

# 中集车辆 (301039)

## 深耕主业全球开拓，顺势加速电动转型

买入 (首次)

2023年05月04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

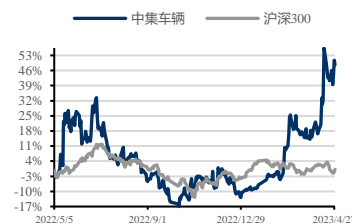
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	23,621	33,497	42,167	50,970
同比	-15%	42%	26%	21%
归属母公司净利润 (百万元)	1,118	1,698	2,292	3,118
同比	24%	52%	35%	36%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.55	0.84	1.14	1.55
P/E (现价&最新股本摊薄)	23.89	15.73	11.66	8.57

关键词: #市占率上升

### 投资要点

- 以高端制造体系为核心竞争力，成长为全球半挂车行业龙头。**公司成立于1996年，于2002年通过资产收购进军半挂车行业，至2009年完成国内完整业务链布局；2010~2016年全球市场加速收购整合，开拓海外市场；同步于2014年起建设“灯塔工厂”，高端制造线逐步覆盖全球，灯塔先锋+北美+欧洲三大业务或集团驱动全球半挂车行业份额提升至10%+；并以此为基础开拓国内专用车上装以及冷藏厢式货运车业务，集成强冠业务集团+太宇节业务集团双业务或集团，助力营收体量快速提升。财务角度，公司净利率稳定6%~8%区间，毛利率/费用率/现金流表现健康，业绩兑现能力较强。
- 半挂车业务海内外齐发力，量价齐升，盈利改善；**专用车业务加速国内整合以及海外开拓。1) 国内物流需求增加带动半挂车行业总量回升；中集车辆作为半挂龙头，未来有望充分受益车队集成规模化采购红利，份额持续提升。2) 专用车行业受益于国内经济复苏，基建/物流回暖，总量提升可期；公司专用车业务品类丰富强冠集团/太宇节业务集团覆盖多用途车型上装，有望率先受益行业上行红利。
- 灯塔制造网络铺设助力高质量制造以及高盈利发展。**以自动化/智能化生产为核心，全球网络布局合计25座灯塔工厂覆盖不同类型产品，模块化生产叠加轻量化应用，助力公司提质增效，毛利率中枢上移。
- 乘新能源东风，积极布局电动半挂/专用车，份额提升可期。**重卡产业新能源转型趋势明确，中集车辆当前已完善布局推出新能源渣土车、矿卡、混凝土搅拌、冷藏厢式车厢体等多类型产品，2022年新能源业务营收占总营收比例为1%。未来公司将持续巩固和开拓新能源混凝土搅拌车与渣土车市场份额，并积极探索短途电动半挂领域，加速对于新能源城市配送车型的市场拓展，力争借新能源东风实现公司业务范围、市场份额的横纵向多维拓展。
- 盈利预测与投资评级：全球半挂龙头主业持续发力，新能源转型提速。**我们预计公司2023~2025年营业总收入为335/422/510亿元，归属母公司净利润为17/23/31亿元，分别同比+52%/+35%/+36%，对应EPS为0.84/1.14/1.55元，对应PE为16/12/9倍。选取A股四家卡车企业作为中集车辆的可比公司，2023~2025可比公司估值均值为17/11/11倍。鉴于中集车辆国内半挂车份额稳定提升，灯塔工厂逐步覆盖提升盈利能力，长期新能源领域布局持续发力，我们认为中集车辆应该享受更高估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：国内物流行业复苏不及预期；海外经济波动超预期等。**

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	13.24
一年最低/最高价	7.29/14.00
市净率(倍)	2.03
流通 A 股市值(百万元)	9,602.13
总市值(百万元)	26,713.02

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.51
资产负债率(% ,LF)	40.11
总股本(百万股)	2,017.60
流通 A 股(百万股)	725.24

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 半挂车行业全球龙头，主业与新能源多点开花</b>	<b>5</b>
1.1. 全球半挂行业龙头，高端制造体系建设领军者	5
1.2. 核心产品覆盖半挂/牵引上装等多领域，六大业务集团划分明晰	6
1.3. 客户资源优质，产能全球布局，供需匹配情况良好	7
1.4. 营收稳健增长，业绩兑现能力较强	9
<b>2. 海内外齐发力，半挂车业务量价齐升</b>	<b>11</b>
2.1. 国内半挂车市场总量回暖，格局集中化利好龙头	12
2.2. 海外市场：欧美市场龙头地位稳固，持续开拓海外	14
2.3. 集约化采购趋势明确，高价值量产品占比提升	15
<b>3. 专用车业务：国内需求回暖&amp;出口向好双重因素驱动向上</b>	<b>16</b>
<b>4. 灯塔制造网络全球普及，模块化&amp;轻量化高质量生产</b>	<b>17</b>
4.1. 灯塔工厂模块化生产全球覆盖	17
4.2. 积极推进轻量化技术生产布局，提升单车效益	19
<b>5. 新能源探索创新加速，助力公司打开成长空间</b>	<b>20</b>
5.1. 巩固并开拓新能源专用车市场份额	21
5.2. 加速新能源城市配送车产品市场拓展	21
5.3. 开发氢能源产品，引领市场趋势	22
<b>6. 盈利预测与投资建议</b>	<b>23</b>
<b>7. 风险提示</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 中集车辆发展历程.....	5
图 2: 中集车辆股权结构.....	6
图 3: 中集车辆产品矩阵.....	6
图 4: 中集车辆六大集团业务矩阵.....	7
图 5: 中集车辆六大业务/集团产品情况 .....	7
图 6: 中集车辆合作客户情况.....	7
图 7: 2017-2022 年综合产能利用率情况 (万辆/台套) .....	8
图 8: 2017-2020 年 1-6 月公司境内外产能利用率情况 .....	8
图 9: 2020-2022 境内产销情况 (万辆) .....	8
图 10: 2020-2022 境外产销情况 (万辆) .....	8
图 11: 2015-2022 年公司营业收入 (亿元) 及增速.....	9
图 12: 2017-2022 年公司车辆销售情况 (万辆) .....	9
图 13: 2017-2022 年公司分产品营收情况 (亿元) .....	10
图 14: 2017-2022 年公司境内外营收情况 (亿元) .....	10
图 15: 2015-2022 年公司归母净利润情况 (万元) .....	10
图 16: 2017-2022 年公司各项产品毛利率情况 .....	10
图 17: 公司毛利率变化情况.....	10
图 18: 公司直渠道收入 (亿元) 及其经销商数量 (个) .....	10
图 19: 2017-2022 年公司期间费用率情况 .....	11
图 20: 2017-2022 年公司现金流情况 (年度) .....	11
图 21: 公司半挂车业务营收 (亿元) 及增速.....	12
图 22: 公司全球半挂车销量 (万辆) 及市占率情况.....	12
图 23: 甩挂运输模式图解.....	12
图 24: 商用车产品分类及半挂车类型.....	12
图 25: 中国 GDP 当季值情况及增速.....	13
图 26: 中国:社会消费品零售总额:当月值 .....	13
图 27: 全球半挂车供应商集中度情况.....	14
图 28: 2019 年中国半挂车市场集中度.....	14
图 29: 2019 年全球半挂车市场集中度.....	14
图 30: 全球半挂车销量 (万辆) .....	15
图 31: 全球 CR5 供应商半挂车及相关产品产量 (万辆) .....	15
图 32: 公司半挂车产品均价情况 (万元) .....	16
图 33: 中国专用车销量结构 (万辆) 及增速.....	16
图 34: 2018-2022 年公司专用车上装销量/万辆及增速 .....	16
图 35: 2017-2022 年公司专用车系列营收 (亿元) 及增速 .....	17
图 36: 2018-2022 年公司专用车产品毛利率 .....	17
图 37: 灯塔工厂制造流程示意.....	17
图 38: 中集车辆全球生产布局情况.....	18
图 39: 中集车辆全球“灯塔”制造网络地区分布数量 (个) .....	19
图 40: 我国新能源重卡渗透率情况.....	20
图 41: 新能源重卡分能源动力类型销量/辆 .....	20
图 42: 公司新能源产品销量情况 (辆) .....	20
图 43: 公司新能源产品收入情况 (万元) .....	20

图 44: 中集车辆旗下凌宇牌新能源搅拌车.....	21
图 45: 中集太字节新能源冷藏车.....	22
图 46: 中集太字节氢能源冷藏车.....	22
表 1: 中集车辆半挂车业务主要竞争公司.....	14
表 2: 公司轻量化技术布局情况.....	19
表 3: 公司新能源冷藏车涉及的相关技术.....	22
表 4: 中集车辆 2023~2025 年盈利预测核心假设.....	23
表 5: 中集车辆可比公司估值比较【2023 年 4 月 29 日】.....	24

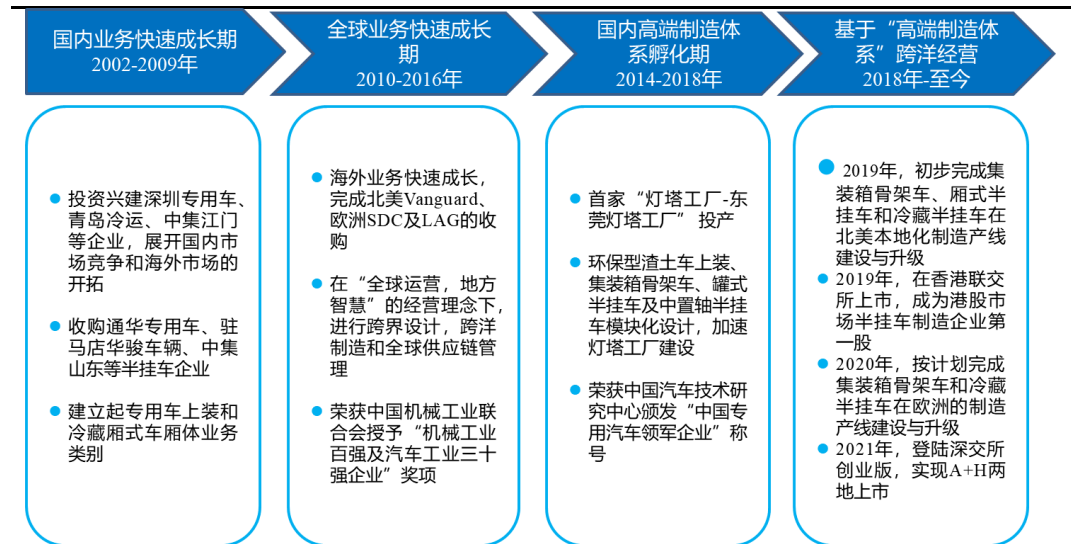
## 1. 半挂车行业全球龙头，主业与新能源多点开花

### 1.1. 全球半挂行业龙头，高端制造体系建设领军者

中集车辆（集团）股份有限公司成立于1996年8月，2019年于香港联交所上市，2021年于深交所创业板上市，是“A+H”两地上市的全球半挂车和专用车高端制造龙头企业，在全球市场上开展七大类半挂车的生产、销售和售后相关服务，同时在中国市场上也进行专用车上装以及冷藏厢式车厢体的制造和销售。

