

国内商用车龙头，转型升级迎来业绩拐点

——福田汽车（600166.SH）首次覆盖报告

报告要点：

● 公司是国内商用车龙头，技术与客户资源优质

福田汽车深耕商用车行业近三十年，商用车总销量国内第一，国内商用车出口领军企业，轻卡领域绝对龙头，重卡领域与戴姆勒合作引领国内高端重卡发展，客车领域发展领先，并在商用车的新能源、氢燃料、智能网联等新技术方向形成领先优势。关键资源发动机、变速箱等合资康明斯、采埃孚等国际龙头的同时亦形成自身较强的自主研发能力。下游客户覆盖国家电力、通讯、石油化工、邮政、物流等系统等关键领域，发展实力雄厚。

● 商用车产品升级+新品周期，公司迎来成长机遇期

2023年商用车行业迎来复苏的同时也在开启升级道路。蓝牌轻卡政策推动产品需求精细化并加速新能源转型。重卡产品持续向自动变速箱、高端化、电动智能化方向升级。公司作为轻卡龙头和高端重卡领导者同时坐拥国内商用车自动变速箱领军合资企业，技术、产品准备充足，23年新品和改款产品井喷，迎来发展机遇期。

● 乘用车处置完毕+全新战略实施，业绩反弹同时成长空间打开

拖累公司盈利的乘用车相关业务和资产已经处置完毕，23年商用车发展步入正轨后业绩反弹即将开始。同时公司计划推动国际化战略、南方战略等八大战略进一步拓宽公司市场空间，不断打开全新成长空间。

● 新能源+智能网联领军企业，受益商用车电动智能化

乘用车新能源化即将进入50%渗透率分水岭，新能源发展交棒商用车。同时由于丰富的使用场景，商用车智能网联化发展也进入快速发展期。公司是国内商用车电动化和智能化发展的第一批企业，技术产品储备丰富，出货量快速增长。同时在氢燃料电池领域，公司自国家863计划起共同研发，产品历经北京奥运会和冬奥会检验，产品交付量大，并持续布局关键技术和关键资源，国内发展领先。未来有望持续受益商用车产业升级。

● 投资建议与盈利预测

综合考虑公司主营业务及投资收益情况，预计公司2023-2025年归母净利润分别为15.65\20.44\25.58亿元，同比增长2304%\30.57%\25.18%，对应每股收益0.2\0.26\0.32元，基于当前股价对应PE 16.47x\12.61x\10.07x。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

经济复苏不及预期风险、物流及基建复苏不及预期风险、客车换代速度放缓风险、海外市场业务增长不及预期风险、新能源发展不及预期风险等

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	54973.87	46446.74	60367.70	73864.20	87229.82
收入同比(%)	-4.83	-15.51	29.97	22.36	18.09
归母净利润(百万元)	-5060.92	65.11	1565.24	2043.67	2558.32
归母净利润同比(%)	-3372.75	101.29	2304.03	30.57	25.18
ROE(%)	-48.32	0.48	10.31	11.86	12.92
每股收益(元)	-0.63	0.01	0.20	0.26	0.32
市盈率(P/E)	-5.09	395.83	16.47	12.61	10.07

资料来源：同花顺 IFIND, 国元证券研究所

增持|首次推荐

当前价/目标价：3.15元/3.82元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：3.75/2.49

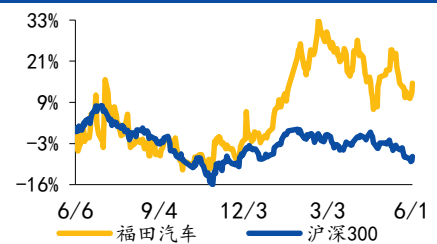
A股流通股(百万股)：6575.19

A股总股本(百万股)：8003.76

流通市值(百万元)：21172.12

总市值(百万元)：25772.12

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-2023年汽车行业投资策略：把握熊彼特创新，决胜结构化市场》

报告作者

分析师 杨为敬

执业证书编号 S0020521060001

电话 021-5109-7188

邮箱 yangweixiao@gyzq.com.cn

联系人 刘乐

电话 021-5109-7188

邮箱 liule@gyzq.com.cn

目录

1. 国内商用车龙头企业，创新转型，开启盈利拐点.....	5
1.1 深耕商用车近三十年，覆盖商用车全品类.....	5
1.2 创新转型，引领商用车电动智能赛道.....	13
1.3 聚焦价值，精益运营，业绩迈入上行期.....	16
2. 商用车周期上行加产业升级，公司全线静待启动.....	20
2.1 周期复苏叠加蓝牌新规推，轻卡龙头触底反弹地位稳固.....	20
2.2 重卡反弹+自动挡产品升级，公司携高端重卡开疆拓土.....	23
2.3 周期复苏+格局优化，客车全能选手持续向上.....	29
2.4 海外市场进入质变时代，公司商用车出口持续领先.....	31
3. 商用车电动智能面临爆发期，公司多年储备底蕴深厚.....	33
3.1 商用车电动化快速发展，公司技术资源储备充足.....	33
3.2 从奥运到冬奥，氢燃料技术久经考验，产品出货丰富.....	35
3.3 商用车智能网联持续落子，技术创新紧跟形势.....	38
4. 调整期终结+新产品周期，公司业绩持续上行.....	41
4.1 调整期已告终结，聚焦商用车战略轻装上阵.....	41
4.2 新产品周期+南方战略开启，公司迎来新成长周期.....	41
5. 投资建议.....	45
6. 风险提示.....	47

图表目录

图 1: 福田汽车主要产品展示.....	5
图 2: 福田汽车商用车生态系统.....	6
图 3: 福田欧曼主要车型展示.....	6
图 4: 福田中轻卡主要车型展示.....	7
图 5: 福田客车主要车型展示.....	8
图 6: 福田零部件展示.....	9
图 7: 2021 年福田汽车按收入业务分布.....	9
图 8: 由北汽摩 BJ1022 衍生的福田 BJ1022 小卡车.....	10
图 9: 1999 年福田汽车第 6406 量轻卡下线仪式.....	11
图 10: 北京新能源汽车设计制造产业基地授牌仪式在福田汽车举行.....	11
图 11: 福田汽车中国服务网络.....	12
图 12: 福田汽车战略客户.....	13
图 13: 福田汽车发展历程及未来规划.....	13
图 14: 福田汽车超级动力链.....	14
图 15: 福田智蓝系能源车型展示.....	15
图 16: 福田新能源汽车 2017-2021 年按车型销量 (辆).....	15
图 17: 福田自动驾驶产品推进节奏.....	16
图 18: 福田汽车历史毛利率和净利率.....	17

图 19: 福田汽车与实际控制人之间产权及控制关系.....	18
图 20: 福田奥铃 M 卡及其分场景营销展示.....	22
图 21: 轻卡行业月销量及同比.....	22
图 22: 福田轻卡产品月销量及同比.....	23
图 23: 重卡与 GDP 季度累计增速关系 (2014-2019).....	24
图 24: 重卡与 GDP 季度累计增速关系 (2020-2023Q1).....	24
图 25: 重卡销量及增速呈现周期性.....	24
图 26: 重卡自动变速箱渗透率趋势.....	26
图 27: 福田欧曼 AMT 重卡优势.....	27
图 28: 采埃孚福田 AMT 变速箱特征.....	28
图 29: 国产梅赛德斯-奔驰重卡 ACTROS.....	28
图 30: 福田大马力重卡欧曼银河.....	29
图 31: 客车累计销量及增速.....	30
图 32: 大客电动化明显高于其他商用车品类.....	30
图 33: 至 2019 年中国汽车海外占比仍显著落后于主要汽车生产国.....	31
图 34: 中国汽车出口快速增长.....	32
图 35: 电动轻卡销量及增速.....	34
图 36: 电动重卡销量及增速.....	34
图 37: 福田汽车新能源产品销量及增速.....	35
图 38: 福田汽车氢燃料技术 5.0.....	37
图 39: 福田欧辉氢燃料客车助力冬奥.....	38
图 40: 中国商用车自动驾驶销量预测 (2022-2030E).....	39
图 41: 福田汽车车联网功能展示.....	40
图 42: 福田汽车自动驾驶产品推进节奏.....	40
图 43: 公司 2017-2022 年费用率.....	41
图 44: 公司 2017-2022 年归母净利润及利润率.....	41
图 45: 福田汽车四大技术方向.....	42
图 46: 福田欧马可智蓝.....	42
图 47: 福田欧曼银河.....	43
图 48: 福田汽车线上线下结合的商用车生态系统.....	44
表 1: 2022 年重卡市场 TOP10 销量及市占率.....	7
表 2: 2023 年一季度轻卡市场 TOP10 销量及市占率.....	14
表 3: 福田汽车主要股东及持股情况.....	18
表 4: 部分公司高级管理人员工作经历.....	19
表 5: 2022 年轻卡销量前十名及其增长率.....	20
表 6: 轻型货车车辆结构配置技术要求.....	21
表 7: 蚁象平台轻量化技术.....	21
表 8: 2022 年中重卡市场销量 (万辆) 及同比 12 连降.....	23
表 9: 商用车各领域近期政策规范.....	25

表 10: 第 6 阶段机动车排放标准实施过程.....	26
表 11: 2022 年上半年公司部分出口订单	32
表 12: 《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》中商用车行业政策	33
表 13: 中国氢能产业基础设施发展技术路线图.....	36
表 14: 《节能与新能源汽车技术路线图(2.0 版)》关于氢燃料电池车的发展目标	36
表 15: 商用车自动驾驶主要场景及价值.....	39
表 16: 公司主要产品收入预测	46
表 17: 公司盈利预测.....	47
表 18: 可比公司估值（百万元）	47

1. 国内商用车龙头企业，创新转型，开启盈利拐点

1.1 深耕商用车近三十年，覆盖商用车全品类

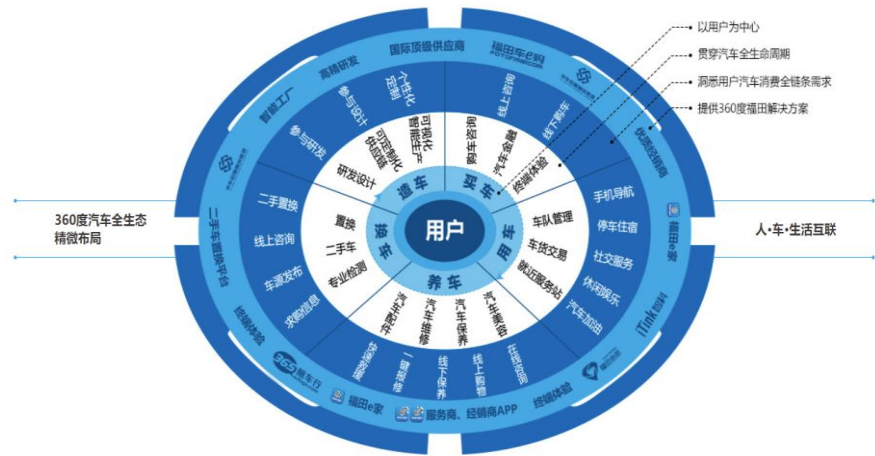
福田汽车主要从事商用车业务，自主+合资构建商用车产业链强企。福田汽车是一家国有控股上市公司，公司定位于聚焦城市及干线物流产品和服务综合方案提供商，生产产品涵盖轻型卡车、中型卡车、重型卡车、轻型客车、大中型客车、工程机械、专用车以及核心零部件发动机、变速箱等。整车领域，公司目前拥有欧曼、欧航、欧马可、奥铃、祥菱、图雅诺、风景、拓陆者、欧辉、智蓝新能源、时代等十多个知名业务品牌，零部件业务链合戴姆勒、康明斯、采埃孚等全球合作伙伴，打造整合世界级资源的“福田超级动力链”。同时公司拥有体系完善的后市场业务生态，覆盖用户从购车到用车的全生命周期，同时积极拓展金融、二手车业务，将智能科技融入服务体系，逐步形成了以用户为中心的商用车生态系统，打通汽车全生命周期，为用户提供360度解决方案。

图 1：福田汽车主要产品展示



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 2：福田汽车商用车生态系统



资料来源：公司官网，国元证券研究所

福田的业务中，整车与零部件为其核心业务。其中欧曼系列主要覆盖重卡市场。截止2022年底，公司全年实现重卡销售6.76万辆，位居国内重卡市场第5，市场占有率10.1%。在重卡行业大幅下滑52%的背景下，福田重卡积极提升自身市场地位，市占率较2021提升2.5%，彰显公司重卡领域发展韧性。2020年，公司又与戴姆勒深度合作，推动梅赛德斯-奔驰高端重卡国产化项目落地。2022年奔驰重卡产品正式上市，公司成为国内高端重卡的重要引领者之一。

图 3：福田欧曼主要车型展示



资料来源：公司官网，国元证券研究所

表 1：2022 年重卡市场 TOP10 销量及市占率

品牌	销量 (辆)	市占率 (%)
中国重汽	158829	23.6%
东风公司	126768	18.9%
中国一汽	125571	18.7%
陕汽集团	107943	16.1%
福田汽车	67582	10.1%
大运汽车	17372	2.6%
江淮汽车	14420	2.1%
上汽红岩	13107	2.0%
徐工汽车	12374	1.8%
北奔重汽	7877	1.2%

资料来源：商用汽车网，国元证券研究所

欧航、欧马可、奥铃、时代领航四个品牌为公司中轻卡系列产品。该市场为公司基盘市场。其中欧航、欧马可定位高端中轻卡领导者，以高质量、定制化、专业化为主要方向；奥铃定位支线物流和城配客户，为福田汽车轻卡业务核心主体；时代聚焦城乡市场，致力于成为城乡货用车辆的领导者，并与与奥铃、欧马可业务战略协同。2022 年，福田汽车实现中卡销售 3.41 万辆，市场份额 35.66%，位居国内市场第一；实现轻卡销售 31.1 万辆，市场份额 19.2%，位居国内市场第一位。

图 4：福田中轻卡主要车型展示

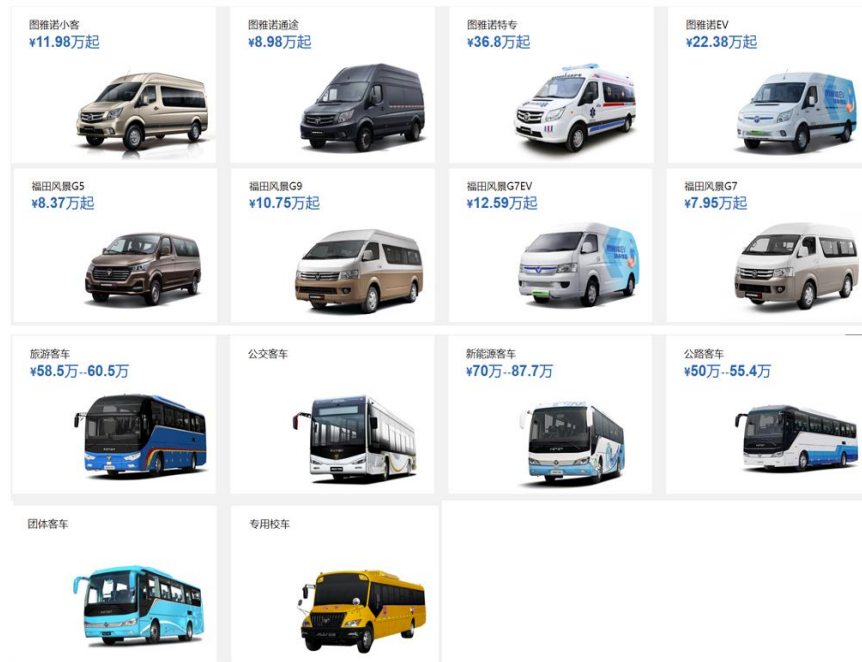


资料来源：公司官网，国元证券研究所

大中型客车欧辉和轻客图雅诺为福田汽车的主要客车品牌，该业务在福田汽车的收

入构成中位居第二，是公司收入的重要组成部分。截止2022年底公司共销售客车产品4.3万辆，在行业企业中位居第四。其中图雅诺轻客销售3.74万辆，行业排名第四；大中型客车同样竞争力强劲，仅次于宇通、金龙（含苏州金龙和金旅客车）和中通，按厂家排名位于行业第四。

