

重卡发动机龙头地位稳固，新业务增长空间大

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 随着稳经济一揽子政策出台叠加同期低基数，22H2起重卡行业有望迎来恢复性增长，预计全年销量80-100万辆，公司主业重卡发动机将实现边际改善；21年非道路发动机销量占比同比+5.3pp至34.4%，随着雷沃并表，非道路配套占比有望持续提升；2) 15-21年公司大缸径发动机销量CAGR达48%，同期林德液压(中国)收入CAGR达74.3%，到25年大缸径发动机销量有望达2万台/年，业务结构和盈利能力不断改善；3) 21年底智能物流在手订单66.6亿欧元，同比+49.9%，凯傲+德马泰克形成的叉车+仓储物流解决方案的一体化智能物流体系业务持续快速发展。
- 主业市场地位稳固:** 公司是国内重卡发动机龙头企业，2021年共销售发动机102万台，同比+3.1%，其中重卡发动机42.9万台，市场份额同比+2.8pp至30.7%，国六重卡发动机市占率排名第一。随着稳经济及商用车贷款延期等政策出台及消费信心恢复，我们预计22H2重卡行业在同期低基数背景下将迎来恢复性增长，公司主业将受益。
- 积极拓展非道路产品及海外市场，有助于弱化商用车周期性影响:** 1) 农机、工程机械及大缸径发动机产品占比持续提升，其中，预计到25年配套雷沃农机有望达20万台，4年CAGR近70%。2) 21年公司高端液压实现国内收入5.6亿元，同比+11.8%，未来将充分发挥液压+发动机的动力总成优势，国产替代空间大。3) 海外市场开拓加速，21年营收占比42.1%，同比+7pp，预计今年也将取得较快增长。
- 新业务助力公司中长期持续成长:** 1) 到2025年我国智能物流行业规模有望达万亿，5年CAGR为10.9%，前景广阔。公司通过凯傲和德马泰克已构建完整的智能物流体系，13-21年凯傲归母净利润CAGR为19.3%，智能物流业务有望持续增长。2) 公司已布局氢燃料电池全产业链。随着整车运营成本大幅降低，氢燃料电池渗透率提升，公司前瞻把握战略发展机遇，积极推进新能源战略落地，有望在未来取得先发优势。
- 盈利预测与投资建议:** 公司有望受益于下半年重卡行业的景气复苏，同时新业务助力公司成长“加码”，我们预计未来三年公司归母净利润年复合增速达9.7%。给予公司2022年20倍PE，对应目标价16.4元，首次覆盖给予“买入”评级。

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zlans@swsc.com.cn

联系人: 冯安琪
电话: 021-58351905
邮箱: faz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	87.27
流通A股(亿股)	50.50
52周内股价区间(元)	10.61-20.86
总市值(亿元)	1,062.02
总资产(亿元)	2,770.44
每股净资产(元)	8.13

相关研究

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	2035.48	1805.59	2108.99	2525.66
增长率	3.07%	-11.29%	16.80%	19.76%
归属母公司净利润(亿元)	92.54	71.92	95.27	122.32
增长率	0.51%	-22.28%	32.47%	28.39%
每股收益EPS(元)	1.06	0.82	1.09	1.40
净资产收益率ROE	11.23%	8.08%	9.76%	11.27%
PE	11	15	11	9
PB	1.50	1.37	1.24	1.10

数据来源: Wind, 西南证券

投资要件

关键假设

假设 1：22H1 重卡行业受市场降温及疫情影响持续低迷，随着稳经济一揽子政策出台及消费信心恢复，基建、物流等需求提升，预计 22H2 重卡行业在同期低基数背景下将迎来恢复性增长，预计重卡行业销量 80-100 万辆，22/23/24 年公司发动机销量 67/80/96 万台，同比 -34%/+19%/+20%；

假设 2：大缸径发动机占比提升，高端液压国产替代进程加速，带动 ASP 及盈利能力持续提升，预计 22/23/24 年整车及关键零部件毛利率为 15%/16%/17%；公司在重卡以外非道路市场持续发力，预计 22/23/24 年非道路发动机销量分别为 24/30/38 万台，占比分别提升至 36%/38%/40%；

假设 3：物流业及工业互联网的快速发展促进公司智能物流业务增长，随着国内新产能落地，凯傲+德马泰克形成的叉车+仓储物流解决方案的一体化智能物流体系市场将进一步开拓，预计 22/23/24 年公司智能物流业务同比 +10%/+20%/+25%。

我们区别于市场的观点

市场认为下半年重卡行业难有起色。我们认为，随着国内疫情的逐步好转及一揽子稳增长政策落地，交通、水利等基建投资边际改善空间大，社会物流将进一步得到畅通，叠加去年同期重卡基数较低，商用车贷款延期政策出台，下半年重卡行业实现恢复性增长的概率较大，公司有望受益。

股价上涨的催化因素

(1) 重卡行业复苏超预期，公司非道路发动机产品拓展超预期，推动公司发动机业务恢复超预期；(2) 大缸径发动机、高端液压等高附加值产品销量增长超预期，推动公司 ASP 提升，盈利能力改善；(3) 公司智能物流业务订单获取超预期，未来收入占比持续提升。

估值和目标价格

我们选取了行业中与潍柴动力业务较为相近的四个公司中国重汽、一汽解放、中集车辆、东风汽车，2022-24 年平均 PE 为 18/15/13 倍。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 1806、2109 和 2526 亿元，CAGR 为 7.5%，归母净利润分别为 72、95 和 122 亿元，CAGR 为 9.7%，EPS 分别为 0.82、1.09 和 1.40 元。结合对标公司的估值和目前潍柴动力的业务布局，给予公司 2022 年 20 倍 PE，对应目标价 16.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

重卡复苏不及预期的风险；高端液压国产替代不及预期的风险；农机及大缸径发动机市场开拓不及预期的风险；海外市场开拓不及预期的风险；汇率波动风险；氢燃料电池商业化推广不及预期的风险。