公司2002年起正式进入半挂车行业，其历史发展历程主要分为四个阶段：1) 起步阶段：2002-2009年，公司通过收购通华专用车、山东中集等实现了国内半挂车业务的快速起步开拓；2) 开拓海外：2010-2016年，公司通过收购北美Vanguard、欧洲SDC等公司，打入欧美市场，因地制宜进行供应链的升级与品牌运营，实现海外业务的快速成长；3) 国内高端制造孵化期升级：2014-2018年间，公司进行制造升级，兴办高度自动化与智能化的“灯塔工厂”，初步形成“高端制造体系”，产品品质和生产效率得到大幅提升；4) 跨洋经营，当地制造：2018年-至今，公司以市场需求为导向，于海外采用“跨洋经营，当地制造”战略，升级北美半挂车制造产线，推进欧洲SDC公司转型，进一步开拓全球化生产体系；并于国内继续扩大自身专用车细分领域优势，先布局新能源业务，加速专用车产品电动化转型。

图1：中集车辆发展历程

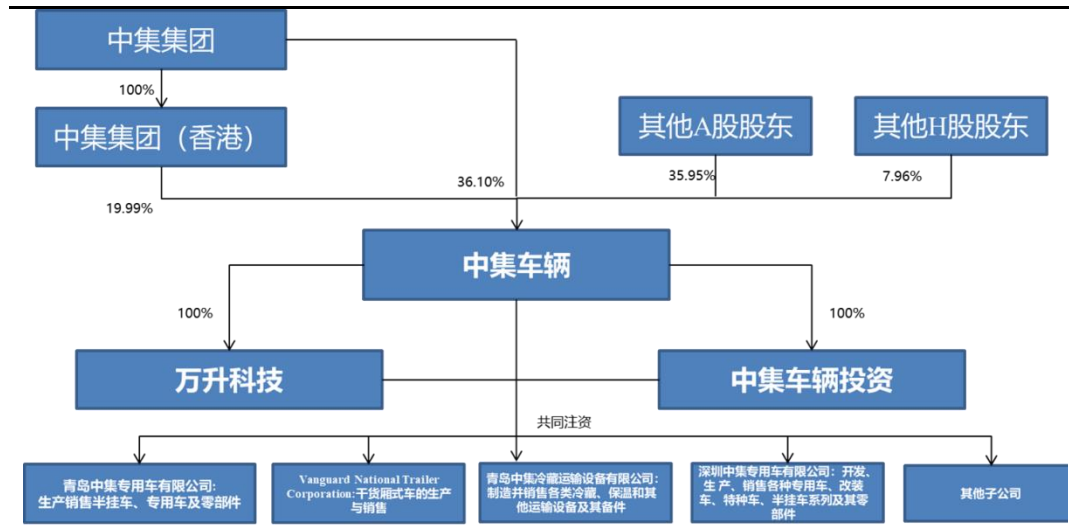


数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

**股权结构稳定，多子公司业务协同，优势明显。**中集车辆为中集集团（即中国国际海运集装箱股份有限公司）控股子公司，中集集团稳定持有50%以上股份。中集集团股权较为分散，无实际控制人，公司经营管理模式科学透明，董事会由选举产生。中集车辆通过两家全资子公司万升科技与中集车辆投资合计控制41家境外子公司，54家境内子公司，分散经营，核心子公司业务涉及运输、能源、制造等多个领域，与中集车辆业务形成协同效应、优势互补。



图2：中集车辆股权结构



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 核心产品覆盖半挂/牵引上装等多领域，六大业务集团划分明晰

公司产品布局完善丰富，形成了以半挂车为主，底盘及牵引车和专用车上装为辅的产品矩阵。中集车辆产品种类丰富，半挂产品能够适配多种商用车和专用车型，公司已连续十年位列全球半挂车生产制造商榜首，是通专产品兼备的国际化高端制造龙头企业。公司半挂车产品包含厢式半挂车、冷藏半挂车以及液罐车等，还拥有码头车等底盘及牵引车产品；专用车上装以及整车产品包括混凝土罐式搅拌车、冷藏车厢体等，新能源专用车产品也持续开拓。

图3：中集车辆产品矩阵



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

公司六大业务集团职能明确，多品牌架构清晰明确，细分市场多点开花。公司拥有深耕全球半挂车市场的“灯塔先锋业务”、“北美业务”以及“欧洲业务”，聚焦专用车上装以及厢体高端制造的“强冠业务集团”、“太字节业务集团-渣土车业务”

以及“太字节业务集团-城配厢体业务”。公司灯塔先锋业务在国内半挂车行业市场份额持续攀升，连续四年位列全国第一；北美冷藏半挂车、欧洲市场罐式车领域的份额不断攀升，位列行业头部水平；国内强冠业务集团之罐式半挂车行业地位保持领先；太字节上装与城配厢体业务则不断探索城市配送与冷链物流的高端化升级。此外，中集车辆顺应电动智能化趋势，不断加码新能源专用车业务，扩大新能源细分市场先发优势。

图4：中集车辆六大集团业务矩阵



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

图5：中集车辆六大业务/集团产品情况

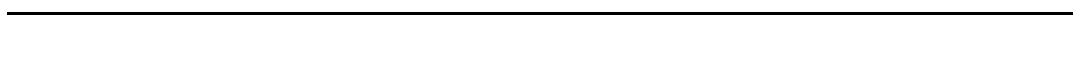
六大业务或集团	全球半挂车市场							专用车上装与厢体市场			
	①集装箱骨架车	②平板车及其衍生车型	③侧帘半挂车	④厢式半挂车	⑤冷藏半挂车	⑥罐式半挂车	⑦其他特种半挂车	混凝土搅拌车上装	渣土车与载货车上装	冷藏厢体	干货厢体
灯塔先锋业务	○	○	○	○	○		○				
北美业务	○			○	○						
欧洲业务	○	○	○	○		○	○				
强冠业务集团						○		○			
太字节业务集团·渣土车业务									○		
太字节业务集团·城配厢体业务										○	○

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3. 客户资源优质，产能全球布局，供需匹配情况良好

公司全球客户优质稳固，产品收获广泛认可。中集车辆产品与服务质量优秀，已与国内陕汽、中国重汽、上汽红岩等国内头部重卡厂商达成合作，也与国外大型物流公司以及租赁公司建立稳定合作关系，业务范围覆盖全球 40 多个国家和地区。

图6：中集车辆合作客户情况

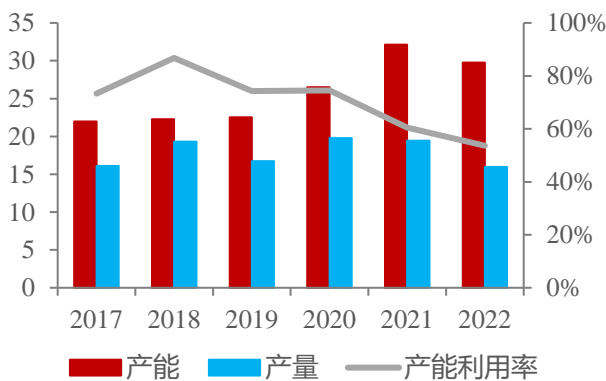


客户名称	企业类型	客户简要介绍
陕西重型汽车有限公司	主机厂	陕重汽是重型商用车领域全球知名企业，是我国西北地区大型重型汽车制造企业，产品覆盖重型军用越野车、重型卡车、重型车桥及汽车后市场等领域。
中国重汽(香港)有限公司	主机厂	生产销售各种载重汽车、客车、专用车、发动机及机组、汽车零部件、专用底盘，是我国最大的重型汽车生产基地，连续12年位居重型汽车行业首位。
上汽依维柯红岩商用车有限公司	主机厂	主要从事开发、制造、销售汽车及零部件，汽车组装、改装及售后服务。
杭州卓翼贸易有限公司	经销商	主要从事汽车新车销售，汽车配件批发，机械设备、润滑油、建筑材料、建筑工程用器械、化工产品、电子元器件与机电组件设备销售等业务。
J.B. Hunt Transport Services, Inc.	物流运输公司	从事企业的技术驱动货运服务，主要经营大型半挂卡车，并在美国，加拿大和墨西哥大陆提供运输服务，是北美排名最高，也是最大的运输物流公司。
Lawrence David Ltd	半挂车厂	主要从事商业挂车和卡车身制造业务，提供挂车和厢体制造，辅助设备的维修和保养，挂车和尾吊零件等业务。
Milestone Equipment Holdings, LLC	租赁公司	主要从事挂车、底盘、冷藏厢式车、集平厢式车等运输设备租赁业务，是美国最大、发展最快的运输设备租赁公司之一。
Norfolk Southern Railway Company	物流运输公司	主要从事美国工业产品、化学制品、农业、金属和建筑材料的运输服务，也是煤炭、汽车、汽车零部件的主要运输公司。
Schneider National Leasing, Inc.	租赁公司	主要从事美国卡车租赁业务，其中包括百分比和里旺。
Star Leasing Co.	租赁公司	主要从事半挂车和底盘租赁服务，提供租赁、内部维护、远程信息处理、购买和转售服务。
Trac Intermodal	租赁公司	是美国领先的底盘池管理与设备供应商。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

