

福田汽车（600166）

产业链横纵全面覆盖，商用车龙头多点开花 买入（首次）

2023年07月11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）	46,447	59,859	72,635	87,266
同比	-16%	29%	21%	20%
归属母公司净利润（百万元）	65	1,427	2,152	2,821
同比	101%	2092%	51%	31%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.01	0.18	0.27	0.35
P/E（现价&最新股本摊薄）	438.85	20.02	13.27	10.13

关键词：#市占率上升

投资要点

- **商用车行业二十载沉浮，产业链覆盖多条线并进。**历经 20 余年发展，福田当前已经形成覆盖整车、零部件、汽车金融、汽车后市场四大板块，建立卡车/大中客/轻客/皮卡/工程机械与环境装备/新能源汽车等 6 大业务单元合计 18 个子品牌的庞大汽车业务集团，商用车整车以及动力总成核心零部件全面自研自产，整车/发动机产能分别 80/60 万台左右，行业龙头地位稳固。财务角度，轻卡业务贡献公司主力营收，占比过半，康明斯发动机/戴姆勒卡车等合资品牌贡献投资收益，公司盈利受投资收益影响较大，现金流充裕，运营健康。
- **以轻卡业务为核心，商用车市场整体复苏，公司多点开花。**1) **轻卡：**行业复苏，福田以“产品+技术+营销”全面布局，构建高壁垒。受益经济复苏+国标切换+出口爆发等行业因素，福田凭借完善产品线/供应链以及渠道布局有望稳固行业龙头地位并推动市占率以及产品均价持续提升，主业实现高确定性增长。2) **中重卡：**行业格局稳定，福田稳居前五，国内销量回暖+海外出口爆发共振，公司积极推动新品迭代，重点布局牵引载货车市场，销量有望快速增长。3) **客车：**公司大中客业务历史市占率/均价呈现提升趋势，聚焦重点区域推新品提升盈利，随行业回暖有望迅速复苏；轻客领域公司新能源转型+出口持续推进，提升产品市场竞争力，实现效益最大化。4) **零部件：**深化康明斯/采埃孚合作，布局核心零部件提供产品坚实保障。
- **新电动智能转型提升国内竞争力，海外市场加速开拓扩大影响力。**公司以纯电为主落地新能源转型，并考虑长期发展，同步开发氢燃料电池核心技术；另外持续探索智能化产品开发应用，车联网&自动驾驶产品同步研发。海外市场围绕海外战略，在欧洲、日韩、拉美、东南亚等各地市场以多样产品线全面出击，拓展汽车全价值链业务，出口销量持续提升，效果显著。
- **盈利预测与投资评级：轻卡行业龙头主业持续发力，新能源转型提速。**我们预计公司 2023~2025 年营业总收入为 598.59/726.35/872.66 亿元，归属母公司净利润为 14.27/21.52/28.21 亿元，分别同比 +2092%/+51%/+31%，对应 EPS 为 0.18/0.27/0.35 元，对应 PE 为 20/13/10 倍。选取 A 股三家商用车公司作为可比公司，估值均值为 20/12/9 倍。鉴于福田汽车商用车业务覆盖完善，盈利维持稳定，长期新能源领域布局持续发力，我们认为福田汽车应该享受更高估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**商用车行业复苏不及预期；原材料价格大幅波动；竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.57
一年最低/最高价	2.47/3.83
市净率(倍)	2.10
流通 A 股市值(百万元)	23,473.44
总市值(百万元)	28,573.44

基础数据

每股净资产(元,LF)	1.70
资产负债率(%，LF)	74.30
总股本(百万股)	8,003.76
流通 A 股(百万股)	6,575.19

相关研究

内容目录

1. 商用车品类/链条全覆盖，多业务并进发展	5
1.1. 商用车行业二十载沉浮，产业链覆盖多条线并进.....	5
1.2. 商用车龙头地位稳固，业绩受投资收益等影响较大.....	7
1.3. 渠道铺设全面，产能布局充足.....	11
2. 以轻卡业务为核心，商用车市场多点开花	12
2.1. 轻卡行业复苏，福田“产品+技术+营销”全面布局构建高壁垒.....	12
2.1.1. 三重因素共振驱动轻卡行业总量向上.....	12
2.1.2. 行业集中度较低，福田稳居龙头，竞争优势明显.....	14
2.1.3. 轻卡龙头再发力，未来有望量价齐升.....	16
2.2. 中重卡市场份额稳定，行业回暖有望贡献增量.....	18
2.3. 客车营收稳中向好，新能源化推动市占率提升.....	19
2.4. 商用车核心零部件全覆盖，引入合资技术提供坚实保障.....	22
2.4.1. 发动机业务：福田康明斯贡献主体销量.....	22
2.4.2. 变速箱业务：采埃孚福田贡献主体销量.....	24
3. 持续加码新能源与智能化转型，推动出口业务向上	25
3.1. 加码布局新能源，推动能源转型.....	25
3.2. 持续推进智能化建设，产品竞争力逐步提升.....	27
3.3. 海外市场布局加速，全球化稳步推进.....	28
4. 盈利预测与投资建议	30
5. 风险提示	31

图表目录

图 1: 福田汽车发展历程.....	5
图 2: 福田汽车股权结构 (2023 年 7 月 10 日)	6
图 3: 福田汽车业务情况.....	6
图 4: 福田整车产品概览.....	7
图 5: 福田发动机产品.....	7
图 6: 商用车卡车/客车历史年度销量/万辆	8
图 7: 福田营业收入与同比增速 (年度)	8
图 8: 福田分业务营收情况/亿元	8
图 9: 福田分地区营收情况/亿元	9
图 10: 福田分地区毛利率情况.....	9
图 11: 福田对合联营企业的投资收益/亿元.....	9
图 12: 福田对合联营企业的投资收益 (分企业) /亿元	9
图 13: 福田归母净利润/亿元	10
图 14: 福田费用率情况.....	10
图 15: 销售净利率与 ROE.....	11
图 16: 经营性现金流量净额/亿元	11
图 17: 不同销售方式营收对比/亿元	11
图 18: 不同销售方式毛利率对比.....	11
图 19: 整车产能与产能利用率情况.....	12
图 20: 发动机产能与产能利用率情况.....	12
图 21: 中国轻卡销量与同比增长.....	13
图 22: 中国物流业收入情况.....	13
图 23: 国 6 排放标准实施时间.....	14
图 24: 轻卡市场格局.....	14
图 25: 福田轻卡产品布局.....	15
图 26: 福田汽车全国服务网点.....	16
图 27: 福田 360 度汽车生态精微布局.....	16
图 28: 福田轻卡零部件产业链.....	16
图 29: 福田轻卡年销量与市场份额.....	17
图 30: 福田轻卡单车均价/万元	17
图 31: 福田轻卡营收情况.....	18
图 32: 福田轻卡业务毛利率.....	18
图 33: 重卡行业格局.....	18
图 34: 福田中重卡 (含戴姆勒) 年销量与市场份额.....	18
图 35: 福田海外中重卡营收与增速.....	19
图 36: 福田海外中重卡业务毛利率.....	19
图 37: 福田戴姆勒中重卡年销量/辆	19
图 38: 福田戴姆勒净利润/亿元	19
图 39: 客车业务营收及同比增长.....	20
图 40: 国内中大型客车行业年销量/万辆	20
图 41: 福田大中客销量与市场份额.....	21
图 42: 福田大中客单车均价/万元	21

图 43:	福田轻客销量与市场份额.....	21
图 44:	福田轻客单车均价/万元	21
图 45:	福田发动机销量情况/台	22
图 46:	除福田康明斯外发动机营收及增速.....	23
图 47:	除康明斯外发动机业务毛利率.....	23
图 48:	福田康明斯发动机销量及增速.....	24
图 49:	福田康明斯净利润/亿元	24
图 50:	自动变速箱产品布局.....	24
图 51:	采埃孚福田变速箱产量及产能利用率情况.....	25
图 52:	采埃孚福田净利润/亿元	25
图 53:	福田新能源发展历史、成就与规划.....	26
图 54:	福田新能源产品布局.....	26
图 55:	福田新能源汽车销量及增速.....	27
图 56:	福田新能源业务营收及补贴占比.....	27
图 57:	福田车联网技术运用.....	28
图 58:	福田智能化产品规划.....	28
图 59:	福田 KD 工厂分布.....	29
图 60:	福田商用车出口数量及增速.....	30
图 61:	福田海外营收及增速.....	30
表 1:	轻卡政策规定.....	13
表 2:	轻卡行业竞争对手简介.....	15
表 3:	发动机与变速箱的外购与自供比例.....	23
表 4:	公司智能化发展历史.....	27
表 5:	公司海外布局.....	28
表 6:	福田汽车 2023~2025 年盈利预测核心假设	30
表 7:	福田汽车可比公司估值比较 (2023 年 7 月 10 日)	31

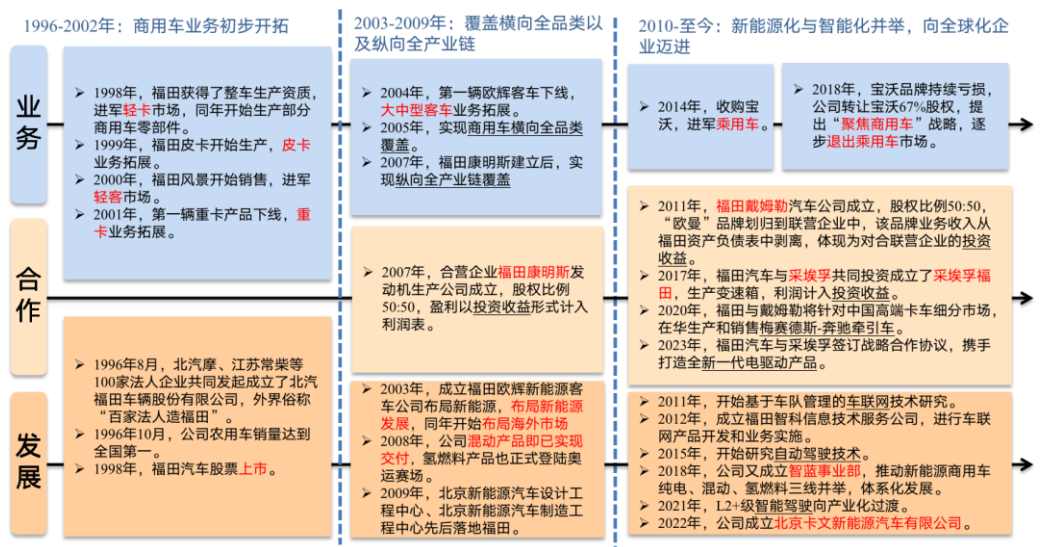
1. 商用车品类/链条全覆盖，多业务并进发展

1.1. 商用车行业二十载沉浮，产业链覆盖多条线并进

北汽福田汽车股份有限公司成立于1996年，1998年在上交所上市，是国内商用车整车及零部件生产制造的龙头企业，业务涉及整车、零部件、汽车金融、汽车后市场四大板块，整车业务覆盖卡车、大中客车、轻型客车、皮卡、工程机械与环境装备、新能源汽车等6大业务单元及18个产品品牌，连续多年商用车销量排名国内第一。