目 录

1 公司概况：综合实力领先的汽车及装备制造集团	1
2 财务分析	7
2.1 历史营收与利润较快增长，短期经营面临一定压力	7
2.2 盈利能力处于行业中上游，偿债能力较好	8
2.3 销售、管理、财务费用率有所下降，研发费用逐年增加	9
3 行业分析：重卡行业与经济和政策关系密切	10
3.1 重卡行业受政策影响大	10
3.2 重卡销量与宏观经济发展密切相关	11
3.3 物流类重卡占比较高	14
4 公司分析：重卡龙头地位稳固，新业务增长空间大	15
4.1 重卡发动机龙头寻求新的增长点	15
4.2 高端液压具备国产替代机会	21
4.3 智能物流业务快速发展	24
4.4 积极布局氢能产业	26
5 盈利预测与估值	30
5.1 盈利预测	30
5.2 绝对估值	31
5.3 相对估值	32
6 风险提示	32

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司前 5 大及最大客户营收占比.....	4
图 3: 公司实际控制人情况.....	4
图 4: 公司营业收入 (亿元)	5
图 5: 公司归母净利润 (亿元)	5
图 6: 公司 2021 年主营业务营收结构.....	6
图 7: 公司 2021 年主营业务毛利结构.....	6
图 8: 公司主营业务收入占比 (分产品)	6
图 9: 公司分产品毛利率.....	6
图 10: 公司主营业务收入占比 (分地区)	6
图 11: 公司分地区毛利率.....	6
图 12: 公司营业收入 (亿元) 及增长率.....	7
图 13: 公司分季度营收 (亿元) 及同比增长率.....	7
图 14: 公司归母净利润 (亿元) 及增长率.....	7
图 15: 公司分季度归母利润 (亿元) 及同比增长率 (%)	7
图 16: 公司盈利能力	8
图 17: 分产品毛利率	8
图 18: 可比公司毛利率比较	8
图 19: 可比公司净利率比较	8
图 20: 可比公司 ROE 比较	8
图 21: 可比公司总资产周转率比较	8
图 22: 可比公司资产负债率比较	9
图 23: 可比公司流动比率比较	9
图 24: 公司销售费用 (亿元)	9
图 25: 公司管理费用 (亿元)	9
图 26: 公司研发费用 (亿元)	10
图 27: 公司财务费用 (亿元)	10
图 28: GDP 不变价 (万亿) 及增速	12
图 29: 重卡保有量 (万辆) 与 GDP 不变价走势对比	12
图 30: 重卡行业销量及增速	12
图 31: 重卡月度销量 (万辆) 及增速	13
图 32: 全社会固定资产投资完成额 (万亿)	13
图 33: 重卡分车型销量 (万辆)	14
图 34: 物流类和工程类重卡销量占比	14
图 35: 公路货运量 (亿吨)	14
图 36: 三大产业占 GDP 比重	14
图 37: 公司重卡发动机销量 (万台) 及市占率	15
图 38: 国六柴油重卡发动机市场格局 (2021)	15
图 39: 全球首款本体热效率 51.09% 柴油机	16
图 40: 雷沃 P7000	16
图 41: 公司研发费用 (亿元)	16
图 42: 公司发动机产品中重卡发动机占比持续下滑	17
图 43: 公司发动机产品各类用途占比	17
图 44: 潍柴配套雷沃发动机规划 (万台)	17

图 45: 我国农业装备行业销量 (万台)	17
图 46: 国内新能源重卡销量 (辆)	18
图 47: 国内新能源物流重卡结构 (2021)	18
图 48: 柴油和 LNG 价格走势对比 (元/吨)	18
图 49: 国内 LNG 重卡销量 (辆)	18
图 50: 公司大缸径发动机销量	19
图 51: 公司大缸径发动机营收	19
图 52: 重卡行业 CR5 市占率	20
图 53: 重卡 CR5 各企业市占率变化	20
图 54: 陕重汽重卡产品序列	20
图 55: 公司重卡销量及市占率	21
图 56: 2021 年重卡行业格局 (按销量)	21
图 57: 液压系统示意图	21
图 58: 液压系统应用领域	22
图 59: 液压市场规模 (亿元)	22
图 60: 林德液压主要产品	22
图 61: 林德液压 (中国) 营收 (亿元)	23
图 62: 液压市场主要厂商	23
图 63: 全国物流总额 (万亿)	24
图 64: 全国叉车销量 (万辆)	24
图 65: 我国自动化立体仓库保有量 (个)	24
图 66: 我国智能物流行业规模预测 (亿元)	24
图 67: 凯傲集团营收及增速 (亿欧)	26
图 68: 凯傲集团净利润及增速 (亿欧)	26
图 69: 公司内部物流 4.0 整体解决方案	26
图 70: 德马泰克业务现场图	26
图 71: 氢燃料电池工作原理	27
图 72: 全球燃料电池汽车保有量 (辆)	27
图 73: 氢燃料电池系统结构	28
图 74: 公司燃料电池发动机产品	29
图 75: 我国燃料电池汽车销量	29
图 76: 中国氢能需求预测 (万吨)	29

表 目 录

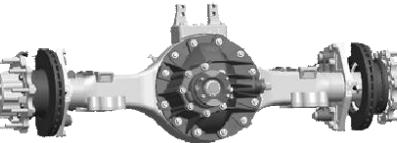
表 1: 公司产品矩阵图	1
表 2: 海外布局	3
表 3: 公司前十大股东 (截至 2022 年 5 月 19 日)	4
表 4: 重卡种类	10
表 5: 国一至国六排放标准的演进	11

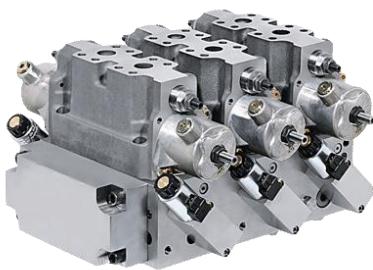
表 6: 2022 年各地区重大基础设施建设计划投资情况	13
表 7: 公司部分研发项目情况	16
表 8: 智能物流产业发展鼓励政策	25
表 9: 氢能产业鼓励政策	27
表 10: 不同类型能源能量密度	28
表 11: 分业务收入及毛利率	30
表 12: 绝对估值假设条件	31
表 13: FCFE 估值结果	31
表 14: FCFE 估值敏感性分析	31
表 15: 可比公司估值 (截止 2022.7.21 收盘)	32
附表: 财务预测与估值	34

