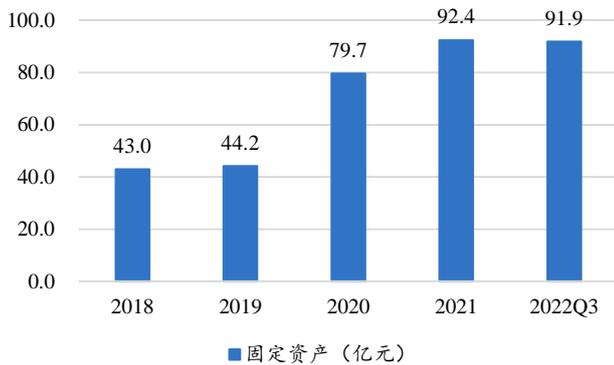
**一汽解放产业布局全面。**一汽解放具备长春、青岛、成都、柳州、佛山五大整车基地，长春、无锡、大连三大总成基地，拥有擎途科技、鱼块创领、赋界科技、解放时代以及迪一元素五大新业态公司，在全球“四国九地”设有研发基地。

**行业下行期逆势扩张，一汽解放“超级工厂”于2023年2月正式投产，“超级动力”驶下产线。**“超级工厂”于2020年9月26日正式开工，经过29个月的奋战后建成投产，是一汽解放“十四五”期间在无锡的第一个重大投资项目，项目总投资12.27亿元人民币，建筑面积3.8万平方米，具备2万台16L发动机生产能力和6万台天然气发动机试验能力。

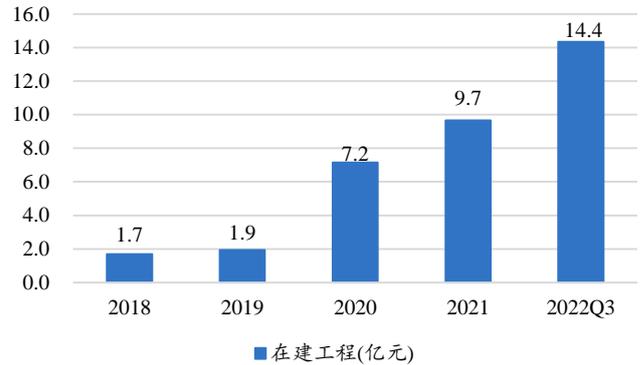
“超级工厂”瞄准“中国第一，世界一流”的目标，具备超级绿色、超级智能、超级精益三大特征，采用了国际最领先设计和行业最高标准的产品，满足“设计30年不落后”“厂房30年不大修”的要求，致力于打造未来十年的发动机行业标杆工厂。“超级工厂”的投产、奥威16L发动机产品的下线，是中国动力总成产业发展的里程碑，也是一汽解放自主动力总成事业蓄势谋远、再攀高峰的新起点。

**图17：一汽解放“超级工厂”于2023年2月正式投产**


资料来源：公司官网

**图18：2020年起公司固定资产金额明显增加**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图19：2020年起公司在建工程金额明显增加**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.2、与宁德时代成立合资公司，重点布局新能源后市场运营业务

2022年8月18日，“解放时代，定赢未来”一汽解放&宁德时代合资公司落地正定揭牌暨签约仪式在石家庄隆重举行。一汽解放汽车和宁德时代将紧紧围绕新能源商用车全生命周期运营，创新商业模式、提供系统方案、解决用户痛点，全力打造新型产业生态，勇当引领新能源商用车行业前进的旗帜标杆，为河北省的产业转型和高质量发展丰富新内涵、注入新动能。

具体来看，双方将斥资5亿元，重点布局新能源后市场运营业务，以解决客户生命周期痛点为抓手，为客户提供“三大服务”。

**提供车电分离服务，让客户购置无忧。**通过为客户提供“购置无电池底盘+租赁电池”的运营方案，匹配多样化金融衍生服务，客户可大幅降低前期投入，解决客户初始购车成本高的痛点，实现初始购车成本低于传统车、使用成本低于传统车。同时结合客户运营场景，为客户提供定制化换电站建设及运营服务，确保客户极速、共享换电。

**图20：一汽解放与宁德时代合资公司将提供车电分离服务**


资料来源：公司官网

**提供整车租赁及运力承接服务，让客户使用无忧。**通过构建“整车租赁+充换电网络”一体化服务，可大幅降低客户资产占用，优化运营模式，实现无首付轻资产化运营。另外可为客户提供专业、安全、高效的新能源全包运力服务，快速实现客户“零投入”电动化转型。