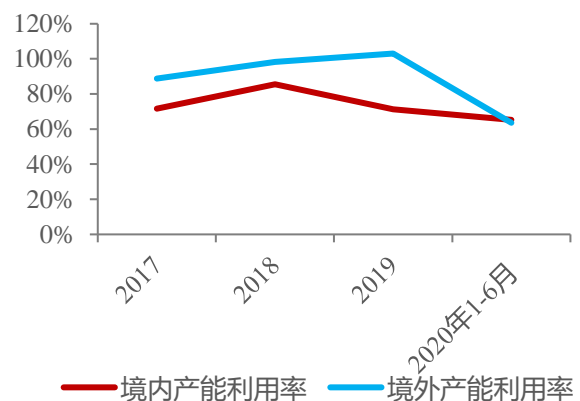
**公司产能持续扩张，海内外全面布局。**基于技术进步及业务开拓布局等多种因素，公司规划产能持续提升，但实际产量随全球宏观因素影响波动较大，2018年以来产能利用率小幅下降。公司根据市场情况灵活调整优化，2022年，泰国LTP生产中心建设完成，释放产能后新增2万台集装箱骨架车产品产能；北美QCTC工厂受益于市场需求攀升，新增5000台冷藏半挂车产能；太字节城配厢体业务的江门LTP生产中心新增2万台套干厢与冷厢产品产能；灯塔先锋业务驻马店LTP与辽宁LoM的产能优化，半挂车产能分别调整至4000/8050台套。

图7：2017-2022年综合产能利用率情况（万辆/台套）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图8：2017-2020年1-6月公司境内外产能利用率情况

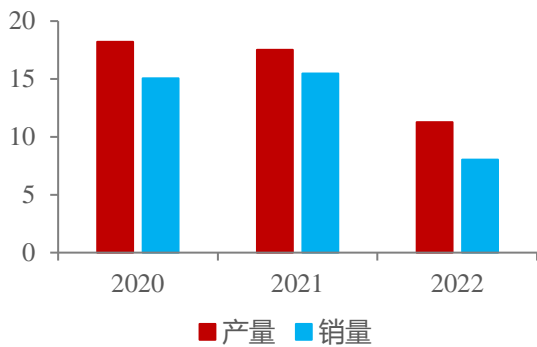


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

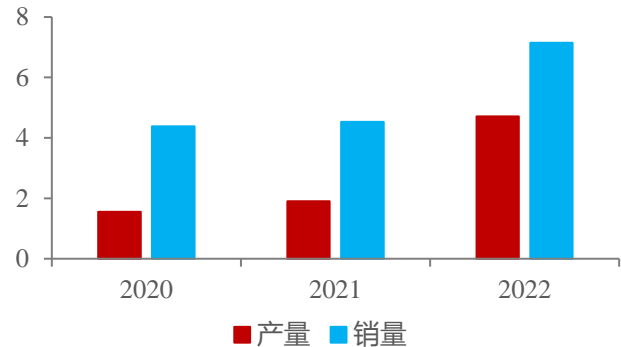
图9：2020-2022境内产销情况（万辆）

图10：2020-2022境外产销情况（万辆）





数据来源：公司年报，东吴证券研究所

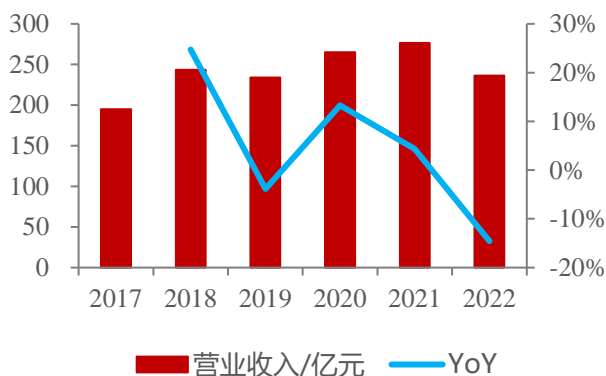


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

#### 1.4. 营收稳健增长，业绩兑现能力较强

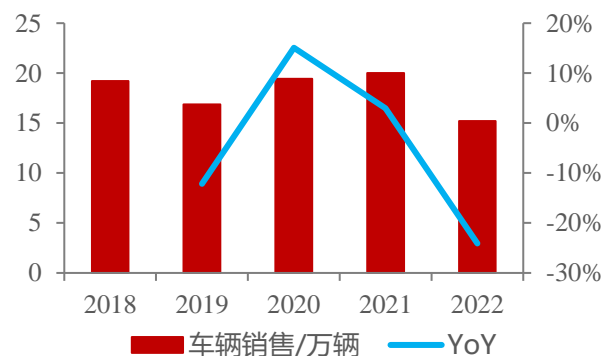
公司营收总体上行，整体随行业波动，业绩受行业下行因素影响短期承压。2016-2022年公司营业收入的90%左右均来自于车辆销售收入，其中半挂车业务占比较大。公司半挂车产品行业龙头地位稳固，营收贡献较为稳定。2016年起国内治超加码，半挂车加速升级换代，2017-2021年公司专用车业务快速发展带来较大业绩增量。2021年后受到国内重卡市场发展放缓的影响，公司国内配套半挂产品销量下滑较多，国内货运需求下降冲击专用车销量。2022年全年公司车辆销量为15.19万辆，同比-24.1%，实现营收236.21亿元，同比减少14.57%。

图11: 2015-2022年公司营业收入(亿元)及增速



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

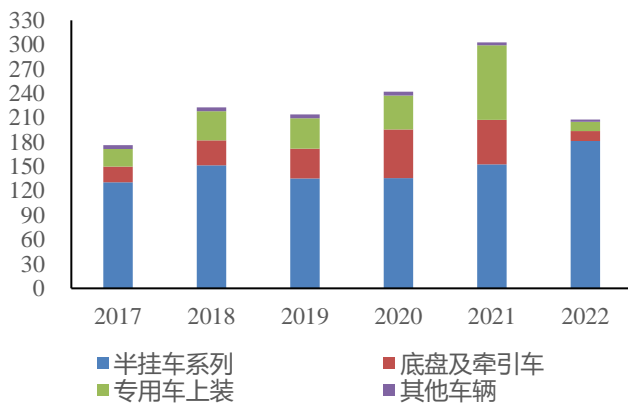
图12: 2017-2022年公司车辆销售情况(万辆)



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

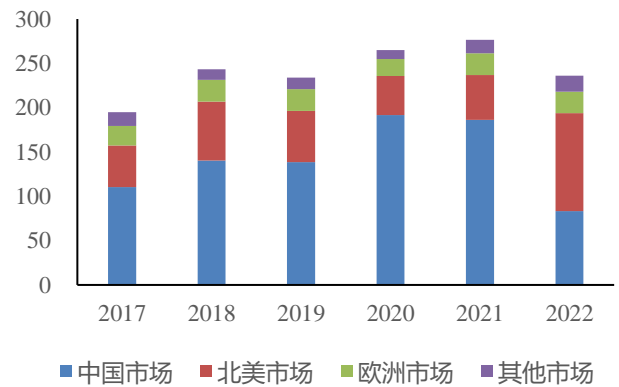
海外市场持续发展，北美/欧洲业务发力支撑业绩。2022年美国政策刺激消费，消费市场需求旺盛带动北美半挂车和物流运输装备市场保持强劲增长，公司北美市场主营的半挂车、集装箱骨架车等产品增长较为强劲。欧洲SDC业务转型提升经营质量，欧洲业务逆市上扬，国际市场业务支撑业绩中枢。2021年国内与北美营收分别为186.38/50.42亿元，营收占比分别为67.41%/18.24%。2022年公司国内营收为83.35亿元，北美市场营收为110.39亿元，分别占比35.29%/46.73%。未来随着国内业务的恢复以及海外市场的持续拓展，公司整体营收有望稳步向上。

图13：2017-2022年公司分产品营收情况（亿元）



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

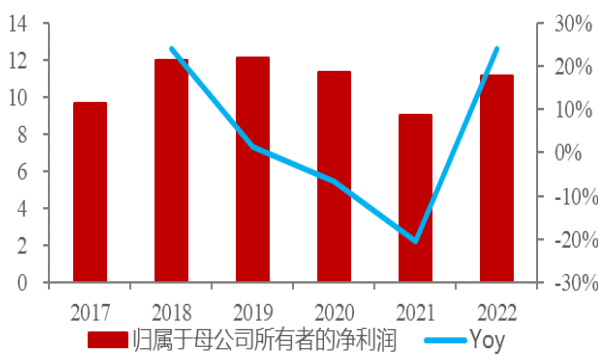
图14：2017-2022年公司境内外营收情况（亿元）



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

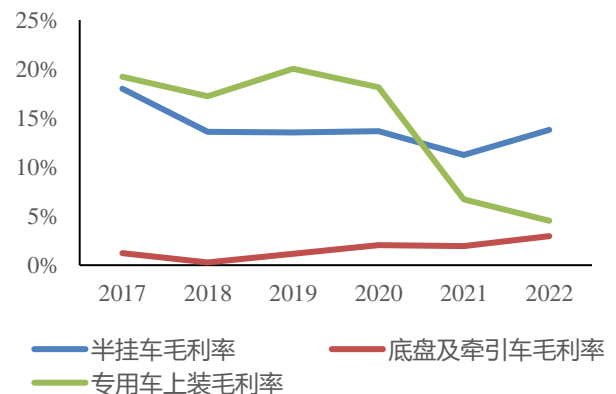
**产品结构优化，盈利能力持续改善。**公司半挂车等高质量产品收入占比持续增加，海外半挂车市场量价齐升，产品盈利水平改善明显。成本端来看，大宗原材料价格企稳缓解公司成本压力，2022年归母净利润增速回正，实现归母净利润11.18亿元，同比+24.11%；整体毛利率提升至13.28%，同比+2.26pct。其中，半挂车/底盘和牵引车/专用车上装毛利率分别为13.80%/2.96%/4.53%，专用车上装毛利率下滑主要系销量下降，成本摊销增加所致。未来随着国内商用车货运物流需求恢复，以及公司新能源产品开发加速，产能利用率稳定提升，业绩有望迎来突破式增长。