福田汽车二十余年发展历程可以概括为三个阶段：**1) 商用车业务初步开拓**：1996-2002年，公司自获得整车生产资格起，通过收购兼并、投资建厂等方式，逐步拓展皮卡、轻客、重卡等业务。**2) 覆盖横向全品类以及纵向全产业链**：2003-2009年，公司拓展大中客业务，实现了商用车横向全品类发展，并与戴姆勒、康明斯等国际化企业签订合作协议，实现纵向全产业链覆盖，同时，公司开始在海外市场和商用车新能源化方面布局。**3) 新能源化与智能化并举，向全球化企业迈进**：2010年至今，公司与康明斯、戴姆勒、采埃孚等企业进一步加深合作，成立多家合营企业；并在新能源化与智能化方面进一步加大投入，实现新能源商用车纯电、混动、氢燃料体系化发展，车联网技术取得重大突破。

图1：福田汽车发展历程

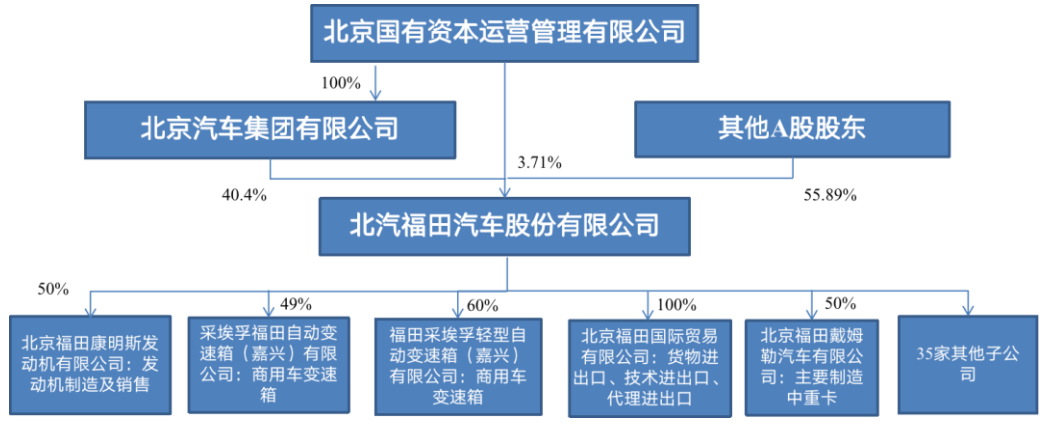


数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

股权结构稳定，与世界知名企业成立合资公司，协同优势明显。福田汽车为北汽集团（北京汽车集团有限公司）控股子公司，北汽集团实际控制人为北京国有资本运营管理有限公司，其背后为北京市国资委，股权结构稳定。北汽集团业务涉及制造、汽车零部件、出口等多方面，与福田汽车形成协同效应，优势互补。截至目前，福田汽车共建立35家子公司及相关实体，并与康明斯、戴姆勒、采埃孚三家国际化企业成立了四家合营企业，分别是北京福田康明斯发动机有限公司、北京福田康明斯排放处理系统有限

公司、北京福田戴姆勒汽车有限公司、采埃孚福田自动变速箱（嘉兴）有限公司，业务涉及商用车发动机、中重卡、变速箱等，与福田汽车共同布局商用车与零部件全产业链，协同效应明显。

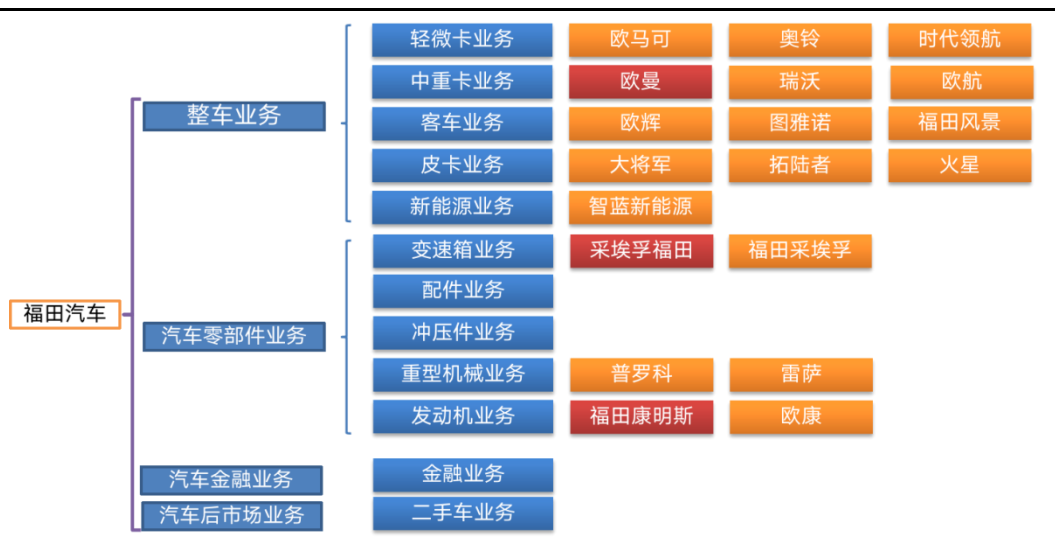
图2：福田汽车股权结构（2023年7月10日）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

公司产品矩阵丰富。公司形成集整车制造、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。整车业务覆盖卡车、大中客车、轻型客车、皮卡、工程机械与环境装备、新能源汽车等6大业务单元及18个产品品牌。公司整车以轻卡为主导，同时涵盖中重卡、客车、微卡等全系列商用车；专用车种类覆盖完善，有不同的车型可供选择。公司发动机由合营企业福田康明斯以及福田欧康动力系统事业部生产，福田康明斯主要产品为F系列和X系列，福田欧康动力系统事业部主要产品为欧康F2.0发动机与欧康F2.5发动机，满足不同车型动力需求。

图3：福田汽车业务情况



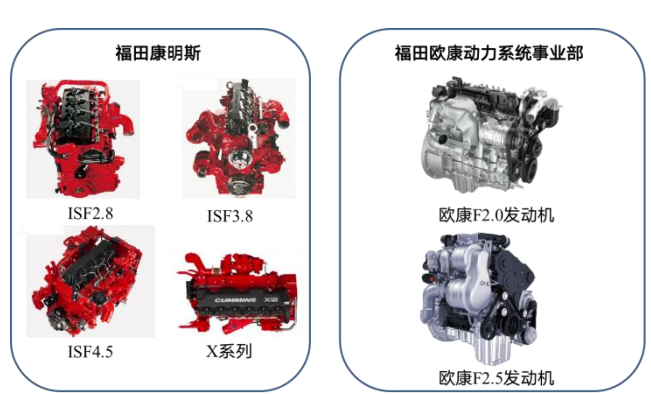
数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

图4: 福田整车产品概览



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图5: 福田发动机产品

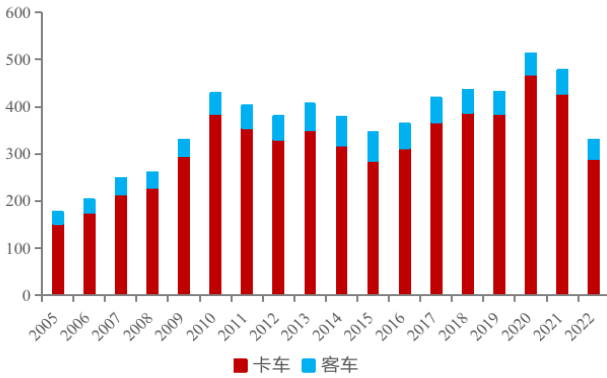


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

1.2. 商用车龙头地位稳固, 业绩受投资收益等影响较大

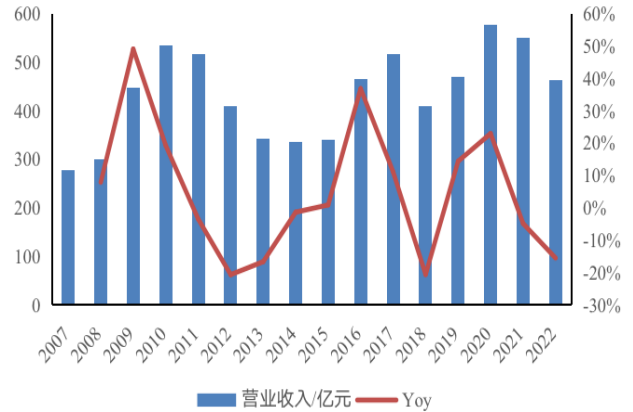
公司营收总体上行, 整体随行业波动, 业绩受行业下行因素影响阶段性承压。2008年开始, 四万亿计划推动基建发展, 卡车需求大幅增加, 福田汽车营收明显提升。2012年, 全球经济增速在“后危机时代”整体下调, 受国家经济增速放缓、鼓励政策集体淡出(车购税优惠、汽车下乡、以旧换新、节能惠民)等影响, 国内商用车销量整体下滑; 且2012年公司与戴姆勒成立合营企业, 欧曼业务被划归到合营企业中, 业务收益基于合资50%比例计入投资收益, 统计口径变化, 公司营收大幅下降。2016年, GB1589-2016号文件统一了商用车对外廓尺寸和重量的超限认定, 单车运力普遍下降, 行业整体销量提升, 推动公司营收提升。2018年, 受大中客订单时间晚于预期, 乘用车业务销量大幅下降影响, 公司营收下滑。2021年后, 国内商用车市场发展放缓, 公司卡车销量下滑较多。2022年, 公司实现营收464.47亿元, 整车销量46万辆, 同比下降29.21%, 略优于行业降幅。未来, 随经济逐步回暖, 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6: 商用车卡车/客车历史年度销量/万辆



数据来源: 中汽协, Wind, 东吴证券研究所

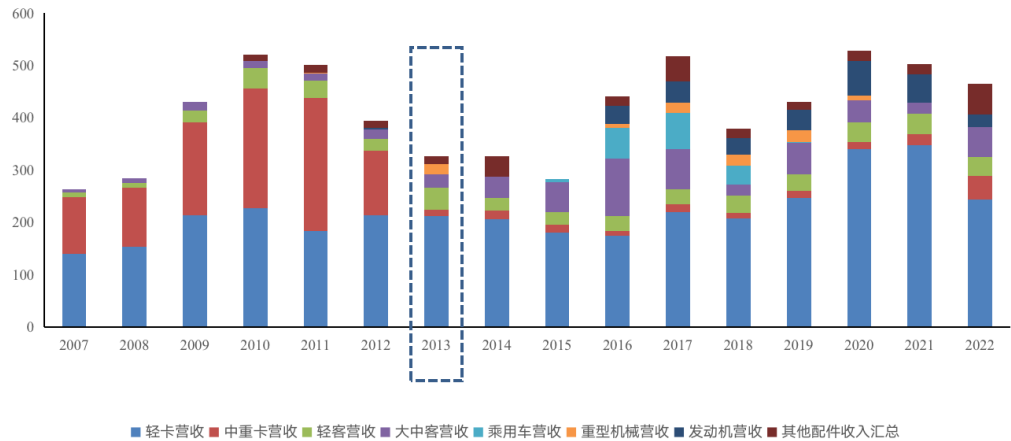
图7: 福田营业收入与同比增速(年度)