图 5：福田客车主要车型展示



资料来源：公司官网，国元证券研究所。注：其中旅游客车至专用校车为欧辉品牌

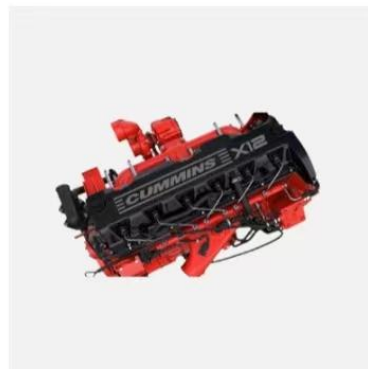
除上述产品外，公司在整车市场还拥有祥菱品牌微卡，拓路者品牌皮卡，以及环境装备、专用车等产品，均在行业中占据一定地位。

在零部件领域，公司对核心零部件发动机、变速箱等一方面积极推动产品自研自产，另一方面积极推进与世界知名企业戴姆勒、康明斯、采埃孚的横向一体化战略合作，完成了商用车全系列发动机、变速箱等核心零部件的布局，并链合康明斯、采埃孚等知名汽车零部件战略合作伙伴，共同打造经济高效、品质可靠、性能卓越的超级动力链，建立福田汽车独有的整车&动力系统集成匹配优势，为用户提供定制化动力系统匹配方案，产品性能得到提升的同时创造了新的利润增长点，形成福田汽车核心竞争优势。

图 6：福田零部件展示



福田康明斯发动机

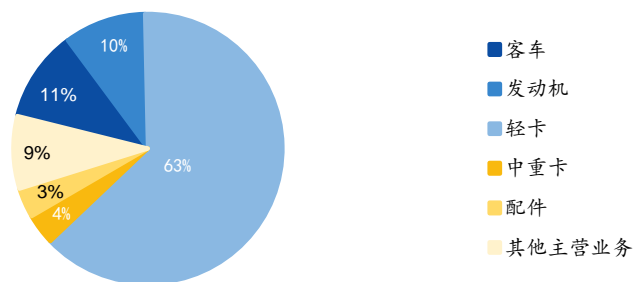


福田采埃孚自动变速箱

资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司产品中，主营业务收入占比最大的是轻卡产品，2021年轻卡业务收入347.7亿元，占收入比重为63.25%；其次为客车业务，轻客和大中客2021年合计收入60亿，收入占比11%，再次为发动机业务，约占公司收入的9.8%。除整车与发动机之外，公司主营还包括后市场等其他主营，合计约占公司收入的8.6%。整体而言，公司已经建成集整车制造、核心零部件、汽车金融、后市场为一体的汽车生态体系，涵盖整车、零部件、金融、汽车后市场四大业务版块。为公司持续发展奠定良好基础。

图 7：2021 年福田汽车按收入业务分布



资料来源：wind，国元证券研究所

深耕商用车近三十年，持续改革实现引领。福田汽车前身可追溯到成立于 1987 年的诸城机动车辆厂，在此之前该厂主要从事农具修理和纺织机、卷扬机等机械生产。1987 年起，顺应时代发展，公司正式转入农用车生产领域，并推出“鸣飞”牌四轮农用车。但在当时“鸣飞”的产销量并不理想，为了提升产品市场竞争力，进一步做大做强，诸城车辆厂积极寻找外援，开拓产品与市场空间。在几经挫败后，诸城机动车辆厂管理层发现了当时北汽摩 BJ1022 小卡与公司产品的契合之处，并与 1993 年起与北汽摩谈判基于 BJ1022 小卡车与农用车合作事宜。为了达成最大化合作成果，1994 年诸城机动车辆厂引领改革风潮，以吸收合并的方式，跨行行业、跨地区整体并入北汽摩，成为北汽集团子公司。诸城机动车辆厂更名为北汽摩诸城车辆厂，“鸣飞”牌更名“北京”牌，开始结合小卡与农用车生产“像汽车的农用车”。该款车型迅速驱动成功，并于 1996 年成为全国市场第一，“北京”牌等一些品牌的农用车还专门被请进中南海让国家领导人参观。

图 8：由北汽摩 BJ1022 衍生的福田 BJ1022 小卡车



资料来源：腾讯网，国元证券研究所

产品初步成功之后，为了进一步获得向商用车方向发展的技术、资金等资源支持，诸城车辆厂积极推动资本融资工作。1996 年 8 月，经北京市政府批准，由北汽摩公司、江苏常州柴油机集团公司等 100 家 55 家主机配套厂和 45 家经销企业共同发起成立了北汽福田车辆股份有限公司，史称“百家法人造福田”。从此，北汽福田正式成立，公司在商用车方向进入快车道，四年完成三大步。第一步，1996 年，百家法人造福田；第二步，1998 年成功实现上海证券交易所上市；第三步，1999 年，福田轻卡年销年销 6.4 万辆，成功登顶全国第一。

图 9：1999 年福田汽车第 6406 量轻卡下线仪式



资料来源：腾讯网，国元证券研究所

进入新千年，福田又开始了新三步走的跨越式发展。在 2001 年销量突破 10 万辆大关，2002 年进军重卡领域之后，2005 年成功实现商用车全系列发展。在此基础上，2008 年福田汽车与康明斯合资成立北京福田康明斯发动机有限公司，同年全国首个新能源汽车设计制造产业基地在福田成立，北汽福田海外业务逐步开展，经营国际化与新能源化的大幕自此开启。而到 2009 年福田汽车即已实现商用车累计销量居于全球前列的发展态势。

图 10：北京新能源汽车设计制造产业基地授牌仪式在福田汽车举行



资料来源：搜狐汽车，国元证券研究所

2010年之后是福田向全球化企业迈进的阶段。2010年公司与戴姆勒奔驰合作取得重大突破，2012年北京福田戴姆勒汽车有限公司成立。2016年福田汽车推出首款智能驾驶概念卡车，并成立超级卡车全球创新联盟。2017年福田采埃孚轻型自动变速箱有限公司和采埃孚福田自动变速箱有限公司成立，不断补齐核心资源能力。截止2018年，福田品牌价值已经超越千亿大关，2022年公司再以1915.16亿元品牌价值荣登《中国500最具品牌价值》榜单第34位。截止2022年，公司已经连续18年蝉联中国商用车行业第一位，全国布局18个工厂，全球建设22个KD工厂，全面覆盖商用车整车及零部件全产业链，并实现全球化产业布局。同时在销售端，在国内31个省市布局12000多家服务网络，遍平均服务半径小于40公里。下游客户除C端消费者外，更是深入服务国家电力、通讯、石油化工、邮政、物流等关键系统，与国家电网、南方电网、中石化、中石油、中国移动、中国电信、中国联通等集团客户建立战略联盟，形成稳固合作关系。从区域性农机厂，到全球性全品类商用车领先企业，福田汽车在近三十年的发展过程中，持续创新，不断开拓，体现了公司在发展过程中强大的市场前瞻性和资源组织能力，这也将成为公司进一步发展的核心体系与文化支撑。

图 11：福田汽车中国服务网络

中国服务网络

7000 多家

服务网络

31 个

遍布省市

<40 公里

平均服务半径小于40公里



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 12: 福田汽车战略客户



资料来源: 公司官网, 国元证券研究所

图 13: 福田汽车发展历程及未来规划



资料来源: 公司官网, 国元证券研究所

1.2 创新转型，引领商用车电动智能赛道

公司聚焦商用车创新，关键产业链布局完善，体系强劲。长期以来，公司坚持走科技创新之路，通过自研与合作等方式，布局商用车关键产业链与关键技术，技术体系能力强劲。在传统燃油车领域，公司通过合资戴姆勒、康明斯、采埃孚等，构建国际水平的黄金价值链并推动自主研发，实现商用车全系列发动机、变速箱、后处理等核心零部件及新能源、智能化等未来关键技术的布局与掌控，提升产品新能的同时，降低成本，创造利润增长点。

图 14: 福田汽车超级动力链



资料来源：公司官网，国元证券研究所

随着商用车排放、监管法规逐步趋严，商用车竞争环境趋紧。公司以“热情创新”的价值观文化，以“热情”快速相应市场，以“创新”打造满足市场需求的技术产品，紧抓技术与市场需求的结合点，推动轻量化、节能化等发展方向，打造高质量产品，满足法规要求的基础上，最大程度提升用户使用价值。在体系化的市场洞察力和技术创新力共同支持下，在 2023 年轻卡“蓝牌新规”落地的背景下，福田汽车以 10 万以上销量水平，继续霸榜轻卡市场，超越第二名一倍以上，市场份额较去年同期再增两个百分点，达到 22%水平。

表 2: 2023 年一季度轻卡市场 TOP10 销量及市占率

品牌	销量 (万辆)	市占率 (%)
北汽福田	10.59	22.3
长城汽车	4.88	10.3
重庆长安	4.75	10
东风汽车	4.59	9.7
江淮汽车	4.48	9.4
江铃汽车	2.92	6.2
中国重汽	2.33	4.91
上汽大通	2.25	4.74
上汽通用五菱	2.14	22.3
远程商用车	1.82	10.3

资料来源：腾讯网，国元证券研究所

商用车电动智能转型，公司深耕多年，优势显著。在电动智能化转型方面，福田起步较早，发展迅猛。新能源领域，福田汽车自 2003 年开始启动新能源技术的研发，2008 年全国首个新能源汽车设计制造产业基地在福田成立，公司成功抢占新能源汽车发展先机。而在氢燃料电池领域，福田汽车更是 2006 年就和清华大学、北京亿华通等联合承接国家“863 计划”氢燃料动力电池客车研发项目，并于 2008 年奥运会示范运营。2018 年，福田汽车整合新能源业务资源，成立了智蓝新能源事业部，产品规划商用车全系列，技术路线全面覆盖纯电动、氢燃料电池、混合动力。目前福田智蓝新能源已申请电动汽车相关专利 1028 项，其中发明专利 542 项，实用新型专利 682 项，外观专利 3 项，布局电商物流、冷链配送、专用车等多领域、多场景、全生命周期服务的新能源物流车产品。

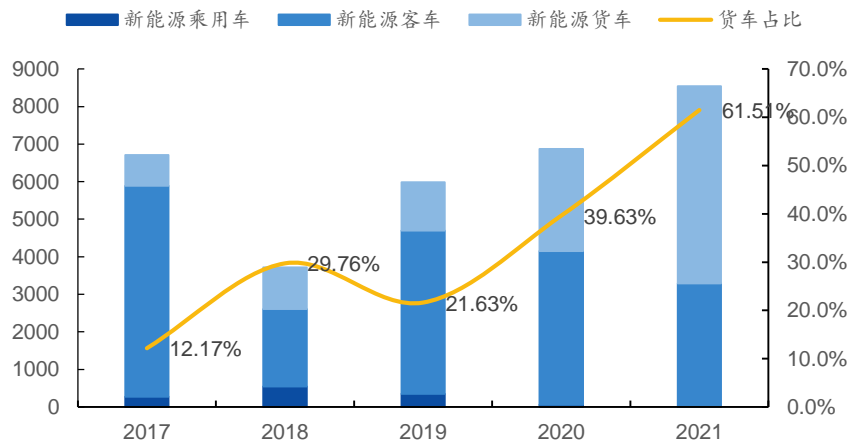
图 15：福田智蓝系能源车型展示



资料来源：公司官网，国元证券研究所

自 2018 年开始公司新能源汽车销量保持较快增长，2021 年新能源汽车销售 8540 辆，其中新能源客车 5253 辆，新能源货车 3284 辆。技术驱动下，公司新能源汽车销售结构逐步从以新能源客车为主转向新能源客车、货车并重，新能源货车销量占新能源汽车比重从 2017 年 12.17% 提升至 2021 年 61.51%。新能源货车销量逐年上升，展现了福田汽车在新能源货车市场中强劲市场竞争力。

图 16：福田新能源汽车 2017-2021 年按车型销量（辆）



资料来源：公司年报，国元证券研究所

根据中国汽车工业协会发布的数据，2022 年新能源商用车销售 33.8 万辆，同比增长 78.98%，福田新能源汽车 2022 年销量 21761 辆，同比增长 154.81%，远高于行业平均水平。

在智能网联方面，福田汽车同样起步较早。基于商用车车队管理等现实应用，2011 年 4 月，福田汽车组织并发起北京汽车物联网产业联盟，进行车联网研究及规划；

2012年8月，成立福田智科信息技术服务公司，进行车联网产品开发和业务实施。而在智能驾驶方面，2016年福田即率先发布中国无人驾驶卡车，通过车联网、大数据、L3自动驾驶技术应用，实现车与人、车、路的智能共享和安全、舒适、节能、高效的行驶，2018年福田汽车又获得国内首张商用车自动驾驶路测牌照，为公司自动驾驶进入测试和运营阶段奠定基础。2018年后公司自动驾驶产品在在北京多地开展示范运营。截止2022年，在智能驾驶领域，福田汽车开发了全平台自动驾驶样车，涵盖重卡、轻卡、VAN、客车产品线，并全面开启示范应用工作，率先完成自动驾驶列队跟驰实验，将智能驾驶解决方案覆盖高速、港口、矿山、景区等多个场景。未来将逐步进入商业化运营阶段。

图 17：福田自动驾驶产品推进节奏

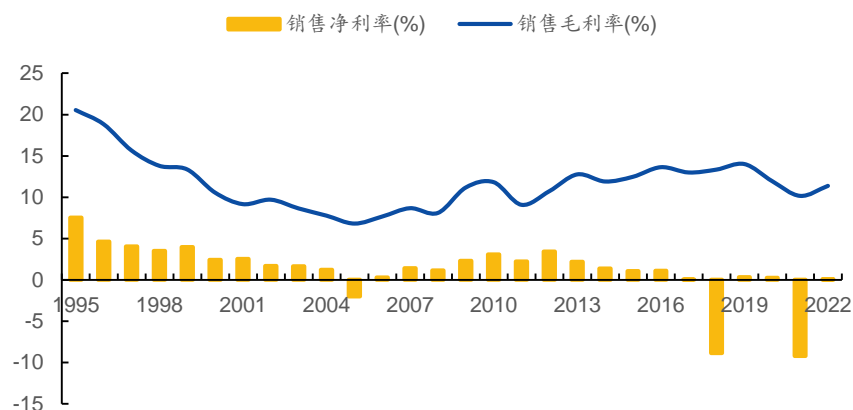


资料来源：公司官网，国元证券研究所

1.3 聚焦价值，精益运营，业绩迈入上行期

乘用车资产重组完毕，聚焦商用车精益运营，盈利能力触底反弹。从历史进程看，2009年公司实现规模化运营以来，公司净利率始终保持2%以上水平。2014年公司收购宝沃品牌开拓乘用车市场失利后，受乘用车相关不良资产减值拖累，盈利水平下降并在部分年份出现亏损。经过多年重整，公司将宝沃相关不良资产引发的减值问题基本处理完毕。根据2022年年报，宝沃相关债权资产账面价值只有0.28亿，历史上宝沃相关资产减值引发的大额业绩冲击已告终结，公司业绩开启触底反弹。