1 公司概况：综合实力领先的汽车及装备制造集团

综合实力领先的汽车及装备制造集团。潍柴动力股份有限公司成立于 2002 年，是中国综合实力最强的汽车及装备制造集团之一，以动力系统为主轴实现多元化发展，目前已形成动力总成（发动机、变速箱、车桥、液压）、整车整机、智能物流等产业板块协同发展的新格局，其中动力总成系统主要包括“高热效率发动机+AMT 自主变速箱+车桥”商用车动力总成、“潍柴发动机+林德液压”工程机械液压动力总成、“潍柴发动机+CVT”农业装备动力总成等，并通过陆续兼并收购进入智能物流产业以及新能源燃料电池产业。公司目前拥有“潍柴动力发动机”、“法士特变速器”、“汉德车桥”、“陕汽重卡”、“林德液压”品牌，主要产品动力发动机远销全球 110 多个国家和地区，广泛应用和服务于全球卡车、客车、工程机械、农业装备、船舶、电力等市场。

表 1：公司产品矩阵图

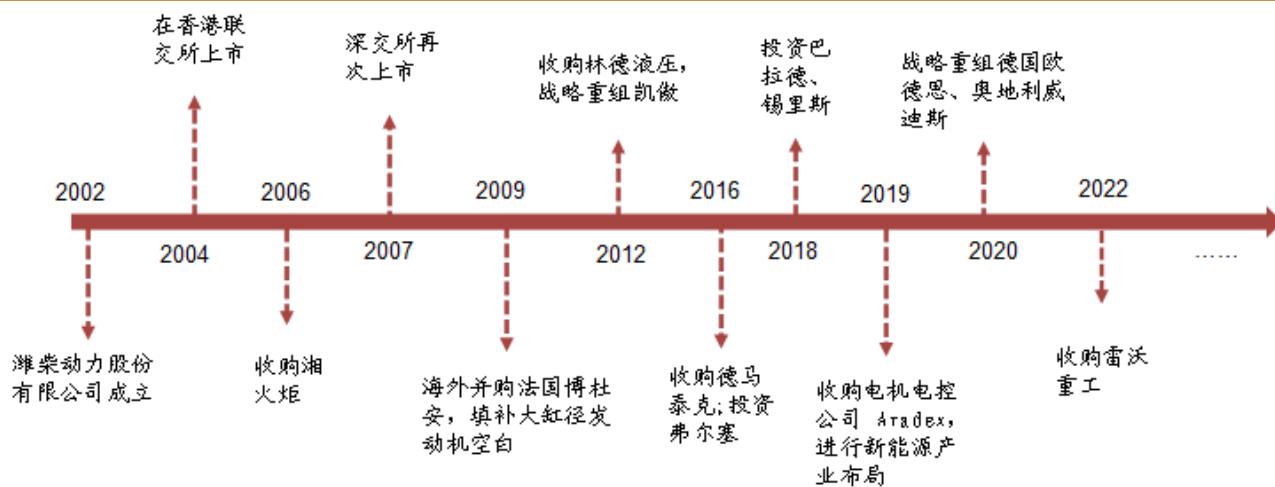
板块	产品	经营主体	示意图
动力总成	发动机	潍柴动力	
	变速箱	法士特	
	车桥	汉德车桥	

	液压	林德液压	
整车整机	重卡	陕重汽	
	农机	雷沃	
智能物流	叉车	凯傲集团 (KION)	
	仓储物流	德马泰克	

数据来源：公司官网，西南证券整理

不断完善全产业链业务布局。公司自成立以来，牢牢把握发展机遇，通过内生发展和外延并购的方式扩大生产经营范围，全球竞争力不断增强。公司发展历程大致可以分为以下三个阶段：(1) 2002-2008 年，以柴油发动机起家，业务逐渐起步。04 年在港交所上市，06 年收购湘火炬，控股法士特变速器、汉德车桥和陕重汽，形成重卡黄金产业链，实现整合资源、发挥协同效应的目的，并完成湘火炬股权分置改革工作，07 年回归 A 股市场上市。(2) 2009-2015 年，开始通过外延式并购弥补自身技术弱点。09 年收购法国博杜安，获取大缸径发动机技术；12 年收购德国林德液压，填补高端液压行业核心技术空白，形成发动机+液压系统黄金产业链；同年收购德国凯傲集团，进入叉车行业，开启非重卡业务协同

发展局面。(3) 2016 年起，继续完善智能物流产业链，并开始布局新能源业务。16 年投资苏州弗尔塞能源，在氢燃料电池客车、重卡等产品开发方面进行合作；收购比利时 Egemin 旗下的自动化部门和仓储物流自动化供应商德马泰克，形成智能物流黄金产业链战略；投资美国发动机生产商 PSI，拥有了清洁能源领域领先技术，并正式进入北美动力系统市场；与德国 FEV 公司签署共同开发制造一万千瓦海上动力的合作协议；与博世签署全面战略合作框架协议，建立国际先进的燃料电池汽车技术创新链和产业链，共同合作开发生产氢燃料电池及相关部件；18 年与固态氧化物燃料电池供应商英国锡里斯动力签署战略合作协议，同年与全球氢燃料电池龙头企业加拿大巴拉德动力签署战略合作协议；21 年与瑞士飞速集团战略合作，发力核心部件空压机技术。