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

车辆销售收入稳定, 轻卡支撑业绩中枢。自 2007 年开始, 公司营业收入的 80%-90% 左右均来自于车辆销售收入, 其中轻卡业务占最主要的部分。2012 年, 公司与戴姆勒成立合营企业, 主要生产中重卡的欧曼业务划归到合营企业中, 体现为公司对合联营企业的投资收益, 中重卡营收占比大幅下降。2013 年以来, 轻卡营收占比持续维持 50% 以上, 营收占比稳定。

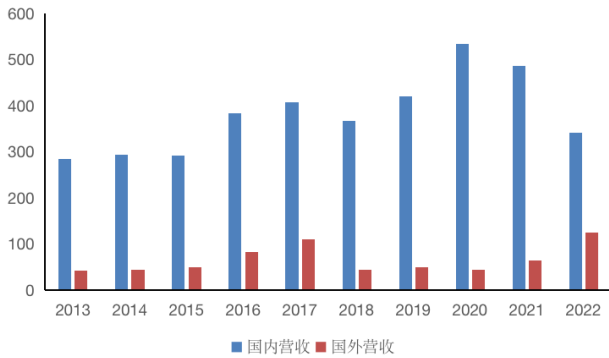
图8: 福田分业务营收情况/亿元



数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

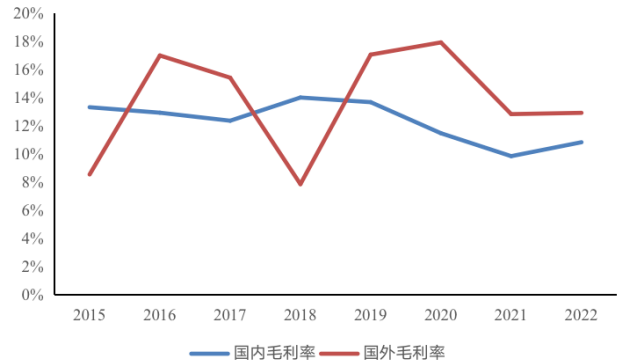
国内市场贡献营收主力, 海外市场持续发展。2013-2022 年, 公司国内营收维持较高水平, 而国外收入占比在逐渐提升, 且国外业务毛利率相对较高。2022 年公司国内与国外营收分别为 340.18/124.29 亿元, 营收占比分别为 73.24%/26.76%, 国外营收同比增长 95.94%, 盈利能力大幅提升。

图9: 福田分地区营收情况/亿元



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

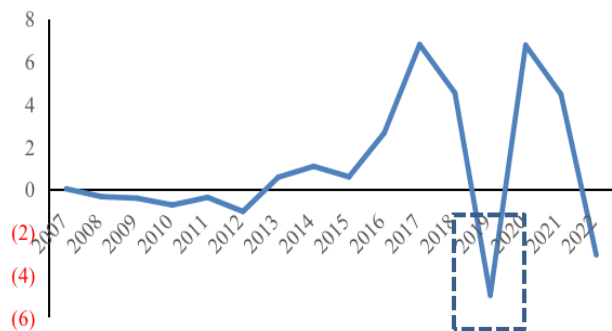
图10: 福田分地区毛利率情况



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

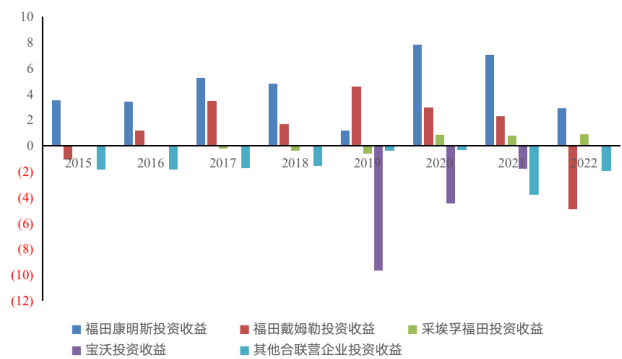
福田康明斯持续贡献投资收益, 宝沃乘用车业务开拓不顺。2013年, 福田戴姆勒成立之后, 公司对合联营企业的投资收益扭亏为盈, 持续提升, 合营企业中, 福田康明斯持续贡献正向投资收益。2015年, 公司收购宝沃品牌, 进军乘用车, 而2016年开始, 宝沃品牌持续3年亏损, 同时提高公司的广告费用等, 对公司业绩造成较大的负面影响。2019年, 宝沃品牌引战, 公司出售宝沃67%股权, 宝沃资产减值对投资收益有较大的负面影响; 截至2022年减值集体完毕, 公司轻装上阵, 2023年宝沃正式宣布破产。2022年, 受国内重卡市场发展放缓影响, 福田戴姆勒净利润大幅下滑, 对投资收益造成较大的负面影响。

图11: 福田对合联营企业的投资收益/亿元



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

图12: 福田对合联营企业的投资收益(分企业)/亿元



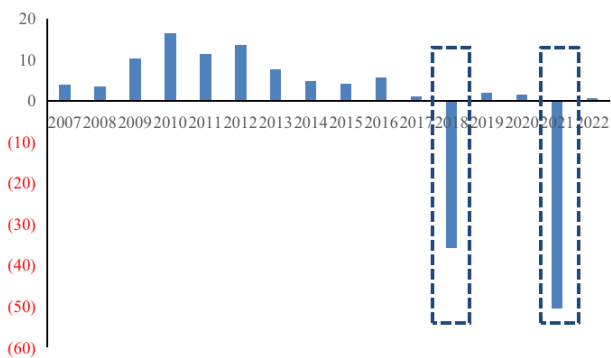
数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

盈利能力总体稳定。公司归母净利润与营收呈现大致相同的变化趋势, 剔除2018至2021年宝沃品牌影响外, 归母净利润维持相对稳定。受订单时间晚于预期, 乘用车成本上升, 费用上升等影响, 2018年归母净利润大幅下滑。受到多种负面因素影响, 宝沃资产处置后回款情况较差, 宝沃资产减值持续影响, 2021年归母净利润同比减少35.53亿

元。2022 年，宝沃影响减小，公司实现归母净利润扭亏为盈，达到 0.65 亿元。

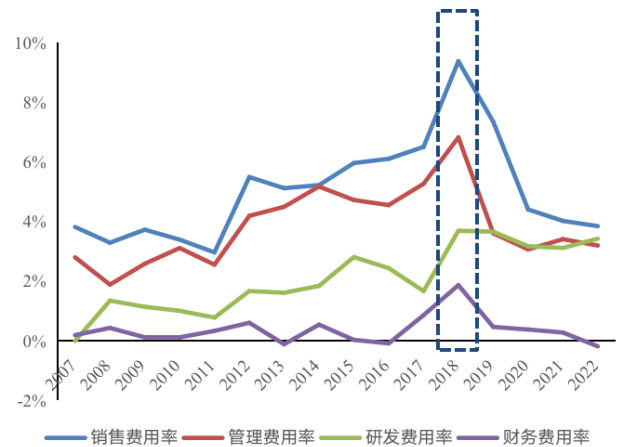
费用率稳定，降本增效持续推进。2018 年，宝沃品牌持续三年亏损，为了提高产品知名度，打造品牌形象，公司增加广告投入，销售费用率提高。之后公司出售宝沃汽车 67% 股权，宝沃无形资产重分类，2018 年管理费用摊销增加。2018 年后，公司持续进行费用管理，推进供给侧结构性改革，推进管理费用、财务费用和销售费用持续下降。2022 年，销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.75%/3.20%/3.43%/-0.18%。销售费用同比-4.33%，主要系 2022 年售后服务费减少导致；管理费用率同比-6.23%，主要系 2021 年宝沃抵债资产计提减值影响 2022 年折旧减少所致。财务费用同比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。

图13: 福田归母净利润/亿元



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

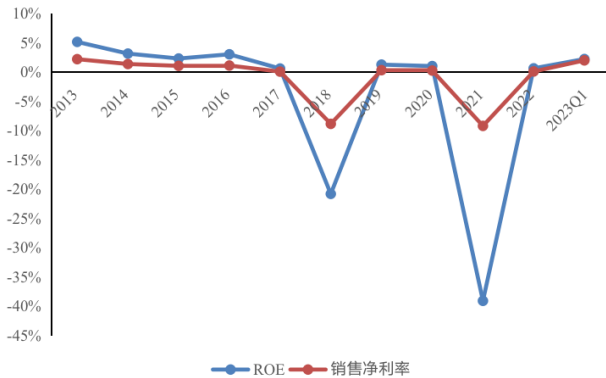
图14: 福田费用率情况



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

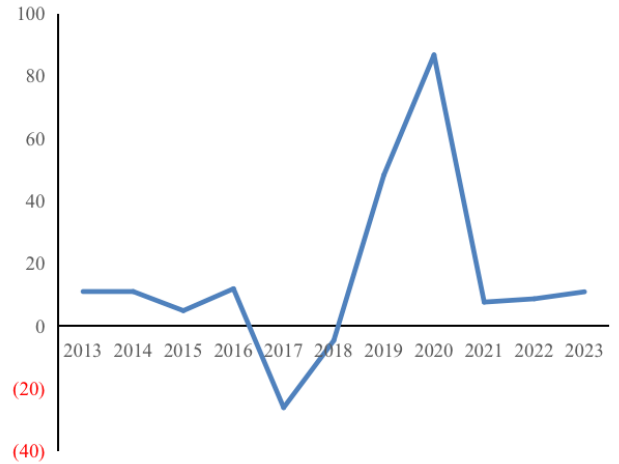
盈利能力总体稳定，现金流维持健康水平。剔除宝沃品牌影响后，公司净利率中枢保持在 2% 左右，盈利相对稳定，2022 年，公司销售净利率为 1.98%，ROE 为 2.21%，基本恢复到 2014 年的水平。

图15: 销售净利率与 ROE



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

图16: 经营性现金流量净额/亿元



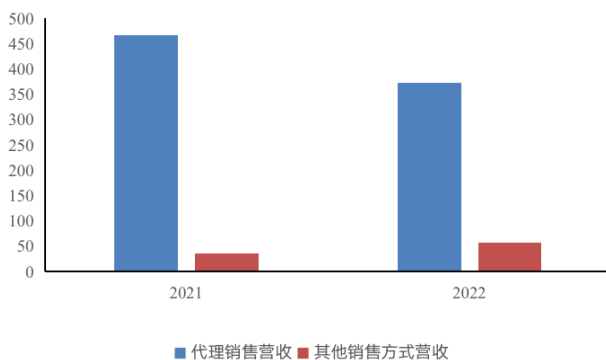
数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

1.3. 渠道铺设全面, 产能布局充足

区域代销为公司整车产品主要销售方式。整车方面, 公司主要采用区域代理销售模式。公司国内服务网络有 7000 多家, 遍布 31 个省市, 平均服务半径 40km。2022 年代理销售营收 372.48 亿元, 其他方式销售营收 35.46 亿元。通过直销业务实现销售 6.5 万辆, 占公司销量比例为 14%。

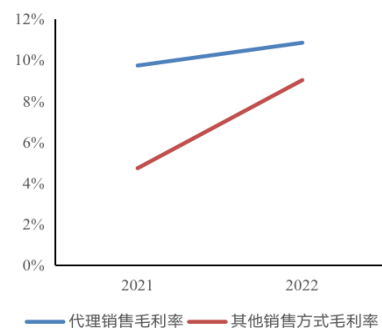
公司持续围绕 6 个“1+1”的分销战略方向, 重构分销渠道模式, 构建以“福田 e 家”、“ICM3.0/直销版”、“服务商 PMS”为主的三大门户和六个运营支持平台, 推进销售流程优化。

