

一汽解放 (000800)

国内复苏/出口加速/电动加码, 看好龙头向上 买入 (首次)

2023年07月05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)	38,332	51,777	75,577	94,689
同比	-61%	35%	46%	25%
归属母公司净利润(百万元)	368	1,654	3,537	4,667
同比	-91%	350%	114%	32%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.08	0.36	0.76	1.01
P/E(现价&最新股本摊薄)	109.46	24.33	11.38	8.62

关键词: #市占率上升

投资要点

■ **商用车全产业链覆盖, 核心聚焦重卡发力, 智造体系完备。**公司为一汽集团旗下商用车业务主体, 2020年通过资产置换在深交所上市后, 一汽集团持有公司83%的股份; 2021年初公司发行股权激励计划, 以市场份额、利润增速等为核心考核指标, 管理层利益一致化, 驱动公司向好发展。1) **业务维度:** 公司拥有从毛坯原材料到核心零部件、从关键大总成到整车的完整制造体系。2) **财务维度:** 2020年以来疫情叠加重卡板块周期下行等因素, 公司营收持续下滑, 业绩承压; 2020年以来公司商用车主营业务毛利率稳定保持10%左右, 并持续推进费用管控, 降本增效, 未来随行业回暖复苏, 业绩有望高增速提升。

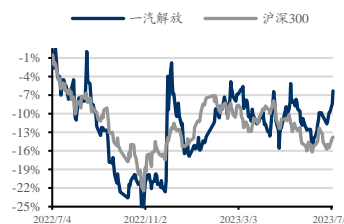
■ **产品/技术/供应链/渠道布局完善, 强底蕴铸就稳固龙头地位。**1) **产品端:** 解放具备牵引、载货、自卸、专用、新能源、轻卡、客车七大产品系列, 2020年以来公司在国内中重卡行业市占率稳居20%以上的第一梯队水平。2) **技术端:** 当前解放拥有长春、青岛、无锡以及奥地利四大研发中心, 具备从前瞻技术、发动机、变速器、车桥到整车的完整自主研发体系; 3) **供应链端:** 解放拥有五大整车基地、三大总成基地, 无锡/大连总成基地主要聚焦柴油机, 2022年产能分别24.4/16.9万台; 长春基地布局车桥以及变速器, 2022年产能分别73/33万台; 长春、青岛、柳州、成都和佛山等5大整车生产基地覆盖全商用车领域, 2022年合计整车产能接近39.3万辆。4) **渠道端:** 国内营销体系覆盖全面, 容量1000辆以上地市覆盖率99%; 积极拓宽海外市场, 布局80余国家&300家分销商, 助力卡车产品持续向外开拓。

■ **顺应产业趋势, 积极转型智能电动。**公司持续加码电动智能化转型, 围绕纯电/换电、混合动力、燃料电池等技术路线展开外部合作推广新能源产品, 打造覆盖专用车、自卸车、载货车等的差异化产品组合; 开展智慧物流业务, 创新运营盈利模式; 成立苏州挚途、赋界科技等子公司, 加速数字化后市场以及人工智能等方向的布局突破。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2023~2025年营业总收入为517.77/755.77/946.89亿元, 归属母公司净利润为16.54/35.37/46.67亿元, 分别同比+350%/+114%/+32%, 对应EPS为0.36/0.76/1.01元, 对应PE为24/11/9倍。考虑公司主营产品为重卡, 因此选取A/H股三家重卡头部公司作为可比公司, 2023~2025年平均估值分别为18/12/9倍。鉴于公司商用车全产业链覆盖, 新能源持续发力, 业绩有望高增, 我们认为公司应该享受更高估值溢价, **首次覆盖, 给予“买入”评级。**

■ **风险提示:** 重卡行业复苏不及预期; 海外出口波动超预期; 原材料价格大幅波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.68
一年最低/最高价	6.75/9.59
市净率(倍)	1.70
流通 A 股市值(百万元)	40,123.99
总市值(百万元)	40,252.04

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.11
资产负债率(% ,LF)	64.18
总股本(百万股)	4,637.33
流通 A 股(百万股)	4,622.58

相关研究

内容目录

1. 全产业链覆盖，制造体系完备	4
1.1. 深耕商用车领域七十余载，实现全产业链覆盖	4
1.2. 股权集中，国有控股保障稳定持续经营	5
1.2.1. 国资委实际控制，通过资产置换深交所上市	5
1.2.2. 股权激励绑定中层骨干，彰显发展信心	5
1.3. 业绩短期承压，未来有望加速向上	7
1.3.1. 疫情影响下，公司销量及营收短期承压	7
1.3.2. 严控费用支出，降本增效持续推进	8
1.3.3. 盈利能力短期承压，未来有望逐步改善	9
2. 商用车产品全覆盖，技术持续迭代铸就高壁垒	9
2.1. 产品端：七大产品系列覆盖重、中、轻、客四大领域	9
2.2. 技术端：动力总成核心技术全栈自研，新能源智能化加速推进	12
2.2.1. 持续高研发投入形成完善动力总成技术链	12
2.2.2. 积极转型，布局新能源领域技术	13
2.3. 供应链端：三大总成自产自供，制造体系完备，产能充裕	14
2.3.1. 三大总成基地核心聚焦零部件生产	14
2.3.2. 五大整车基地保障整车稳定生产供应	14
2.4. 渠道端：营销服务体系完善，持续发力海外市场	15
3. 顺应产业发展趋势，加速电动智能转型	16
3.1. 打造差异化产品组合，细分市场主流产品全覆盖	16
3.2. 五大新兴业态公司助力智能车、车联网布局	17
4. 盈利预测与投资建议	18
5. 风险提示	19

图表目录

图 1:	2023 年 Q1 一汽解放股权结构图.....	5
图 2:	2020-2023Q1 一汽解放营收/亿元及增速.....	8
图 3:	2020-2023Q1 一汽解放毛利率.....	8
图 4:	一汽解放 2023 年 1-5 月重卡销量/辆及同比.....	8
图 5:	一汽解放 2023 年 1-5 月中卡销量/辆及同比.....	8
图 6:	2020-2023Q1 一汽解放期间费用/亿元.....	9
图 7:	2020-2023Q1 一汽解放归母净利润/亿元及销售净利率.....	9
图 8:	2020-2022 一汽解放盈利指标变化.....	9
图 9:	一汽解放重卡/中卡/轻卡/客车系列产品.....	10
图 10:	一汽解放 14 个卡车产品平台.....	11
图 11:	一汽解放批发口径重卡销量/万辆及市占率.....	11
图 12:	一汽解放北斗数据口径中重卡销量/万辆及市占率.....	11
图 13:	一汽解放分产品毛利率情况.....	12
图 14:	一汽解放不同类型商用车市占率.....	12
图 15:	2020-2023Q1 公司研发投入变化 (亿元).....	12
图 16:	公司四大研发基地.....	13
图 17:	一汽解放三大总成基地.....	14
图 18:	一汽解放五大整车基地.....	15
图 19:	2020-2022 一汽解放出口量/万辆以及增速.....	16
图 20:	一汽解放海外布局情况.....	16
图 21:	一汽解放新能源卡车与客车销量/辆及增速.....	17
图 22:	一汽解放新能源卡车与客车销售收入/亿元.....	17
图 23:	五大新兴业态公司及其业务板块.....	18
表 1:	一汽解放组织架构.....	4
表 2:	首次授予的激励对象名单及授予情况.....	6
表 3:	预留授予的激励对象名单及授予情况.....	6
表 4:	解除限售期及考核目标.....	7
表 5:	一汽解放 2023~2025 年盈利预测关键假设.....	19
表 6:	一汽解放可比公司估值比较【2023 年 7 月 4 日】.....	19