图 18：福田汽车历史毛利率和净利率



资料来源：wind，国元证券研究所

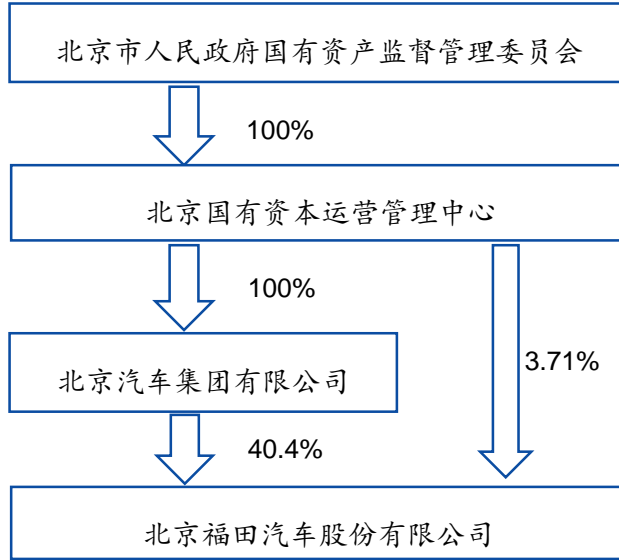
而在业务层面，在解决宝沃乘用车业务问题的同时，2018年起，公司启动“三年行动计划（2018-2020年）”战略，明确了聚焦商用车的方向，坚持商用车第一品牌不动摇的目标，同时加快非主营、亏损业务的改革调整与退出。除宝沃以外，公司还积极推动河北雷萨重型工程机械有限责任公司、安徽安凯福田曙光车桥有限公司股权重组，冲压工厂冲压业务、怀柔重型机械工厂部分资产出售，并转让山东多功能汽车厂闲置设备资产，处置广东工厂资产等，大刀阔斧推动非主业重组、亏损业务退出、低效资产盘活，为公司发展主营业务奠定基础。

三年行动计划完成后，公司继续推动聚焦商用车主业的发展主线。并将“聚焦价值、精益运营”制定为“十四五”期间核心理念，围绕市场占有率和利润率两个核心指标持续持续推进“二次创业”——在聚焦商用车主业的基础上，进一步聚焦商用车核心业务、规模化运营，深入推进国际化，三线并举大力发展新能源及核心零部件，拓展汽车后市场业务，计划到2025年实现“打造商用车第一品牌，实现有价值的竞争性增长”的战略目标。

公司股权结构集中，管理层经验丰富，商用车发展执行力强劲。福田汽车的控股股东为北京汽车集团有限公司，持股数 32.34 亿股，占比 40.4%。其他主要股东为常柴、潍柴等产业链合作伙伴，北汽集团和北京市国资委具有实际控制人地位。近年来，随着北汽内部整体发展格局变动，福田汽车逐渐成为北汽集团内部自主业务板块的主导力量，加之商用车电动智能化成长趋势逐渐明朗，母公司北汽集团对公司的战略定位逐步上升，对公司的重视程度显著提高。在北汽集团 2022 年召开的集团战略研讨会上，商用车板块首次给与专场研讨的待遇，且被安排在场专场研讨的第一场深度讨论，会上北汽集团不仅明确了北汽福田聚焦商用车，持续提升盈利能力，加快电动智能化创新的发展目标，同时专门指出集团层面和各个板块要对商用车发展形成协同支持。而从人员安排看，为了形成对福田商用车板块的协同支持，福田汽车董事长目前兼任北汽集团总经理助理职务，且集团公司部分中高层管理人员具有福田汽车从业经历，形成了与母公司人才互通，强化协同的良好发展局面。从母公司战略定

位和体系建设来看，福田汽车成为母公司北汽集团发展自主品牌整车的重点落脚点之一，有利于公司未来持续健康发展。

图 19：福田汽车与实际控制人之间产权及控制关系



资料来源：企业预警通，国元证券研究所；更新日期，2023 年 3 月 6 日

表 3：福田汽车主要股东及持股情况

股东名称	持股数	占总股本比例
北京汽车集团有限公司	32.34 亿股	40.40%
北京国有资本运营管理有限公司	2.97 亿股	3.71%
常柴股份有限公司	1.44 亿股	1.80%
全国社保基金一一八组合	9245.67 万股	1.16%
潍柴动力股份有限公司	8000.00 万股	1.00%
许加元	6445.00 万股	0.81%
诸城市义和车桥有限公司	6012.00 万股	0.75%
山东莱动内燃机有限公司	5082.00 万股	0.63%
工银安盛人寿保险有限公司-传统 2	5000.00 万股	0.62%
李鹏	4150.00 万股	0.52%

资料来源：wind，国元证券研究所；更新日期 2023 年一季度

从公司自身层面看，主要管理层商用车发展经验丰富，专业能力较强，且均为 70、80 后，年富力强。福田汽车董事长常瑞营销专业出身，在福田汽车具有近 20 年的履职经历，长期负责福田汽车海外业务，2018 年起担任公司副总经理，熟知公司发展脉络和海外业务发展规律，有利于全球化发展阶段福田汽车在全球市场展开竞争。总

经理武锡斌具有 20 年福田汽车工作经历，长期负责福田汽车质量工作，2017 年升任公司副总经理，并兼任工程研究总院院长。营销、海外业务与质量管理的高层结构，对于公司一手抓产品技术，一手抓销售与海外发展双轮驱动，具有良好的促进作用。其他主要副总经理均具备福田主要事业部和合资公司职业经理，普遍效力福田 15 年以上，具备充足的业务能力和从基层到高层的实践经验，有利于公司未来战略规划落地执行，形成业绩。

基于明确的聚焦价值，提升市占率和利润率的发展战略，加之母公司和实控人的高度重视以及务实高效、经验丰富的管理层，公司未来业绩触底反弹，持续向上的管理基础扎实雄厚。

表 4：部分公司高级管理人员工作经历

姓名	职务	工作经历
常瑞	董事长	出生日期 1976 年 1 月。历任：北汽福田汽车股份有限公司副总裁兼商用汽车集团执行副总裁、海外事业本部党委副书记、总经理；北汽福田汽车股份有限公司副总经理；北汽福田汽车股份有限公司党委常委；常务副总经理；北汽福田汽车股份有限公司党委副书记、总经理；现任：北汽福田汽车股份有限公司党委书记、董事长、北京汽车集团有限公司总经理助理
武锡斌	总经理	出生日期：1972 年 9 月出生。历任：北汽福田汽车股份有限公司副总经理、工程研究总院院长；北汽福田汽车股份有限公司常务副总经理；现任：北汽福田汽车股份有限公司党委副书记、总经理
宋术山	副总经理	出生日期：1970 年 10 月。历任：北汽福田计划与营销管理本部总监，北京福田戴姆勒汽车有限公司执行副总裁，欧曼业务部总裁。现任：北汽福田汽车股份有限公司副总经理，采埃孚福田自动变速箱(嘉兴)有限公司董事长，法定代表人，福田采埃孚轻型自动变速箱(嘉兴)有限公司董事长
陈青山	副总裁	出生日期：1973 年 4 月。历任：北汽福田汽车海外事业部副总经理，卡车业务本部本部长；轻型商用车事业本部执行副本部长，商务汽车业务总监，技术研究院院长；工程研究总院院长。现任：北汽福田副总裁；北汽福田商用汽车集团常务副总裁；轻型商用车业务总监，轻型商用车事业本部本部长，营销公司总经理；北汽福田汽车股份有限公司工程研究总院党委书记
王术海	副总裁	1975 年出生。曾任：北汽福田时代业务总监，时代事业部总经理，时代事业部营销公司总经理，时代事业部伽途销售公司经理；北汽福田汽车股份有限公司伽途事业部总经理。现任：北汽福田汽车股份有限公司副总裁，时代事业部总裁
崔士朋	副总裁	出生日期：1980 年 11 月。2016.01-2018.05 北京福田戴姆勒汽车有限公司营销公司总经理；2018.05-2019.05 北汽福田汽车股份有限公司海外事业部副总裁兼重型商用车业务本部副总经理，总经理；2019.05-2019.08 北京福田戴姆勒汽车有限公司营销公司总经理；2019.08-2020.01 北京福田戴姆勒汽车有限公司营销副总裁兼营销公司总经理，现任：北汽福田汽车股份有限公司业务副总裁

资料来源：wind, 国元证券研究所

2. 商用车周期上行加产业升级，公司全线静待启动

2.1 周期复苏叠加蓝牌新规推，轻卡龙头触底反弹地位稳固

疫情后复苏叠加蓝牌新规落地，轻卡市场触底反弹。2022年，受前期环保和治理超载政策的影响，轻卡需求透支，叠加疫情和油价的影响，轻卡市场显著萎缩。2022年轻卡累计销售161.8万辆，同比下降23.4%，销量创近年同期新低。从车企表现看，2022年福田居于首位，长城、东风分别居第二、第三；前十轻卡车企中除上汽大通外，其余9家销量下滑，业绩下降成为2022年轻卡行业的普遍现象。2022年轻卡销量及同比增速均为近6年最低水平，轻卡市场已达底部，未来随疫情影响的减弱以及国民经济的恢复，轻卡市场将逐步迎来反弹。

表 5：2022 年轻卡销量前十名及其增长率

车企	销量 (万)	增长率
福田汽车	31.07	-24.96%
长城汽车	18.67	-19.87%
东风公司	17.52	-25.22%
重庆长安	17.19	-3.61%
江淮汽车	15.29	-26.64%
江铃汽车	12.76	-31.40%
上汽大通	10.46	8.65%
中国重汽	7.06	-35.45%
一汽解放	3.95	-49.02%
江西五十铃	3.88	-24.96%

资料来源：汽车总站网，第一商用车，国元证券研究所

长期以来我国货运车市场超载现象严重，安全隐患频发。为从产品源头消除轻型货车“大吨小标”、超载运输，非法改装行为，工信部、公安部于2022年1月12日联合发布了《关于进一步加强轻型货车、小微型载客汽车生产和登记管理工作的通知》，蓝牌轻卡技术新规正式落地。蓝牌新规的推出，加速了轻卡行业的规范化，有利于轻卡行业的健康发展，同时也为轻卡行业带来新的机遇。新规通过限制发动机、轮胎的车辆结构配置，规范超载问题，推动单车运力将大幅下降，相同物流量，轻卡需求量和频次上升。新政测对市场的规范化，有利于后期轻卡销量的增长。蓝牌轻卡新规自2022年9月1日正式执行，但由于疫情期间稳定物流体系影响，执行力度不大，市场存在观望情绪。开年以来，广东、浙江等各地均加大了对不合规轻卡的治理力度，使得不少之前对新规的执行仍处于观望中的客户认识到不合规的大吨位蓝牌轻卡已经是“穷途末路”，购买合规的蓝牌轻卡是大势所趋，推动一季度轻卡销量缓慢恢复。

表 6：轻型货车车辆结构配置技术要求

项目	技术要求
轮胎	轮胎负荷不大于总质量的 1.4 倍。轮胎名义断面宽度不超过 7.00in（英制）或者不超过 195mm（公制）；后轮采用单胎的，后轮胎名义断面宽度不超过 265mm（公制）
发动机	发动机（柴油）排量：不大于 2.5L（冷藏车不大于 3.0L）
货箱	货厢内部宽度：不大于 2100mm（自卸式货车不大于 1800mm）

资料来源：中华人民共和国工业和信息化部，国元证券研究所

轻卡龙头提前开展产品布局，公司产销提升远超行业，市占率再提升。作为轻卡龙头企业，对于法规和市场趋势，公司提前研判，积极组织技术产品提前应对。早在 2019 年“521 报道”反应“大吨小标”事件以来，公司就积极开启国六排放标准基础上的产品轻量化研发。当年完成的第四代轻卡全系列开发，单车实现降重 5%-8%。其后不断推动相关技术进步，采用先进节能控制技术，优化整车燃油经济性、提升产品全生命周期成本（TCO）竞争力，降低油耗水平，减少客户全生命周期运营成本，实现合规蓝牌轻卡的率先投放，并积极拓展轻卡新规后外溢的小卡等产品，充分覆盖市场。在细分领域方面，福田主流轻卡品牌奥铃轻卡提前布局，从生产源头创新技术，推出“蚁象”技术平台，让轻量化和高承载完美兼容，较行业同类产品相比最多可多承载 1000 斤，为市场和用户带来新的选择。新规落地之后，2.0L~2.5L 发动机车型将成为蓝牌轻卡主力军，奥铃推出了多款符合新规的蓝牌轻卡产品，满足不同场景下作业要求。同时推出奥铃 M 系列小卡产品，加大场景营销力度，承载新规实施后轻卡的外溢需求。在发动机方面，福田旗下的欧康动力提前展开蓝牌发动机的产品布局，以欧康 F2.5 发动机为例，其开发时间历经 5 年之久，立项时间远早于蓝牌新规，目前福田自产欧康发动机年产能 15 万台/年，2022 年上半年福田 2.5 升及以下车型配装发动机以福田自产的欧康动力为主，占比达 63%。

表 7：蚁象平台轻量化技术

技术维度	内容
新材料	车身、大梁、车轮、桥壳、板簧都采用高强度材料，应用占比 41%以上，远高于整体行业应用；同时在 PDCPD 导流罩、塑料油箱、PU 发泡仪表板、塑料挡泥板等多部分应用非金属材料，如：新型工程塑料、通用工程塑料、FRP 复合材料、橡胶类及蜂窝结构材料等，占比达 11%以上；在轮毂、传动轴、支架及壳体等部分充分应用铝合金、航空铝镁合金、高压铸铝等轻金属材料，占比达 11%以上。以此实现整车材料方面的轻量化。
新结构	通过板簧支架、减震器下支架、车架横梁、尿素罐及油箱等部分采用尺寸、形貌、形状、拓扑等多学科设计优化，使整车再降 10%。
新工艺	奥铃通过制造工艺和连接工艺两大方面，使全平台轻量化潜力和汽车量产规模达到最高。通过热冲压拼焊车门、旋压轮辋、热成型车架横梁、液压成型车桥桥壳等方面新工艺的运用，使整车又降 3%。