图17: 不同销售方式营收对比/亿元



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

图18: 不同销售方式毛利率对比

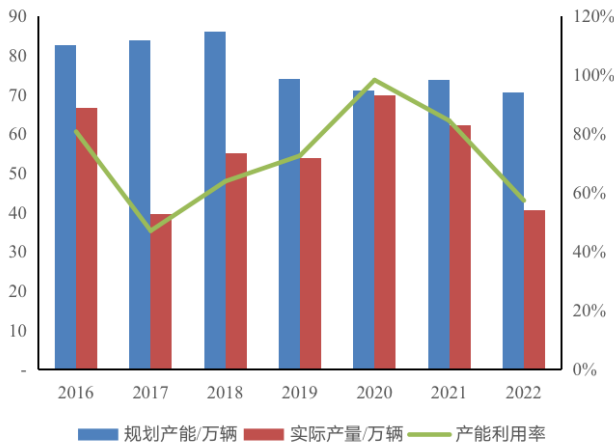


数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

产能整体稳定, 产能利用率按行业环境影响上下波动。基于技术进步及业务开拓布局等多种因素影响, 2020 年后公司整车规划产能小幅提升, 但实际产量随全球宏观因素影响波动较大, 2020 年以来整车产能利用率小幅下降。公司根据市场情况灵活调整优化。发动机整体销量与商用车呈现正相关, 受原材料价格波动、国内商用车市场发展放缓的

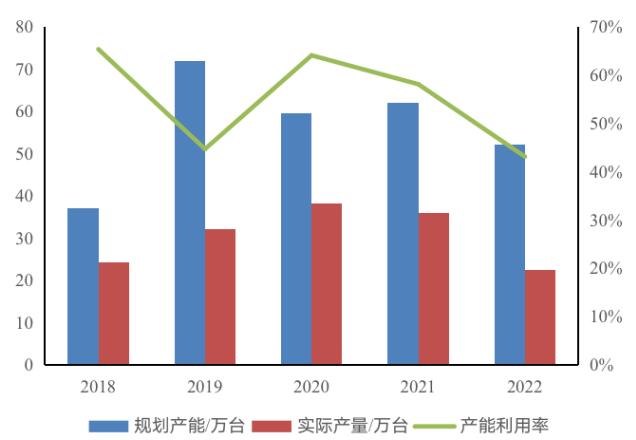
影响，发动机产能略有下降，产能利用率小幅下滑。

图19: 整车产能与产能利用率情况



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

图20: 发动机产能与产能利用率情况



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

2. 以轻卡业务为核心，商用车市场多点开花

2.1. 轻卡行业复苏，福田“产品+技术+营销”全面布局构建高壁垒

2.1.1. 三重因素共振驱动轻卡行业总量向上

轻卡行业销量与政策及整体经济形势具有较强相关性，2023~2025年有望迎来稳步复苏。2022年轻卡行业销量触底，全年销量同比下滑23.4%，至162万辆。2023~2025年，在经济向好复苏，内需明显改善趋势叠加国六替换国五，国四加速淘汰以及出口行业继续增长等三种因素叠加下，轻卡销量有望稳步复苏。

驱动因素 1: 封控放开，经济复苏，物流货运需求增加。2010年之后，淘宝等电商平台迅速发展，对运输的需求推动物流业迅速发展，收入水涨船高，作为物流行业主要运输工具的轻卡销量迅速提升。2020年以来消费受疫情影响较大，同时受前期轻卡市场需求透支，蓝牌轻卡新规落地时间较慢等多种因素影响，轻卡市场持续走低，疫情封控政策放开有望为消费注入新一轮活力。

图21: 中国轻卡销量与同比增长

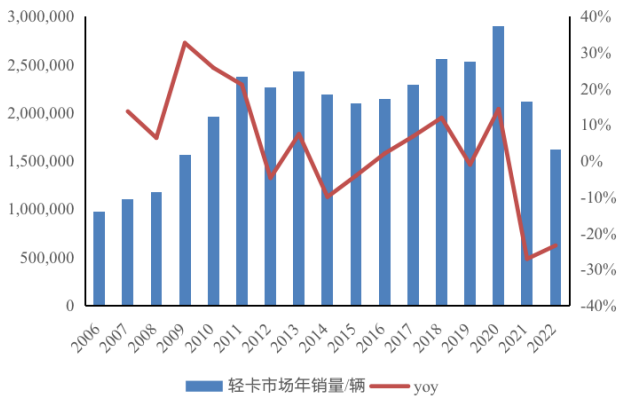
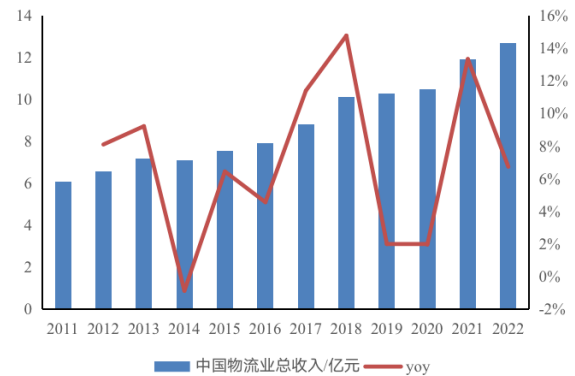


图22: 中国物流业收入情况



数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

驱动因素 2: 政策维度, 新排放标准上线+国标切换等带来额外更新需求。2016 年开始, 国家对多种车型的尺寸、载货量、重量等进行了新的规定, 轻卡单车运力有一定下滑。2019 年, 国家对“大吨小标”等问题出台相关政策, 轻卡进一步规范化, 同时对生产企业进行严格的规定, 轻卡单车运力进一步下降。2022 年 9 月, 过渡期结束, 不合规轻卡停止生产, 厂商清库存结束。单车运力下降有望推动轻卡销量提升。

表1: 轻卡政策规定

时间	文件	政策总结
2016 年 7 月	《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》(GB1589-2016)	统一了对外廓尺寸和重量上的超限认定, 牵引车单车运力普遍下降 10%-20%左右
2016 年 8 月	《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》和《车辆运输车治理工作方案》	预计到 2018 年 7 月 1 日将完成整治, 所有上路车型必须符合 GB1589 新国标的标准
2019 年 5 月	-	工信部启动“大吨小标”治理工作
2020 年 4 月	《全国安全生产专项整治三年行动计划》	2022 年基本消除货车非法改装、“大吨小标”等违法违规突出问题
2020 年 7 月	《关于开展货车非法改装专项整治工作的通知》	从生产企业源头处进行安全监管, 打击违法违规生产不合格车型的企业
2021 年 8 月	-	各地公安交通管理部门对轻型货车等登记查验, 不符合国家标准的不予办理车辆注册登记
2022 年 1 月	《两部委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》	进一步巩固车辆非法改装专项整治成果, 不合规车辆 3 月 1 日起停止生产最多 6 个月过渡期
2022 年 9 月	-	蓝牌新规对轻卡的总重、排量、货箱尺寸等方面制定明确要求, 单车运力下降 40-50%

数据来源: 工信部, 东吴证券研究所

2021H2 开始国六 A 全面切换替代国五, 2023 年起国六 B 上线。更严格标准带来新老车型切换需求。在国五基础上, 国六进一步对尾气排放限值+价格+报废时限等做进

一步要求，国六 A 相当于国五/国六的过渡阶段，2023H2 国六 B 正式推行后，加速淘汰
 剩余小部分国三以及国四车型，新老车型替换带来全新消费增量。

图23: 国 6 排放标准实施时间

	全面实施时间	不同类型具体实施时间	
		车型	实施时间
国3	2009年7月1日	轻型柴油车	2009年7月1日
		重型汽油车	2010年7月1日
		重型燃气车	2008年7月1日
		重型柴油车	2008年7月1日
国4	2013年7月1日	轻型柴油车	2013年7月1日
		重型汽油车	2013年7月1日
		重型燃气车	2011年1月1日
		重型柴油车	2013年7月1日
国5	2017年7月1日	东部11省市所有轻型汽油车、轻型柴油客车、重型柴油车（仅公交、环卫、邮政用途）	2016年4月1日
		所有轻型汽油车、重型柴油车（客车和公交、环卫、邮政用途）	2017年1月1日
		所有重型柴油车	2017年7月1日
		所有轻型柴油车	2018年1月1日
国6A	2019年7月1日	所有燃气汽车	2019年7月1日
		所有轻型汽车	2020年7月1日
		重型车	2021年7月1日
国6B	2023年7月1日		

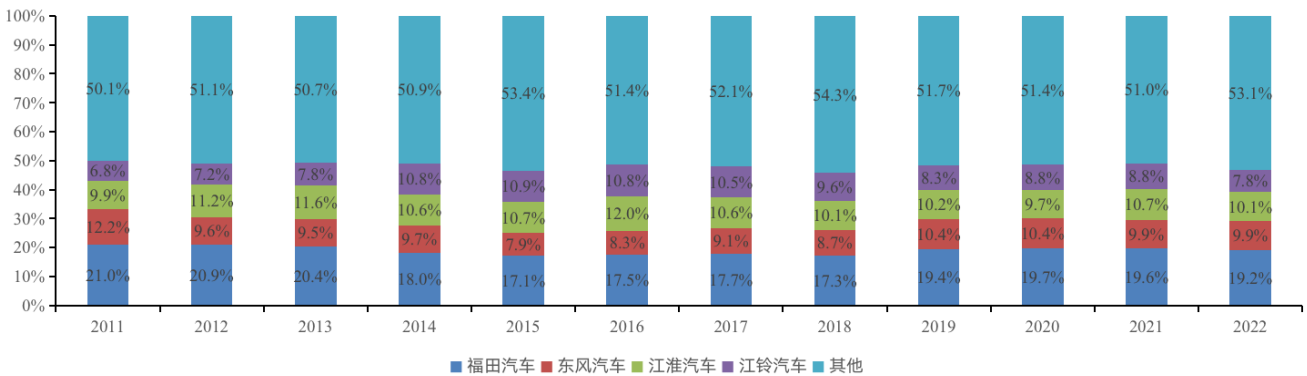
数据来源：中汽协，东吴证券研究所

驱动因素 3: 出口持续增加。多家商用车企持续发力出口市场，海外渠道/工厂/售后体系等不断完善，重点布局发力南美、东南亚、非洲等新兴市场，商用车行业出口有望持续提升。

2.1.2. 行业集中度较低，福田稳居龙头，竞争优势明显

轻卡行业格局较分散，竞争对手较多。福田汽车、东风汽车、江淮汽车、江铃汽车四家是市场主力，2012 年以来市占率稳定在 49%上下波动，原有重卡龙头企业如中国重汽、一汽集团等近年来纷纷在轻卡领域发力，并取得较好的效果。（由于国内轻卡统计口径中也包含皮卡，长城汽车市占率稳定提升。）