图21：一汽解放与宁德时代合资公司将提供整车租赁及运力承接服务



资料来源：公司官网

提供二手车及电池回收服务，让客户置换无忧。通过合理化构建二手新能源商用车价格评估体系，明确二手车回购价格，打通二手车线上线下结合的流通渠道，提升车辆保值率，提升客户新能源车使用信心、消除金融体系坏账顾虑。

图22：一汽解放与宁德时代合资公司将提供二手车及电池回收服务



资料来源：公司官网

### 3.3、股权激励增加积极性，老牌企业焕发新活力

充分调动员工积极性，公司采用股权激励手段奖励人才。为了进一步建立、健全公司长效激励机制，充分调动核心骨干员工的积极性，提升股东价值，维护所有者权益，有效地将股东利益、公司利益和员工个人利益结合在一起。一汽解放于2020年11月13日发布股权激励计划，激励对象包括公司董事、高级管理人员以及对公司经营业绩和持续发展有直接影响的核心技术人员和管理骨干等。

2021年2月1日，公司披露了《关于第一期限制性股票激励计划首次授予登记完成的公告》，本激励计划首次授予限制性股票实际认购人数合计319人，授予数量4098.77万股，授予价格7.54元/股。授予的限制性股票上市日为2021年2月5日。2022年1月6日，公司披露了《关于第一期限制性股票激励计划预留部分限制性股票授予登记完成的公告》，本激励计划预留部分授予限制性股票实际认购人数合计33人，授予数量372.16万股，授予价格6.38元/股。授予的限制性股票上市日为2022年1月10日。股权激励举措有望助力公司更好地实现战略发展目标。

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、关键假设

**商用车业务：**公司主要业务为商用车生产与销售，产品布局全面，重卡、中卡和轻卡齐头并进，2022年国内重卡批发市占率为18.7%。透支需求影响逐步弱化，

行业拐点已至，公司销量以及业绩有望逐步修复，我们预计 2022-2024 年公司商用车业务营收分别为 349.1、511.6、679.6 亿元，毛利率分别为 6.5%、10.0%、11.0%。

**表2：公司营收拆分及预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
商用车销售收入：亿元	1032.1	911.2	349.1	511.6	679.6
<b>YOY</b>		<b>-11.7%</b>	<b>-61.7%</b>	<b>46.6%</b>	<b>32.8%</b>
毛利率	8.8%	9.5%	6.5%	10.0%	11.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2、盈利预测与估值

综上，我们预计公司 2022-2024 年营收分别 395.0/562.1/735.2 亿元，归母净利润分别为 3.5/17.4/35.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.08/0.37/0.76 元/股，对应当前股价 PE 分别为 109.2/22.3/10.9 倍，A 股行业 3 家可比公司 PE 均值为 67.9/17.9/12.0 倍。我们认为公司重点布局新能源后市场运营业务，推行股权激励增加员工积极性，老牌企业有望焕发新活力，有望助力公司更好地实现战略发展目标，首次覆盖给予“买入”评级。

**表3：可比公司估值**

证券代码	股票简称	评级	总市值		PE			EPS			PEG
			(亿元)	(元/股)	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	(2024)
000951.SZ	中国重汽	买入	198.4	16.89	93.83	17.23	12.06	0.18	0.98	1.4	0.28
600166.SH	福田汽车	增持	279.3	3.49	87.25	20.53	11.26	0.04	0.17	0.31	0.14
000338.SZ	潍柴动力	未评级	1,036.9	12.61	22.52	15.96	12.74	0.56	0.79	0.99	0.50
	平均值				67.87	17.91	12.02				0.31
000800.SZ	一汽解放	买入	386.1	8.30	109.23	22.26	10.94	0.08	0.37	0.76	0.11

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期为 2023/03/31，潍柴动力盈利预测数据来自 Wind 一致预期，中国重汽、福田汽车、一汽解放盈利预测数据来自开源证券研究所）