1. 全产业链覆盖，制造体系完备

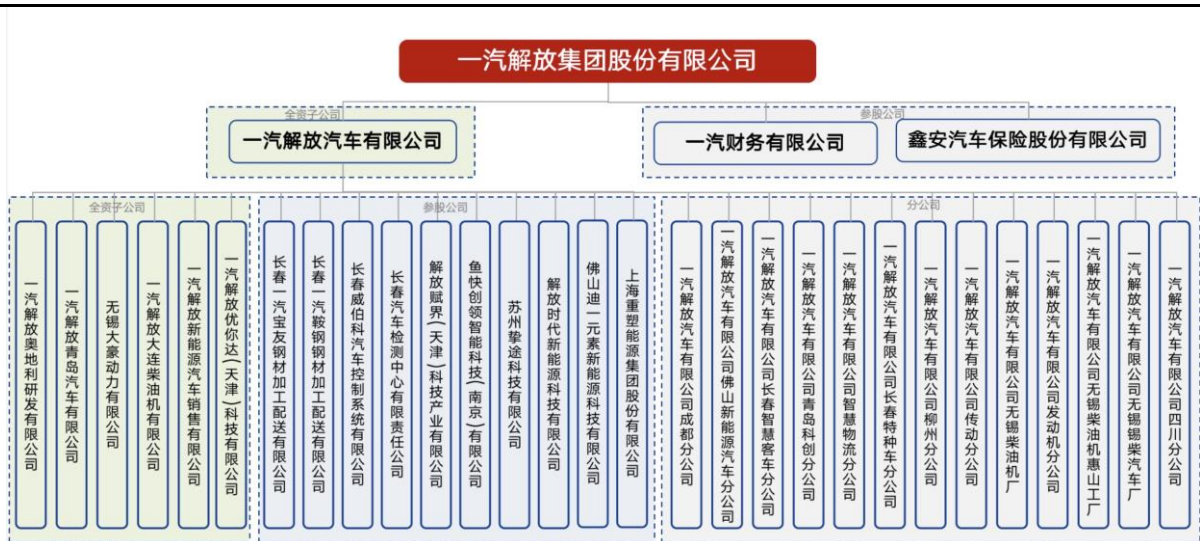
1.1. 深耕商用车领域七十余载，实现全产业链覆盖

一汽解放汽车有限公司是中国第一汽车股份有限公司旗下，一汽解放集团股份有限公司的全资子公司，成立于2003年1月18日，是中、重、轻型全系卡车及客车制造企业。历经70年发展，一汽解放拥有从毛坯原材料到核心零部件、从关键大总成到整车的完整制造体系。1953年一汽奠基建厂，1956年首台卡车下线，2003年成立解放公司，2020年重组上市，近70年的发展历程中，“解放”牌卡车历经七代产品更迭，累计产销量超过800万辆。

一汽解放的产品发展可以分为两个阶段：**1) 1956-2018年**：1956年，第一辆国产解放牌卡车CA10驶下生产线，历经60年的发展，公司重卡产品不断迭代升级；2018年，公司战略发布第七代解放上市，截至2018年11月，公司实现第700万辆解放卡车下线。**2) 2019-至今**：一汽解放积极技术创新与业态创新，进军新能源与智能领域。公司召开解放生态合作伙伴大会，发布哥伦布智慧物流开放计划，相继成立苏州挚途科技有限公司、鱼快创领智能科技(南京)有限公司等联营企业，并且成立新能源事业部，旨在发展新能源业务。

一汽解放汽车有限公司设立20个职能部门、拥有新能源事业部、青岛整车事业部、动力总成事业部3个事业部；中重型车产品线、轻型车产品线等3个产品线；卡车厂、成都厂2个专业厂；10个参股公司、6个全资子公司，参股公司分布在长春、天津、南京、苏州、佛山、上海等城市，形成了长春、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，同时还拥有苏州、南京、天津、石家庄、佛山五大新业态基地，并以长春为全球研发总部，形成了“四国九地”的全球研发布局。

表1：一汽解放组织架构



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

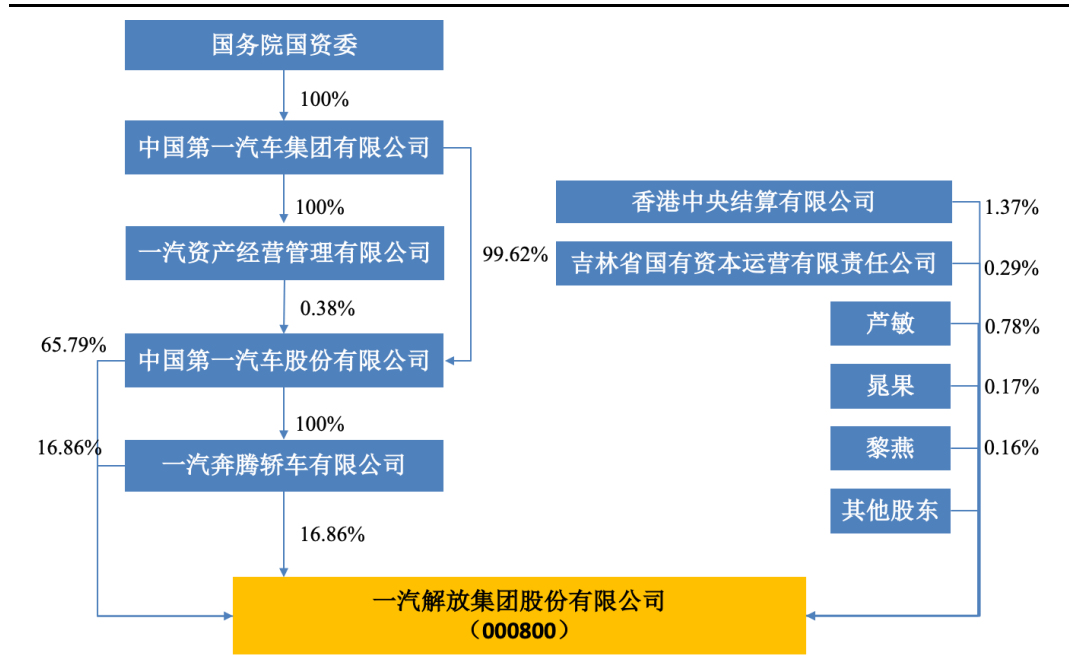
一汽解放下设一汽解放青岛汽车有限公司、无锡大豪动力有限公司、一汽解放大连柴油机有限公司、一汽解放奥地利研发有限公司、一汽解放新能源汽车销售有限公司等 6 家全资子公司。其中，一汽解放青岛汽车有限公司于 2014 年建成，主要生产 JH6、J6F、V 系列产品，2022 年年产能 20 万辆。无锡大豪动力有限公司成立于 1997 年，从事发动机再制造业务；生产工业用、船用机组用、船用发电机组用及车用柴油发动机及辅助产品，并提供技术服务，目前已经具备了单班年产 2500 台的再制造发动机的能力。一汽解放大连柴油机有限公司成立于 2007 年，主要业务为组装、制造、开发、销售柴油发动机产品，并为柴油发动机产品提供售后服务和工程支持，以及从事柴油发动机产品相关的其他业务活动，货物进出口，技术进出口，2022 年年产能 16.9 万台。