图24: 轻卡市场格局



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

表2: 轻卡行业竞争对手简介

公司	简介
东风汽车	东风汽车公司业务范围涵盖全系列商用车、乘用车、汽车零部件和汽车装备, 拥有“多利卡”、“凯普特”、“小霸王”、“途逸”、“福瑞卡”五大系列主力产品。
江淮汽车	集全系列商用车、乘用车及动力总成研产销和服务于一体, 涵盖汽车出行、金融服务等众多领域的综合型汽车企业集团。拥有“帅铃”、“骏铃”、“康铃”三大系列主力产品
江铃汽车	福特中国战略中的轻型商用车生产基地, 拥有“凯威”、“凯运”、“顺达”三大系列主力产品
长城汽车	皮卡领域领先厂商, 主要产品为皮卡“长城炮”系列。

数据来源: 公司官网, 公司公告, 东吴证券研究所

福田轻卡核心优势 1: 轻卡产品布局完善, 矩阵丰富。公司作为轻卡行业龙头, 旗下欧马可定位高端、奥铃定位中端、时代定位中低端, 三大系列完全覆盖各个细分市场, 深耕品牌、不断开发新车型助力福田的轻卡业务在城市物流市场不断提升市占率。同时, 公司提前布局新能源, 有望实现产品结构优化, 中高端产品占比提升。

图25: 福田轻卡产品布局

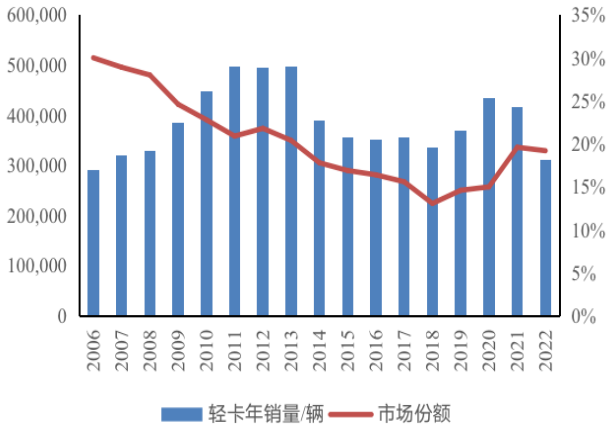


数据来源: 公司官网, 公司公告, 东吴证券研究所

福田轻卡核心优势 2: 渠道布局广泛, 360 度汽车生态精微布局提升服务质量。公司国内服务网络有 7000 多家, 遍布 31 个省市, 平均服务半径 40km。公司注重用户体验, 从造车、买车、用车、养车、换车 5 个方面对用户体验全面提升。

高中高端产品占比，单车均价显著提升，自 2011 年 3.68 万元提升至 2022 年 7.83 万元。

图29: 福田轻卡年销量与市场份额



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

图30: 福田轻卡单车均价/万元

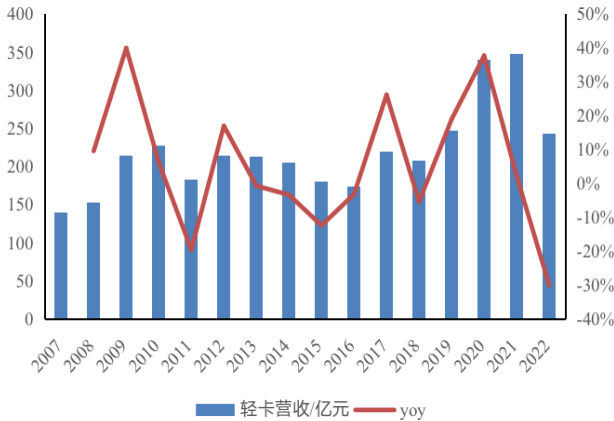


数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

经济宏观因素决定轻卡业务营收，毛利率受行业影响短期承压。整体来看，公司轻卡业务营收受宏观经济影响较大，2022 年受商用车行业整体下行影响，轻卡业务营收 243 亿元，同比减少 30%。公司轻卡业务毛利率中枢维持在 10-12%左右，行业整体下行、原材料价格波动、行业竞争加剧等因素造成 2022 年轻卡业务毛利率短期承压，2023 年有望恢复。

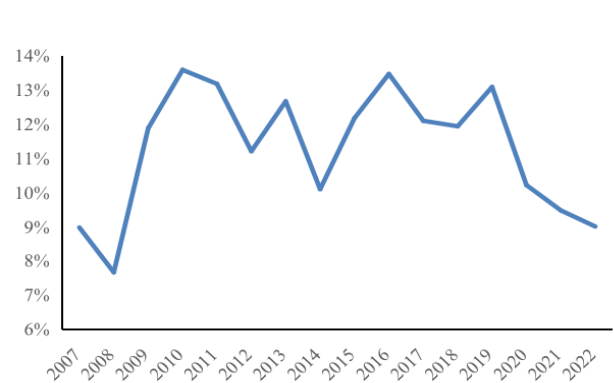
未来核心聚焦轻卡销量，持续推进轻卡市占率提升。公司将以新产品为支点，以区域市场突破为抓手，持续扩大规模效应：1) 轻卡中期改款产品全面上市，产品力进一步提升；2) 完善新能源产品布局，纯电和混动同步发展，强化商业模式创新，大力提升新能源营销能力；3) 加大弱势区域资源倾斜，强化区域性政策支持，快速提升市场份额，持续扩大规模效应；4) 2023 年 6 月，福田采埃孚“传讯”轻型 5AMT、6AMT 自动挡变速箱发布，全面覆盖福田轻卡车型，预计 2025 年中轻卡自动挡车型占比达到 50%，自动挡轻卡产品竞争力较强，充分满足轻卡用户对舒适性的追求，将进一步推动福田轻卡市占率提升。

图31: 福田轻卡营收情况



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

图32: 福田轻卡业务毛利率



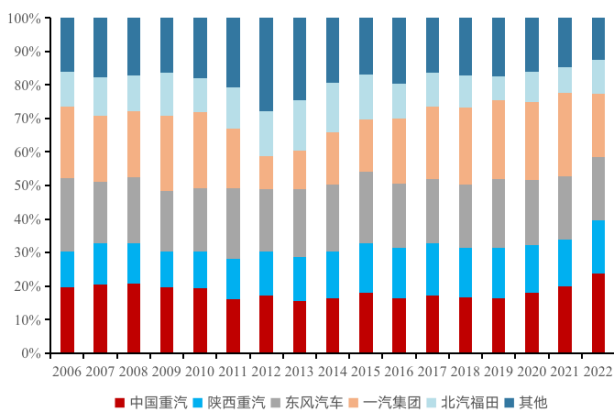
数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

2.2. 中重卡市场份额稳定, 行业回暖有望贡献增量

重卡行业集中度高, 格局稳固, 当前国内重卡行业集中度较高, 2022 年全年一汽集团+中国重汽+陕汽集团+福田汽车+东风汽车五大行业龙头 CR5 为 87%, 与 2005 年基本相同, 福田汽车稳定维持重卡行业第 5 的水平, 市占率在 10%左右, 份额相对稳定。

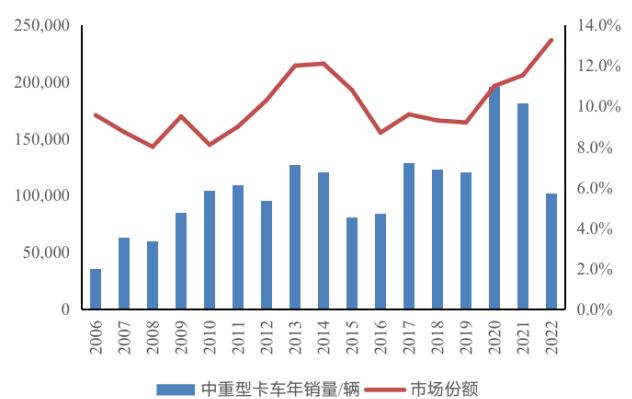
中重卡年销量整体呈现增长趋势。2006 年, 公司中重卡销量为 3.5 万辆, 到 2022 年销量增长至 10.2 万辆, 市占率达到 13.3%, 增长趋势明显。

图33: 重卡行业格局



数据来源: 中汽协, Wind, 东吴证券研究所

图34: 福田中重卡(含戴姆勒)年销量与市场份额



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

中重卡出口扩张推动中重卡业务营收逆势增长。2012 年, 福田戴姆勒成立, 主要生产重卡的欧曼业务被划归到合营企业中 (注: 公司中重卡出口业务依然为并表业务, 福田戴姆勒出口也计入母公司报表)。2022 年, 公司中重卡销量大幅下滑, 但海外中重卡营收逆势增长, 海外营收达到 45.77 亿元, 同比增长 143.94%, 原因是中重卡海外出口量增加, 且福田中重卡海外竞争力强势, 单车均价高于国内。

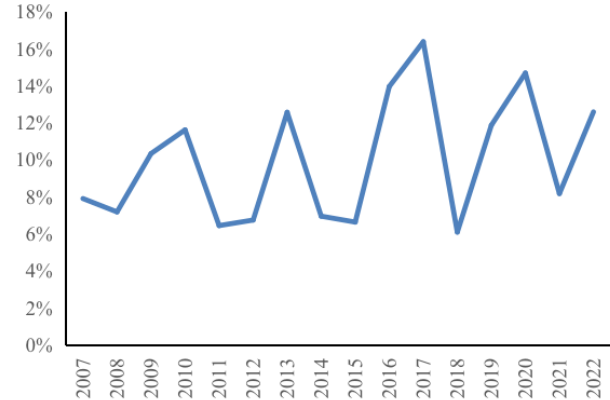
毛利率波动维稳。2007年以来，受原材料成本、行业竞争强度等多种因素影响，公司海外中重卡业务毛利率波动较大，毛利率中枢维持在8%-13%，总体呈现提升的趋势。

图35: 福田海外中重卡营收与增速



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

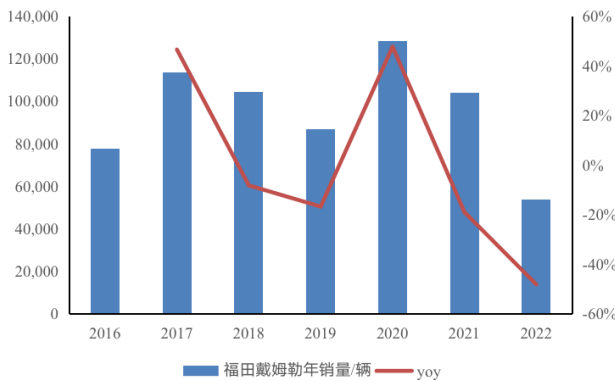
图36: 福田海外中重卡业务毛利率



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

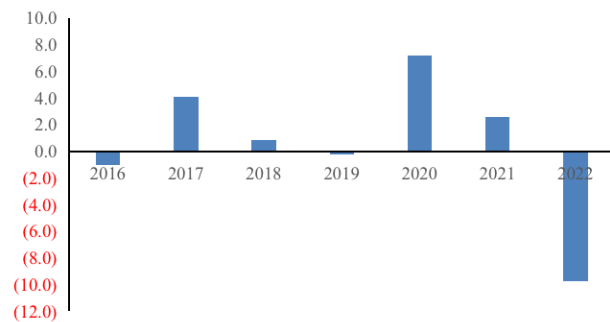
福田戴姆勒销量与净利润随行业周期影响波动变化。2022年，市场“国五”库存消化，叠加宏观经济增速放缓、房地产市场低迷、消费不振、油价持续高位，中重卡行业整体销量下滑，同比减少51.23%，福田戴姆勒中重卡销量同比减少48.16%，略优于行业降幅。受销量下滑影响，福田戴姆勒2022年净亏损9.43亿元。