图 1：公司发展历程


数据来源：公司官网，西南证券整理

表 2：海外布局

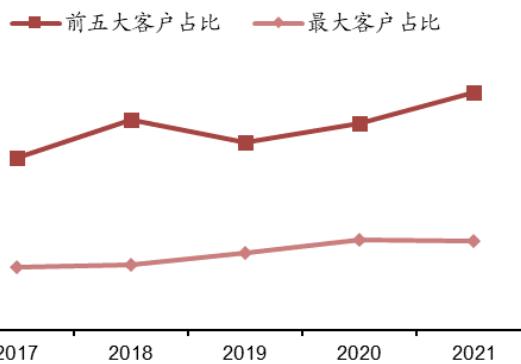
公司	国别	投资年份	股比	业务
博杜安	法国	2009.1	100%	从事发动机及驱动总成的设计、开发和销售。主要产品包括：发动机、齿轮箱、传动轴和螺旋桨等。
林德液压	德国	2012.9	90%	主要从事液压泵、液压马达、液压阀门、齿轮和齿轮传动装置、液压元件附属铸件和铸造品的开发、制造、生产、销售市场开发和服务。
凯傲	德国	2012.9	45.2%	工业叉车制造；物流供应链解决方案供应，提供全面的智能供应链和自动化解决方案，通过对物流解决方案的设计、建设和完善，帮助工厂、仓库和配送中心不断优化其物资流和信息流。
德马泰克	美国	2016.6	45.2%	集成自动化技术、软件与服务，包括设计、构建，到实施自动化系统解决方案，支持物流解决方案去优化工厂、仓库或配送中心的运输流程。主要产品有 AVG 系统、输送系统、挂装系统、码垛和卸垛、语音和灯光、机器人系统、分拣系统、存储系统、环形分拣系统及工作站系统等。
PSI	美国	2017.3	19.99%	全球领先的发动机生产商及分销商。生产各类高性能、经认证的低排放动力系统，主要使用天然气和丙烷等非柴油燃料。
巴拉德	加拿大	2018.8	17.83%	设计、开发、制造、销售可应用于不同领域的质子交换膜燃料电池产品并提供相关服务，包括膜电极、燃料电池电堆、燃料电池模组、燃料电池系统和动力管理系统。
锡里斯	英国	2018.12	19.83%	全球固态氧化物燃料电池技术领导者，产品覆盖住宅、数据中心、商业发电和汽车四个应用领域。
Aradex	德国	2019.12	80%	致力于工业及交通运输行业用电机、电控和电源的研究开发工作，拥有多种数控机床用伺服电机和驱动器、新能源商用车用电机控制器、电机、燃料电池 DC/DC 变换器等产品的设计开发和系统集成能力。

欧德思	德国	2020.1	80%	致力于工业及交通运输行业用电机、电控和电源的研究开发工作，是大功率变频和电源设备的技术领导者，拥有多种数控机床用伺服电机和驱动器、新能源商用车用电机控制器、电机、燃料电池 DC/DC 变换器等产品的设计开发和系统集成能力。
威迪斯	奥地利	2020.1	51%	专门从事车辆驱动系统开发的技术公司，其设计开发的液压变速箱、功率分流器等产品系列丰富，广泛用于拖拉机、装载机、市政车辆、新能源公交车等领域。

数据来源：公司公告，西南证券整理

市场占有率高，客户分布广泛。2021 年公司重卡发动机国内市场占有率 30.7%，同比 +2.8pp，主要客户包括陕汽重卡、一汽解放、中国重汽、福田汽车、江淮汽车、大运汽车、三一重工、徐工重卡等。2021 年公司前五大客户收入占比 16.4%，最大客户占比 6.1%，客户结构分散，对单一客户依赖程度较低。

图 2：公司前 5 大及最大客户营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

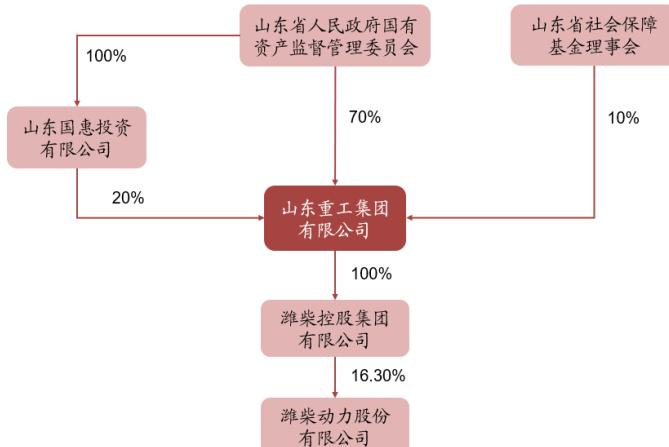
股权结构合理。公司第一大股东为香港中央结算代理人有限公司，持有公司 22.2% 的股份，主要是 H 股股份。山东省国资委通过潍柴控股集团间接拥有潍柴动力 16.3% 的股权，是公司的实际控制人。

表 3：公司前十大股东（截至 2022 年 5 月 19 日）

股东名称	持股数量(亿股)	持股比例	股本性质
HKSCC NOMINEES LIMITED	19.39	22.22%	流通 H 股
潍柴控股集团有限公司	14.23	16.30%	流通 A 股、限售流通 A 股
香港中央结算有限公司	3.50	4.02%	流通 A 股
潍坊市投资集团有限公司	2.97	3.40%	限售流通 A 股
中国证券金融股份有限公司	1.64	1.87%	流通 A 股
奥地利 IVM 技术咨询维也纳有限公司	1.14	1.31%	流通 A 股
山东省企业托管经营股份有限公司	0.61	0.69%	流通 A 股
谭旭光	0.59	0.67%	限售流通 A 股
国家制造业转型升级基金股份有限公司	0.43	0.49%	流通 A 股
胡中祥	0.37	0.42%	流通 A 股
合计	44.85	51.39%	-

数据来源：Wind，西南证券整理

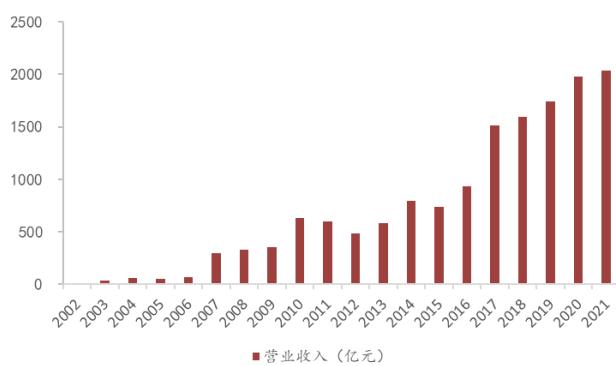
图 3：公司实际控制人情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