1.2. 股权集中，国有控股保障稳定持续经营

1.2.1. 国资委实际控制，通过资产置换深交所上市

一汽解放股权高度集中，国务院国资委实际控制。一汽解放于 2020 年 5 月 20 日通过资产置换（原一汽轿车）在深交所 A 股上市，置换完成之后公司控股股东中国第一汽车股份有限公司持股 83.41%，实际控制人为国务院国资委。2023 年 Q1，公司第一大股东一汽股份持股 65.79%，第二大股东一汽股份全资子公司一汽奔腾轿车有限公司持股 16.86%。

图1：2023 年 Q1 一汽解放股权结构图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2.2. 股权激励绑定中层骨干，彰显发展信心

股权激励计划面向核心人才，增强凝聚力，提振士气。2021 年 1 月 15 日，公司实

施股权激励计划，以 7.54 元的价格向 319 名中层管理人员和核心业务技术人员授予限制性股票 4098.77 万股，占公告时公司股份总额的 0.8813%。

本次股权激励计划的考核目标合理，彰显公司未来发展信心。公司层面，考核明确未来发展目标核心聚焦资产盈利能力的提升、公司主营业务中重卡产品在国内份额以及净利润增速等几个方面，同时也设立了个人层面的考核标准以确定激励对象个人是否达到解除限售的条件。

表2：首次授予的激励对象名单及授予情况

职务	获授的限制性股票数量（万股）	占第一期授予总量比例	占本次授予后公司总股本比例
董事、高级管理人员合计	221.23	4.93%	0.0476%
其他高级主任师及以上的核心员工（合计 310 人）	3877.54	86.34%	0.8338%
首次授予合计	4098.77	91.26%	0.8813%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021 年 12 月 9 日，公司向激励对象授予预留部分限制性股票，以 6.38 元的价格向 33 名中层管理人员和核心业务技术人员授予限制性股票 372.16 万股，占公告时公司股份总额的 0.08%。

表3：预留授予的激励对象名单及授予情况

职务	获授的限制性股票数量（万股）	占预留授予总量比例	占本次授予前公司总股本比例
其他高级主任师及以上的核心员工（合计 33 人）	372.16	100%	0.08%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表4: 解除限售期及考核目标

解除限售安排	业绩考核目标
第一个解除限售期	1、2021 年加权平均净资产收益率不低于 11.40%，且不低于对标企业 75 分位值水平； 2、2021 年较 2019 年净利润增长率不低于 22%，且不低于对标企业 75 分位值水平； 3、2021 年度公司经济增加值不低于 27.28 亿元； 4、2021 年公司国内中重卡市场占有率不低于 23.5%
第二个解除限售期	1、2022 年加权平均净资产收益率不低于 11.50%，且不低于对标企业 75 分位值水平； 2、2022 年较 2019 年净利润增长率不低于 35%，且不低于对标企业 75 分位值水平； 3、2022 年度公司经济增加值不低于 28.34 亿元； 4、2022 年公司国内中重卡市场占有率不低于 23.9%
第三个解除限售期	1、2023 年加权平均净资产收益率不低于 11.60%，且不低于对标企业 75 分位值水平； 2、2023 年较 2019 年净利润增长率不低于 49%，且不低于对标企业 75 分位值水平； 3、2023 年度公司经济增加值不低于 29.13 亿元； 4、2023 年公司国内中重卡市场占有率不低于 24.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 业绩短期承压，未来有望加速向上

1.3.1. 疫情影响下，公司销量及营收短期承压

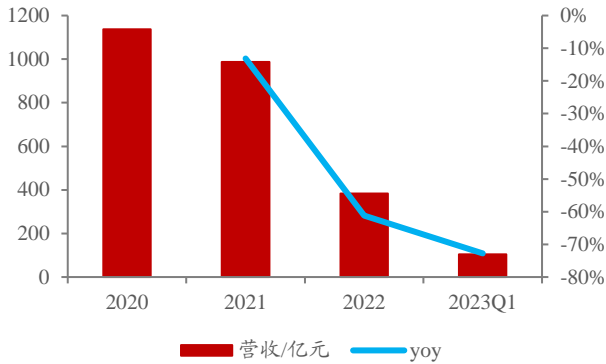
2020 年，公司完成重大资产重组，主营业务变更为商用车整车的研发、生产和销售。尽管国内经济受新冠疫情等影响出现了一定幅度下滑，但国家对新冠疫情快速有效控制，并且实施了一系列拉动消费等有利政策，有力地拉动了商用车市场需求，同时受国 III 汽车淘汰、治超加严以及基建投资等因素的拉动，商用车全年产销呈现大幅增长，一汽解放受益于行业需求增长，实现了 1136.81 亿元的较高营收体量。

2021 年受到本土疫情的影响，消费恢复不及预期，行业存在车多货少，运价低迷，需求不足的情况，并且芯片短缺对于汽车行业供给端也产生了较大的影响，公司营收略有下滑。2022 年商用车行业进一步下滑，投资支撑力度减弱，国内消费持续疲软，公路货运周转量呈现负增长，宏观经济超预期转弱导致商用车市场需求大幅减少，因此一汽解放 2022 年的营收出现大幅下滑。

自重组上市以来，一汽解放的销售毛利率呈增长趋势。2021 年，一汽解放销售毛利率为 10.07%，同比提升 0.87pct；2022 年受宏观经济下行因素影响，销售毛利率下降至 8.03%。未来，随国内经济逐步回暖叠加出口持续爆发，行业销量逐步回归中枢水平，

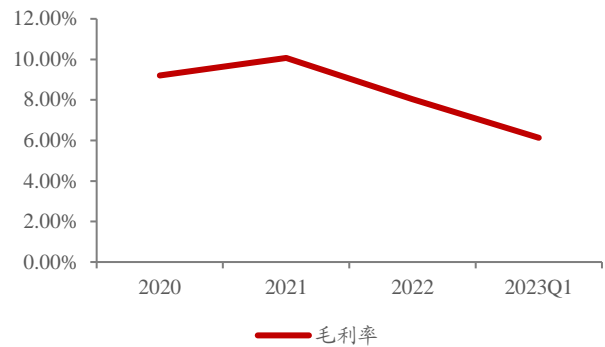
公司营收有望迅速复苏向上。

图2: 2020-2023Q1 一汽解放营收/亿元及增速



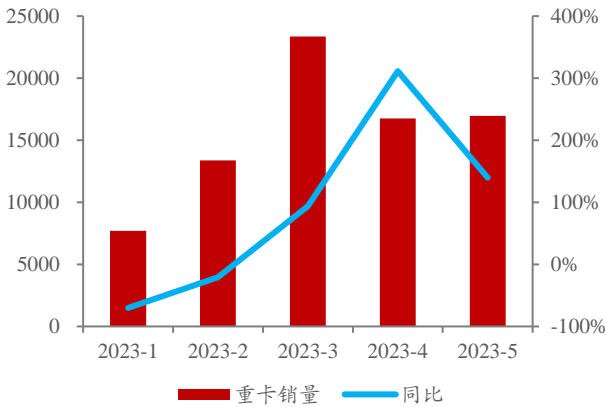
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 2020-2023Q1 一汽解放毛利率