资料来源：汽车大世界，国元证券研究所

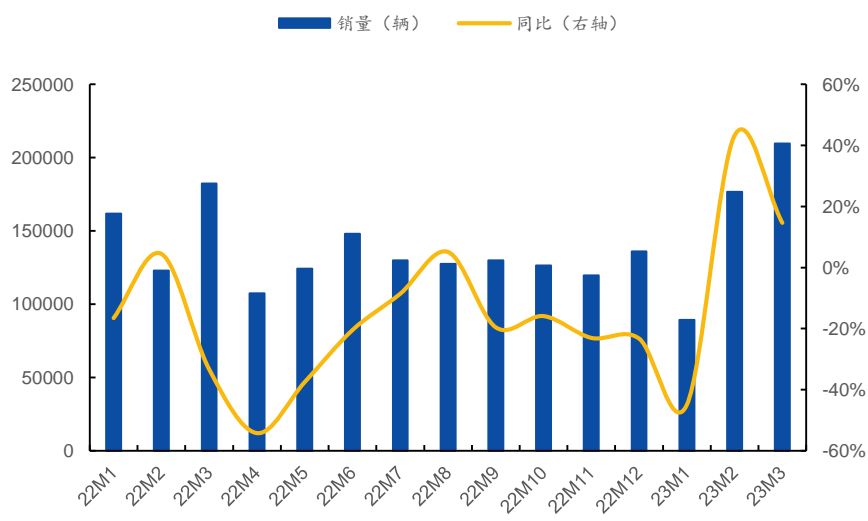
图 20：福田奥铃 M 卡及其分场景营销展示



资料来源：福田奥铃官网，国元汽车研究所

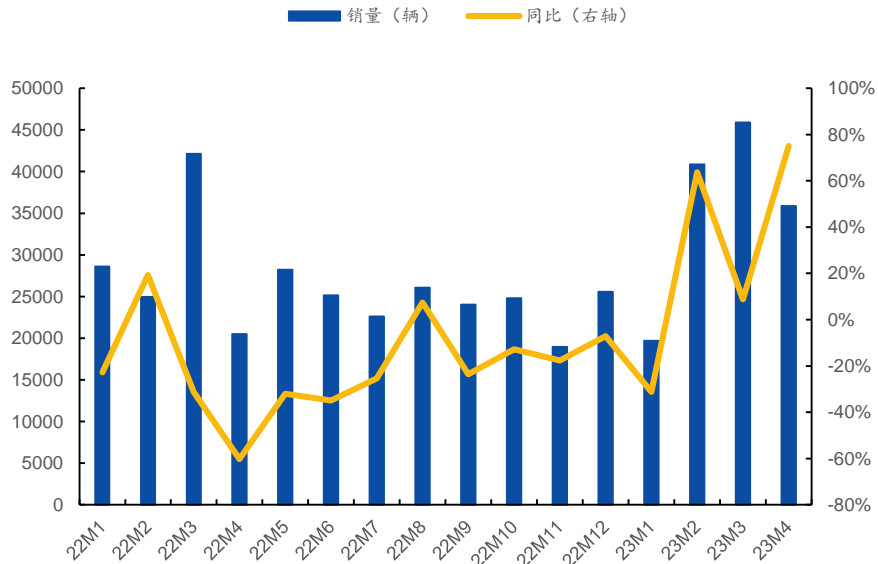
在领先的技术产品和年轻化、场景化营销策略推动下，公司轻卡产品复苏显著。2023 年一季度除 1 月份延续去年下跌外；二、三月份，轻卡同比分别增长 43.24%和 14.66%，复苏趋势明显。综各月数据，2023 年一季度轻卡累计销售 47.56 万辆，同比微涨 1.46%。而福田汽车一季度则实现轻卡销售 10.64 万辆，同比增长 11.19%，显著超越行业平均水平。4 月份，福田汽车轻卡继续保持快速复苏态势，单月销售 3.59 万辆，同比增长 75%。截止 23 年一季度福田汽车轻卡市场渗透率达到 22.4%，较去年同期提升 1.9 个百分点。整体而言，面对法规落地和周期反弹，福田作为轻卡龙头已经做好充分准备，截止 2022 年公司不仅推动原有轻卡产品中期改款，同时新增更具场景化的奥铃 M 卡、欧马可 X 卡、轻盈版、海外小卡，领航轻量化轻卡、M5 经济型产品基本覆盖到位，为 23 年领先反弹奠定坚实基础。

图 21：轻卡行业月销量及同比



资料来源：卡车网，国元汽车研究所

图 22：福田轻卡产品月销量及同比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.2 重卡反弹+自动挡产品升级，公司携高端重卡开疆拓土

疫后复苏+政策推动，中重卡行业底部反弹。2022 年受疫情影响，经济整体叠加跨区域物流受冲击严重，重卡销量遭遇同比 12 连降，全年最终销量 67.19 万辆，同比下降 51.8%。进入 2023 年随着随疫情影响消散，宏观经济的复苏，叠加中重卡周期上行来临和政策面推动，中重卡行业将迎来反弹行情。

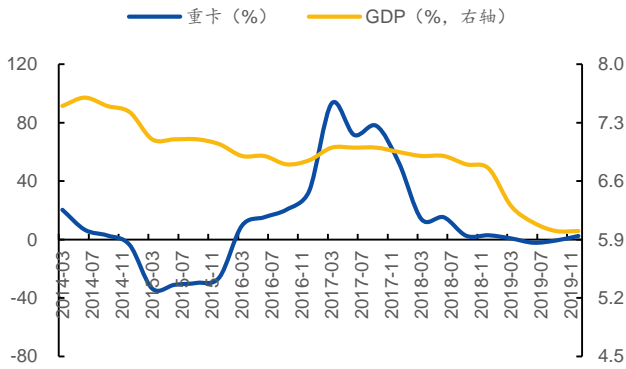
表 8：2022 年中重卡市场销量（万辆）及同比 12 连降

月份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
中卡销量	0.93	1.08	1.23	0.75	0.8	0.89	0.67	0.73	0.65	0.66	0.61	0.57
中卡同比	-46%	-10%	-53%	-58%	-58%	-43%	-41%	-15%	-40%	-43%	-54%	-61%
重卡销量	9.5	5.4	7.7	4.6	4.9	5.5	4.52	4.6	5.18	4.82	4.66	5.4
重卡同比	-48%	-54%	-67%	-76%	-70%	-64%	-41%	-10%	-13%	-10%	-9%	-6%

资料来源：卡车网，国元证券研究所

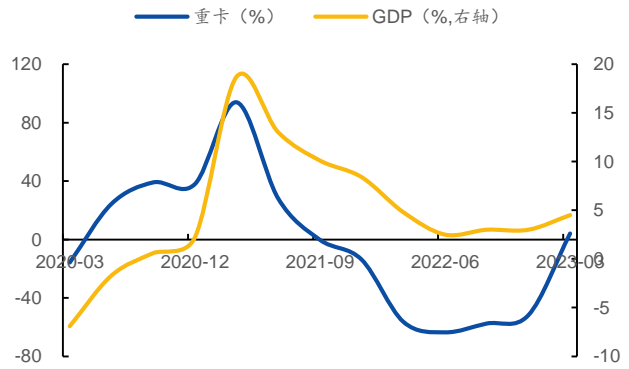
一是同比低基数叠加经济复苏带动中重卡同比高增。由于 2022 年行业销量受外部冲击影响，出现腰斩级大幅下滑，造车 2023 年低基数效应为，为同比提升创造基础。除此之外，中重卡作为生产资料，与经济增长关系密切，短期波动多随经济走势波动。23 年疫后经济复苏，经济增长呈现上行态势，预估全年经济增速有望回到 5% 以上水平。带动中重卡行业持续复苏。

图 23：重卡与 GDP 季度累计增速关系（2014-2019）



资料来源：wind, 国元证券研究所

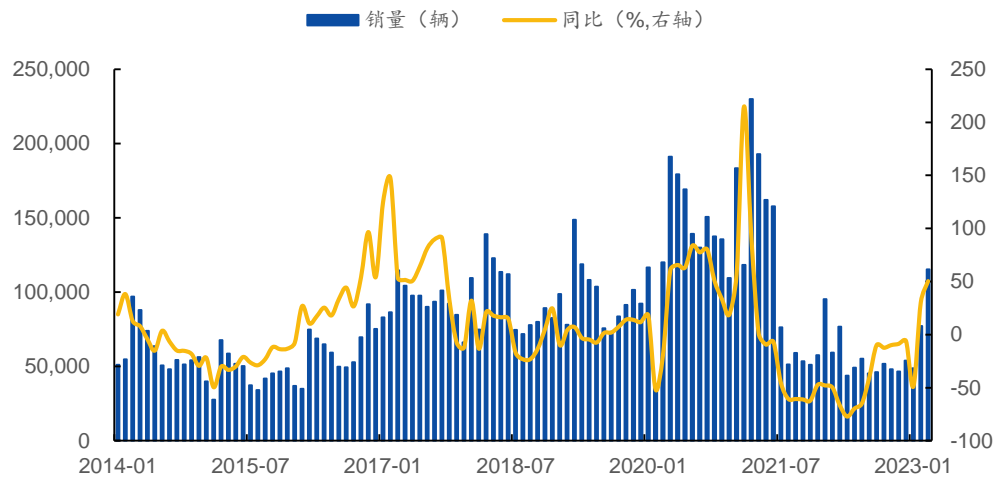
图 24：重卡与 GDP 季度累计增速关系（2020-2023Q1）



资料来源：wind, 国元证券研究所

二是重卡行业 7-8 年换代周期来临，前期高速增长阶段产品换代需求提升。通常一辆重卡的经营周期为七到八年。受 GB 1589-2016 雷霆治超政策以及前期 2009-2010 年高速发展阶段产品换代带动，叠加排放治理加严，2016 年起我国重卡行业迈入繁荣阶段，年度销量逐年提升，至 21 年后半年周期减弱叠加疫情冲击进入下行期。以 7-8 年的更新换代周期来看，16 年以后进入市场的重卡产品，将迎来换新，带动未来几年行业需求走强，整体拉动重卡行业步入上行周期。

图 25：重卡销量及增速呈现周期性



资料来源：wind, 国元证券研究所

三是部分地方政府政策发力，加快推动国四柴油车淘汰带来新增需求。在政策层面，法律法规趋严仍是核心方向。当前国三柴油车淘汰基本完毕，国四排放标准产品淘汰成为节能减排重要方向，地方国四替换政策出台。河南、山东、陕西、上海、宁波等地纷纷出台加快淘汰国四柴油汽车的相关规定，趋势上带动重卡上行。

表 9：商用车各领域近期政策规范

主要模块	政策名称	政策内容
重卡	《山东省新一轮“四减四增”三年行动方案（2021—2023 年）》	根据国家部署，有序推进国四中重型营运柴油货车淘汰工作。
	《陕西省蓝天保卫战 2022 年工作方案》	推动淘汰国三及以下排放标准的汽油车，关中地区积极推动国四柴油汽车和采用稀薄燃烧技术的燃气汽车淘汰更新
	《上海市人民政府关于深入打好污染防治攻坚战 迈向建设美丽上海新征程的实施意见》	加快淘汰国四及以下排放标准柴油车。
	《宁波市“十四五”节能减排综合工作方案（征求全面淘汰国三及以下排放标准柴油货车，加快淘汰国四标准柴油营运货车和工程求意见稿）》	车辆。
	《浙江省污染天气消除和柴油货车污染治理攻坚三年行动方案（征求意见稿）》	基本淘汰国三排放标准的柴油货车（含场内车辆），逐步推进国四排放标准柴油货车淘汰。到 2025 年，淘汰 60% 的国四及以下营运柴油货车，累计淘汰 4 万辆以上。
轻卡	《河南省商务厅等 18 部门关于进一步搞活汽车流通扩大汽车消费的通知》	全面实施重型车国六排放标准、非道路柴油移动机械第四阶段排放标准，推动淘汰国三及以下排放标准的柴油、燃气货车和汽油车，加快淘汰国四柴油汽车和采用稀薄燃烧技术的燃气汽车。
	《轻型货车、小微载客汽车安全技术规范》	蓝牌新规下轻型货车技术要求：结构配置方面，质量范围为 4.5 吨以下的轻型货车（含 3.5 吨以下），轮胎不得超过 7.00in（英制）或 195mm（公制），后轮采用单胎的，后轮胎不超过 265mm（公制），发动机（柴油）排量不超过 2.5L（冷藏车不超过 3.0L），货箱内宽不超过 2.1 米（自卸式货车不超过 1.8 米）；此外，对于仓栅式货车以及自卸式货车还存在补充技术要求，仓栅式货车的总质量在 3.5 吨-4.5 吨的仓栅式货车货箱应分层（货箱底板到仓栅顶部小于 1.5 米的除外），自卸式货车后轮应采用单胎，车辆总长度不超过 5 米。
非道路	《非道路移动机械用柴油机排气污染物排放限值及测量方法（中国第三、四阶段）》	新增车载法整机测试要求，对 37kW 以上机械实际使用过程的污染物排放使用便携式排放测试系统（PEMS）进行测量，规定 90% 以上有效功率窗口的 CO 和 NOx 的比排放量不应超过相应功率段限值的 2.5 倍。为解决非道路移动机械冒黑烟的问题，新增颗粒物粒子数量（PN）限值，规定其排放必须小于等于 5×10 ¹² 个/千瓦时，通用技术手段为加装柴油颗粒捕集器（DPF）。

资料来源：工信部、生态环保部，各省、市政府网站，国元证券研究所

重卡高端化升级，自动变速箱重卡迎来快速渗透期。随着国内商用车的不断升级以及司机的年轻化趋势。重卡发展趋势向自动化、智能化、舒适化等高端化方向升级，其中低噪舒适、轻量省油的 AMT 自动变速箱趋势最为明显；另一方面，国家第六阶段机动车污染物排放标准逐步实施，燃油车排放要求加严，后处理技术更加复杂，对驾驶员换挡操作提出了更高要求，而 AMT 自动变速箱相比手动挡变速器对档位的控制更加精准，能够减少拖挡、发动机超转速等情况，因此国六标准的实施也进一步加快了 AMT 自动变速箱的普及。

表 10：第 6 阶段机动车排放标准实施过程

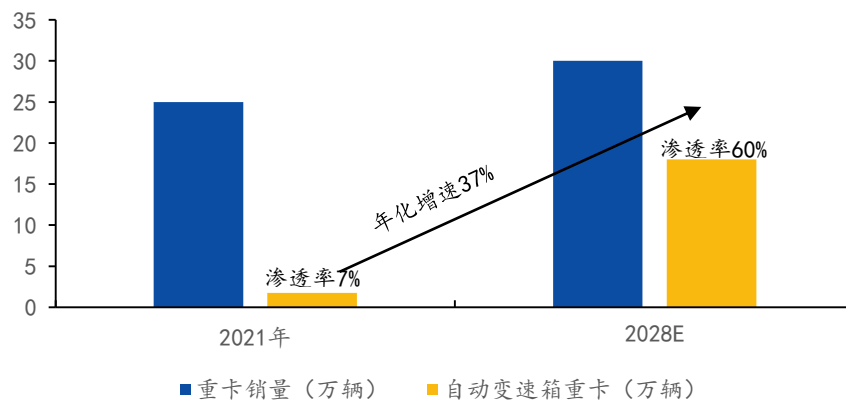
时间	事件
2016 年 12 月	环境保护部、国家质检总局近日联合发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》
2018 年 6 月	环境保护部、国家质检总局发布《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》
2019 年 7 月 1 日	燃气重卡率先实施国 VI（a 阶段标准），北京、天津、海南、广东等部分省市推动其他车型提前实施国 VI 标准
2020 年 7 月 1 日	全国城市重型车、轻型车执行国六 a 排放标准
2021 年 7 月 1 日	所有重型车进入国六 a 阶段，燃气重型车进入国六 b 阶段
2023 年 7 月 1 日	所有机动车，进入国六 b 阶段