图15：2015-2022年公司归母净利润情况（万元）



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图16：2017-2022年公司各项产品毛利率情况

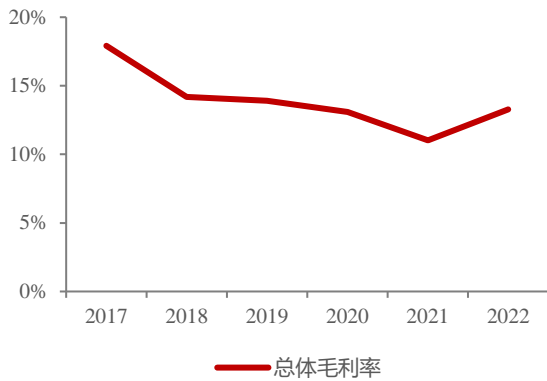


数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

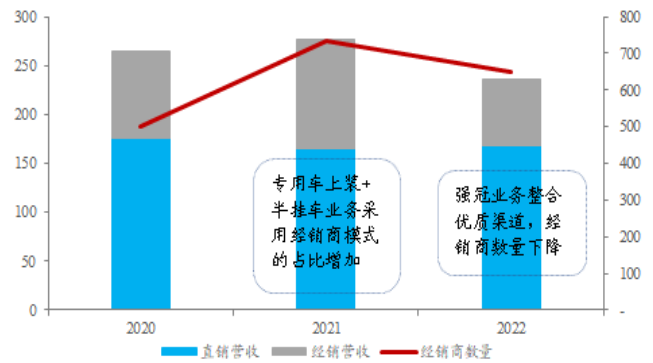
**渠道持续精简，模块化+灯塔工厂助力毛利率回升。**为进一步优化渠道质量，2022年公司将经销商精简至649家。随着灯塔制造工厂产能储备升级的完成，灯塔网络将持续助力公司提升生产效率，降低生产成本。随着公司市场份额提升，产能利用率爬坡带来规模效应，公司毛利率有望回到2018年15%~16%的水平，公司利润或将迎来新的增长。

图17：公司毛利率变化情况

图18：公司直渠道收入（亿元）及其经销商数量（个）



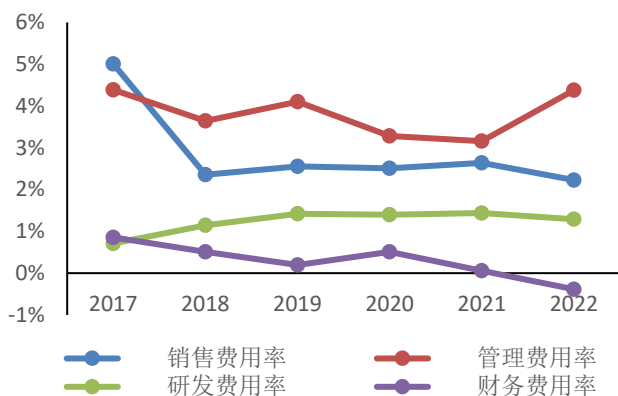
数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

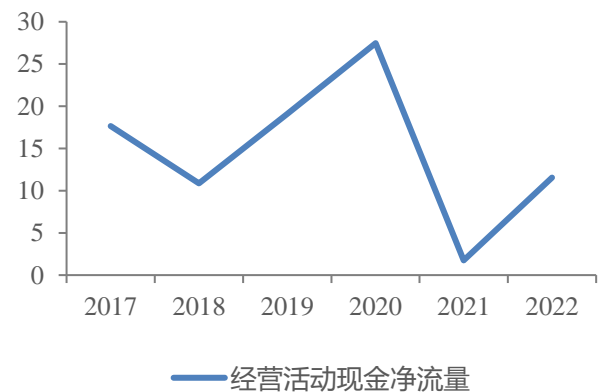
**费用率稳定，降本增效持续推进。**2022 年公司销售/管理/研发/财务费用分别为 5.26/10.34/3.06/-0.91 亿元。销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.23%/4.38%/1.29%/-0.38%。销售费用与研发费用同比分别-27.81%/-23.19%，主要系主营产品销量下滑及前期研发活动逐步收尾所致；管理费用同比+18.40%，主要由于公司工厂、渠道持续优化，相关费用支出增加；财务费用同比下降较多主要原因系 2022 年美元等主要外币升值，公司汇兑损益加强管理，本年度汇兑收益增加较多。2022 年公司经营活动现金流 11.54 亿元，同比提升 561.5%，保持在相对健康的水平。

图19：2017-2022 年公司期间费用率情况



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图20：2017-2022 年公司现金流情况（年度）



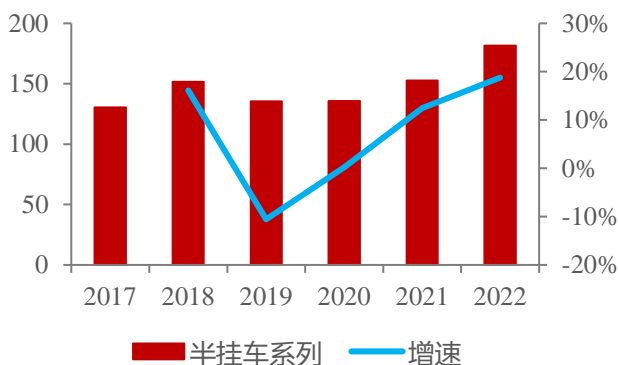
数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

## 2. 海内外齐发力，半挂车业务量价齐升

**全球化布局加速，半挂车行业龙头份额持续增加。**半挂车行业全球销量规模较为稳定，公司半挂车行业市占率维持在 10%左右；2022 年公司半挂车全球销量 12.75 万辆，行业份额为 10.23%。产品结构来看，公司海外半挂车业务中骨架车、冷藏半挂、厢式半挂等高价值量产品销量占比持续提升，2022 年在国内市场疫情影响背景下，北美冷藏半挂车占整体营收比例近 40%，贡献较大业绩增量；欧洲 SDC 公司转型成功，

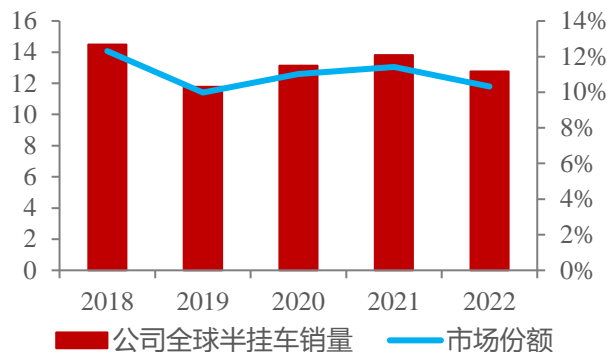
盈利创五年新高。受益于国际市场稳定发力，2022年中集车辆半挂车业务营收实现181.43亿元，同比逆势增长18.77%。

图21：公司半挂车业务营收（亿元）及增速



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图22：公司全球半挂车销量（万辆）及市占率情况



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

### 2.1. 国内半挂车市场总量回暖，格局集中化利好龙头

**总量维度：**国内半挂车行业需求随经济复苏有望持续增长，效率提升&品类丰富为核心方向，公司有望核心受益。国内半挂车行业保有量约为300~400万辆，主要用于物流运输产业。过去几年行业受疫情等因素影响，消费行业需求承压，保有量下滑；未来来看，新一轮经济复苏周期来临有望将带来明确上行增量。**驱动一：政策治超下超长半挂车将会被厢式半挂车、集装箱骨架车所取代。**这类车在国内保有量较大，淘汰与替换或将持续带来合规半挂车的新增需求。**驱动二：甩挂运输模式占比提升。**甩挂运输指具有动力的牵引车连续拖带承载装置（比如半挂车、全挂车），当车辆行驶到目的地后将承重的挂车留在目的地的运输方式，相比于传统货车，甩挂运输因装卸货物效率更高、经济性更强，逐渐成为行业发展的主流趋势。**驱动三：半挂/牵引车比例提升带动高效率运输模式。**国外牵引车与半挂车比例一般为1:2，而中国仅为1:1.2，运输效率较低，对标海外成熟市场，国内半挂车行业销量中长期依然增量可期。**驱动四：消费需求发展正对半挂车多元化、兼容性提出要求，**因此拥有多种技术与产品类型的企业有望率先受益。

图23：甩挂运输模式图解

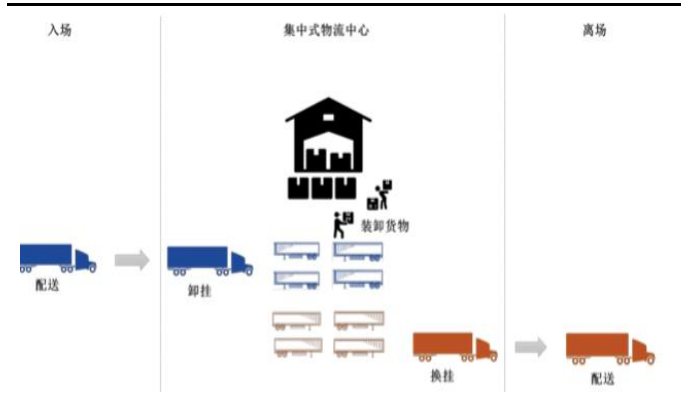
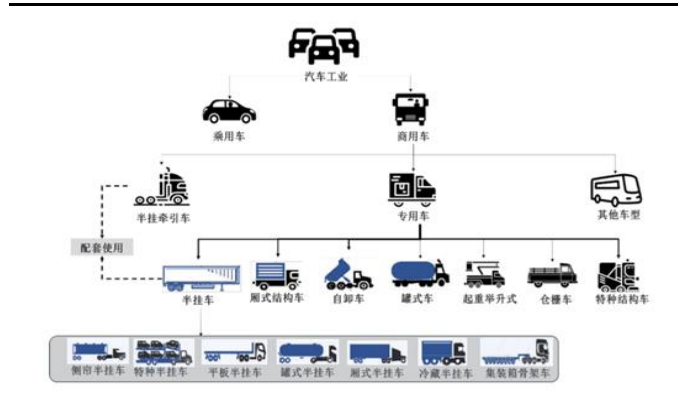
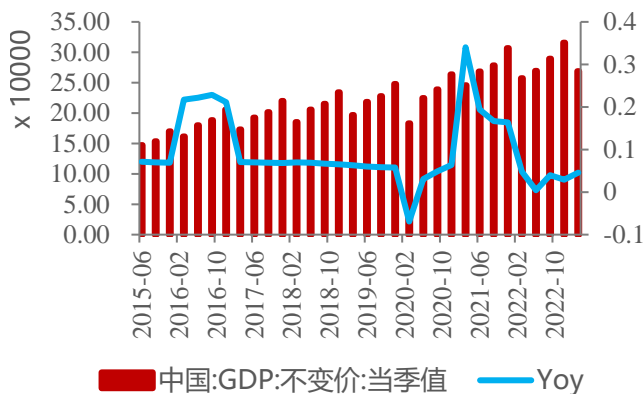