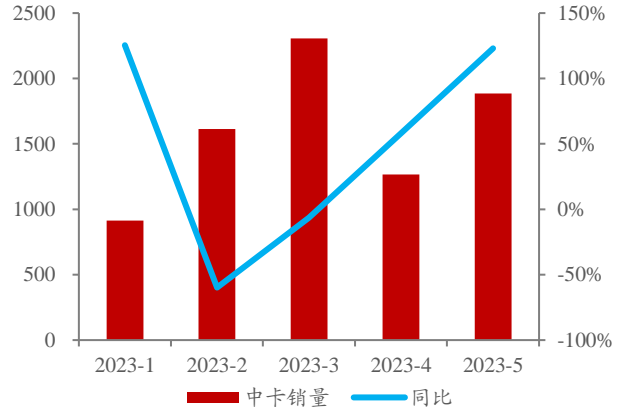
数据来源: wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 一汽解放 2023 年 1-5 月重卡销量/辆及同比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 一汽解放 2023 年 1-5 月中卡销量/辆及同比

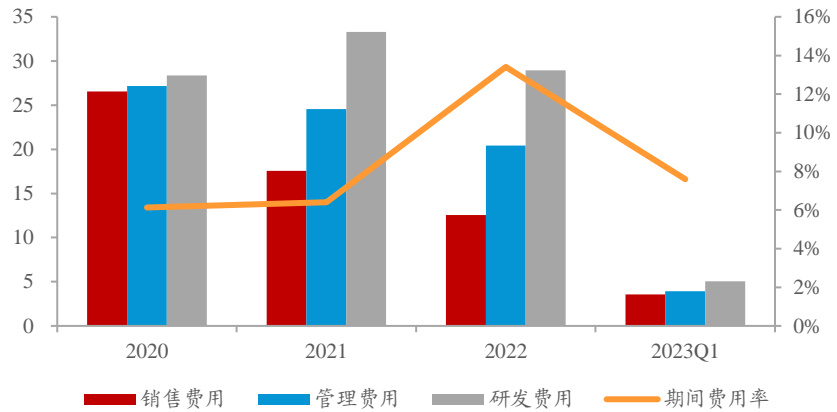


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3.2. 严控费用支出, 降本增效持续推进

2020年, 一汽解放将运费计入营业成本, 销售费用下滑, 利息收入增加使得财务费用下降, 整体上期间费用下降。2023Q1 公司严控费用支出, 降本增效成果显著, 期间费用率大幅下降。

图6：2020-2023Q1 一汽解放期间费用/亿元

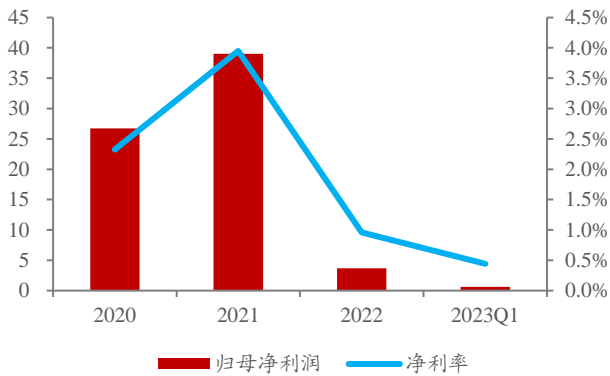


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3.3. 盈利能力短期承压，未来有望逐步改善

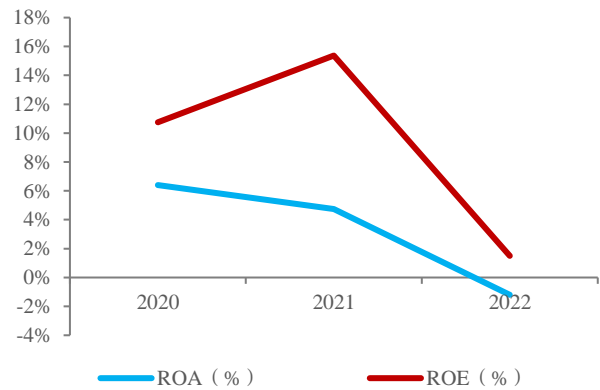
净利率短期波动，未来有望逐步提升。2021年，一汽解放销售净利率为4%，同比提升1.63pct；2022年受宏观经济下行因素影响，销售净利率下降至0.96%。ROE角度，2021年，一汽解放的ROE(加权)为15.37%，同比增长43%，ROE逐步改善，2022年受宏观经济影响，ROE下降至1.5%。

图7：2020-2023Q1 一汽解放归母净利润/亿元及销售净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：2020-2022 一汽解放盈利指标变化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 商用车产品全覆盖，技术持续迭代铸就高壁垒

2.1. 产品端：七大产品系列覆盖重、中、轻、客四大领域

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。J7、鹰途、J6V、JH6、J6P等14个卡车产品平台覆盖重、中、轻三大领域。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、虎6G、J6F、虎V 四大产品平台；在客车领域，有传统公路车、新能源公路车、新能源公交车、越野房车等。

图9：一汽解放重卡/中卡/轻卡/客车系列产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2020年-2022年公司中重卡产品市占率 20%+，稳居第二。一汽解放长期占据重卡头部位置，市场份额不断提升。2015-2021年，受益重卡行业周期上行，一汽解放的重卡销量整体上呈增长趋势，2015年销量仅 8.53 万辆，中汽协口径市占率 15.51%，到 2021 年销量增长到 34.65 万辆，中汽协口径市占率达 25.28%，增速明显快于行业整体。2022 年，受重卡行业不景气的影响，销量下滑至 12.56 万辆，中汽协口径市占率下滑至 18.7%。

一汽解放在中重卡以及轻卡领域车型众多，并且在各个价格区间均有布局，有利于持续扩大公司市场份额以及品牌影响力。

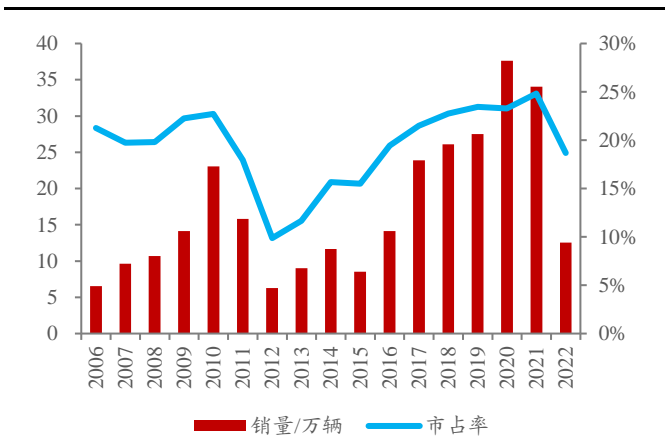
图10: 一汽解放 14 个卡车产品平台

产品平台	车型数	价格区间	
重卡	J7	39	41.00-59.00
	鹰途	11	52.60-56.90
	JH6	270	23.59-61.00
	J6V	62	28.11-47.08
	J6P	494	17.80-49.80
	悍V	214	16.80-40.30
中卡	J6G	152	20.43-28.14
	J6L	286	14.20-46.00
	JK6	29	19.78-27.23
	龙V	137	12.50-24.80
轻卡	领途	21	14.00-19.80
	虎6G	-	-
	J6F	264	8.50-25.50
	虎V	317	7.60-33.00