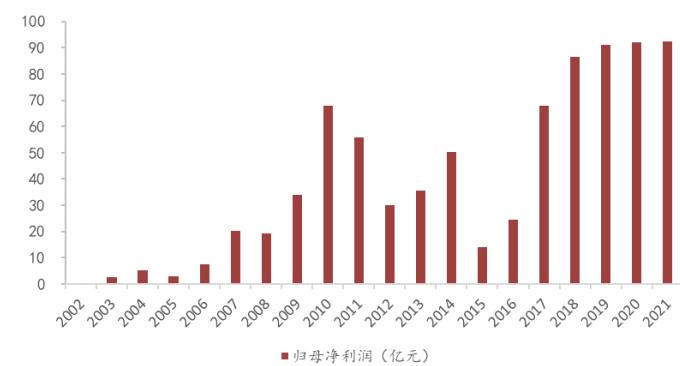
以重卡业务为主，经营波动向上。公司作为国内重卡产业链龙头企业，经营状况与重卡销量相关性较大，2007年A股上市以来，营业收入总体波动向上。2008-2021年营收CAGR为15%，归母净利润CAGR为12.8%。2010年受益于：(1)政府4万亿基建投资政策拉动重卡需求，公司下游重卡客户陕汽、福田等以及工程机械客户龙工、临工等均实现大幅增长；(2)产品结构改善，整车与关键零部件成为核心业务，占比大幅上升至74.9%，当年公司实现营收632.8亿元，同比+78.1%，归母净利润67.8亿元，同比+99%，整车及关键零部件毛利率达26.6%，同比+5.2pp。2015年受宏观经济影响，国内重卡市场大幅下挫，叠加竞品投放导致公司市占率下滑，公司净利润下降明显。2016-2017年受益于重卡行业复苏、德马泰克减亏及费用率下滑，公司实现营收931.8/1515.7亿元，同比+25.6%/62.7%，归母净利润24.4/68.1亿，同比+72.9%/178.9%，业绩实现大幅增长，18年至今年绩表现稳健。

图4：公司营业收入（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图5：公司归母净利润（亿元）

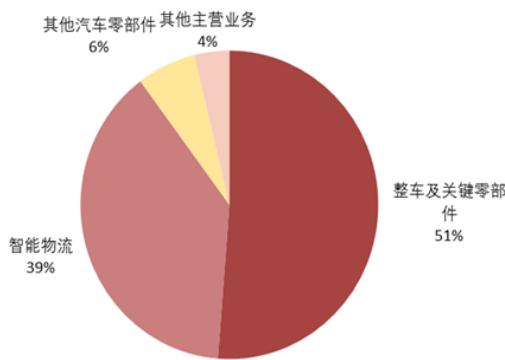


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：从营收结构来看，公司收入主要来自整车及关键零部件，2021年占比51%，智能物流占比39%，两项业务合计占比90%。从毛利结构来看，公司毛利主要来自智能物流，2021年毛利占比48%，整车及关键零部件占比43%。2010年起，整车及关键零部件业务上升为主要业务，2018-21年收入占比维持在50%+，毛利率从18.1%逐年下滑至16.3%。2012年收购凯傲后开启智能物流业务，2016年收购德马泰克，智能物流产业链建设逐渐完善，营收实现高速增长，14-21年CAGR为21.6%，推动公司业绩快速提升，

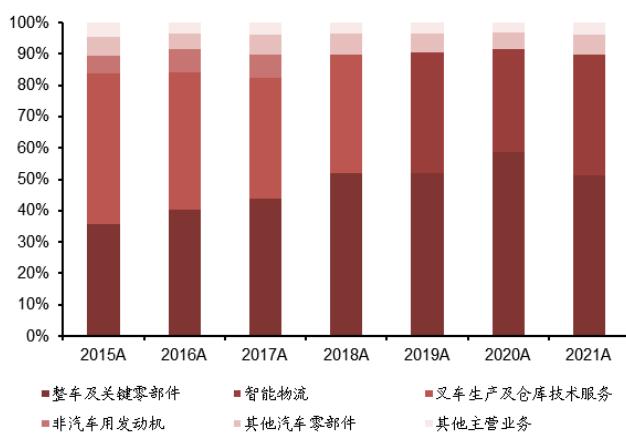
2015 年至今智能物流业务占比均在 30%+, 毛利率保持在 25% 左右。从区域来看, 其中 15-21 年中国大陆营收 CAGR 为 23.3%, 国外为 13.4%, 2021 年海外营收占比 42.1%, 同比 +7pp, 主要来自海外市场恢复性增长。

图 6: 公司 2021 年主营业务营收结构



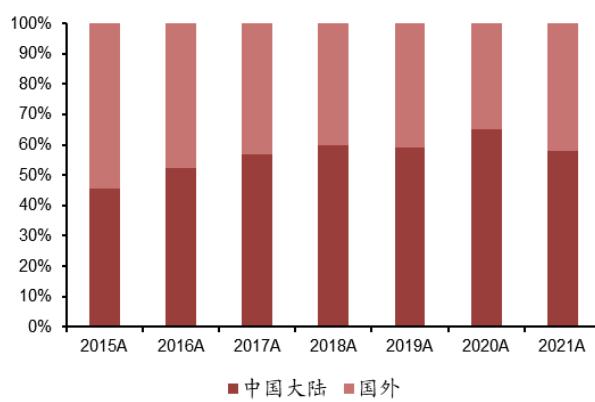
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 8: 公司主营业务收入占比(分产品)



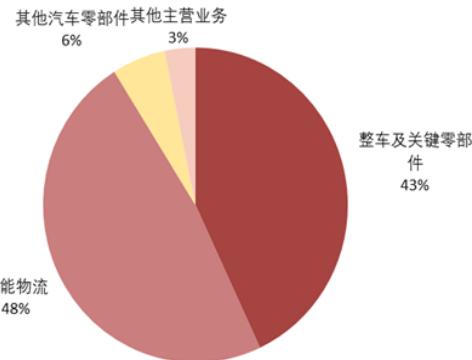
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 10: 公司主营业务收入占比(分地区)