图24：商用车产品分类及半挂车类型



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

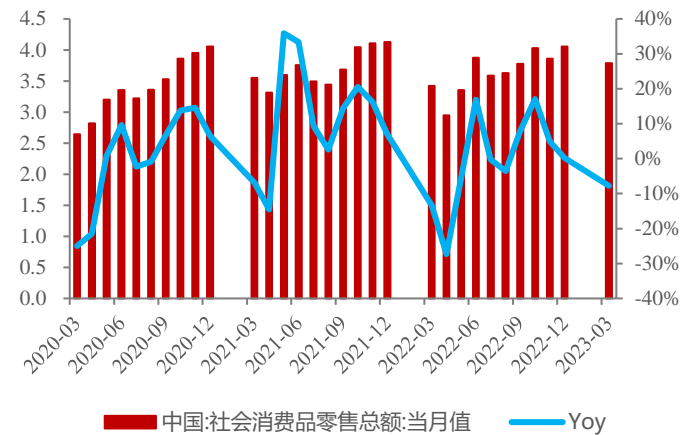
图25：中国 GDP 当季值情况及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图26：中国:社会消费品零售总额:当月值



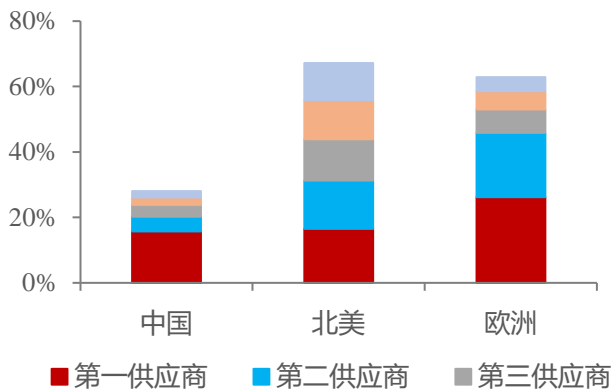
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**格局维度：国内市场集中度提升，半挂车龙头充分受益于国内市场格局优化整合，带来确定性增量。**中国半挂车市场集中度较欧美市场更为分散，北美/欧洲半挂车前五大厂商集中度分别为 67%/63%，而中国仅为 28%。国内半挂车行业集中度偏低主要由于中国物流运输以散户为主，运费整体偏低，个体司机拥有更多定价权；没有公司管理，行业成体呈现“小、散、乱”的矛盾格局。随着国内物流运输量的增加，政府正积极规范化物流运输市场产业升级，加上价格战和疫情影响，中小物流企业正逐渐被整合，物流运输“车队化”将带动半挂车集体采购的需求提升。因此，成本价格和效率更具优势的一级供应商有望受益于物流行业集中度提升。

**中集国内市场份额持续扩张，业绩有望迎来高增。**公司灯塔先锋业务深耕半挂车市场的七大系列半挂车产品，运营“中集灯塔”、“先锋系列”、“通华”、“华骏”、“梁山东岳”以及“挂车帮”等行业知名品牌。截至 2022 年灯塔先锋业务在国内半挂车的市场份额持续攀升至 14.45%，连续四年位列全国第一。中集车辆作为半挂车龙头供应商，有望率先受益国内半挂车行业集中度升高的行业趋势，实现自身份额提升，公司业绩有望迎来新一轮的快速增长。

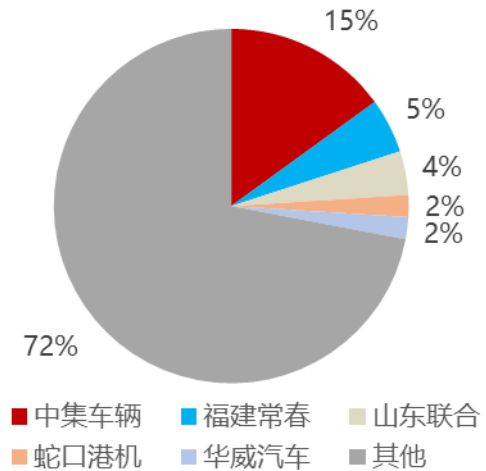


图27：全球半挂车供应商集中度情况



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图28：2019年中国半挂车市场集中度



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

## 2.2. 海外市场：欧美市场龙头地位稳固，持续开拓海外

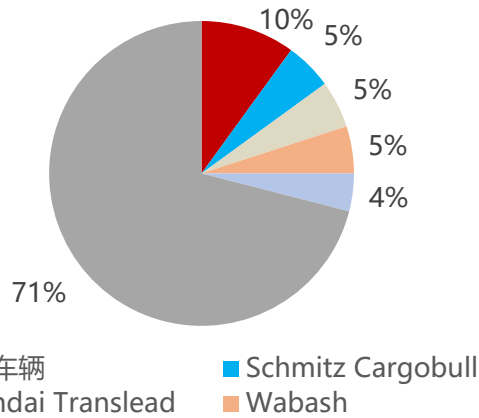
表1：中集车辆半挂车业务主要竞争公司

公司	介绍	竞争产品
Hyundai Translead	北美地区生产干货、冷藏车挂车、家用集装箱、集装箱底盘的制造商	厢式半挂车
Schmitz Cargobull	欧洲领先的挂车生产商	厢式半挂车、侧帘半挂车
Wabash National	美国领先的半挂车制造商	厢式半挂车、冷藏半挂车
山东锣响	专注于道路运输、车辆研发及生产、销售和服务，并承接专用车的改装、设计等业务。	仓栅车、集装箱骨架车
梁山路通	国内主要从事半挂车业务的生产商	仓栅车、厢式车、骨架车

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

全球半挂车销量稳健增长，欧美市场占比近六成，中集车辆国际市场份额依然保持领先。公司连续 10 多年在 Global Trailer 公布的全球半挂车及相关产品产量排行中排名第一，综合市占率在 14% 左右，遥遥领先其余公司。

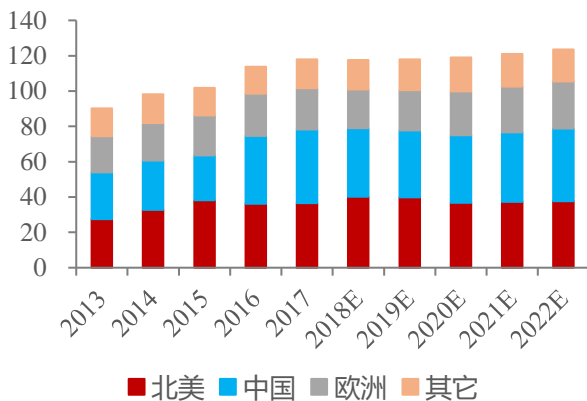
图29：2019年全球半挂车市场集中度



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

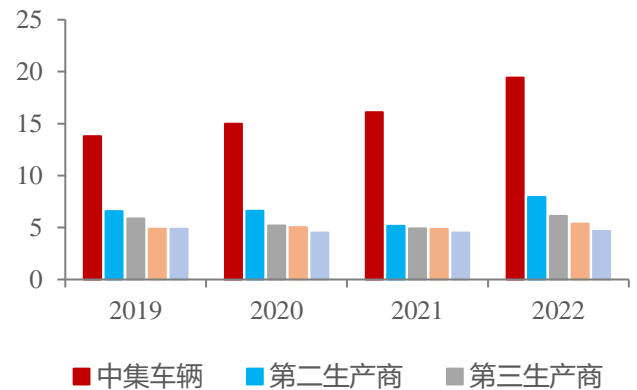
依托全球化制造优势，公司海外市场领先地位持续巩固提升。2022 年公司北美几大主力产品表现优异，集装箱骨架车需求旺盛，冷藏半挂车市场实现突破，位居北美第二，厢式半挂车市占率为 7%，位居北美前五；欧洲市场经营稳定，核心半挂车产品在英国市占率第一，远远领先其他竞争企业（英国市场第二、三名市占率仅为 6%~7%）；此外，公司欧洲基地产能扩张后，持续向周边中东地区辐射，“一带一路”国家出口加速推进，或再造一个中国市场。未来中长期来看，中集车辆海外市场成长空间将持续打开，助力业绩成长。

图30：全球半挂车销量（万辆）



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图31：全球 CR5 供应商半挂车及相关产品产量（万辆）

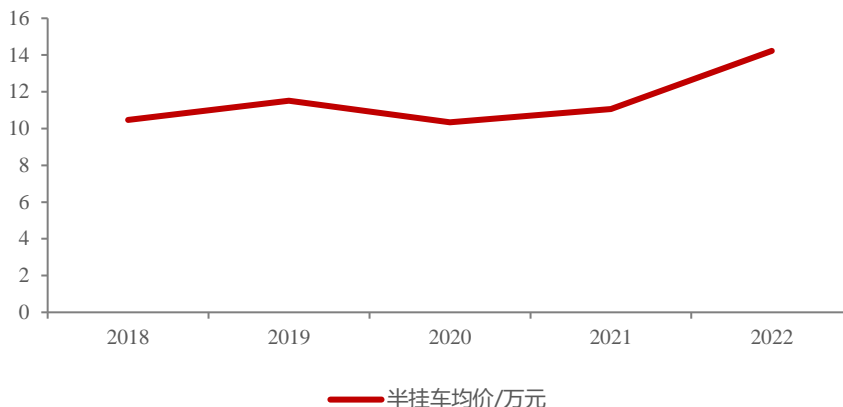


数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

### 2.3. 集约化采购趋势明确，高价值量产品占比提升

集约化采购对于产品质量要求进一步提升，单车均价有望持续增加。国内半挂车行业由 2C 端向 2B 端趋势发展，客户结构生变，专业化车队客户比例大幅增长，占比 7 成的物流车行业专业化/规模化运营，出于收入最大化考虑，专业车队用户更加注重出勤率和效率，对运营成本管控日趋严格，对产品性能和可靠性要求更高，高端化/高价化趋势明确。