数据来源: 公司官网, 卡车网, 卡车之家, 东吴证券研究所

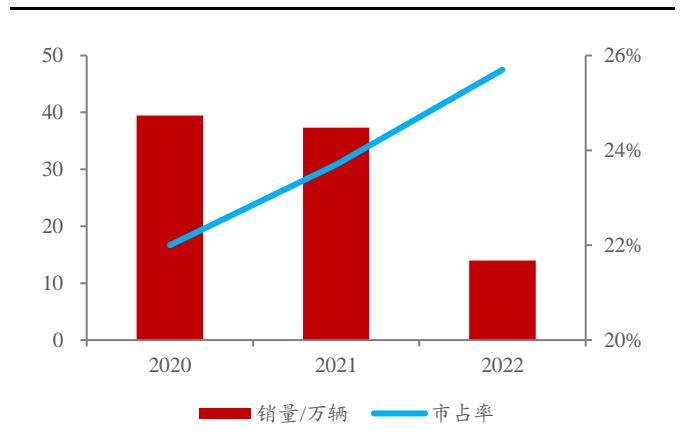
重卡市占率稳居第一梯队, 引领商用车行业高质量发展。2022 年面对商用车市场大幅度坠降的挑战, 各种风险挑战交织上演, 公司及时调整经营策略, 扩大终端份额、降低库存压力、化解渠道风险, 实现了稳中有进、进中提质。2020 年-2022 年北斗数据口径公司中重卡市场终端份额依次为 22.0%、23.7%、25.7%, 稳步增长, 始终引领商用车行业高质量发展。

图11: 一汽解放批发口径重卡销量/万辆及市占率



数据来源: 中汽协, 公司公告, 东吴证券研究所

图12: 一汽解放北斗数据口径中重卡销量/万辆及市占率

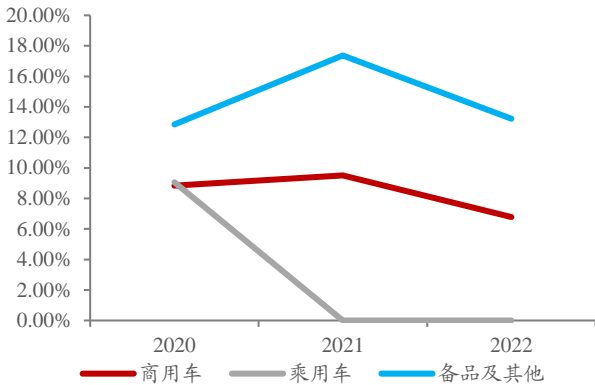


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

商用车业务毛利率保持稳定。2020 年一汽解放完成资产重组后, 主营业务转向商用车的生产及销售, 商用车的毛利率从 2020 年的 9.69% 提升至 2021 年的 10.51%, 同比提升 0.82pct, 2022 年受宏观经济、周期调节等因素影响, 商用车毛利率略有下降, 总体

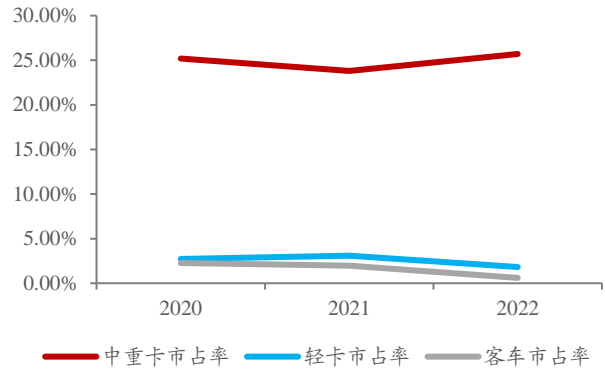
稳定在 7%-11%。

图13: 一汽解放分产品毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 一汽解放不同类型商用车市占率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

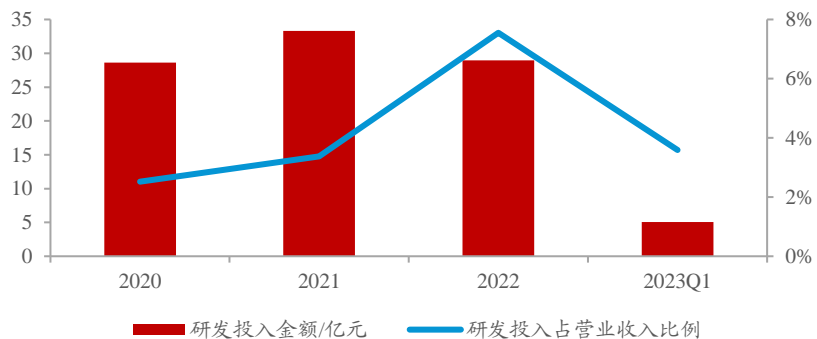
2.2. 技术端: 动力总成核心技术全栈自研, 新能源智能化加速推进

2.2.1. 持续高研发投入形成完善动力总成技术链

研发投入不断增加, 维系公司技术优势。2020 年以来公司研发投入不断增长, 公司通过多年的技术开发与经验积累, 建立起核心研发团队, 保证公司技术的传承与创新。

技术优势构建公司护城河。公司构建了从前瞻技术、发动机、变速器、车桥到整车的强大且完整的自主研发体系, 形成了一支超过 2000 人的高效协同研发团队。打造了低碳化、信息化、智能化、电动化、高品质即“四化一高”五大技术平台, 是掌握世界级整车及三大动力总成核心技术的商用车企业之一。近年来, 通过对细分市场需求的准确把握, 一汽解放成功打造了体系节油、长换油、轻量化、自主大总成、自主电控、自主后处理、新能源、智能驾驶、长保用、免维护十大核心产品技术优势, 在激烈的市场竞争中, 始终保持行业领先地位。

图15: 2020-2023Q1 公司研发投入变化 (亿元)



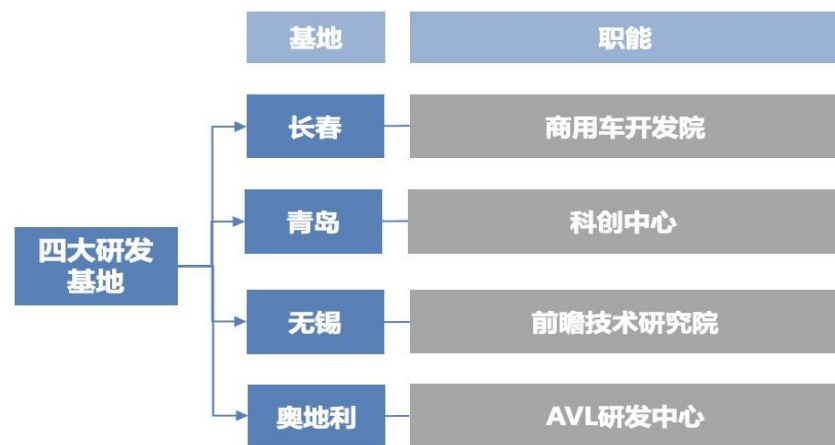
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司的动力总成技术研发历经了四个阶段:

第一阶段，动力总成自主化。在这个阶段，解放动力总成主要特点为引进、逐步消化。**第二阶段，动力链。**2007年7月15日，一汽解放首款真正意义上的重型卡车J6下线，其配备的锡柴奥霸13升6DN发动机、变速箱和车桥完全由一汽解放自主研发。**第三阶段，动力域。**2018年4月18日，一汽解放全新换代产品J7正式下线，J7在行业首次实现动力域电控系统ECU（电子控制器）、TCU（终端控制器）、VCU（域控制器）全自主，彰显了动力系统一体化控制等动力域特征。**第四阶段，解放智慧动力域。**2021年7月13日，一汽解放卡车发布了全新智慧动力域品牌。

四大研发基地助力公司产品持续迭代开发。长春—商用车开发院负责解放品牌重中轻型车、智能网联车、新能源车及相关总成、零部件的自主研发；青岛—科创中心主要建设内容包括新建研发楼、试制中心、试验中心及配套公用动力设施；无锡—前瞻技术研究院主要从事发动机节能减排、电控燃油喷射系统等技术研究及产品研发，在电控共轨系统实现了重大突破，达到国际领先水平；奥地利—AVL研发中心主营业务是商用车整车及总成的研发、试验及试制等业务，同时，也将新能源汽车技术和智能驾驶技术的研究作为公司业务的重点发展方向。

图16：公司四大研发基地



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2.2. 积极转型，布局新能源领域技术

在新能源方面，一汽解放围绕纯电/换电、混合动力、燃料电池三条技术路线，开发近70款新能源产品，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，产品升级不断加速。**强化生态伙伴合作，**打造电力、金融、终端合作、换电行业“朋友圈”；针对钢、电、煤、矿等新能源典型场景，与能源补能企业、新能源生态合作伙伴、改装厂开展深度合作，扩大市场销量，2022年氢燃料电池车辆订单突破500台，得到市场广泛认可。**试点推广整车租赁方案，**完成成都百辆纯电轻卡租赁试点及长春超20辆邮政车辆租赁成功中标。

在智能车方面，一汽解放联合头部物流企业开展超级卡车试运营，启动自主

J6V_L2+/L3 产品验证，加速冗余线控底盘储备。**车联网 T-box2.0 全线切换**；存量车车联网卡实现实名认证；**超级 APP 地图桌面主题功能开发**，首发适配 J101、J167 两个车型；数字钥匙搭载 J167 车型完成基础服务平台建设和控车全功能验证；**新能源蓝途解放行布局上线**；智能诊修实现商用车首个全场景智能诊修服务。

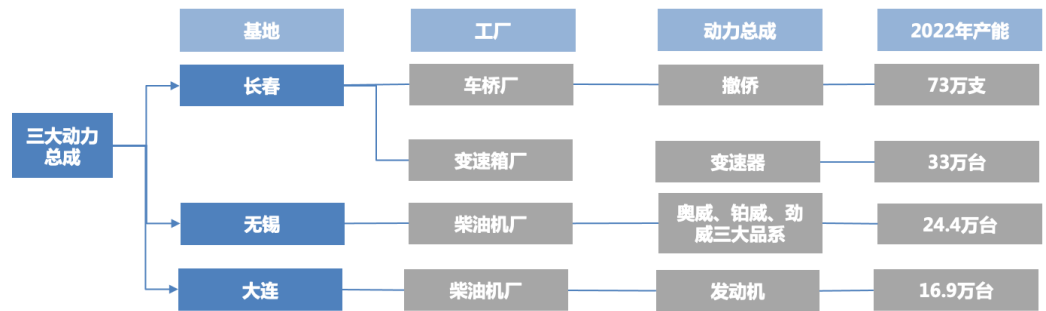
2.3. 供应链端：三大总成自产自供，制造体系完备，产能充裕

一汽解放拥有**五大整车基地、三大总成基地**，拥有从原材料到核心零部件、从关键大总成到整车的国内最完整制造体系，加工制造深度位居行业之首。

2.3.1. 三大总成基地核心聚焦零部件生产

三大总成基地分别位于**长春、无锡、大连**。**长春**主要布局**车桥厂和变速箱厂**。其中车桥厂（车桥分公司）主要生产商用车前中后桥总成及零部件，2022 年车桥年产能 73 万支。变速箱厂（变速箱分公司）拥有变速器，2022 年年产能 33 万台，此外，长春工厂还拥有生产线 218 条，生产设备 2902 台，55 万套轴尺零部件、130 万件曲轴连杆的生产能力。**无锡布局柴油机厂**，于 1992 年加入中国第一汽车集团有限公司，2003 年起成为一汽解放的下属全资企业。拥有奥威、铂威、劲威三大品系，排量覆盖 2-16 升，功率覆盖 110-750 马力，2022 年年产能 24.4 万台，达到世界一流制造水平。**大连布局柴油机厂**，主导产品有铂威、劲威两大系列，功率覆盖 50-320 马力，2022 年年产能 16.9 万台。

图17：一汽解放三大总成基地



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.3.2. 五大整车基地保障整车稳定生产供应

五大整车基地分别位于**长春、青岛、柳州、成都和佛山**，2022 年合计整车产能接近 39.3 万辆。

长春布局卡车厂、J7 整车智能工厂和客车厂。其中卡车厂（长春基地新工厂）是一汽解放直属专业厂，其前身为第一汽车制造厂的总装配厂和车身厂，具有六十年的生产历史。2005 年 7 月建成投产，主要生产 J7、J6P、J6M、J6L 系列产品，2022 年年

产能 15 万辆。J7 整车智能工厂于 2021 年 12 月 14 日正式落成投产，占地 5.55 万平方米，总投资 11.25 亿元。客车厂（一汽解放长春智慧客车分公司）主要生产解放牌客车产品，2022 年整车产能 0.3 万辆。

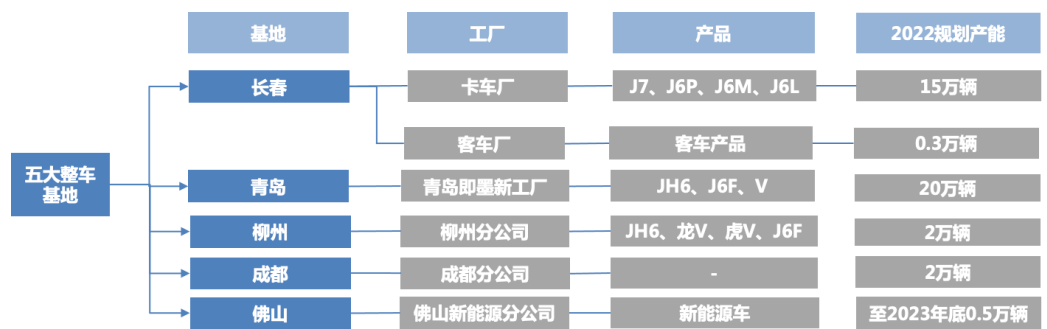
青岛布局即墨新工厂（一汽解放青岛汽车有限公司），于 2014 年建成，主要生产 JH6、J6F、V 系列产品，2022 年产能 20 万辆。