资料来源：生态环保部，国元证券研究所

在国六排放标准的基础上，基于《汽车产业中长期发展规划》中 2025 年商用车燃料消耗量达到国际领先水平发展目标，2022 年 6 月工信部发布《重型商用车燃料消耗量限值》（征求意见稿），计划进一步加严各类商用车燃料消耗量限值，较我国第三阶段燃料消耗限值再降 12%-16%。燃耗标准不断加强也将加速商用车向 AMT 自动变速箱方向转化。行业信息显示搭载 AMT 自动变速箱的欧曼重卡产品手动挡平均节约率可达 5%-8%，节油效果明显，对于节能减排法规持续加严背景下的供给能力提升具有显著意义。

当下我国重型卡车 AMT 自动变速器渗透率刚刚达到 7%，对标欧美 80% 以上的渗透率还有很大的提升空间。而观察欧美 AMT 渗透情况，自动挡产品的市占率从 10% 到 80% 只用了 8 年时间。根据福田汽车的预测，到 2028 年左右，我国重卡自动变速器渗透率，将有望达到 60%。假定 2028 年我国重卡销量 150 万辆，则自动变速器重卡年化增速约为 37%。

图 26：重卡自动变速器渗透率趋势



资料来源：中国汽车工业协会，福田汽车公告，国元证券研究所

福田汽车作为重卡前排选手，携高端重卡开疆拓土。长期以来，福田汽车在重卡行业稳居前 5 位。截止 2023 年 3 月，公司重卡市场渗透率达到 10.31%水平，较 2022 年的 10.1%继续微幅上升，较 2021 年 7.6%的水平，提升 2.7 个百分点，在商用车行业稳固集中的市场格局中，持续提升自身市场地位。同时与主流重卡企业不同，福田汽车的重卡产品主要是与戴姆勒合资的欧曼品牌系列，呈现明显的高端化特征。2019 年自动挡变速箱推出后，欧曼 AMT 重卡渗透率从 5%，到 2020 年渗透率提升至 30%，2021 年达到近 40%，呈快速增长态势。预计随着 AMT 需求的增长，欧曼 AMT 重卡仍将保持至少 30%以上的占有率，持续处于行业龙头地位，享受行业发展红利。

图 27：福田欧曼 AMT 重卡优势



资料来源：福田戴姆勒官网，国元证券研究所

在整车产品外的核心零部件方面，福田汽车同样拥有关键资源，占据重卡自动变速箱化潮流的优势地位。国内商用车自动变速箱发展，采埃孚为先行者，而福田与采埃孚有着长期合作的发展经验。采埃孚旗下的传胜(TraXon)是采埃孚第四代重型 AMT 自动挡变速箱，目前是欧洲商用车市场最主流的重型 AMT 变速箱之一。2019 年 4 月，采埃孚与北汽福田共建的年产 55 万台变速箱合资工厂中，第一台国产传胜(TraXon)自动变速箱落地，由此带领国内重卡向自动变速箱方向转型升级。从公司披露的数据看，2022 年 1-5 月，采埃孚福田共生产 1.2 万台变速箱，其中内配占 69%，外销占 31%，且出口从去年的 1.7%增至 8.8%，实现较高增速。预计 2023 年随着商用车行业复苏叠加自动变速箱需求增大，公司子公司采埃孚福田也将获得较大比例提升，助力公司自身产品的同时，也通过增厚投资收益的方式，提升公司业绩。

图 28：采埃孚福田 AMT 变速箱特征



资料来源：福田戴姆勒官网，国元证券研究所

除了主力军团的欧曼重卡外，福田的重卡策略也在向两端延伸。在更高端的重卡产品方面，2020年12月福田汽车与戴姆勒正式达成合作，国内量产梅赛德斯—奔驰重卡产品，该产品基于戴姆勒卡车全球平台战略开发，配备戴姆勒卡车最前沿技术，完全根据中国工况特点与客户的专属需求精心开发生产，打造“中国制造，专属中国”的高端重卡品牌，国产奔驰重卡已于2022年12月上市。作为全球重型卡车领域的领先者，奔驰重卡有望在不断升级的中国卡车市场占据有利身位。在其他产品市场，福田同样加紧发力，一方面欧曼品牌拓展中卡业务，利用其重卡势能，提升中卡中长途市场竞争力；充分利用多品牌间的业务协同优势，满足客户的多元化需求。另一方面，为了保持公司在商用车领域产品和技术的领先，在市场存量竞争的宏观环境下，打造可持续的差异化产品竞争力，公司推动落地重卡经济型产品（GTL-E）、15L大马力产品，行星轻量化产品、两桥中卡产品，在稳住牵引车市场基盘，在大马力市场、手动挡市场、载货车市场主动发起进攻，预计2023年将向市场投放24款重卡产品，对重卡起量形成强力支撑。

图 29：国产梅赛德斯-奔驰重卡 ACTROS



资料来源：卡车之家，国元证券研究所

图 30：福田大马力重卡欧曼银河

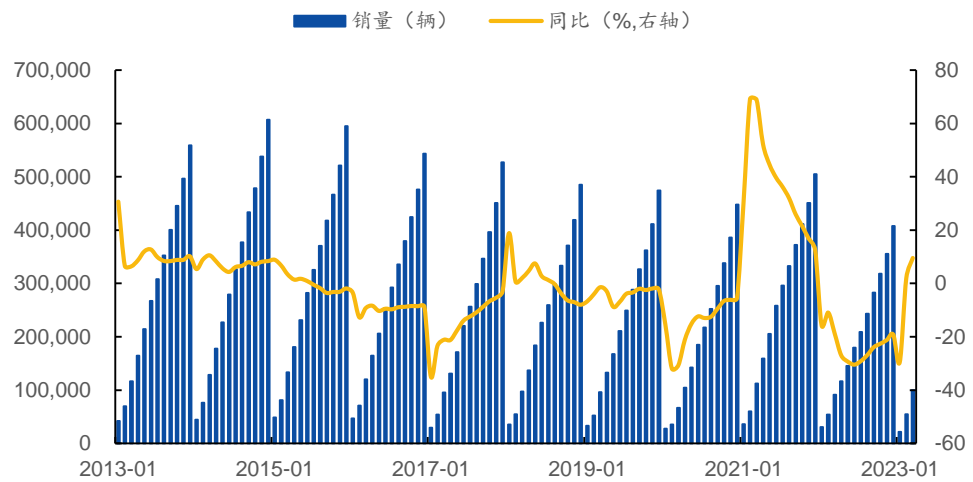


资料来源：福田戴姆勒官网，国元证券研究所

2.3 周期复苏+格局优化，客车全能选手持续向上

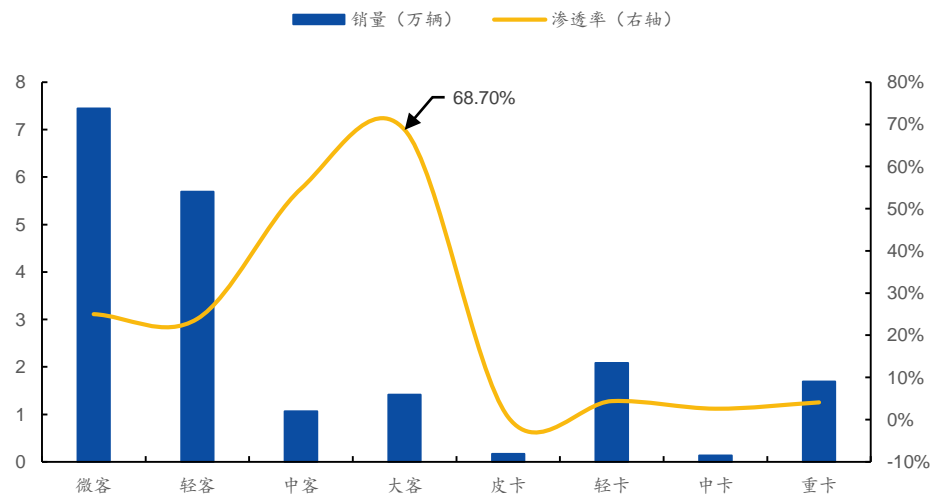
疫后复苏+周期向上，客车主要品类迎来反弹。客车市场按车身尺寸划分为大客、中客、轻客等品类。其中，大客分为公交客车和座位客车两大品类，前者占绝大多数主要为对公市场销售，后者主要为旅游客车和校车。中客和轻客以对私市场为主，格局相对分散。2009年以来，我国推动“十城千辆”新能源车试点工作，由于大客对公销售，整体替换较为容易，因此整体快速开启新能源化旅程，截止目前全国公交客车已经基本完成新能源化，部分省市新能源公交渗透率已达 90%以上。新能源化的替换节奏，也使公交客车发展呈现明显的周期性特征。根据宇通客车披露信息，客车平均更换周期为 6-8 年，中位数 7 年左右。2009 起行业替换销量高潮，经历两轮周期后至 2023 年再次进入高峰期。同时由于疫情结束后，地方政府财政情况好转，公交大客订货呈现明显好转态势。而公交以外的客车市场，以旅游和商务出行为主。今年以来受疫情结束影响，旅游市场复苏明显，“五一”期间，全国国内旅游出游合计 2.74 亿人次，同比增长 70.83%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 119.09%。旅游市场的整体恢复带动各品类客车需求明显回升。2023 年 1-4 月份，客车销售 13.8 万辆，同比增长 18.67%，其中大客和轻客 4 月单月同比分别达到 72.4%和 49.8%，复苏态势明显。

图 31：客车累计销量及增速



资料来源：wind，国元证券研究所

图 32：大客电动化明显高于其他商用车品类



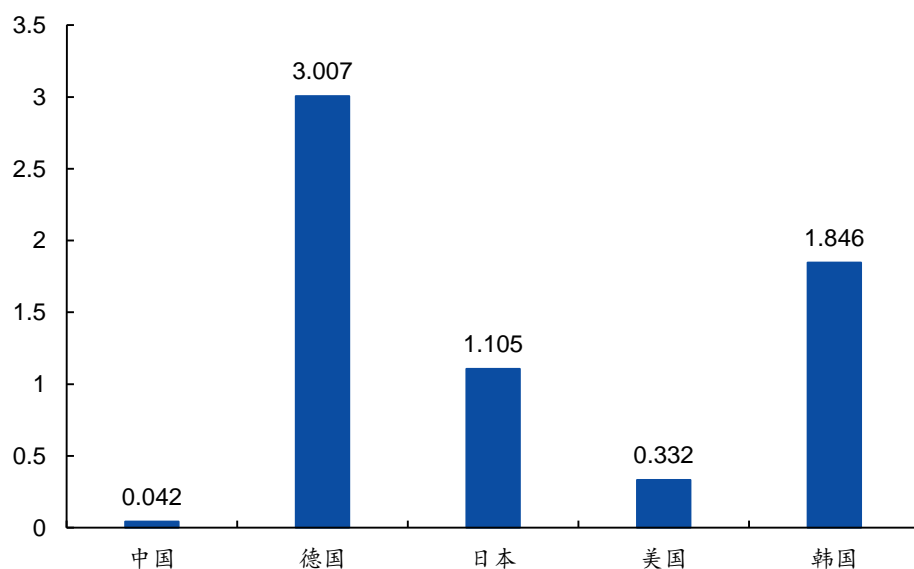
资料来源：乘联会，国元证券研究所

福田汽车覆盖客车全品类，大、轻客乘势发力，弹性明显。长期以来福田汽车客车产品覆盖大、中、轻客全品类。伴随大、轻客两大市场核心市场持续复苏，公司借助自身华北地区区域优势和新能源与出口的领先势能，产品产销明显加快。2023 年 1-4 月，公司轻客销售 1.9 万辆，同比增长 65.9%，大客销售 2221 辆，同比增长 86.95%，显著高于行业水平。

2.4 海外市场进入质变时代，公司商用车出口持续领先

多因素推动中国汽车出口加速，海外市场能力决定未来发展潜力。长期以来，提升自主汽车技术产品能力，出海立足全球汽车强国之林，都是中国汽车产业发展的关键目标之一。但汽车涉及到产业链、服务体系、生产制造、本地化文化与法规以及品牌认知等多方面因素，出口发展既需要长期培育又需要关键机遇。因此长期以来，尽管中国车企着力推动，但出口市场始终相对冷淡。截止 2019 年，中国汽车海外/国内比重只有 0.042，显著低于主要汽车大国水平。

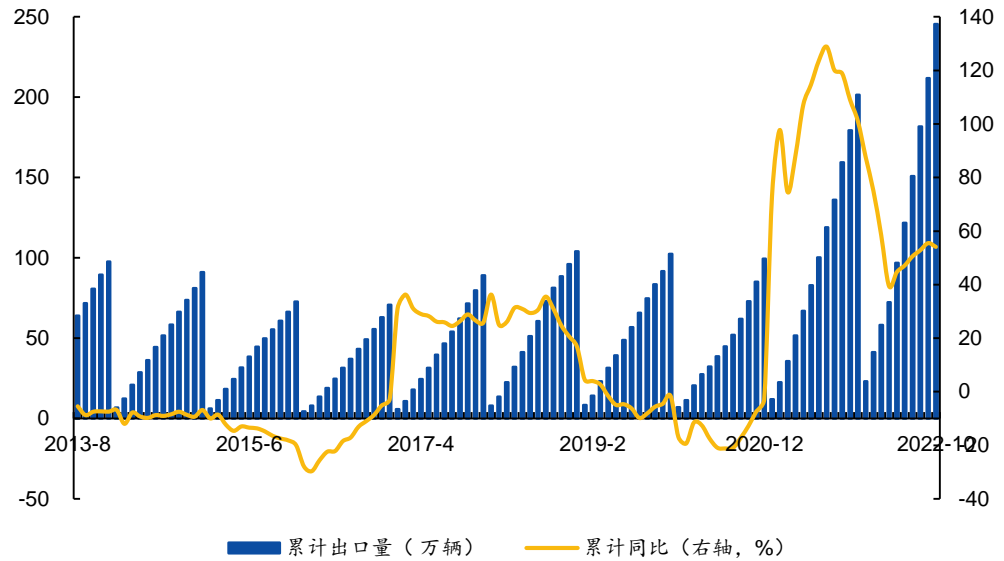
图 33：至 2019 年中国汽车海外占比仍显著落后于主要汽车生产国



资料来源：wind, 国元证券研究所；注：德国、日本、韩国为单乘用车情况

2020 年以来，受疫情冲击以及“俄乌冲突”等问题带动全球产业链动荡加剧，中国稳定的国内环境和全球地缘政治关系为全球汽车产业提供了重要且稳定的产业链基础，同时由于经过十多年培育的新能源汽车产业链所具备的领先性，推动中国汽车出口加快，截止 2022 年中国汽车出口 300 万辆，成为仅次于日本的世界第二大汽车出口国，而在 2023 年一季度中国又以出口 107 万辆，同比增长 58.1% 的成绩超越日本成为全球第一大汽车出口国。中国汽车出口加速发展，全球发展能力已经成为国内汽车企业竞争的重要核心能力之一。