图32：公司半挂车产品均价情况（万元）

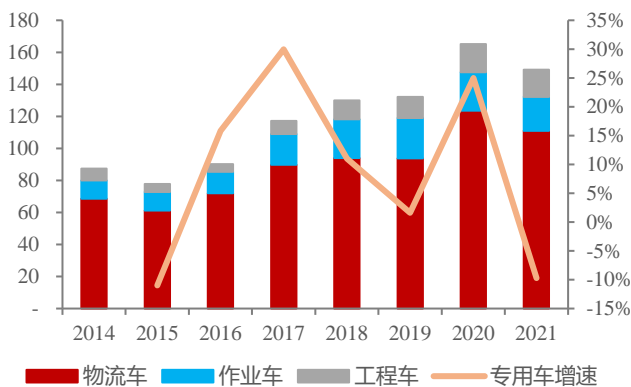


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

### 3. 专用车业务：国内需求回暖&出口向好双重因素驱动向上

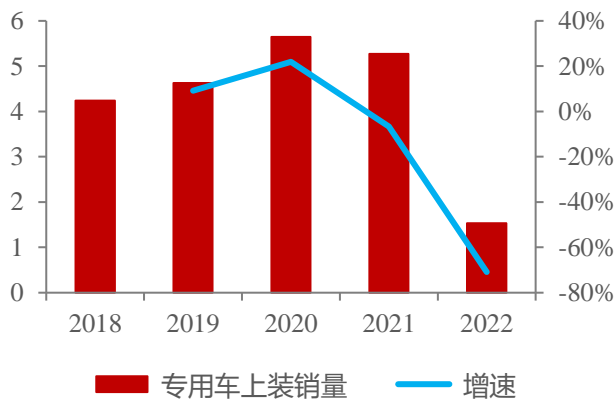
专用车主要分为作业类和运输类。作业类车型如环卫、消防、公路养护车等，运输类如搅拌车、粉罐车、油罐车、车辆运输车等。专用车上装通过底盘取力器驱动上装水泵、液压泵、空压机或风机等实现其作业方式。我国专用车市场以物流车为主，2021年后受到国标切换需求前置影响，物流车销量下滑较多。

图33：中国专用车销量结构（万辆）及增速



数据来源：中汽汽车技术研究中心，东吴证券研究所

图34：2018-2022年公司专用车上装销量/万辆及增速



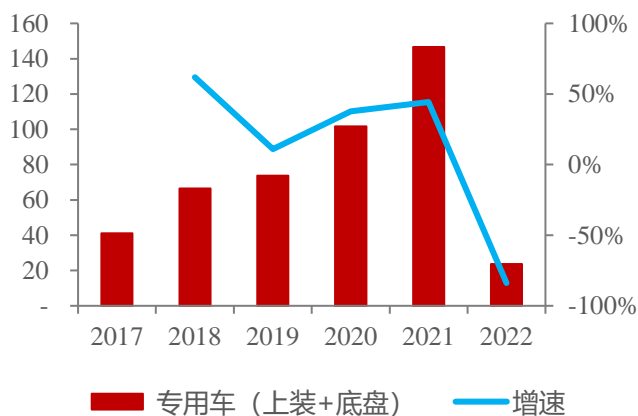
数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

专用车行业细分差异较大，集中度较低，制造能力为玩家核心壁垒，中集优势明显，未来份额有望持续提升。国内专用车制造商有 1000 多家，市场集中度低，主要由于制造不同类型上装要求差异较大。公司强冠集团主要销售罐式半挂车以及混凝土搅拌车两类核心专用车产品，太字节业务集团主要销售渣土车产品。中集车辆专用车制造能力行业领先，能够高效对接用户需求，因此专用车上装方面竞争优势明显。此外，公司细分市场产品持续研发，推出合金钢液罐车、一罐多用与多截混装的“合金钢陀螺罐式粉罐车”等创新产品，进一步对接用户多场景需求，罐车产品形成领先优势。

公司混凝土搅拌车销量连续六年全国第一，2022年中国市场占有率达26.32%，渣土车市占率约8%。

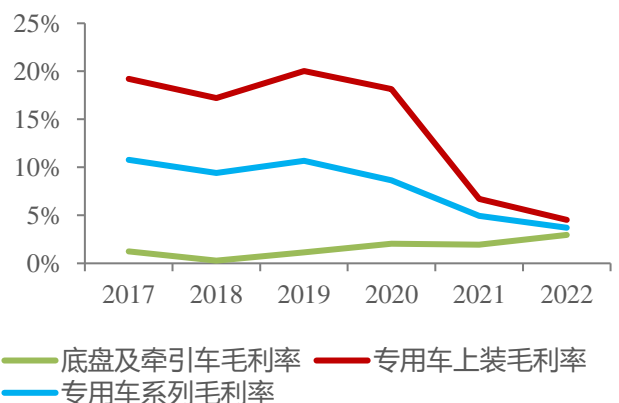
专用车与重卡行业周期关联度更高，业绩受行业低景气拖累，出口或成较大亮点。受疫情封控、排放标准切换、需求透支等因素影响，2022年国内重卡市场终端销量放缓，公司2022年专用车上装销量为1.54万辆，同比下滑70.9%；2022年营收为23.67亿元，同比下滑83.9%；专用车系列（上装+底盘）毛利率为3.71%。强冠业务集团2022年实现营收36.36亿元，同比-66.61%；但强冠集团业务加快资源整合，降本成效显著，2022年毛利率提升0.6pct。此外，公司专用车海外布局持续推进，2022年专用车上装出口增长近40%，毛利率、体量规模已接近欧洲市场水平。随着国内基建需求复苏向上，海外市场份额快速提升，中集车辆专用车板块业绩或将迎来拐点向上。

图35：2017-2022年公司专用车系列营收（亿元）及增速



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图36：2018-2022年公司专用车产品毛利率



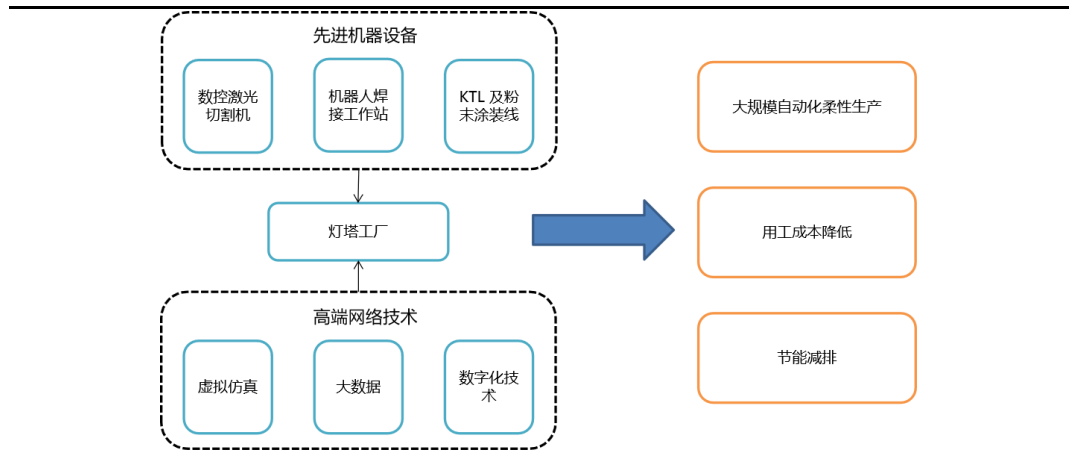
数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

## 4. 灯塔制造网络全球普及，模块化&轻量化高质量生产

### 4.1. 灯塔工厂模块化生产全球覆盖

公司持续推动“灯塔智造”，规模化自动化生产提升业务盈利水平。灯塔工厂是自动化、智能化生产工厂，融合了虚拟仿真、大数据、物联网、数字化技术，配备了高度自动化设备（例如数控激光切割机、机器人焊接工作站及KTL及粉末涂装线），能够实现大规模自动化柔性化生产，缩短生产节拍，达成降低成本、节能减排的效果。

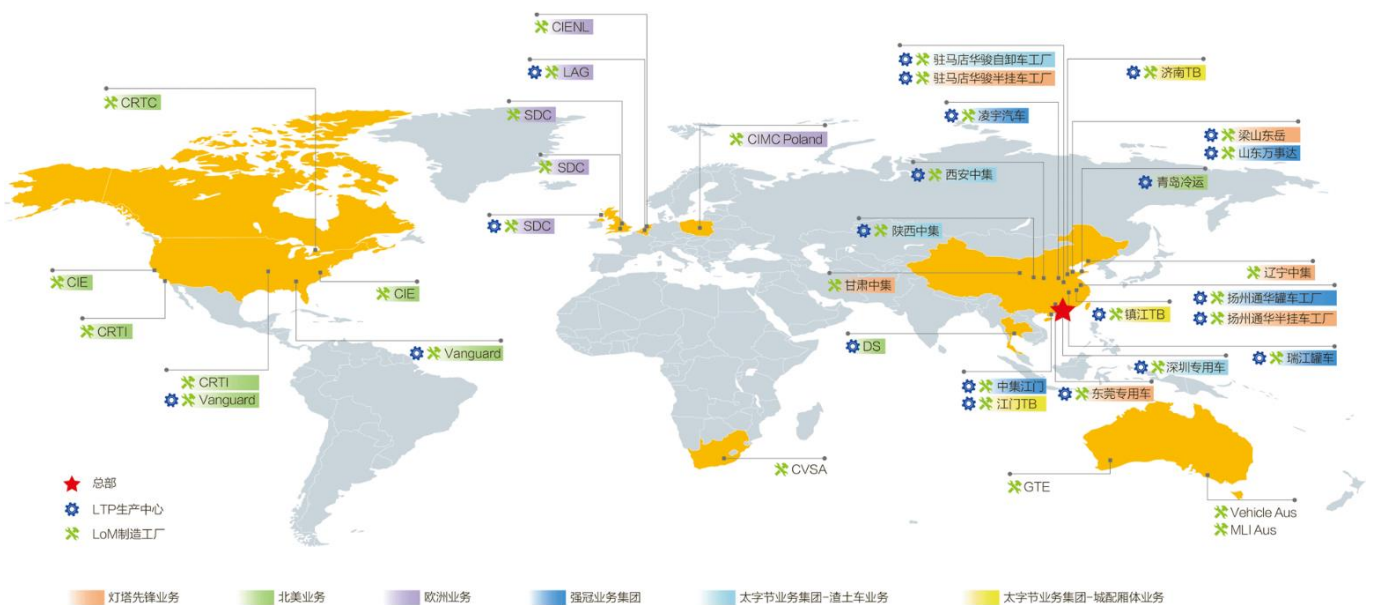
图37：灯塔工厂制造流程示意



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**全球化“灯塔”制造网络覆盖广泛，高端制造体系助力公司提质增效、释放产能。**目前，中集车辆全球灯塔网络覆盖北美、欧洲、中国、新兴国家等四大市场，在全球范围内建成 25 个“灯塔”工厂。公司通过直销与经销相结合的模式拓展市场订单，利用 LTL “灯塔”配送网络、外包中心等流程高效采购原材料与零部件，并在六大业务或集团旗下各生产中心和制造工厂施行以销定产。公司坚定推进营销、渠道、品牌、产品开发和 service 一体化，保障了“跨洋经营，当地制造”的经营模式下资源整合体的协同效应与规模优势。