图37: 福田戴姆勒中重卡年销量/辆



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图38: 福田戴姆勒净利润/亿元



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

未来，针对中重卡业务，公司将重点稳住牵引车市场底盘，在大马力市场、手动挡市场、载货车市场主动发起进攻；新能源方面进一步优化现有业务模式、提升竞争力；同时，公司也将重点做好新产品上市投放和上市推广，提升中卡产品竞争力，同时发挥多品牌的业务协同优势，持续提升分销及服务能力，重点深耕冷链及快递快运市场，重塑市场地位。

2.3. 客车营收稳中向好，新能源化推动市占率提升

公司客车业务营收稳中向好。客车业务营收受行业波动影响较大，2007年至2016年持续增长，2016年后波动中下降，总体来看，营收整体呈现增长趋势。2007年客车营收15亿元，至2022年达到93亿元，同比增幅5.2倍。

图39: 客车业务营收及同比增长



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

国内大中型客车行业触底，国内需求复苏+海外出口爆发推动行业向上。客车行业2016年前销量持续增长，2015至2016年对新能源客车的补贴政策大幅透支客车需求，2016年后，销量连续6年下行。2022年客车行业触底，2023年将迎来更换高峰期，行业整体销量有望提升，进入新一轮上行周期。

图40: 国内大中型客车行业年销量/万辆



数据来源：Wind，东吴证券研究所

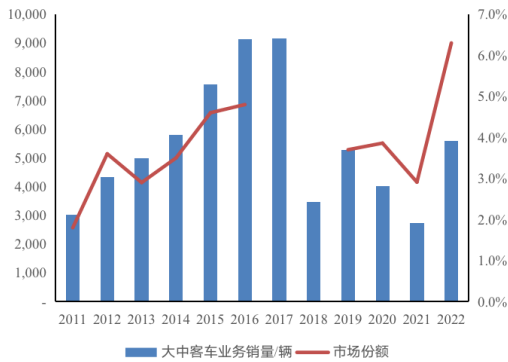
公司大中型客车销量受补贴政策和客车存量因素影响较大，市占率小幅提升。2017年前，客车补贴较高，公司大中型客车销量随行业稳定提升，市占率逐渐提高；2017年后，行业整体下行，公司销量逐渐下滑。2022年公司销量逆势增长，达到5594辆，市占率提升至6.2%。大中客行业格局相对集中，行业龙头宇通客车、中通客车、金龙客车

优势明显，福田汽车大中客业务预期市占率整体维持稳重小升的态势。

单车均价维度，整体呈现小幅提升趋势。2007年~2016年，福田汽车大中型客车单车均价持续提升，自30万元提升至120万元。2017年以来，行业整体下行，公司单车均价持续波动，略有下滑。未来，公司将持续对新能源客车投入，新能源客车渗透率将逐步提升，公司产品结构有望改善，高价值量新能源产品占比提高，单车均价将继续呈现提升趋势。

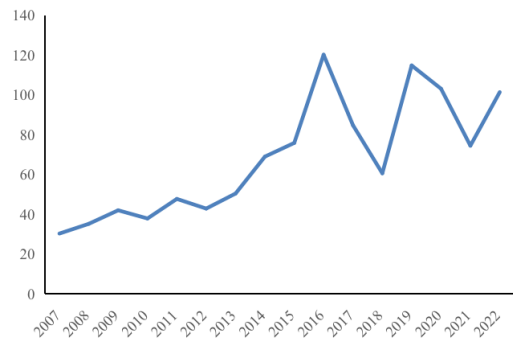
中大型客车盈利能力改善。公司中大型客车订单分布不均，一般上半年订单较少，而下半年订单较为集中，造成产能分布不均，成本升高。2022年，公司进行了相应的制度改革，将下半年订单移至下一年上半年生产，实现生产优化，单车制造费用大幅下降，由2022年以前的10万下降为目前的5万。

图41: 福田大中客销量与市场份额



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

图42: 福田大中客单车均价/万元



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

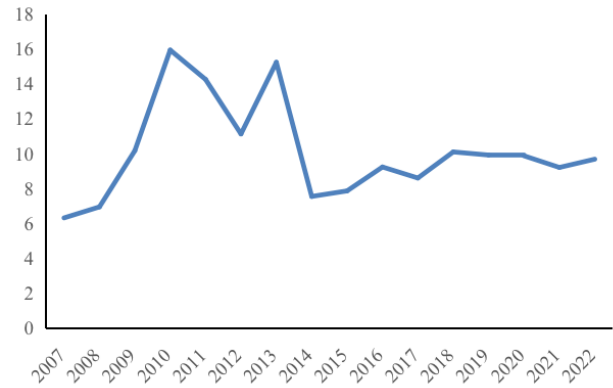
轻客业务行业市占率不断提升，均价稳重小升，量价齐升未来有望贡献较大增量。2011年以来，公司轻客销量整体呈现上升趋势，市占率稳定提升，2022年市占率达到11.7%。2014年后，公司轻型客车单车均价整体维持稳定，呈现缓慢上升的趋势。公司轻客新能源转型效果显著，未来市占率有望持续增长，伴随公司产品结构优化，均价提升，轻客业务有望获得较大突破。

图43: 福田轻客销量与市场份额

图44: 福田轻客单车均价/万元



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

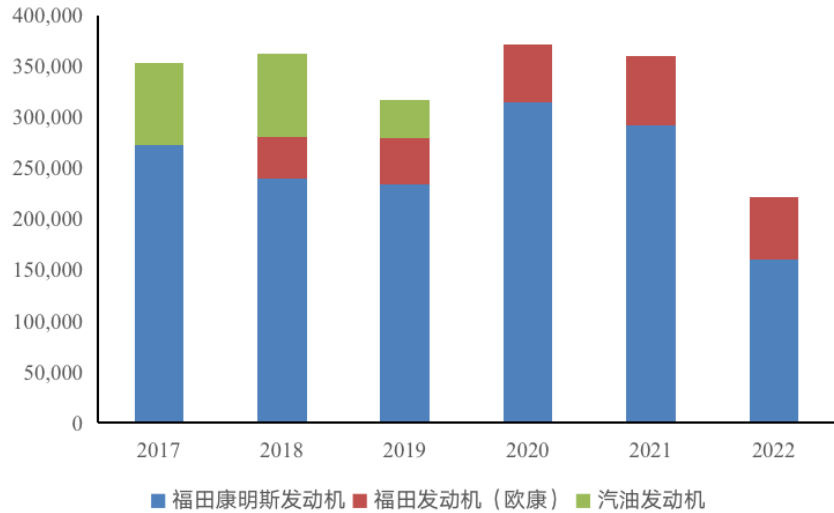
未来，1) 对于轻型客车，公司将重点推进新能源、大VAN升级等新车型投放，持续提升产品竞争力；同时做好传统能源+新能源+专用车三网联动，全面提升分销能力。2) 对于中大型客车，公司将坚持以利润为导向，以实现持续盈利为目标，聚焦价值客户，聚焦重点区域；重点完善产品组合，完成城市、城间、校车产品换代升级；持续优化现有网络能力，深挖商务、医疗等高端专用车市场，提升业务盈利能力。

2.4. 商用车核心零部件全覆盖，引入合资技术提供坚实保障

2.4.1. 发动机业务：福田康明斯贡献主体销量

发动机业务以福田康明斯为主，提供核心支撑。公司2005年与康明斯签订合作协议，2007年成立福田康明斯，进军发动机领域。目前，公司发动机主要由合营企业福田康明斯以及福田欧康动力系统事业部生产，福田康明斯主要产品为F系列和X系列，福田欧康动力系统事业部主要产品为欧康F2.0发动机与欧康F2.5发动机。总体来看，发动机销量随行业整体呈现波动上升趋势。2022年，受商用车行业整体下行影响，福田发动机销量下滑。

图45：福田发动机销量情况/台



数据来源：公司年报，公司公告，Wind，东吴证券研究所

发动机营收随销量波动。除福田康明斯发动机外营收整体随销量变化，2022 年大幅下降。

毛利率短期承压。2019 年开始，公司发动机外购与自供的比例逐渐提高，受行业竞争加剧，原材料价格波动影响，毛利率下滑至 1.5% 左右。未来，公司链合全球合作伙伴，同时保持对发动机业务的高研发投入维持竞争壁垒，我们预计发动机外购与自供的比例维持稳定，毛利率预计随行业复苏而逐步回升。

图46: 除福田康明斯外发动机营收及增速

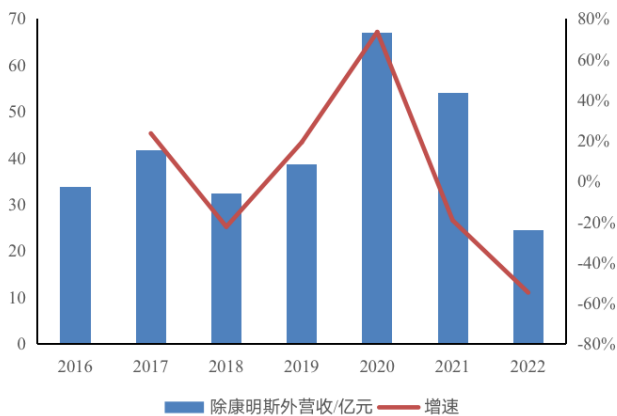
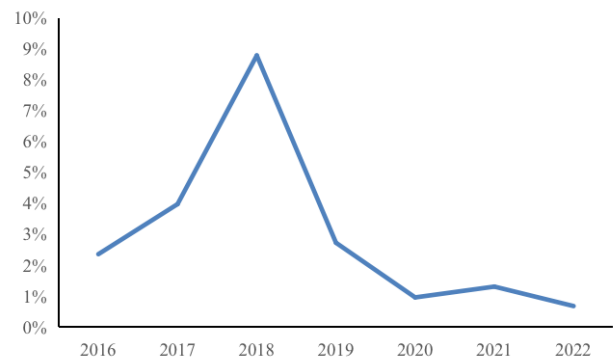


图47: 除康明斯外发动机业务毛利率



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

表3: 发动机与变速箱的外购与自供比例

公司	2017	2018	2019	2020	2021	2022
发动机外购: 自供	91:9	90.6:9.4	92.2:7.8	70:30	60:40	60:40
变速箱外购: 自供	100:0	100:0	91.7:8.3	56:44	52:48	52:48