柳州布局柳州厂（柳州分公司），主要生产 JH6、龙 V、虎 V、J6F，是国内为数不多的底盘上装一体化设计生产主机厂，2022 年整车产能 2 万辆。

成都布局成都厂（成都分公司），是一汽解放直属专业厂，整车产能 2 万辆，至 2023 年底广汉规划产能 4 万辆。

佛山布局佛山厂（佛山新能源分公司），负责解放新能源车的生产销售，至 2023 年底规划产能单班 0.5 万辆。

图18：一汽解放五大整车基地



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

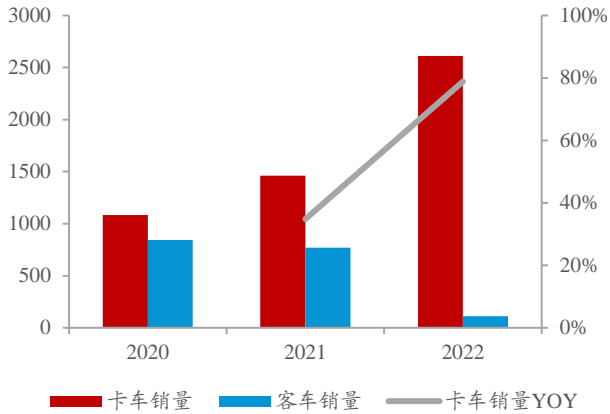
2.4. 渠道端：营销服务体系完善，持续发力海外市场

一汽解放营销服务体系功能完善，居行业领先水平。一汽解放的营销服务网络由 920 家经销商、1311 家服务商、63 家备品中心和超百家备品经销商组成，遍布全国 261 个地级市，容量 1000 辆以上地市覆盖率 99%，全国平均服务半径 48 公里，处于行业领先水平。

海外市场方面：产品已出口东南亚、中东、拉美、非洲、东欧等 80 个国家和地区，在近 44 个国家和地区有逾 90 个一级经销商，近 300 家分销商。**工厂方面：**一汽解放集团在越南、菲律宾、南非、墨西哥、坦桑尼亚、肯尼亚、尼日利亚、乌干达、老挝、柬埔寨、巴基斯坦 11 个国家建有 13 个组装厂。**海外子公司：**一汽解放集团股份有限公司在南非、俄罗斯、坦桑尼亚等三国分别设立三个海外子公司。

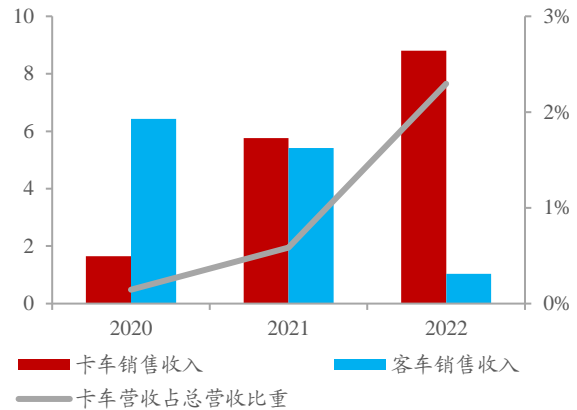
出口策略：在提升海外营销平台服务方面，借力国内解放服务体系优势，打造海外

图21: 一汽解放新能源卡车与客车销量/辆及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图22: 一汽解放新能源卡车与客车销售收入/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 五大新兴业态公司助力智能车、车联网布局

业态创新方面: 加速推进哥伦布智慧物流开放计划落地, 构建新兴产业内外协同创新机制, 完善生态圈建设。智能车创新联合运营模式, 扩大商业落地规模, 实现智能车销售超 300 辆。网联生态打造行业第一车联网品牌, 解放行注册用户突破 210 万; 深耕后市场, 扩大“四剑客”运营, 累计服务车辆超 13 万辆; 着力加速二手车、网络货运平台等新业态产品落地, 二手车业务交易额突破 1 亿元; 围绕冷藏、搅拌、渣土及环卫四大场景, 推进车队管理解决方案落地。加速资源布局, “解放时代”合资公司落地成立。

数智化转型方面: 制定实施解放公司“1143”数智化转型工作框架, 应用 TOGAF 方法论完成顶层 4A 架构设计及转型蓝图规划, 推进大数据、云计算、物联网等信息和数字技术加速应用, 与 4 大领域业务深度融合, 构建数据管理体系等数字能力, 提高公司整体运营效率。

具体来看, 公司设立了五大新兴业态公司, 进行智能车、智能网联、新能源业务等领域的布局。

苏州挚途科技有限公司, 成立于 2019 年 8 月, 是由一汽解放发起成立的智能车软硬件系统研发科技公司, 致力于为客户提供智慧物流完整解决方案。公司秉承“挚联解放, 途创未来”的发展理念, 肩负着一汽解放核心智能化系统与零部件产品研发, 以及解放智能车落地运营的责任使命。

解放赋界(天津)科技产业有限公司, 成立于 2020 年 4 月, 是由一汽解放主导、联合解放品牌核心经销商成立的面向商用车后市场的科技型公司。赋界科技通过线上科技手段, 整合线下资源, 打造物流运输、汽车金融、二手商用车、商用车维保、创新业务五大业务模块, 并基于自身数据体系, 搭建“网络货运”、“二手车交易”、“服

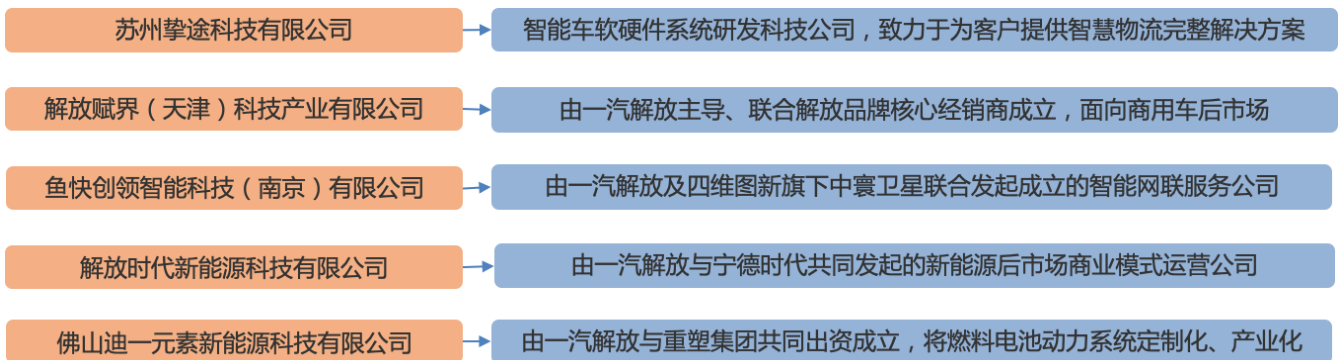
务连锁”三大服务型平台激活后市场领域，逐步打造商用车后市场全价值链的运营体系，为解放品牌助力、为合作伙伴赋能，为成为商用车 TCO 服务最值得信赖的伙伴而努力奋斗。