图 34：中国汽车出口快速增长



资料来源：wind, 国元证券研究所；注：德国、日本、韩国为单乘用车情况

商用车出口龙头，借势发力前景广阔。在蓬勃发展的中国汽车出口浪潮中，商用车是海外发展的先行者，而福田汽车又是商用车出口中的先行者和领先者。早在 2003 年福田即已布局海外出口市场，截至 2022 年北汽福田已连续 11 年位居中国商用车出口第一位。目前，福田汽车在全球已拥有 9 大独立国家公司，2000 多家海外分销网点，27 个海外 KD 工厂，年产能达到 10 万台。数据显示，北汽福田 2022 年出口 8.77 万辆，同比增长 56.66%。其中，货车出口 6.60 万辆，增长 36.85%；客车出口 9558 辆，大幅增长 123.16%；半挂牵引车出口 1.21 万辆，大幅增长 252.60%，电动商用车、氢燃料商用车等领先技术产品均有全球订单。公司出口销量主要集中在亚太、美洲、中南非、中亚、西亚等区域，后续受海外贸易限制压力较少。同时，福田汽车还与意大利比亚乔集团签署新能源商用车合作协议，开启了“自主+合作”双线运营进入高标准欧盟市场的新时代。2023 年国际化战略仍是福田汽车的重点战略之一，公司后续将在市场开发、运营方面，通过产品属地化、运营属地化、人才属地化，深耕属地市场，提升客户体验，2025 年计划实现国际化率 15% 以上。

表 11：2022 年上半年公司部分出口订单

国家	订单
哥伦比亚	328 辆欧曼自动型重卡
尼日利亚	510 辆欧曼重卡
墨西哥	50 辆 Truck Mate
菲律宾	60 辆微卡
智利	138 辆纯电公交车

资料来源：公司官网，国元证券研究所

3. 商用车电动智能面临爆发期，公司多年储备底蕴深厚

3.1 商用车电动化快速发展，公司技术资源储备充足

政策与市场共同推动商用车新能源化，商车电动化成为新能源新增长极。由于商用车较强的生产资料属性，加之长期以来对载重与排放较为宽松的监管，使得除大客车等对公品类以外的商用车电动化优势不明显。近年来，随着各类监管趋严，加之政策层面加强对碳排放占公路运输大头的商用车的监管标准，加强商用车电动化升级，同时由于标准提升，电动商用车与燃油商用车之间的性价比对照亦能逐步体现优势。

政策方面，《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》中商用车方面相关政策明确提出构建智能绿色物流运输体系、推进加氢基础设施建设、落实新能源汽车相关税收优惠政策，优化分类交通管理及金融服务等措施等推动商用车新能源化发展。

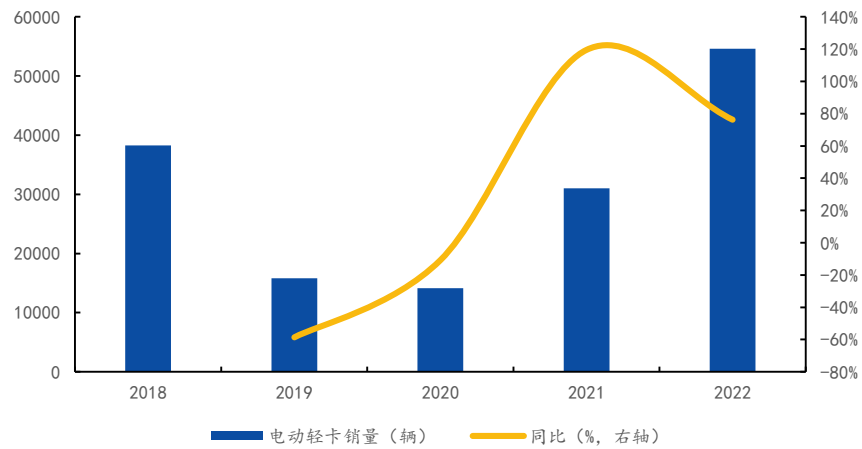
表 12：《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》中商用车行业政策

发展目标	具体内容
发展一体化智慧出行服务	加快建设涵盖前端信息采集、边缘分布式计算、云端协同控制的新型智能交通管控系统。加快新能源汽车在分时租赁、城市公交、出租汽车、场地用车等领域的应用，优化公共服务领域新能源汽车使用环境。
构建智能绿色物流运输体系	推动新能源汽车在城市配送、港口作业等领域应用，为新能源货车通行提供便利。发展“互联网+”高效物流，创新智慧物流运营模式，推广网络货运、挂车共享等新模式应用，打造安全高效的物流运输服务新业态。
推进加氢基础设施建设	建立完善加氢基础设施的管理规范。引导企业根据氢燃料供给、消费需求等合理布局加氢基础设施，提升安全运行水平。支持利用现有场地和设施，开展油、气、氢、电综合供给服务。
落实新能源汽车相关税收优惠政策，优化分类交通管理及金融服务等措施	2021年起，国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域的公共领域新增或更新公交、出租、物流配送等车辆中新能源汽车比例不低于80%。

资料来源：前瞻经济学人网，《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》，国元证券研究所

轻卡方面，虽然纯电产品比柴油轻卡贵 6 万元左右。但从能源成本节省和维修成本的节省综合考虑，使用 5 年的综合成本，纯电轻卡能够做到比柴油轻卡省钱。再加上蓝牌新规规范化带来的轻卡油车盈利性减少。轻卡新能源化已经具有成本优势。进一步加快轻卡电动化发展。2022 年电动轻卡销售 5.5 万辆，同比增长 76.2%。2023 年 1-4 月，受新能源汽车补贴退坡影响，新能源轻卡销量有所减慢，但整体仍然实现 11% 的同比较快增速。预计随着补贴退坡冲击缓解，新能源轻卡仍将保持快速增长趋势。

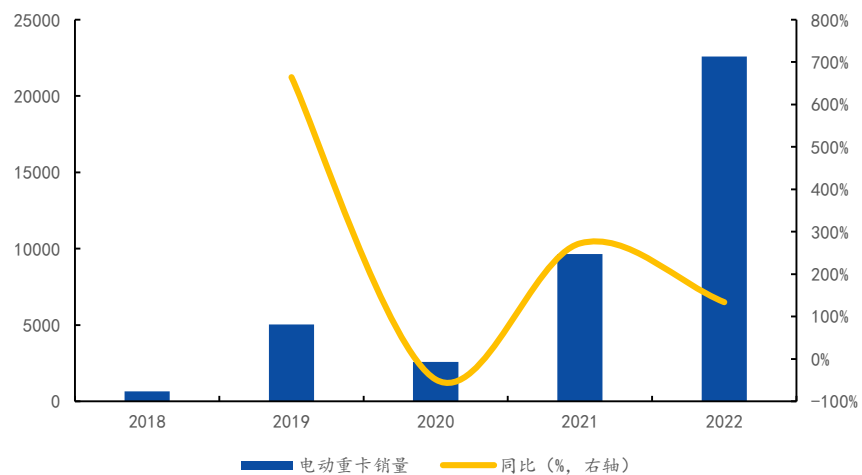
图 35: 电动轻卡销量及增速



资料来源: 电动卡车观察, 国元证券研究所

重卡领域, 尤其换电重卡已能体现经济性, 以 5 年生命周期, 单日运行 500 公里左右为基础, 租用电池状态下换电重卡较传统燃油重卡成本节约 20% 左右。适合换电重卡运营的场景主要是短倒场景。基于国家电投等的估计, 短倒场景存量市场空间大概 100 万辆, 假定其中适合进行换电推广的有一半, 也就是基本上 50 万辆的替换空间, 以重卡 7-8 年替换为周期, 大概 7.5 年左右可以实现全覆盖, 平均每年推广 6.6 万辆。我们假定这是一个顶峰年推广量水平, 2022 年电动重卡总计销售 2.26 万辆, 距峰值水平空间较大。整体看, 在政策推动下, 未来换电重卡仍有较高增长空间。

图 36: 电动重卡销量及增速



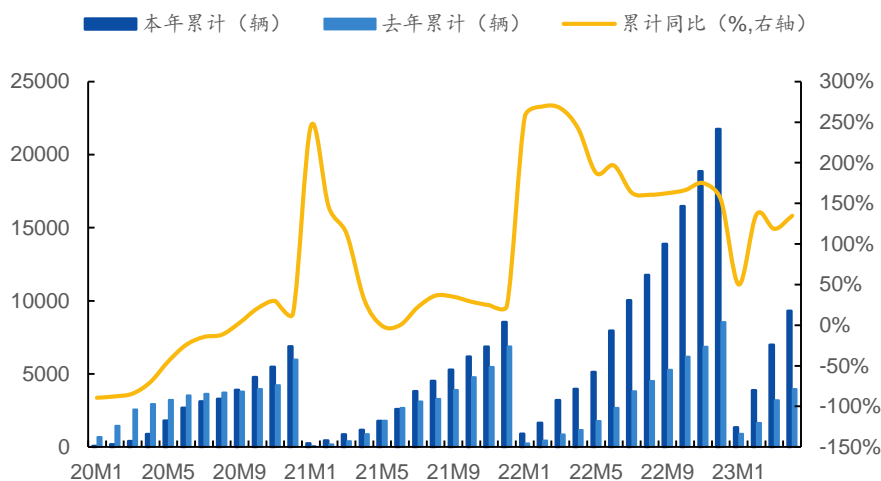
资料来源: 电动卡车观察, 国元证券研究所

总体来看, 至 2022 年底, 乘用车新能源渗透率已达 30%, 至 2023 年底有望达到接

近 40%水平，而商用车层面，机构预测 2023 年渗透率则只有 12%，未来成长空间仍然较大，且处于刚刚跨过 10%渗透率水平开启快速增长的关键期。预计未来新能源汽车发展的重点领域将向商用车转移，带动商用车新能源赛道优秀企业快速成长。

公司深耕新能源领域多年，电动化技术产品丰富，销量领先。商用车领域，福田是新能源化先行者。早在 2003 年福田汽车即从福田欧辉新能源客车公司开始推动新能源商用车发展。到 2008 年，公司混动产品即已实现交付，氢燃料产品也正式登陆奥运赛场。2009 年，国家“十城千辆”新能源车推广开始，北京新能源汽车设计工程中心、北京新能源汽车制造工程中心先后落地福田，推动新能源商用车快速发展。2018 年公司又成立智蓝事业部，推动新能源商用车纯电、混动、氢燃料三线并举，体系化发展。截止 2022 年公司新能源产品已补齐了微卡、中小 VAN 产品线，基本实现全产品线新能源布局。2022 年底，公司新能源车销售 2.2 万辆，同比增长 154%。进入 2023 年，在行业遭受补贴退坡冲击的背景下，福田新能源产品继续保持高增速，1-4 月累计销售 9312 辆，同比增长 134.91%，发展势头迅猛。

图 37：福田汽车新能源产品销量及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.2 从奥运到冬奥，氢燃料技术久经考验，产品出货丰富

氢燃料商用车进入规模化前期，未来发展空间广阔。氢是 21 世纪最具发展潜力的清洁能源，通过氢气与氧气发生反应释放能量，效率高零排放。我国将氢能列入“十四五”战略“前沿科技与产业变革领域”，政策上高度重视氢能产业的发展。我国氢能产业已进入快速发展期，催化剂、质子膜、碳纸、膜电极、电堆等多项技术难关也已攻破，新一轮燃料电池商用车产业化浪潮正处于规模化前夕。未来随着基础设施的完善，氢燃料电池车商业化进程将大幅加快。2022 年全年，我国氢燃料电池车销售 3367 辆，同比增长 112.8%。根据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》指引，至 2035 年前我国氢燃料电池车辆保有量达到 100 万辆，未来发展空间明显。

表 13：中国氢能产业基础设施发展技术路线图

项目	2016 年	2020 年	2023 年	2050 年
制氢	工业副产氨气回收、天然气制氢、煤制氢、电解水	可再生能源制氢、CCS 技术	低碳煤基制氢技术、可再生能源制氢、多元化制氢体系	规模化可再生能源制氢、工业副产氨气回收、规模低碳煤制氢、形成绿色氢能供应体系
储存与运输	35MPa 气态储存、液氢罐车、长管拖车	70MPa 气瓶技术、安全预测预警技术、高效液态储氢、复合体系储氢	高压储氢设备轻量化技术、安全控制技	掺氢天然气管道输送技术、长距离高压氢气管道技术
氢能利用设施	3 座加氢站、35MPa 加氢	70MPa 加氢站、到 2020 年，建成 100 座加氢站	到 2030 年，建成 1000 座加氢站、构建氢能高速公路	全国范围内，建成与燃料电池车辆保有量相匹配的氢能供给和利用基础设施网络

资料来源：《中国氢能产业基础设施发展蓝皮书（2016）》，国元证券研究所

表 14：《节能与新能源汽车技术路线图(2.0 版)》关于氢燃料电池车的发展目标

	2025 年	2030-2035 年
总体目标	基于现有储运加注技术，各城市因地制宜，经济辐射半径 150 公里左右，运行车辆 10 万辆左右。	突破新一代储运技术，突破加氢站数量瓶颈，城市间联网跨区域运行，保有量 100 万辆左右
功能要求	燃料电池系统产能超过 1 万套/企业 冷启动温度达到-40℃，提高燃料电池功率整车成本达到混合动力的水平	燃料电池系统产能超过 10 万套/企业 冷启动温度达到-40℃燃料电池商用车动力性，经济型及成本需达到燃油车水平
商用车	续航里程>500km 客车经济性<5.5kg/100km 寿命>40 万 km，成本<100 万元	续航里程>800km 重卡经济性≤10kg/100km 寿命>100 万 km，成本<50 万元
乘用车	续航里程>650km 经济性<1.0kg/100km 寿命>25 万 km，成本<30 万元	续航里程>800km 客车经济性<0.8kg/100km 寿命>30 万 km，成本<20 万元

资料来源：中汽协，全球汽车产业平台，国元证券研究所

公司布局氢能多年，全产业链建设，技术领先出货量高。福田汽车自 2006 年开始氢燃料的研发，对燃料电池车的规划涵盖全系列的客车、轻卡、重卡以及适合氢能应用的专用车产品。在技术方面，福田汽车氢燃料电池技术目前已经迭代到第五代，掌握国内首辆大功率燃料电池发动机、超大容量储氢技术、燃料电池整车集成技术、先进智慧物流技术、变频均衡能量管理、极寒环境冷启动和热管理等核心技术。产品方面，福田汽车创造了多个业内“第一”：2006 年国内第一款燃料电池客车公告、2015 年

国内第一款燃料电池货车公告（8t）、率先研发全球第一辆49吨液氢重卡、全球第一辆240kW燃料电池重卡……从2008年北京奥运会示范运营的氢燃料客车开始，到2022年北京冬奥会515辆氢燃料客车稳定服役，到如今全系列商用车、尤其是搭载重量的重卡也实现氢燃料车型的批量营运，彰显了福田汽车在氢燃料汽车技术稳定性。2009年至2017年间，福田欧辉燃料电池客车累计实现了2万辆的交付、运营，截至2022年9月，福田汽车氢燃料商用车累计运行里程超过2000万公里，不同环境下车辆的稳定性、可靠性得到了充分检验。2022年，福田汽车实现包括重卡、客车等在内的约600台氢燃料电池车辆交付。同时福田欧辉氢燃料客车还成功出口，交付澳大利亚等地，实现氢燃料电池领域的国际化发展。