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

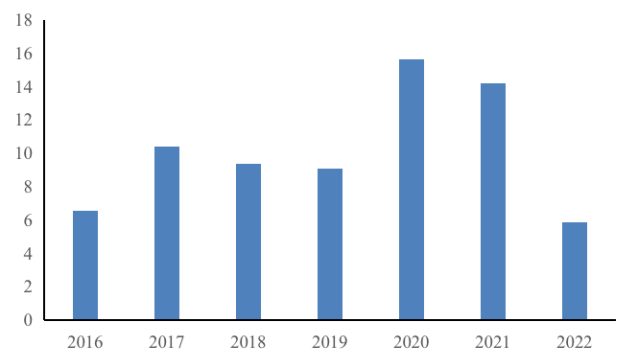
商用车总销量对福田康明斯发动机销量有较大影响, 整体呈现上升趋势, 净利润随之波动。福田康明斯 2007 年成立, 工厂逐步投产, 产能逐渐提高, 销量自 2011 年至 2016 年呈现上升趋势。2016 年后, 福康发动机销量整体受商用车销售总量影响较大。2022 年, 受商用车行业整体下行影响, 福康发动机销量整体下滑, 导致福田康明斯净利润下滑, 短期承压。随经济逐步回暖, 行业销量逐步回归中枢水平, 福田康明斯净利润有望提升。

图48: 福田康明斯发动机销量及增速



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

图49: 福田康明斯净利润/亿元



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

2.4.2. 变速箱业务: 采埃孚福田贡献主体销量

先人一步海量积累, 实现 AMT 全系列卡车产品覆盖。2017 年, 公司与采埃孚达成合作协议, 前瞻布局自动挡变速箱产业化落地。2019 年 4 月, 传胜 AMT 发布, 配备了传胜 AMT 的欧曼重卡持续引领行业新形势。2023 年 6 月, 在原有自动挡产品的基础上, 公司面向重、中、轻型市场最新发布了重型 12 速小扭矩、中型 6AS、9AS 和轻型 5AMT、6AMT 等覆盖商用车 126 个应用场景的全系列自动挡变速箱, 实现 AMT 全系列卡车产品覆盖。

福田 AMT 优势明显: 1) 油耗低; 2) 可靠性强, 通过多种极端环境验证; 3) 舒适性高, 自动换挡提升司机体验; 4) 智能化程度高, 使用高精度地图辅助预见性换挡; 5) 经济效益高。多方面优势促进福田 AMT 卡车产品竞争力提升。

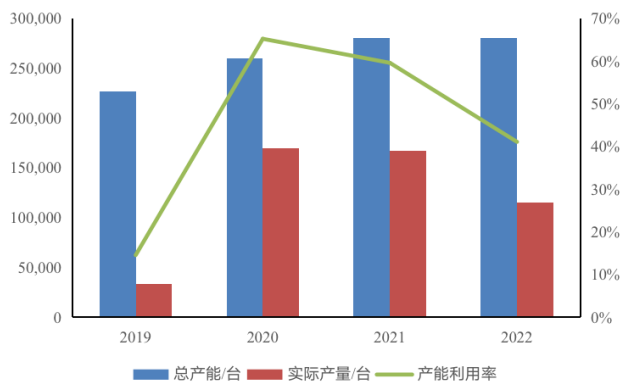
图50: 自动变速箱产品布局

	型号	发布时间	覆盖扭矩	适用车型
自动挡变速箱	轻型AMT	2023年6月	320Nm-600Nm	轻卡
	中型AMT	2023年6月	700Nm-1500Nm	中卡
	重型AMT	2019年4月	1410Nm-3400Nm	重卡

数据来源：第一商用车网，公司官网，东吴证券研究所

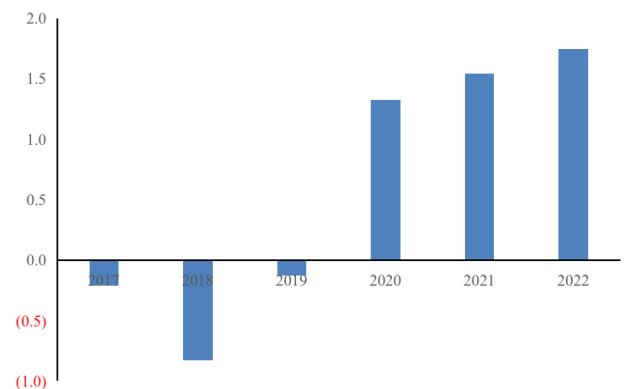
变速箱产量随规模效应逐步增加，业务扭亏为盈。2019年采埃孚福田工厂正式投产，变速箱自供比例逐步提高。2020年变速箱产量实现大幅提升，合营企业实现扭亏为盈。2022年，采埃孚福田实现净利润1.75亿元，同比增长13%。随经济逐步回暖，商用车销量逐步提高，采埃孚福田净利润有望进一步提高。

图51: 采埃孚福田变速箱产量及产能利用率情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图52: 采埃孚福田净利润/亿元



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

3. 持续加码新能源与智能化转型，推动出口业务向上

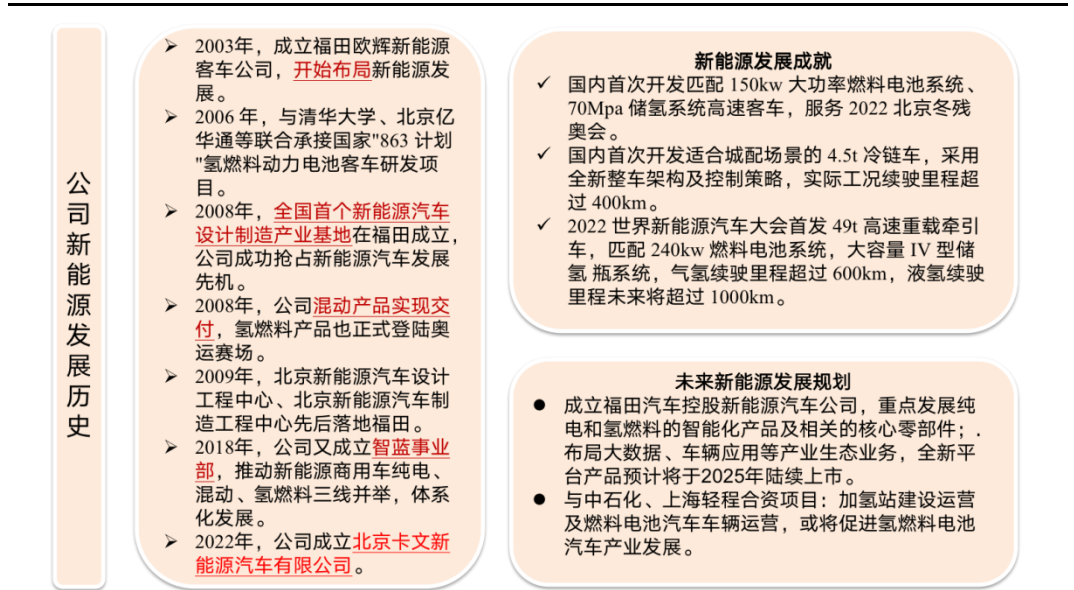
3.1. 加码布局新能源，推动能源转型

新能源发展起步较早，稳定持续推进。公司2003年开始在客车产品进行新能源的运用，发展时间较早；与清华大学、北京亿华通等机构合作，深入新能源产品研发；成立智蓝事业部，推动商用车纯电、混动、氢燃料三线并举，体系化发展。2022年，公司与博世集团、亿华通等共同成立北京卡文新能源汽车有限公司，主要投入纯电和氢燃料

两条技术路线，同时布局新能源关键零部件和储氢系统，生产新能源轻卡和重卡。

新能源转型成就显著，发展规划明确。公司混动产品 2008 年就实现交付，氢燃料产品登陆奥运赛场；国内首次开发 150kw 大功率燃料系统 70Mpa 储氢系统高速客车，服务 2022 北京冬残奥会；开发多种新能源产品，实现多项技术突破。未来，公司将以新能源为战略方向之一，发展纯电和氢燃料智能化产品及相关核心零部件，促进新能源产业发展。

图53: 福田新能源发展历史、成就与规划



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

新能源产品布局完善，纯电、混动、氢燃料三线并举。公司旗下多个品牌对公司龙头产品——轻卡进行了新能源产品覆盖，车型主要以载货车和冷藏车为主。欧辉客车同步开发纯电客车与氢燃料电池客车，目前纯电动产品 18 款，氢燃料电池产品 3 款。

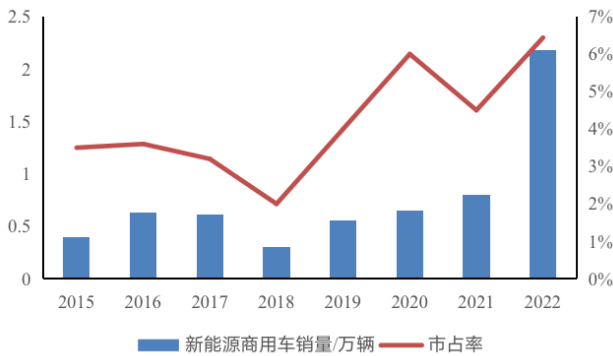
图54: 福田新能源产品布局



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

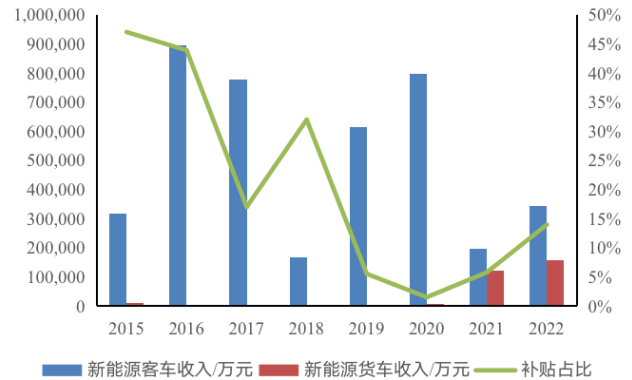
销量与市占率稳定提升。公司新能源商用车销量稳定提升，市占率逐步扩大，2022年新能源汽车销量达到 2.2 万辆，细分市场份额达到 6%以上。2018 年前，新能源客车补贴力度较大，2015 年一度达到新能源业务营收 50%。补贴逐渐退出后，新能源客车业务营收略有下滑，2021 年后，随卡车新能源化进程推进，公司新能源货车收入占比逐渐提升。

图55: 福田新能源汽车销量及增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图56: 福田新能源业务营收及补贴占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.2. 持续推进智能化建设，产品竞争力逐步提升

探索智能化转型，以车联网和自动驾驶为方向。公司 2010 年开始基于车队管理进行车联网技术研究，逐步推动车联网产品开发以及自动驾驶技术研发。目前，公司 L2+ 级智能驾驶覆盖多种车型，推进更高级别自动驾驶技术研发与运用。

表4: 公司智能化发展历史

时间	事件
2011	开始基于车队管理的车联网技术研究。
2012	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。
2015	开始研究自动驾驶技术。
2018	完成福田汽车一代智能网联汽车研发。
2019	自动紧急制动（AEBS）技术在重卡上成功应用。
2020	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	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。

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

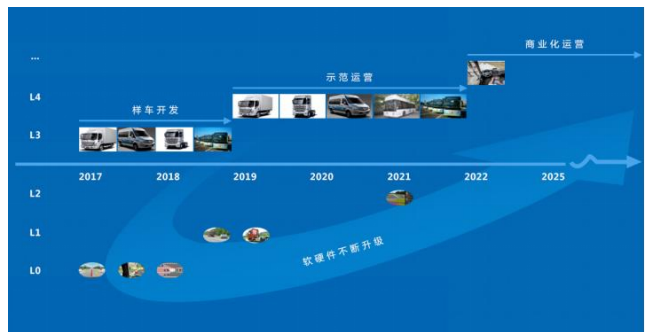
车联网成果显著，智能化产品规划明确。目前，公司车联网技术已经运用到车生活、车队管理、整车服务、内部应用等多个方面，提高公司系列产品的吸引力与竞争力。未来，公司将进一步推进智能化产品软硬件升级，推广智能化产品的商业化运用。