鱼快创领智能科技（南京）有限公司，成立于 2020 年 5 月，是由一汽解放及四维图新旗下中寰卫星联合发起成立的智能网联服务公司。承袭一汽解放的整车研发能力和中寰卫星的数字化能力，鱼快创领以车为中心，通过物联网、大数据、人工智能等技术，为物流产业链提供绿色、安全、高效的智能网联解决方案。

解放时代新能源科技有限公司，成立于 2023 年 3 月，是由一汽解放与宁德时代共同发起的新能源后市场商业模式运营公司，致力于为客户提供新能源转型的整体解决方案，肩负着一汽解放新能源商业模式开发，以及解放新能源解决方案落地运营的责任使命。

佛山迪一元素新能源科技有限公司，成立于 2022 年 12 月 5 日，是由一汽解放与重塑集团共同出资成立的合资公司，是将燃料电池动力系统定制化、产业化的高新技术企业，素聚焦燃电商用车“研产供销”一体化运作，致力于成为“世界一流”的燃料电池系统一体化解决方案提供者。

图 23: 五大新兴业态公司及其业务板块



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

基于以下核心假设，我们对一汽解放 2023~2025 年盈利进行预测：

- 1) 公司 2023~2025 年收入增速预计分别+35.08%/+45.97%/+25.29%；
- 2) 公司 2023~2025 年毛利率分别预计 10.83%/11.09%/11.26%；
- 3) 公司 2023~2025 年销售费用率分别为 2.3%/2.0%/2.0%；管理费用率分别为 3.5%/2.0%/2.0%；研发费用率分别为 4.5%/3.3%/2.5%。

表5: 一汽解放 2023~2025 年盈利预测关键假设

	2022A	2023E	2024E	2025E
收入增速/%	-61.18	35.08	45.97	25.29
毛利率/%	8.03	10.83	11.09	11.26
销售费用率/%	3.28	2.30	2.00	2.00
管理费用率/%	5.32	3.50	2.00	2.00
研发费用率/%	7.55	4.50	3.30	2.50

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 517.77/755.77/946.89 亿元, 归属母公司净利润为 16.54/35.37/46.67 亿元, 分别同比+350%/+114%/+32%, 对应 EPS 为 0.36/0.76/1.01 元, 对应 PE 为 24/11/9 倍。考虑公司主营产品为重卡, 因此选取 A/H 股三家重卡头部公司作为可比公司, 2023/2024/2025 年估值均值分别为 18/12/9 倍。鉴于一汽解放商用车全产业链覆盖, 技术研发不断迭代, 长期新能源领域布局持续发力, 业绩有望高速增长, 我们认为一汽解放应该享受更高估值溢价, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表6: 一汽解放可比公司估值比较【2023 年 7 月 4 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	3.63	290.54	14.71	21.93	27.58	19.76	13.25	10.53
3808.HK	中国重汽*	15.70	433.48	33.64	51.92	72.57	12.89	8.35	5.97
000951.SZ	中国重汽*	17.75	208.54	10.04	14.31	20.17	20.77	14.57	10.34
	可比公司算术平均 PE						17.80	12.06	8.95
000800.SZ	一汽解放*	8.68	402.52	16.54	35.37	46.67	24.33	11.38	8.62

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 除标*公司为东吴预测外, 其余可比公司盈利均采用 wind 一致预期)

5. 风险提示

重卡行业复苏不及预期。公司业务均属于重卡行业, 若重卡行业复苏不及预期, 公司业绩将难以很好地改善。

海外出口波动超预期。重卡海外市场销量占国内批发销量整体比例较高, 若海外市场销量在多种因素干扰下出现波动, 可能影响公司整体销量。

原材料价格大幅波动。若原材料价格大幅波动, 将影响公司的盈利能力

一汽解放三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	35,003	37,765	47,509	53,619	营业总收入	38,332	51,777	75,577	94,689
货币资金及交易性金融资产	21,041	22,630	28,628	32,411	营业成本(含金融类)	35,252	46,168	67,195	84,026
经营性应收款项	5,413	6,892	8,013	7,897	税金及附加	208	259	378	473
存货	6,383	6,412	9,333	11,670	销售费用	1,256	1,191	1,512	1,894
合同资产	11	26	30	28	管理费用	2,040	1,812	1,512	1,894
其他流动资产	2,155	1,805	1,506	1,612	研发费用	2,896	2,330	2,494	2,367
非流动资产	21,770	20,534	19,191	17,793	财务费用	(1,053)	(419)	(451)	(571)
长期股权投资	4,693	4,593	4,443	4,243	加:其他收益	1,638	1,087	642	473
固定资产及使用权资产	9,811	8,717	7,614	6,503	投资净收益	237	400	600	473
在建工程	1,902	1,807	1,717	1,631	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,549	2,549	2,549	2,549	减值损失	(423)	(85)	(130)	(175)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	871	100	100	100
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	55	1,938	4,150	5,477
其他非流动资产	2,814	2,868	2,868	2,868	营业外净收支	127	8	11	14
资产总计	56,773	58,299	66,700	71,412	利润总额	183	1,946	4,161	5,491
流动负债	27,863	27,839	32,703	32,748	减:所得税	(185)	292	624	824
短期借款及一年内到期的非流动负债	33	32	32	32	净利润	368	1,654	3,537	4,667
经营性应付款项	19,234	17,956	20,535	21,010	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,630	2,071	3,023	3,788	归属母公司净利润	368	1,654	3,537	4,667
其他流动负债	6,967	7,779	9,112	7,917	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.08	0.36	0.76	1.01
非流动负债	5,190	5,090	5,090	5,090	EBIT	(2,100)	1,527	3,711	4,920
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	(344)	2,716	4,904	6,118
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	8.03	10.83	11.09	11.26
租赁负债	55	55	55	55	归母净利率(%)	0.96	3.19	4.68	4.93
其他非流动负债	5,135	5,036	5,036	5,036	收入增长率(%)	(61.18)	35.08	45.97	25.29
负债合计	33,053	32,930	37,793	37,838	归母净利润增长率(%)	(90.57)	349.83	113.82	31.95
归属母公司股东权益	23,719	25,370	28,907	33,574					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	23,719	25,370	28,907	33,574					
负债和股东权益	56,773	58,299	66,700	71,412					

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	(5,135)	1,172	5,289	3,198	每股净资产(元)	5.10	5.47	6.23	7.24
投资活动现金流	(1,630)	508	711	587	最新发行在外股份(百万股)	4,637	4,637	4,637	4,637
筹资活动现金流	(3,080)	(92)	(2)	(2)	ROIC(%)	(16.85)	5.27	11.58	13.35
现金净增加额	(9,845)	1,588	5,998	3,783	ROE-摊薄(%)	1.55	6.52	12.24	13.90
折旧和摊销	1,755	1,189	1,193	1,197	资产负债率(%)	58.22	56.48	56.66	52.99
资本开支	(2,373)	108	111	114	P/E(现价&最新股本摊薄)	109.46	24.33	11.38	8.62
营运资本变动	(5,097)	(1,182)	1,137	(2,256)	P/B(现价)	1.70	1.59	1.39	1.20

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>