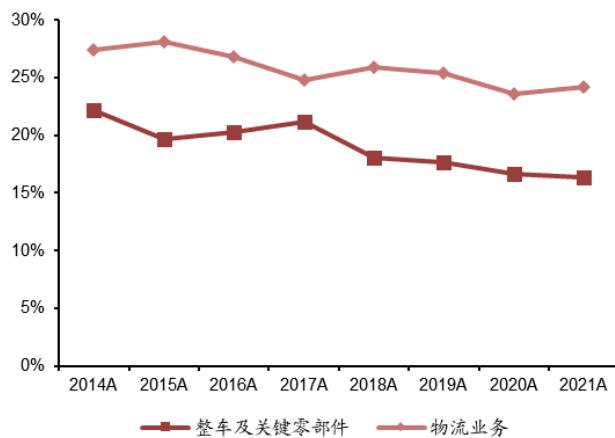
请务必阅读正文后的重要声明部分

图 7: 公司 2021 年主营业务毛利结构



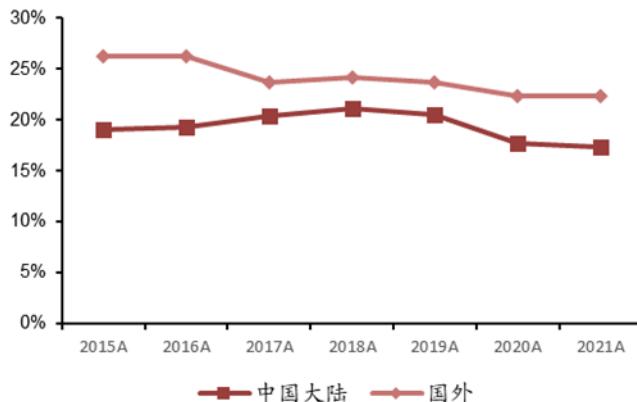
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 9: 公司分产品毛利率



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 11: 公司分地区毛利率



数据来源: Wind, 西南证券整理

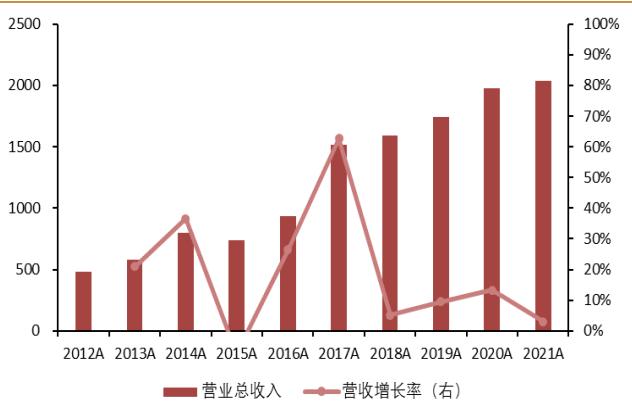
数据来源: Wind, 西南证券整理

2 财务分析

2.1 历史营收与利润较快增长，短期经营面临一定压力

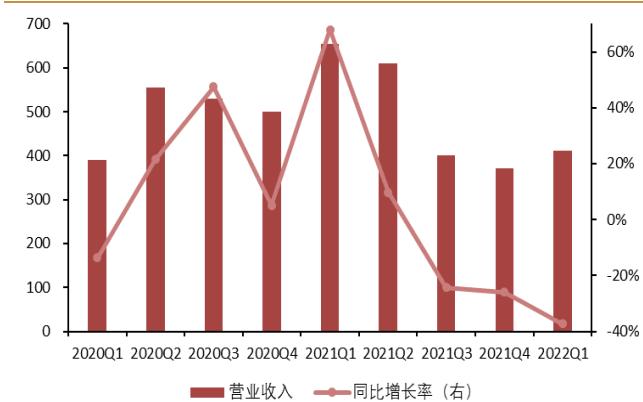
营收方面，2012-2021年公司营业收入从481.7亿元提升到2035.5亿元，CAGR为17.4%，总体保持高速增长。根据中汽协数据，2021年重卡批发销量同比减少13.8%，在行业整体不景气的背景下公司营收仍然实现同比3.1%的正增长，好于行业水平。分季度来看，营收从21Q3-22Q1连续三季度同比下降，主要由于国五清库后市场降温，直接影响公司的生产和交付。我们认为22H1是公司阶段性低点，预计重卡市场连续下滑的现象有望在今年下半年得到改善。

图 12：公司营业收入（亿元）及增长率



数据来源: Wind, 西南证券整理

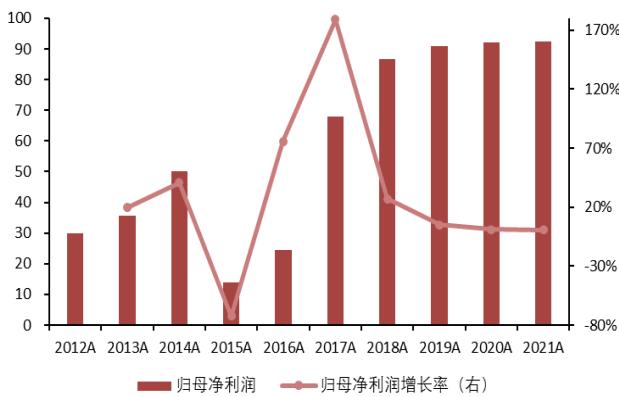
图 13：公司分季度营收（亿元）及同比增长率



数据来源: Wind, 西南证券整理

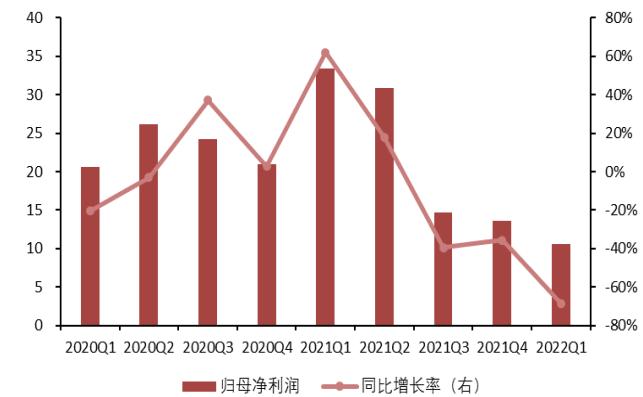
利润方面，2012-2021年公司归母净利润从29.9亿元提升到92.5亿元，年均复合增速为13.4%。21年在行业大幅下滑的情况下归母净利润仍实现0.5%的正增长，好于行业水平。分季度来看，公司归母净利润连续三季度同比下降，最新22Q1同比下降68.6%至10.5亿元，短期经营面临一定压力。