图 38：福田汽车氢燃料技术 5.0



资料来源：福田欧辉官网，国元证券研究所

积极参与氢能产业链建设，引领氢燃料商用车发展。氢燃料电池产业处于起步阶段，且产业链范围广，核心环节较多。福田汽车除通过自身核心能力推动自主研发外，还积极引参与产业链合作，引领行业发展。2020年9月，福田汽车与北汽产投、京津冀氢燃料电池产业伙伴，联合打造了北清智创，推动氢燃料电池+智能化商用车联合开发；同期，福田汽车携手中石化、轻程物联成立合资公司，打通氢能源到氢燃料汽车的场景化应用；2021年，福田汽车与太平洋产险签署了氢能保险战略合作，为新领域、新场景发展解决后顾之忧；2022年6月，福田汽车与博世创投、博原嘉成、

亿华通、福源智慧，共同出资成立北京卡文新能源汽车有限公司，为纯电和氢燃料商用车等相关产品研发、生产、销售，相关整车租赁、数据等产业生态业务。预计随着氢能及加氢基础设施的布局完善及市场规模扩大，氢燃料电池汽车将逐步实现商业化，届时福田汽车将迎来新的盈利点。

图 39：福田欧辉氢燃料客车助力冬奥

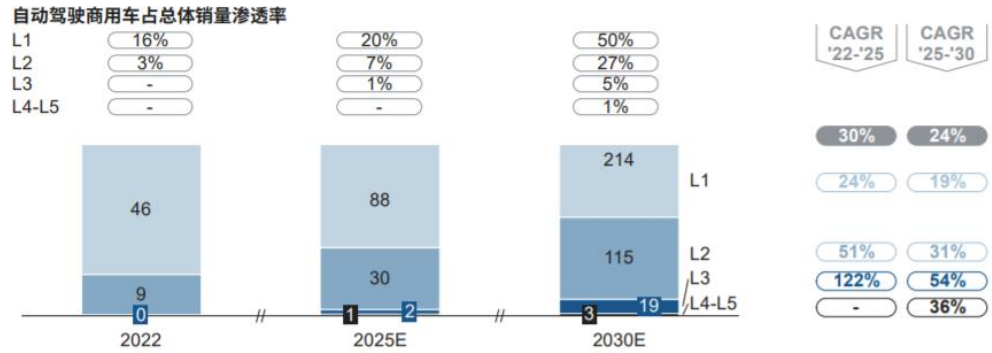


资料来源：中华网，国元证券研究所

3.3 商用车智能网联持续落子，技术创新紧跟形势

商用车自动驾驶领先发展，创新成长迎来突破期。商用车作为生产资料，面临运营管理，车队管理以及油耗、排放监管等多个实际问题，智能化、网联化发展起步早于乘用车。同时由于使用场景丰富，不分场景复杂度较低，以及安全性和人力成本敏感性较高，也较乘用车更早具备了自动驾驶的发展条件，因此在最近几年智慧城市、智慧交通等基础设施发展较快，以及政策法规不断提升的背景下，商用车自动驾驶也获得了较快发展。2022 年，L1-L2 级别自动驾驶已有约 19% 的渗透。据罗兰贝格预计，2030 年，L1-L2 级别自动驾驶将广泛应用，总渗透可达约 77%，L3 级别自动驾驶商用车渗透率也将达到 5%，并将在 2022-2025 之间实现年化 122% 的高速增长。

图 40：中国商用车自动驾驶销量预测（2022-2030E）



资料来源：罗兰贝格，国元证券研究所

表 15：商用车自动驾驶主要场景及价值

场景	场景特点	场景痛点	价值	代表企业
干线物流	线路固定，货运量大，运输距离远，行驶速度高。	司机短缺，交通事故频发，燃油成本高，运营效率低。	降低人力成本，减少燃油消耗，提升运输效率，减少事故，提升安全性。	主线科技、图森未来、赢彻科技、智加科技等
末端配送	高频次，小批量，时间分散。	效率低、成本高、监管难、配送人员不足。	减少对快递员的需求，满足无接触配送需求，降低安全隐患，降低配送成本。	京东、阿里、苏宁、新石器行深智能、智行者、毫末智行、白犀牛、一清创新等
无人巴士	线路固定、场景复杂、线网部署范围广泛。	司机招聘难，人力成本高。	完善城市交通微循环体系，解决交通拥堵问题。	轻舟智航、宇通客车、文远知行、百度阿波罗、深兰科技等
矿山	属于封闭园区，运行速度较低。	危险系数高，安全事故频发，招工困难，人力成本高，管理难度大。	节省人力成本，提升驾驶效率，降低部件磨损。	踏歌智行、易控智驾、希迪智驾，拓疆者、慧拓智能等好
港口	场景相对封闭，运行速度较低，环境相对单一。	天气环境恶劣，劳动强度大，人力成本高。	提升效率，降低成本，提高安全性。	西井科技、斯年智驾、主线科技等
机场	封闭园区	招工成本高，人工作业风险高，存在安全隐患，工作条件恶劣，人工驾驶效率低。	高效、经济、安全	驭势科技、仓擎智能

资料来源：高工智能汽车研究院，国元证券研究所

紧跟时代步伐，公司商用车智能化技术持续创新。福田汽车自 2011 年开始基于车队管理的车联网技术研究，2012 年 8 月，成立福田智科信息技术服务公司，进行车联网

网产品开发和业务实施。2015 年开始研究自动驾驶技术，2018 年完成了福田汽车第一代智能网联汽车研发，具备盲点监测、自适应巡航、车道偏离预警、前方碰撞预警、自动紧急制动、车道保持系统、交通标志识别、交通信号灯识别、变道辅助系统、高精度定位等技术功能，并在同年取得了国内商用车首张自动驾驶路测牌照；2019 年自动紧急制动 (AEBS) 技术在重卡上成功应用；2020 年围绕车联网，开展了大数据应用、车载以太网等新技术研究和开发；2021 年 L2+级智能驾驶向产业化过渡，整车级智能驾驶车型覆盖了 VAN、轻卡、重卡及客车，进行 L3 及 L4 级别自动驾驶技术的整车开发及应用，获得了北京市首个 L4 级别示范运营测试牌照。经过多年技术沉淀，福田率先完成自动驾驶列队跟驰实验，将智能驾驶解决方案覆盖高速、港口、矿山、景区等多个场景，预计随着商用车智能网联和自动驾驶逐步落地，公司将持续受益。

图 41：福田汽车车联网功能展示



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 42：福田汽车自动驾驶产品推进节奏



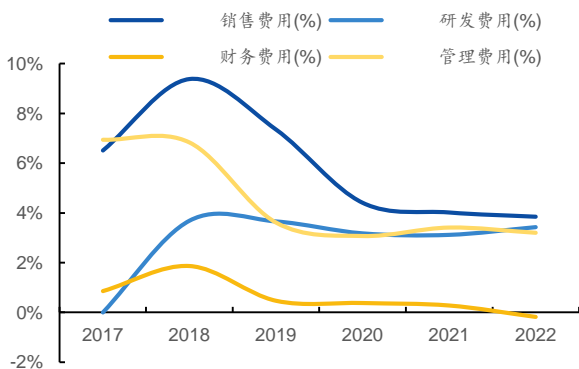
资料来源：公司官网，国元证券研究所

4. 调整期终结+新产品周期，公司业绩持续上行

4.1 调整期已告终结，聚焦商用车战略轻装上阵

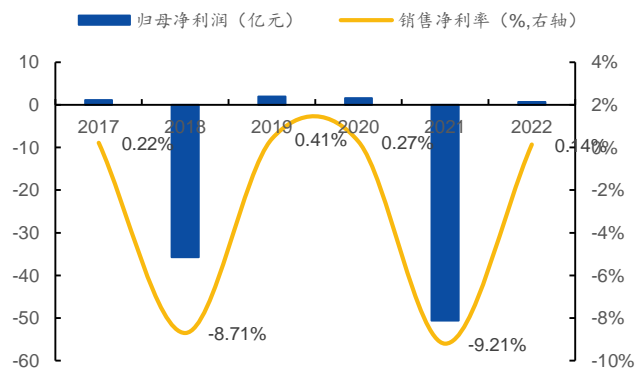
宝沃资产处置完毕，调整期已告终结。2014年3月福田汽车以500万欧元收购宝沃汽车，进军乘用车领域，但由于管理层调整以及行业发展节奏问题，后续发展不利，持续亏损，公司积极进行不良资产处置。但仍是在过去年份形成了较大的并表亏损及减值损失，致使较长时间以来公司盈利水平较差，2017-2021年多数年份处于亏损状态。从公司报表看，宝沃乘用车品牌运营期间，公司各项费用率高企，宝沃品牌处置后公司销售、管理、财务等费用率显著下滑，但净利润受减值影响仍然表现较差。2021年相关减值终结后，福田汽车盈利水平将出现明显回升。

图 43：公司 2017-2022 年费用率



资料来源：同花顺 iFinD, 国元证券研究所

图 44：公司 2017-2022 年归母净利润及利润率



资料来源：同花顺 iFinD, 国元证券研究所

观察到乘用车业务不及预期后，福田汽车快速开启止损工作。2018年公司启动“三年行动方案”调整发展战略，重新聚焦商用车业务，并积极推动宝沃汽车出售和资产处置。对无法处置部分，公司基于谨慎性原则，连续多年计提大额减值，截止2021年底已经基本处置完毕，后续宝沃破产等操作不会影响公司现有主营业务。“三年行动计划”期间公司不仅对宝沃乘用车业务进行了处理，同时也对其他亏损的如农机、工程机械等业务进行处置，瘦身健体，提升资产质量和盈利能力。2023年起，随着公司自身资产质量显著提升以及商用车行业整体复苏，公司经营回归正轨，开启阿尔法+贝塔共同震动的触底反弹过程。

4.2 新产品周期+南方战略开启，公司迎来新成长周期

乘行业复苏东风推新产品周期，引领公司未来高成长趋势。除业绩即将触底反弹外，2022年底，福田积极借助行业复苏，商用车政策趋严，产品面临升级的机遇期，开启全新产品周期发布会，推动全系产品焕新。在技术方向上，福田汽车重点规划新能源、智能网联、节能化、轻量化四大方向，打造智蓝、智π、PDIC、蚁象四大平台，

专业化制定中长期技术发展路线图，保持福田汽车在商用车领域产品和技术的领先。

图 45：福田汽车四大技术方向



资料来源：搜狐网，国元证券研究所

在新能源方面，福田汽车持续强化智蓝品牌全体系能力建设，结合三线并举的技术路线规划和技术战略的研究成果，打造了全系列新能源商用车产品，技术路线方面以电为主，加快插电式混合动力发展，布局氢燃料。在产品上，纯电领域福田汽车发布基于全新的轻型电动化底盘架构开发的价值型轻卡产品，覆盖欧马可和奥铃品牌，采用自主电驱桥、配备了 100.5kwh 和 86.5kwh 单包电池，综合热管理技术及能耗集成技术的应用，实现节能 20%以上；在同样的电动化架构上，福田汽车还开发了经济型轻卡产品，该系列产品电量优、能耗低，性价比高，作为后补贴时代的重要产品补充，覆盖欧马可、奥铃、时代三个品牌。在混动领域，福田已经开发完成自身产品专属的混合动力核心模块和系统总成，并推出了包括欧马可智蓝 HS1 750 轻卡，欧马可智蓝 HS1 600 轻卡，欧曼 EST 6×4 HEV 牵引车以及欧曼智蓝 8×4 PHEV 自卸车等多款混动商用车产品。

图 46：福田欧马可智蓝



资料来源：公司官网，国元证券研究所

传统动力方面，基于银河技术平台打造的欧曼行星中卡具有潮流时尚、驾乘舒适、超级 TCO 等优势；新欧马可定位高端轻卡市场，打造冷链、快递、商超配送、搬家、

绿通等场景定制化产品，为客户创造更多价值；奥铃 Pro 定位中高端轻卡市场，定位城市、城郊、城际高效物流以及城乡物流。面向新一代轻卡客户，产品轻量化合规、驾乘更舒适、使用更贴心；新祥菱 M 打造造型升级、性能升级、配置升级。

图 47：福田欧曼银河



资料来源：公司戴姆勒官网，国元证券研究所

据公司披露，至 2023 年底，福田汽车将投放多达 23 款新产品，全面覆盖传统动力、混合动力、氢能及纯电动产品，实现市场复苏下的全面向上。而在整体产品上，计划投放 24 款重卡、中卡 9AMT、轻卡中期改款、WF4 全新换代、祥菱 M 年度升级改款、P4 皮卡全新平台等重点产品，并保证新产品及时交付，对市场销售形成支撑和贡献。在管理层面，产品线总裁管理模式正式落地，支撑项目群组织管理模式优化升级后，福田汽车产品大年，隆重开启。

渠道端开启南方战略，增量市场开拓广阔空间。作为北方企业，长期以来福田汽车国内市场以华北、华中等地区为主，南方市场渗透率相对较低。为了配合行业周期上行和公司产品周期大年，推动公司业务快速成长。福田汽车协同母公司北汽集团资源，启动南方战略——以实现南北方市场共同腾飞为战略目标，针对南方市场持续加大网络、政策与资源倾斜支持力度，优化南方网络，培育网络能力，强化终端体系能力建设，加快组织流程调整优化，成立南方技术中心，打造南方基地，提升南方市场占有率。

2023 年 1 月 30 日，北汽福田与母公司北汽集团、江西省政府以及福田汽车供应商、

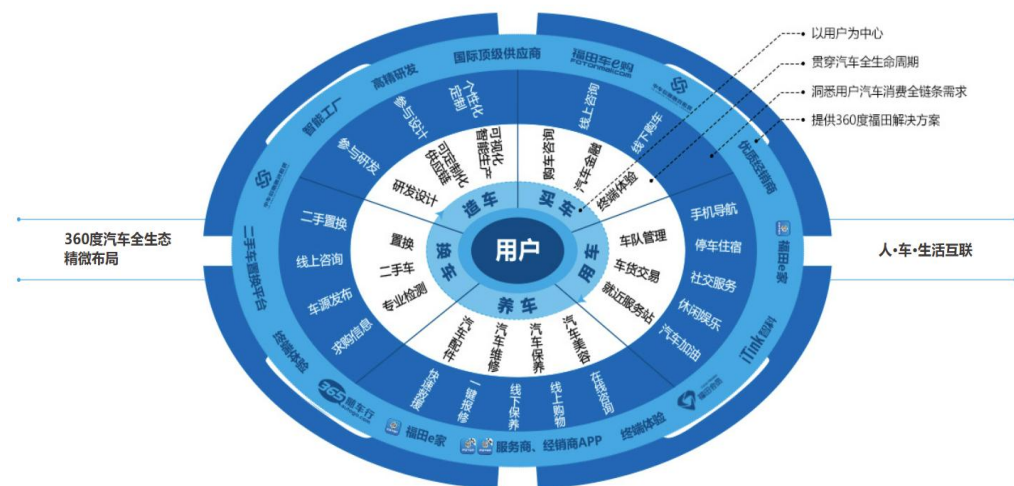
经销商、服务商共聚景德镇，启动南方战略发布会及动员大会。战略确定南方市场为北汽福田未来三到五年的主要增长点，未来将以景德镇为产业中心，打造全新的生态合作和全价值链体系能力，持续优化产业布局，整合属地供应链资源，夯实订单交付及零部件配套优势。重点围绕客户全生命周期价值点，实现优质网络跨越式增长；同时全力突破区域大客户及专用车业务，从而实现引领中国商用车产业升级，点燃高质量发展“强引擎”。