图38：中集车辆全球生产布局情况



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**“又全又新”，模块化设计奠定快速发展基础。**中集车辆推出模块化设计，解决了产品种类繁多、定制化程度高、难以大规模量产的难题。解通过模块化生产，开发人员可对单独模块进行优化不影响其他模块的排期，公司的设计与生产效率显著提高，产品迭代速度加快，这有助于公司快速响应市场需求与行业政策变化，拓展细分市场用户群体。目前公司拥有适用于集装箱骨架车、罐式半挂车、搅拌罐体、厢式车



及侧帘车等产品的柔性化制造解决方案。先后在东莞、扬州、驻马店等建成了灯塔工厂，通过与MES系统的集成，实现了多款产品共线生产，有效提升产线兼容性。

图39：中集车辆全球“灯塔”制造网络地区分布数量（个）

灯塔生产工厂							灯塔制造工厂								
北美业务	欧洲业务	灯塔先锋业务	强冠业务集团	太宇节业务-渣土车业务	太宇节业务-城配厢体业务	合计	北美业务	欧洲业务	灯塔先锋业务	强冠业务集团	太宇节业务-渣土车业务	太宇节业务-城配厢体业务	合计		
北美	2					2	北美	2					2		
欧洲		2				2	欧洲		2				2		
非洲						0	非洲						0		
中国	1		4	5	4	3	17	中国	1		4	5	4	3	17
澳洲							0	澳洲						0	
泰国	1						1	泰国	1					1	
合计	4	2	4	5	4	3	22	合计	4	2	4	5	4	3	22

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 4.2. 积极推进轻量化技术生产布局，提升单车效益

运输能力与经济效益强相关，商用车轻量化需求迫切。“十四五”时期，我国治超力度逐渐收紧，2018年国务院发布的《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020年）》中，指出将开展中置轴汽车列车示范运行，加快轻量化挂车推广应用。政策变化叠加我国卡车司机对于承载经济性的需求，轻量化产品需求逐渐增加。

规模化轻量化制造门槛较高，中集作为半挂车制造龙头轻量化技术优势明显。中集车辆与钢铁制造企业保持密切的技术交流，2020年与宝钢开展轻量化材料合作，并应用于渣土车的生产制造，降低车辆自重200千克；公司与涟钢及宝钢开展深度合作，联合开发出新型耐磨板，推动了U型厢的广泛应用，促进了法规版渣土车的开发，实现单台渣土车减重约1.5吨，显著降低车辆油耗，可帮助用户增加4-8万元经济效益；公司2022年推出的新一代不锈钢液罐半挂车依托结构、设计、性能、工艺等方面的综合优化。目前，公司已初步建立了半挂车模块化研发与设计体系；建立了轻量化、耐用型水泥搅拌车上装以及环保型城市渣土车上装的模块化研发及设计体系。轻量化产品技术、价值量均高于传统产品，随着市场需求结构的进一步变化，中集车辆有望凭借领先的技术、制造优势进一步提升市场份额。

表2：公司轻量化技术布局情况

公司轻量化项目	轻量化项目拟达成的目标效果
基于交换箱的宜家式结构及轻量化的研发特种不锈钢甲醇罐车开发	优化现有结构、整箱质量更轻；重新划分模块，缩小发运体积，产品远程投递效率更高；优化制造工艺，用胶黏代替传统铆接，制造工时更低。 研究超级不锈钢的应用，在强度满足标准法规要求前提下，将筒体厚度降低至3.2mm以下。
轻量化卧式粉罐车研发	通过设计计算及CAE分析论证，研究卧式粉罐车新型铝合金材料下的罐体和车架结构，保证罐体强度和车架可靠性；研究少片钢板簧悬架与铝合金车架型材的安装形式；管路、走道、爬梯、保险杠、侧护栏等附件全部采用铝合金设计，开发出轻量化卧式粉罐车
轻量化翼开启厢式车的设计	只油缸将侧顶翼举起，快速举升打开两侧翼板，栏板及立柱可向下翻转，厢体中间无需任何支撑，可实现货物快速装卸。通过研究蜂窝材料性能，与专业厂家合作，开发新型蜂窝板材料，应用于翼开启厢式车侧板，自重轻，外形美观；通过

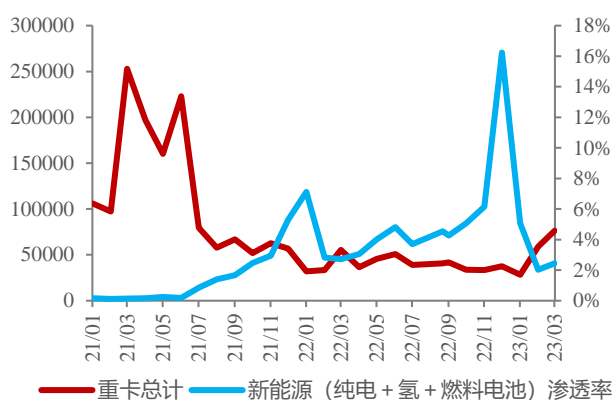
采用互锁的制动模块，保证装、卸货及行车安全。

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

## 5. 新能源探索创新加速，助力公司打开成长空间

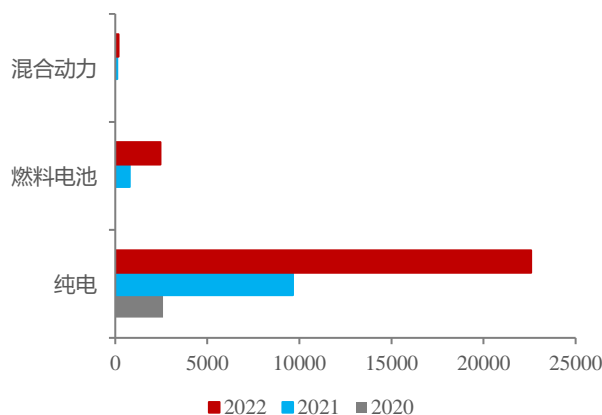
新能源专用车高速发展，电动化趋势下配套新能源半挂产品成长空间较大。重卡等商用车对碳排放的贡献占比较大，“双碳”政策加码以及商用车路权政策的变化将推动商用、专用车动力结构的变化。国内各地已陆续出支持新能源专用车替换的政策与方案，进一步推动专用车的新能源化、网联化升级。目前国内新能源商用车渗透率持续提升，多家商用车企纷纷布局新能源产品，2022年新能源重卡销量为2.5万辆，较2020年的0.26万辆增长10倍，12月渗透率达到16.2%。

图40：我国新能源重卡渗透率情况



数据来源：交强险、东吴证券研究所

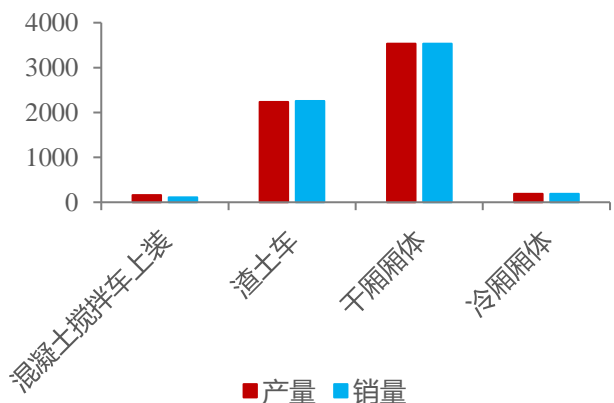
图41：新能源重卡分能源动力类型销量/辆



数据来源：交强险、东吴证券研究所

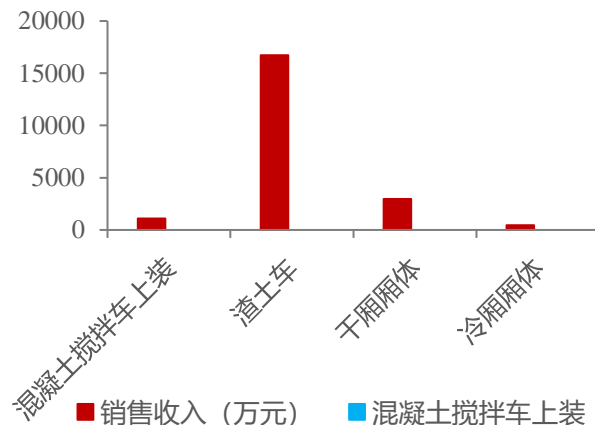
公司新能源专用车行业领先，产品结构优化开启公司第二成长曲线。公司新能源专用车市场具有先发布局优势。2022年公司新能源车收入达2.14亿元，占总营业收入0.91%，新能源产品市占率约为10%~30%，新能源领域布局正围绕以下重心持续开展，业务占比正持续提升。

图42：公司新能源产品销量情况 (辆)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图43：公司新能源产品收入情况 (万元)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司新能源业务围绕以下方面重点开展，驱动电动化转型。

### 5.1. 巩固并开拓新能源专用车市场份额

公司在几大主流专用车领域持续推进电动化产品应用：1) 城市渣土车方面，公司积极深化与主机厂合作，持续发力新能源重卡领域，新能源渣土车采用超轻量化工艺，并匹配新能源底盘，多方位提升产品轻量化、耐用、耐腐蚀以及载重能力。2022年上半年公司城市渣土车业务收入达 478.5 百万元，2022 年新能源渣土车市场占有率攀升至 37.2%；2) 混凝土搅拌车方面，中集凌宇是中集车辆旗下“新能源”布局的先导者，公司新能源搅拌车产品基本已经覆盖国内大部分主机厂底盘，新能源纯电动搅拌车产品包含纯电、换电等多元动力类型，开发了多款新能源纯电动包括充电与换电型的混凝土搅拌车产品，公司先后有 27 款纯电动搅拌车公告、3 款氢燃料电池搅拌车公告，产品布局日益完善。2022 年中集车辆新能源混凝土搅拌车销量提升近 500.00%，市场占有率达 26.32%，位列全国第一；3) 其他产品方面，中集车辆的纯电动矿卡，产品采用先进“ERS”技术，实现“重载下坡”能量回收，能耗节约率超过 85%，通过线控底盘，实现长续航能力。