图 14：公司归母净利润（亿元）及增长率



请务必阅读正文后的重要声明部分

图 15：公司分季度归母利润（亿元）及同比增长率（%）



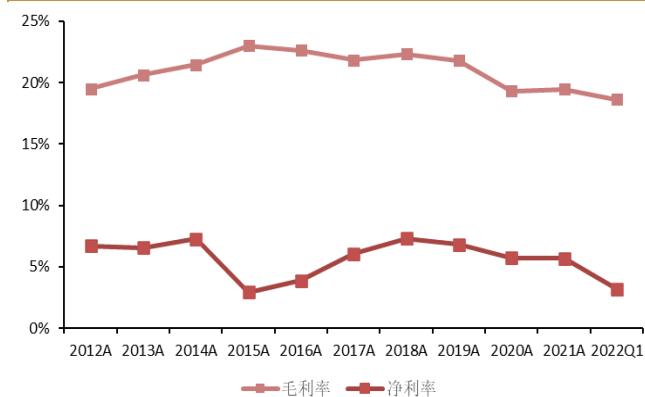
数据来源: Wind, 西南证券整理

数据来源: Wind, 西南证券整理

2.2 盈利能力处于行业中上游，偿债能力较好

2012-2021年公司毛利率维持在20%左右，净利率大部分在5%-7%之间，盈利能力相对较稳定。分产品来看，智能物流业务毛利率较高，整车及关键零部件毛利率出现下滑走势，随着公司智能物流等新业务不断发展，有望接力成为公司新的增长点，带动公司盈利能力改善。

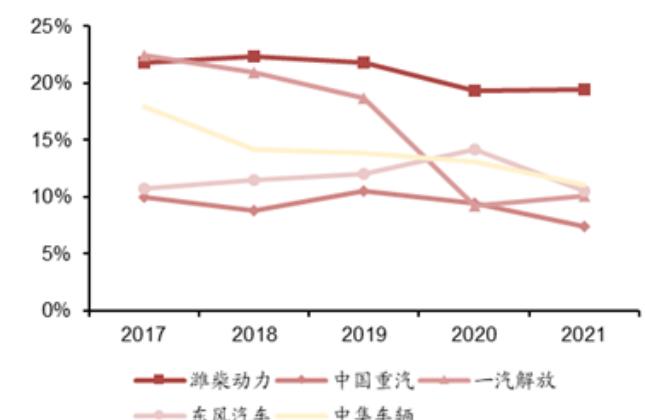
图 16：公司盈利能力



数据来源: Wind, 西南证券整理

公司毛利率和净利率位于行业上游，盈利能力较好。2018-2021年ROE受行业不景气影响持续下滑，但是一直显著高于可比公司，2021年ROE（平均）为15.2%，为四家可比公司最高。公司总资产周转率保持稳定，位于行业中游水平。随重卡产业复苏，疫情改善，公司主营业务和新业务实现恢复性增长，ROE有望快速回升。

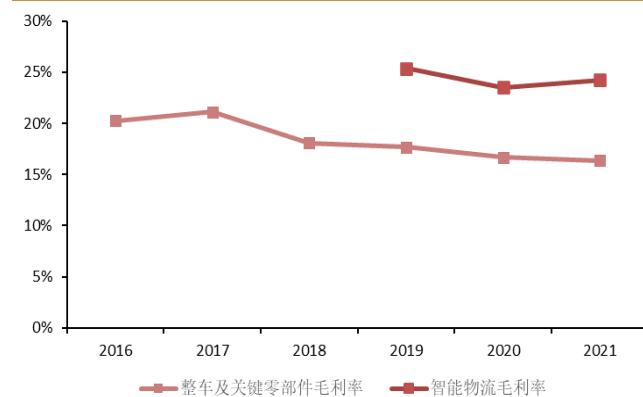
图 18：可比公司毛利率比较



数据来源: Wind, 西南证券整理

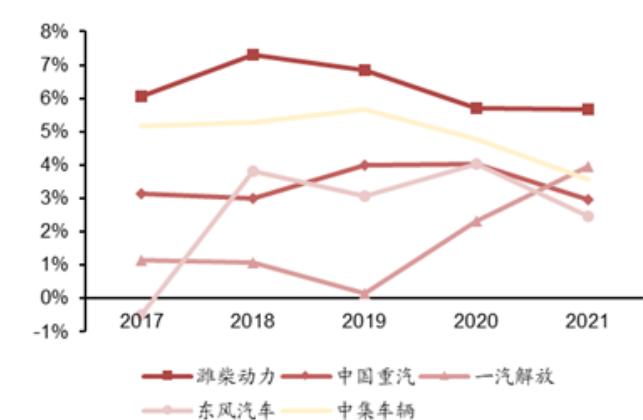
图 20：可比公司 ROE 比较

图 17：分产品毛利率



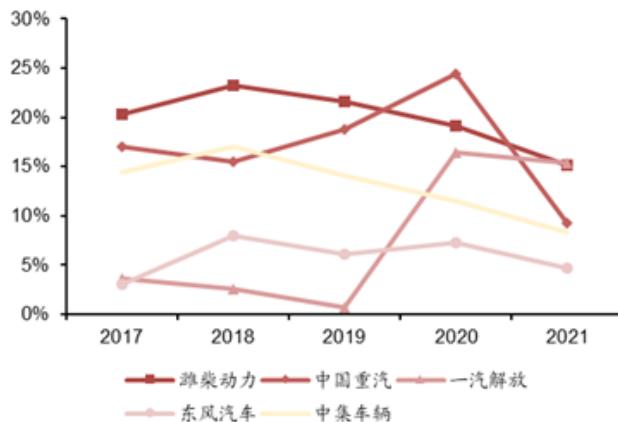
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 19：可比公司净利率比较