## 5、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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	46382	49927	22728	54039	38990
现金	18661	30761	12306	30454	22902
应收票据及应收账款	1161	1293	146	1250	576
其他应收款	323	249	0	326	100
预付账款	496	869	0	777	239
存货	19963	9268	2842	13735	7718
其他流动资产	5777	7487	7434	7497	7454
<b>非流动资产</b>	18023	19839	11627	13163	14367
长期投资	4564	4767	5598	6424	7274
固定资产	7977	9237	749	1221	1294
无形资产	2769	2772	2901	3107	3353
其他非流动资产	2713	3063	2379	2411	2446
<b>资产总计</b>	64405	69766	34354	67202	53357
<b>流动负债</b>	34914	38566	5803	38271	22535
短期借款	0	0	2297	0	8802
应付票据及应付账款	19193	27628	0	26551	7811
其他流动负债	15721	10939	3507	11720	5923
<b>非流动负债</b>	4930	4958	4958	4958	4958
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4930	4958	4958	4958	4958
<b>负债合计</b>	39844	43524	10761	43229	27493
少数股东权益	0	0	23	41	94
股本	4610	4654	4654	4654	4654
资本公积	10098	10439	10439	10439	10439
留存收益	9602	11177	11376	12205	13424
<b>归属母公司股东权益</b>	24561	26242	23571	23932	25770
<b>负债和股东权益</b>	64405	69766	34354	67202	53357

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	-780	15203	-25762	23648	-12912
净利润	2641	3900	376	1753	3572
折旧摊销	1691	1531	1633	1822	2154
财务费用	-1238	-1221	-734	-763	-817
投资损失	-851	-736	-702	-715	-751
营运资金变动	-4594	10789	-26348	21593	-17052
其他经营现金流	1571	941	12	-43	-18
<b>投资活动现金流</b>	-4465	2602	7348	-2593	-2577
资本支出	1906	2492	-7411	2532	2509
长期投资	-4710	-44	-831	-826	-850
其他投资现金流	2151	5138	769	765	782
<b>筹资活动现金流</b>	1342	-2048	-2338	-610	-865
短期借款	0	0	2297	-2297	8802
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	2982	44	0	0	0
资本公积增加	-9541	341	0	0	0
其他筹资现金流	7901	-2434	-4635	1687	-9666
<b>现金净增加额</b>	-3903	15756	-20752	20445	-16354

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	113681	98751	39504	56214	73521
营业成本	103220	88809	36791	50362	65178
营业税金及附加	691	367	178	268	257
营业费用	2654	1754	1146	1314	1470
管理费用	2716	2454	1778	1799	1985
研发费用	2836	3329	2291	2249	2500
财务费用	-1238	-1221	-734	-763	-817
资产减值损失	-522	-230	277	169	74
其他收益	334	340	1975	408	489
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	851	736	702	715	751
资产处置收益	5	0	67	50	31
<b>营业利润</b>	3480	4081	443	1982	4133
营业外收入	27	55	36	42	40
营业外支出	19	27	46	5	24
<b>利润总额</b>	3488	4109	433	2019	4149
所得税	848	209	56	267	577
<b>净利润</b>	2641	3900	376	1753	3572
少数股东损益	-31	0	23	18	53
<b>归属母公司净利润</b>	2672	3900	353	1735	3519
EBITDA	4620	4717	1509	3290	5790
EPS(元)	0.57	0.84	0.08	0.37	0.76

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	6.8	-13.1	-60.0	42.3	30.8
营业利润(%)	67.4	17.3	-89.2	347.7	108.5
归属于母公司净利润(%)	34.5	46.0	-90.9	390.7	102.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	9.2	10.1	6.9	10.4	11.3
净利率(%)	2.4	3.9	0.9	3.1	4.8
ROE(%)	10.8	14.9	1.6	7.3	13.8
ROIC(%)	8.0	10.2	-0.4	4.7	8.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	61.9	62.4	31.3	64.3	51.5
净负债比率(%)	-63.2	-104.7	-28.7	-113.5	-42.0
流动比率	1.3	1.3	3.9	1.4	1.7
速动比率	0.7	1.0	3.1	1.0	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.5	1.5	0.8	1.1	1.2
应收账款周转率	89.4	96.1	96.1	96.1	96.1
应付账款周转率	5.4	5.9	5.1	5.9	5.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.84	0.08	0.37	0.76
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.17	3.27	-5.54	5.08	-2.78
每股净资产(最新摊薄)	5.28	5.64	5.07	5.14	5.54
<b>估值比率</b>					
P/E	14.5	9.9	109.2	22.3	11.0
P/B	1.6	1.5	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	5.0	2.4	21.1	3.5	4.8

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