未来，公司新能源专用车业务将随行业电动化趋势加速发展，中集车辆新能源专用车先发优势或将带动后发增量，增厚公司业绩。

图44：中集车辆旗下凌宇牌新能源搅拌车



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

### 5.2. 加速新能源城市配送车产品市场拓展

城市配送是新能源应用的重要场景，未来规模有望持续提升。总量维度：对比成熟市场，截止 2018 年，美国千人冷藏车保有量为 1.76 台，国内为 0.13 台，消费复苏正逐渐带动冷鲜产品和肉制品需求，生活方式变化下网络买菜需求的增加也带来不少城配冷藏厢体需求。转型维度，冷链运输行业合规化趋势下急需更为更具科技含量的上装以及优质的新能源底盘，同样也符合城市内配送所需“短续航”+“清洁能源低排放”的需求。公司以自身在冷藏厢式货运车领域积累的客户和品牌优势，积极转型电动化，有望成为新能源冷藏厢体细分赛道的新龙头。

产能与技术积极布局，修炼内功。公司 2021 年 4 月开始发力城配箱体业务，共计拥

有江门、镇江、青岛和济南四大冷藏车生产基地，生产“太字节”品牌产品的镇江基地，专注于单车厢体技术，冷藏厢体和干货厢体兼备的灯塔工厂。2022年公司冷藏车智能化、网联化升级完成，升级项目围绕新能源冷机、智能互联模块研发和厢体产品模块开展，目前产能接近15万辆。2022年太字节城配厢体新能源产品实现销量增长18.83%。

**表3：公司新能源冷藏车涉及的相关技术**

公司新能源冷藏车应用技术	技术可带来的产品优势
新能源冷机	冷藏型新能源配送车，采用全封闭式直流压缩机，直流驱动制冷，可满足0℃至10℃区间冷藏配送需求；冷冻型区间配送车，主要满足0℃以下区间冷冻配送需求。使用新能源冷藏车不仅可以很好地保障货物在运输时的温度精准度，能降低噪音，减少故障维修几率，提升冷链运输质量。
K2双模发泡技术	K2双模发泡设备是一种可以将开式发泡工艺和闭式发泡工艺根据需要进行自由切换的设备，它可以根据材质的不同、板材的厚度以及厢体的长短大小等，对设备进行最合适的调整，从而实现最优产品。
智能互联化技术	植入各种传感器、配备自带电源的智能终端，智能终端借助各种低能耗传感器采集和整理定位数据、车辆运行数据、载货空间内的货品数据以及轮胎的温度和气压等其他重要信息，通过智能终端实时发送至后台数据中心实现车队管理的效能提升。

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

**探索短途电动半挂产品，专用车上装业务领域进一步开拓。**公司新能源半挂车技术厚积薄发，将短途电动半升级成拥有附加动力的配套半挂产品，还将探索电动半挂的电机技术、线控制动技术。**原有半挂车产品电动化后将明显提升公司产品均价**，中集车辆行业领先的制造与生产能力也将带来更高的毛利率提升空间，助力公司释放更大业绩弹性。此外，公司作为半挂制造龙头客户资源优质丰富，存量客户电动化加速将带动公司业务成长。

### 5.3. 开发氢能源产品，引领市场趋势

**公司坚持氢电并举**，中集太字节KG氢能源冷藏车斩获“2022年度第一氢能冷藏车”殊荣。该车首创不占货厢容积的氢能系统布置形式、拥有行业轻卡最大氢瓶组，将氢燃料电池与冷藏大电量需求完美结合，实现超长续航、极强温度适应性、高热效率、超安全、高经济性五大优势；同时加氢时间小于5分钟，行驶里程约400公里，全生命周期内成本可节省30%以上。叠加公司数字化运营平台赋能，公司将加速引领冷藏车步入“氢时代”。

图45：中集太字节新能源冷藏车

图46：中集太字节氢能源冷藏车





数据来源：商车网、东吴证券研究所



数据来源：商车网、东吴证券研究所

## 6. 盈利预测与投资建议

基于以下核心假设，我们对中集车辆 2023~2025 年盈利进行预测：

- 1) 公司 2023~2025 年收入增速预计分别+42%/+26%/+21%；
- 2) 公司 2023~2025 年毛利率分别预计 14%/15%/16%；
- 3) 公司 2023~2025 年销售费用率分别为 2.3%/2.3%/2.3%；管理费用率分别为 4.3%/4.3%/4.3%；研发费用率分别为 1.7%/1.8%/2.0%。

表4：中集车辆 2023~2025 年盈利预测核心假设

	2022A	2023E	2024E	2025E
收入增速	-14.57%	41.81%	25.88%	20.88%
毛利率	13.28%	14.02%	14.57%	15.52%
销售费用率	2.23%	2.30%	2.30%	2.30%
管理费用率	4.38%	4.30%	4.30%	4.30%
研发费用率	1.29%	1.70%	1.80%	2.00%

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 335/422/510 亿元，归属母公司净利润为 17/23/31 亿元，分别同比+52%/+35%/+36%，对应 EPS 为 0.84/1.14/1.55 元，对应 PE 为 16/12/9 倍。选取 A 股四家商用车卡车公司作为中集车辆的可比公司，2023~2025 可比公司估值均值为 17/11/11 倍。鉴于中集车辆国内半挂车份额稳定提升，灯塔工厂逐步覆盖提升盈利能力，长期新能源领域布局持续发力，我们认为中集车辆应该享受更高估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。



表5：中集车辆可比公司估值比较【2023年4月29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	3.27	261.72	15.26	22.96	24.73	17.15	11.40	10.58
000800.SZ	一汽解放	8.14	378.61	19.81	37.75	-	19.11	10.03	-
000951.SZ	中国重汽	14.59	171.41	9.88	14.56	20.11	17.35	11.77	8.52
000550.SZ	江铃汽车	13.70	118.26	8.68	10.99	8.38	13.62	10.76	14.11
可比公司算术平均估值PE							16.81	10.99	11.07
301039.SZ	中集车辆	13.24	267.13	16.98	22.92	31.18	15.73	11.66	8.57

数据来源：Wind，东吴证券研究所(注：其余公司盈利采用wind一致预期)

## 7. 风险提示

**国内物流行业复苏不及预期。**公司半挂车下游主要客户为国内物流运输行业，若物流行业服务不及预期，会影响公司下游需求进而影响公司业绩。

**海外市场经济波动超预期。**公司较大比例业务与海外欧美市场相关度较高，若海外市场宏观经济波动幅度超预期，会对公司整体业绩带来较大影响。

**国内重卡行业新能源转型进度低于预期。**公司积极布局新能源半挂车领域，若行业发展进度低于预期，可能导致公司阶段性投入见效较慢。

中集车辆三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>14,673</b>	<b>21,210</b>	<b>25,016</b>	<b>32,478</b>	<b>营业总收入</b>	<b>23,621</b>	<b>33,497</b>	<b>42,167</b>	<b>50,970</b>
货币资金及交易性金融资产	4,873	8,020	13,357	16,781	营业成本(含金融类)	20,483	28,802	36,022	43,058
经营性应收款项	3,713	5,143	6,192	7,663	税金及附加	91	151	211	280
存货	5,515	7,286	4,721	7,239	销售费用	526	770	970	1,172
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,034	1,440	1,813	2,192
其他流动资产	573	761	745	795	研发费用	306	569	759	1,019
<b>非流动资产</b>	<b>7,544</b>	<b>7,460</b>	<b>7,433</b>	<b>7,292</b>	财务费用	-91	-79	-158	-293
长期股权投资	193	208	225	245	加:其他收益	77	100	150	200
固定资产及使用权资产	5,172	5,230	5,185	5,031	投资净收益	-24	10	10	10
在建工程	248	123	144	132	公允价值变动	-7	20	20	22
无形资产	844	845	845	846	减值损失	-69	-40	-54	-44
商誉	402	394	384	372	资产处置收益	224	250	300	350
长期待摊费用	34	34	34	34	<b>营业利润</b>	<b>1,473</b>	<b>2,183</b>	<b>2,976</b>	<b>4,079</b>
其他非流动资产	651	626	616	631	营业外净收支	2	5	8	11
<b>资产总计</b>	<b>22,217</b>	<b>28,670</b>	<b>32,449</b>	<b>39,770</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,475</b>	<b>2,188</b>	<b>2,984</b>	<b>4,090</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,128</b>	<b>12,861</b>	<b>14,282</b>	<b>18,361</b>	减:所得税	361	438	597	818
短期借款及一年内到期的非流动负债	595	595	595	595	<b>净利润</b>	<b>1,114</b>	<b>1,751</b>	<b>2,387</b>	<b>3,272</b>
经营性应付款项	4,562	8,584	9,057	12,270	减:少数股东损益	-4	53	95	154
合同负债	619	720	901	1,076	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,118</b>	<b>1,698</b>	<b>2,292</b>	<b>3,118</b>
其他流动负债	2,353	2,961	3,730	4,419	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.55	0.84	1.14	1.55
非流动负债	729	699	669	639	EBIT	1,189	1,889	2,577	3,468
长期借款	331	301	271	241	EBITDA	1,738	2,215	2,909	3,808
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	13.28	14.02	14.57	15.52
租赁负债	189	189	189	189	归母净利率(%)	4.73	5.07	5.44	6.12
其他非流动负债	209	209	209	209	收入增长率(%)	-14.57	41.81	25.88	20.88
<b>负债合计</b>	<b>8,857</b>	<b>13,559</b>	<b>14,950</b>	<b>19,000</b>	归母净利润增长率(%)	24.11	51.88	34.98	36.05
归属母公司股东权益	12,700	14,398	16,690	19,808					
少数股东权益	661	713	809	962					
<b>所有者权益合计</b>	<b>13,360</b>	<b>15,111</b>	<b>17,498</b>	<b>20,770</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>22,217</b>	<b>28,670</b>	<b>32,449</b>	<b>39,770</b>					

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	1,154	3,221	5,434	3,345	每股净资产(元)	6.29	7.14	8.27	9.82
投资活动现金流	-266	-19	-44	128	最新发行在外股份(百万股)	2,018	2,018	2,018	2,018
筹资活动现金流	-954	-75	-73	-70	ROIC(%)	6.32	9.85	11.87	13.75
现金净增加额	-12	3,128	5,317	3,404	ROE-摊薄(%)	8.80	11.79	13.73	15.74
折旧和摊销	550	327	332	340	资产负债率(%)	39.86	47.29	46.07	47.77
资本开支	-168	-7	-2	183	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.89	15.73	11.66	8.57
营运资本变动	-420	1,347	2,957	43	P/B(现价)	2.10	1.86	1.60	1.35

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>