在产品上，公司除已经在景德镇生产的时代品牌外，还将进一步导入以祥菱微卡为代表的三大产品平台在景德镇本地化生产。在渠道上，公司采取“分销、直销、专用车”三通路并重，围绕客户全生命周期的需求和价值点，聚焦重点区域培育核心网络，提升分销渠道能力，同时在做好金融、商务、资金等全方位政策支持的基础上加快产品改进，提升南方区域产品的适应性。

除景德镇外，福田汽车还以自身长沙、广州等其他南方基地为依托，推动欧航、欧马可、奥铃等多元品牌与地方资源与渠道整合，助力“南方战略”全面落地。未来，北汽福田将以景德镇、长沙、广州等多个基地为基础，深入辐射长三角及南部腹地市场，同时衍生至海内外核心区域，并利用北汽福田商用车全系产品的优势，积极拓展相关配套服务平台，构建北汽福田多元化业务生态圈，实现商用车更进一步快速成长。

在区域布局不断补足的基础上，在渠道端福田汽车也在持续加大数字化营销变革。通过数字化手段，加快营销核心能力建设，实现以体验和效率为核心的营销数字化转型，搭建以客户为中心的营销创新体系。2023年，对渠道政策进行优化调整，服务业务从客户问题解决与根治、线上线下服务订单融合、服务支持能力升级三方面发力，突破短板、夯实服务优势；打造“科技福田、生态福田、全球福田”为核心的品牌形象，实现产品、渠道、品牌的共同向上。

图 48：福田汽车线上线下结合的商用车生态系统



资料来源：公司官网，国元证券研究所

5. 投资建议

考虑到商用车行业复苏，公司轻卡龙头、高端重卡引领者以及包括客车在在在的新能源、出口快速发展的趋势。结合公司 2023 年的新产品周期和南方战略拓展渠道，预计公司 2023-2025 年收入分别为 603.68\738.64\872.30 亿元，同比增长 29.97%\22.36%\18.09%，其中

- (1) **轻卡业务**，公司在基数较高的 2023 年 1-4 月实现销量增长 23%，高于行业平均水平。考虑到公司行业龙头的领先性，以及二季度以后得低基数效应，叠加公司新品和南方战略法律，假定全年轻卡产品系列销量增速 30%，2024-2025 年分别为 20%和 15%。截止 2025 年，行业轻卡销量约 200 万辆，公司市占率提升至约 25%。
- (2) **中重卡业务**，公司核心重卡产品欧曼主要在合营公司福田戴姆勒生产，不并表统计。并表收入的中重卡主要是欧航等重卡系列产品，考虑到行业持续复苏，以及公司在重卡领域的领先性，给与 2023-2025 年 20%增速。
- (3) **轻客业务**，公司大客与轻客共同发力，中客虽然处于萎缩状态但总量占比有限。2023 年 1-4 月公司轻客产品同增 65.9%。考虑到二季度以后的疫情冲击等，预计全年增速有望整体达到 60%。考虑到公司在该领域的领先趋势及行业复苏和出口、新能源趋势，在 2024-2025 年增速为 20%。
- (4) **大客业务**，受过去多年收缩影响，公司基数较低，但增长较快。2023 年 1-4 月同比增长 80%以上。全年保守估计按 40%增长计算。考虑到客车行业的复苏、以及出口等发展趋势，叠加公司南方战略和国际化战略，2024-2025 分别按 30%、15%增速计算。
- (5) **发动机业务**，公司发动机业务主要分为福田康明斯的非并表业务，和公司自有发动机两部分。由于行业整体复苏态势，我们假定公司发动机未来三年按 20%增速上升。

表 16：公司主要产品收入预测

主要项目	2022	2023E	2024E	2025E
轻卡（百万元）	24323.80	32253.37	39865.16	47220.28
Yoy	-30.04%	32.60%	23.60%	18.45%
销量（台）	311,552	405018	486021	558924
Yoy	-25.05%	30%	20%	15%
价格（元/台）	78073.02	79634.48	82023.52	84484.22
发动机（百万元）	2442.82	2990.01	3588.01	4305.61
Yoy	-54.74%	22.40%	20.00%	20.00%
销量（台）	60,645	72774	87328.8	104794.56
Yoy	-11.42%	20%	20%	20%
价格（元/台）	40280.59	41086.20	41086.20	41086.20
轻客（百万元）	3624.78	5799.65	6959.58	8351.49
Yoy	-9.12%	60.00%	20.00%	20.00%
销量（台）	37,400	59840	71808	86169.6
Yoy	-13.55%	60.00%	20.00%	20.00%
价格（元/台）	96919.25	96919.25	96919.25	96919.25
中重卡（百万元）	4577.02	5547.34	6789.95	8310.90
Yoy	124.94%	21.20%	22.40%	22.40%
销量（台）	47812.00	57374	68849	82619
Yoy	-38.14%	20%	20%	20%
价格（元/台）	95729.44	96686.74	98620.47	100592.88
大中客（百万元）	5674.7231	8024.06	10639.90	12480.60
Yoy	179.32%	41.40%	32.60%	17.30%
销量（台）	5594	7832	10181	11708
Yoy	105.21%	40%	30%	15.00%
价格（元/台）	1014430.30	1024574.60	1045066.10	1065967.42

资料来源：wind,国元证券研究所;注：价格根据公司历史年份披露的收入和销量计算而来，部分产品与实际价格不完全相符。

除主营业务收入外，公司旗下尚有福田戴姆勒、福田康明斯、福田采埃孚等多家合营联营企业，不并表计算，但为公司贡献较高水平投资收益。由于上述合资公司同时也为公司本身提供关键零部件，公司自身整车产品的销售量提高，除了直接获利外，也通过带动投资合资公司关键零部件销售，提升投资收益，增厚公司业绩，体现了公司发展的杠杆效应。考虑到行业逐步复苏，公司关键零部件如自动变速箱等量价齐升，叠加福田戴姆勒以及奔驰重卡业务逐步扭亏，预计公司 2023-2025 年投资收益分别为 5.5/9.36/12.20 亿元。综合考虑公司主营业务及投资收益情况，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 15.65\20.44\25.58 亿元，同比增长 2304%\30.57%\25.18%，对应每股收益 0.2\0.26\0.32 元，基于最新股价，对应 PE 16.47x\12.61x\10.07x。

表 17: 公司盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	54973.87	46446.74	60367.70	73864.20	87229.82
收入同比(%)	-4.83	-15.51	29.97	22.36	18.09
归母净利润(百万元)	-5060.92	65.11	1565.24	2043.67	2558.32
归母净利润同比(%)	-3372.75	101.29	2304.03	30.57	25.18
ROE(%)	-48.32	0.48	10.31	11.86	12.92
每股收益(元)	-0.63	0.01	0.20	0.26	0.32
市盈率(P/E)	-5.09	395.83	16.47	12.61	10.07

资料来源: wind, 国元证券研究所

公司作为 A 股商用车全能企业, 轻卡绝对龙头, 中重卡、客车等领先企业, 率先引领重卡高端化、自动变速箱化升级, 出口全口径渗透率领先, 在商用车领域具有明显领先性。同时新能源、氢燃料、智能网联投入早、布局深、发展快, 有望借助商用车领域电动智能化爆发实现长期成长性。我们采用可比公司法对公司进行估值。

结合公司商用车全能企业的产品特性, 分别选取客车龙头宇通客车, 重卡龙头一汽解放、中国重汽为可比公司, 三家公司 2023 年一致性预期 PE 平均值 19.46。考虑到公司较为领先的电动智能化成长性 & 商用车高端化领先性, 给与一定估值溢价, 取 20 倍 PE 作为公司 2023 年合理估值水平。对应目标市值 313.05 亿元, 较当前市值增幅空间 21.3%。首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 18: 可比公司估值 (百万元)

代码	名称	市值	归母净利润				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
600066.SH	宇通客车	28581.96	759.14	1314.00	1799.08	2395.80	21.90	21.75	15.89	11.93
000800.SZ	一汽解放	37133.53	367.75	1956.00	3863.00	4855.00	97.81	19.29	9.76	7.77
000951.SZ	中国重汽	17493.80	213.72	1009.01	1487.89	1944.60	81.58	17.34	11.76	9.00
	平均值						67.10	19.46	12.47	9.57

资料来源: 同花顺 IFIND, 国元证券研究所, 股价为 2023 年 6 月 3 日收盘价, 净利润预测为 wind 一致性预期

6. 风险提示

经济复苏不及预期风险。不同于乘用车的消费属性, 商用车是生产资料, 其需求与整体宏观经济环境密切相关, 经济增速放缓致使整个商用车行业需求疲软, 从而影响公司盈利能力。

物流及基建复苏不及预期风险。公司的产品需求受社会物流及基础建设等影响较大, 物流、基建复苏不及预期会影响公司产品销量从而影响公司利润。

客车换代速度放缓风险。公共交通领域新能源补贴退坡或将致使客车换代速度放缓，影响客车销量从而影响公司利润。

海外市场业务增长不及预期风险。受国外政策及地缘政治的影响，公司出口业务面临不及预期风险，影响公司利润。

新能源发展不及预期风险。新能源商用车市场接受度不及预期，氢能产业链及基础设施完善不及预期以及新能源车辆安全事故等因素影响新能源商用车市场的发展，从而影响公司新能源板块的盈利能力。

财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	21638.49	22788.38	28668.43	38966.62	50343.14	
现金	6576.17	8569.67	9620.69	16356.31	24950.62	
应收账款	3816.93	3780.48	4589.67	5599.54	6746.76	
其他应收款	643.37	633.26	5543.24	6989.40	7857.16	
预付账款	486.94	687.32	662.23	845.41	1077.89	
存货	6018.43	5866.47	6192.96	6939.17	7446.64	
其他流动资产	4096.65	3251.18	2059.64	2236.79	2264.07	
非流动资产	27192.05	25726.28	25483.05	24087.87	22347.41	
长期投资	6455.90	5620.93	5989.66	6305.53	6322.37	
固定资产	9540.88	9289.91	10652.82	10149.64	9457.40	
无形资产	4359.52	4340.38	3570.66	2814.08	2062.89	
其他非流动资产	6835.75	6475.06	5269.90	4818.63	4504.74	
资产总计	48830.54	48514.67	54151.48	63054.49	72690.55	
流动负债	33707.19	29111.94	32577.40	38895.47	45470.49	
短期借款	1445.15	200.04	822.60	511.32	666.96	
应付账款	14032.25	13330.82	16070.30	19725.30	23767.00	
其他流动负债	18229.78	15581.08	15684.50	18658.85	21036.54	
非流动负债	4645.42	5665.63	6331.43	6932.46	7429.54	
长期借款	3395.80	4284.47	5284.47	5884.47	6384.47	
其他非流动负债	1249.63	1381.16	1046.95	1047.99	1045.06	
负债合计	38352.61	34777.57	38908.83	45827.93	52900.03	
少数股东权益	5.00	150.07	63.11	-6.56	-6.56	
股本	6575.19	8003.76	8003.76	8003.76	8003.76	
资本公积	7976.42	9548.50	9548.50	9548.50	9548.50	
留存收益	-3860.34	-3795.23	-2229.99	-186.31	2372.01	
归属母公司股东权益	10472.93	13587.03	15179.55	17233.12	19797.08	
负债和股东权益	48830.54	48514.67	54151.48	63054.49	72690.55	

现金流量表

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	764.36	869.94	-872.30	6051.83	6848.63	
净利润	-5060.84	42.61	1478.28	1974.00	2558.32	
折旧摊销	2010.22	1633.54	1853.91	1909.22	1951.41	
财务费用	154.39	-84.43	132.52	120.09	28.68	
投资损失	-476.19	230.81	-550.00	-943.00	-1253.00	
营运资金变动	-842.89	-1124.57	638.07	2490.42	2995.93	
其他经营现金流	4979.67	171.98	-4425.09	501.10	567.28	
投资活动现金流	582.34	-145.35	393.31	474.75	1134.25	
资本支出	2014.03	1586.42	342.34	277.35	309.84	
长期投资	-687.96	-68.00	419.12	290.67	29.44	
其他投资现金流	1908.41	1373.07	1154.77	1042.77	1473.53	
筹资活动现金流	-236.99	1105.75	1530.01	209.04	611.44	
短期借款	-621.48	-1245.11	622.56	-311.28	155.64	
长期借款	-959.99	888.68	1000.00	600.00	500.00	
普通股增加	0.00	1428.57	0.00	0.00	0.00	
资本公积增加	2.68	1572.08	0.00	0.00	0.00	
其他筹资现金流	1341.80	-1538.47	-92.54	-79.68	-44.20	
现金净增加额	1087.36	1901.60	1051.02	6735.62	8594.31	

利润表

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	54973.87	46446.74	60367.70	73864.20	87229.82	
营业成本	49382.01	41161.58	53128.70	64992.64	76680.51	
营业税金及附加	401.47	285.29	370.79	453.69	535.79	
销售费用	2212.47	1788.33	2112.87	2585.25	3053.04	
管理费用	1875.38	1485.82	1811.03	2252.86	2660.51	
研发费用	1715.09	1592.40	2112.87	2585.25	3053.04	
财务费用	154.39	-84.43	132.52	120.09	28.68	
资产减值损失	-2094.24	-192.59	-5.00	-5.00	0.00	
公允价值变动收益	104.74	36.06	150.00	150.00	150.00	
投资净收益	476.19	-230.81	550.00	943.00	1253.00	
营业利润	-4948.22	97.63	1716.43	2302.27	2982.69	
营业外收入	80.30	63.10	80.26	74.56	72.64	
营业外支出	81.30	24.60	57.54	54.48	45.54	
利润总额	-4949.22	136.14	1739.16	2322.35	3009.79	
所得税	111.62	93.53	260.87	348.35	451.47	
净利润	-5060.84	42.61	1478.28	1974.00	2558.32	
少数股东损益	0.08	-22.50	-86.96	-69.67	0.00	
归属母公司净利润	-5060.92	65.11	1565.24	2043.67	2558.32	
EBITDA	-2783.62	1646.74	3702.86	4331.58	4962.78	
EPS (元)	-0.77	0.01	0.20	0.26	0.32	

主要财务比率

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-4.83	-15.51	29.97	22.36	18.09
营业利润(%)	-8183.09	101.97	1658.04	34.13	29.55
归属母公司净利润(%)	-3372.75	101.29	2304.03	30.57	25.18
获利能力					
毛利率(%)	10.17	11.38	11.99	12.01	12.09
净利率(%)	-9.21	0.14	2.59	2.77	2.93
ROE(%)	-48.32	0.48	10.31	11.86	12.92
ROIC(%)	-166.50	0.31	25.46	127.28	-72.66
偿债能力					
资产负债率(%)	78.54	71.68	71.85	72.68	72.77
净负债比率(%)	20.20	13.61	16.34	14.50	13.80
流动比率	0.64	0.78	0.88	1.00	1.11
速动比率	0.46	0.58	0.68	0.82	0.94
营运能力					
总资产周转率	1.08	0.95	1.18	1.26	1.29
应收账款周转率	11.12	9.97	11.92	11.99	11.61
应付账款周转率	3.38	3.01	3.61	3.63	3.53
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.63	0.01	0.20	0.26	0.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.36	-0.11	0.76	0.86
每股净资产(最新摊薄)	1.31	1.70	1.90	2.15	2.47
估值比率					
P/E	-5.09	395.83	16.47	12.61	10.07
P/B	2.46	1.90	1.70	1.50	1.30
EV/EBITDA	-5.27	8.90	3.96	3.38	2.95

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188