图57: 福田车联网技术运用



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图58: 福田智能化产品规划



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.3. 海外市场布局加速，全球化稳步推进

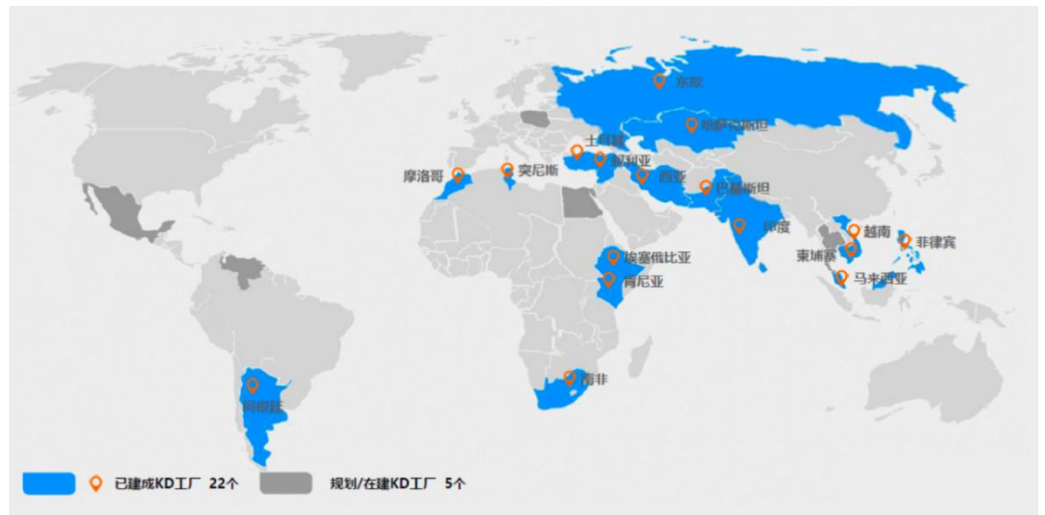
福田汽车为海外市场制定了海外战略。未来几年在国内市场存量竞争的环境下，海外出口将成为主要增长点。公司通过产品属地化、运营属地化、人才属地化实现业务突破，继续巩固并扩大出口优势，加速抢滩国际市场。一是对战略市场提级管理，加快产业化市场战略布局和落地转化；二是针对不同市场存在的不同问题重点突破，补齐业务短板，提升竞争力；三是深入开展国际合作，打造属地产业生态，构建核心竞争力，促进主营业务向上发展。

表5: 公司海外布局

布局	描述
三大研发中心	中国、日本、德国
重点国际合作项目	比亚乔、PMI、泰国正大集团
工厂	在越南、巴基斯坦、哥伦比亚等地建立了 22 个 KD 工厂
经销商	市场遍布 110 多个国家，全面布局，遍布全球。目前，公司境内拥有 2100+家经销商，5000+家销售网点，境外拥有 100+家海外经销商，1000+家海外分销网点。

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

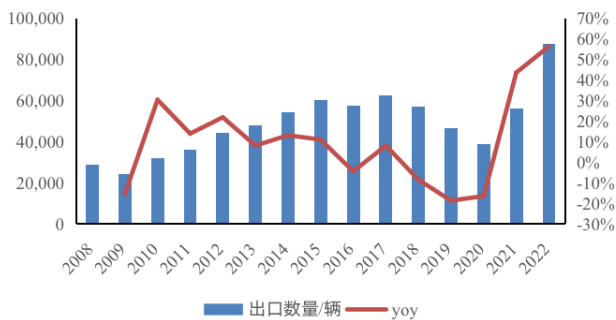
图59：福田 KD 工厂分布



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

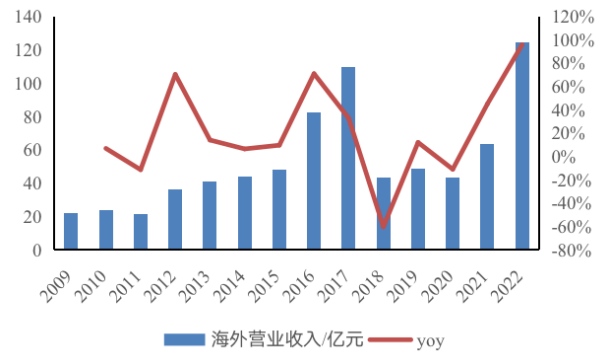
公司商用车出口数量整体呈现上升趋势。公司出口亚太、中南美、非洲、独联体等 110 多个国家和地区，出口数量与海外营收都呈现上升趋势。2022 年出口数量显著提升，达到 8.8 万辆，同比增长 56.4%，市场占有率 15.1%，中重卡业务提升明显，在美洲、东南亚、西亚等国家优势突出；完成新能源轻卡欧洲区域上市，为突破发达国家市场奠定基础。

图60: 福田商用车出口数量及增速



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

图61: 福田海外营收及增速



数据来源: 公司年报, Wind, 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, 我们对福田汽车 2023~2025 年盈利进行预测:

1) 公司 2023~2025 年收入增速预计分别+29%/+21%/+20%;

2) 公司 2023~2025 年毛利率分别预计 12.5%/13%/13%;

3) 公司 2023~2025 年销售费用率分别为 4.1%/4.2%/4.4%; 管理费用率分别为 3%/3.1%/3.3%; 研发费用率分别为 3.2%/3.25%/3.5%。

表6: 福田汽车 2023~2025 年盈利预测核心假设

	2022A	2023E	2024E	2025E
收入增速/%	-15.51	+29	+21	+20
毛利率/%	11.38	12.5	13	13.37
销售费用率/%	3.85	4.1	4.2	4.4
管理费用率/%	3.2	3.0	3.1	3.3
研发费用率/%	3.43	3.2	3.25	3.5

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 598.59/726.35/872.66 亿元, 归属母公司净利润为 14.27/21.52/28.21 亿元, 分别同比+2092%/+51%/+31%, 对应 EPS 为 0.18/0.27/0.35 元, 对应 PE 为 20/13/10 倍。选取 A 股市值相近的三家商用车公司作为可比公司, 估值均值为 20/12/9 倍。鉴于福田汽车商用车业务覆盖完善, 盈利维持稳定, 长期新能源领域布局持续发力, 我们认为福田汽车应该享受更高估值溢价, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表7: 福田汽车可比公司估值比较 (2023年7月10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
000800.SZ	一汽解放	8.75	405.77	16.54	35.37	46.67	24.53	11.47	8.69
301039.SZ	中集车辆	13.36	231.82	16.98	22.92	31.18	13.65	10.11	7.43
000951.SZ	中国重汽	17.49	205.48	10.04	14.31	20.17	20.47	14.36	10.19
			可比公司算术平均 PE				19.55	11.98	8.77
000338.SZ	福田汽车	3.57	285.73	14.27	21.52	28.21	20.02	13.27	10.13

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 所有公司盈利均采用东吴证券研究所预测)

5. 风险提示

商用车行业复苏不及预期。公司业务均属于商用车行业,若商用车行业复苏不及预期,公司业绩将难以很好的改善。

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。

行业竞争加剧。汽车市场竞争日趋激烈,整车企业竞争带来的降价、回款压力将进一步向配套零部件企业传递,同时,零部件企业还将面临资金安全、产品成本控制、产效率优化、供应链稳定性等多重压力。

福田汽车三大财务预测表

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	22,788	29,823	42,630	55,004	营业总收入	46,447	59,859	72,635	87,266
货币资金及交易性金融资产	8,745	13,928	24,126	29,692	营业成本(含金融类)	41,162	52,377	63,192	75,601
经营性应收款项	4,955	5,577	6,972	11,913	税金及附加	285	400	500	600
存货	5,866	7,275	7,899	9,030	销售费用	1,788	2,454	3,051	3,840
合同资产	1,037	898	1,307	1,833	管理费用	1,486	1,796	2,252	2,880
其他流动资产	2,184	2,145	2,325	2,536	研发费用	1,592	1,915	2,361	3,054
非流动资产	25,726	24,903	23,756	22,616	财务费用	(84)	47	(57)	(259)
长期股权投资	5,621	5,621	5,621	5,621	加:其他收益	218	200	250	400
固定资产及使用权资产	9,717	8,684	7,548	6,459	投资净收益	(231)	600	800	1,000
在建工程	1,423	1,380	1,339	1,299	公允价值变动	36	(10)	94	71
无形资产	4,340	4,320	4,350	4,340	减值损失	(160)	(370)	(470)	(360)
商誉	15	15	15	15	资产处置收益	17	120	150	200
长期待摊费用	6	6	6	6	营业利润	98	1,410	2,161	2,861
其他非流动资产	4,605	4,877	4,877	4,877	营业外净收支	39	40	30	20
资产总计	48,515	54,726	66,385	77,620	利润总额	136	1,450	2,191	2,881
流动负债	29,112	33,888	43,437	51,906	减:所得税	94	51	81	115
短期借款及一年内到期的非流动负债	450	474	474	474	净利润	43	1,399	2,110	2,766
经营性应付款项	21,512	24,734	32,474	38,851	减:少数股东损益	(23)	(28)	(42)	(55)
合同负债	2,701	3,292	3,995	4,800	归属母公司净利润	65	1,427	2,152	2,821
其他流动负债	4,449	5,388	6,494	7,781	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.01	0.18	0.27	0.35
非流动负债	5,666	5,715	5,715	5,715	EBIT	240	1,497	2,134	2,622
长期借款	4,284	4,284	4,284	4,284	EBITDA	1,912	2,372	3,012	3,502
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.38	12.50	13.00	13.37
租赁负债	185	185	185	185	归母净利率(%)	0.14	2.38	2.96	3.23
其他非流动负债	1,196	1,245	1,245	1,245	收入增长率(%)	(15.51)	28.88	21.34	20.14
负债合计	34,778	39,603	49,152	57,621	归母净利润增长率(%)	101.29	2,092.19	50.81	31.08
归属母公司股东权益	13,587	15,001	17,154	19,975					
少数股东权益	150	122	80	25					
所有者权益合计	13,737	15,123	17,233	19,999					
负债和股东权益	48,515	54,726	66,385	77,620					

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	870	4,699	9,336	4,483	每股净资产(元)	1.70	1.87	2.14	2.50
投资活动现金流	(145)	643	980	1,220	最新发行在外股份(百万股)	8,004	8,004	8,004	8,004
筹资活动现金流	1,106	(143)	(218)	(218)	ROIC(%)	0.41	7.46	9.73	10.68
现金净增加额	1,902	5,184	10,098	5,485	ROE-摊薄(%)	0.48	9.51	12.55	14.12
折旧和摊销	1,672	875	877	879	资产负债率(%)	71.68	72.37	74.04	74.23
资本开支	(1,280)	(81)	180	220	P/E(现价&最新股本摊薄)	438.85	20.02	13.27	10.13
营运资本变动	(1,125)	2,587	6,734	1,551	P/B(现价)	2.10	1.90	1.67	1.43

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>