数据来源: Wind, 西南证券整理

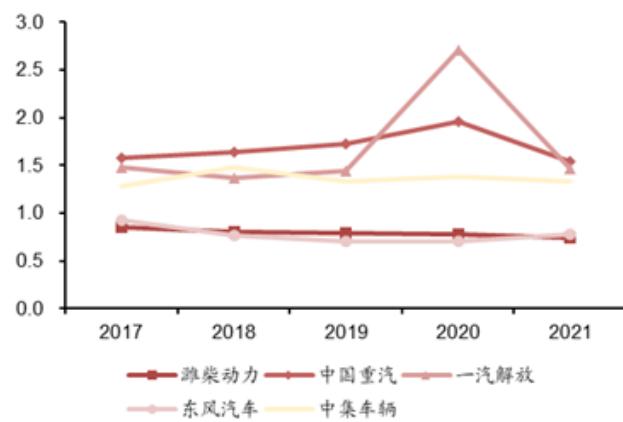
图 21：可比公司总资产周转率比较



数据来源: Wind, 西南证券整理

公司资产负债率处于可比公司较高水平, 22Q1 资产负债率为 61.98%, 长期偿债能力一般。公司流动比率处于可比公司中游水平, 近年稳定高于 1.2, 22Q1 为 1.4, 短期偿债能力较好。

图 22: 可比公司资产负债率比较



数据来源: Wind, 西南证券整理

数据来源: Wind, 西南证券整理

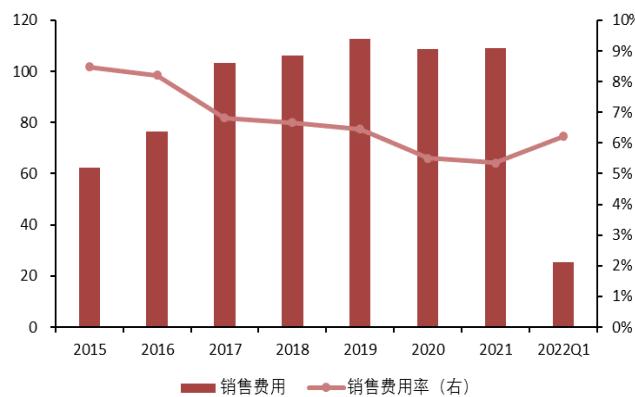
2.3 销售、管理、财务费用率有所下降，研发费用逐年增加

公司 2021 年销售/管理/财务费用率分别为 5.4%/4.0%/-0.2%，22Q1 分别 +0.8pp/+0.6pp/-0.2pp 至 6.2%/4.6%/-0.4%，其中财务费用主要系利息收入、汇兑收益增加及银行手续费减少所致；公司持续开展降本增效，提升运营效率，销售费率和管理费率均维持下降趋势。公司研发费用近年不断走高，最新 22Q1 研发费用达到 18.3 亿元，占营收比例达到 4.4%。公司不断投入研发国六柴油机等项目，有利于公司抢占市场，提高产品竞争力。

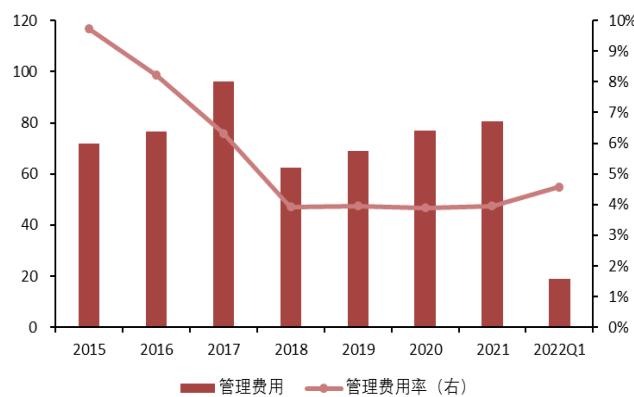
图 24: 公司销售费用 (亿元)

数据来源: Wind, 西南证券整理

图 25: 公司管理费用 (亿元)

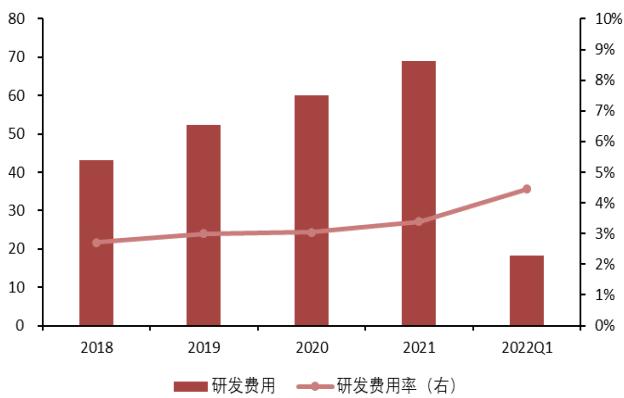


数据来源: Wind, 西南证券整理



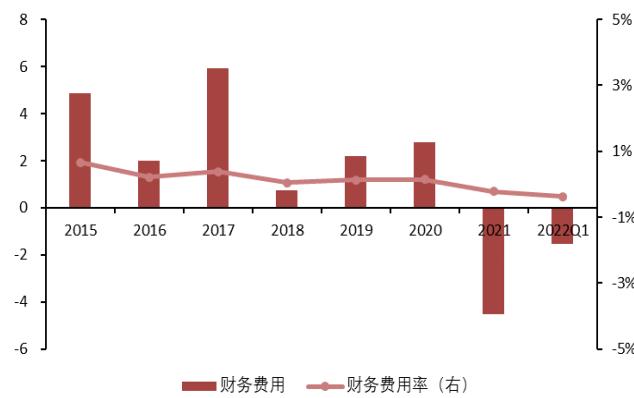
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 26：公司研发费用（亿元）



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 27：公司财务费用（亿元）



数据来源: Wind, 西南证券整理

3 行业分析：重卡行业与经济和政策关系密切

3.1 重卡行业受政策影响大

重卡又称重型卡车/重型货车，是指重量（包括载货量）大于14吨的货车。按照结构可以分为半挂牵引车、重卡非完整车辆、重卡整车；按照用途可分为物流类重卡与工程类重卡，前者主要用于物流运输，后者主要用于矿山、工程项目等。

表 4：重卡种类

名称	用途
重卡整车	物流类和工程类
重卡非完整车辆（底盘）	工程类
半挂牵引车	物流类

数据来源: 第一商用车网, 西南证券整理

重卡销量走势与国标实施时间点密切相关。每一轮国家排放标准的升级都会带来短期内厂商的清库和消费者的低价抢购。例如，从国五升级到国六，重卡需要升级三元催化器（用来净化汽车尾气的一种装置，含铂/Pt、铑/Rh、钯/Pd 三种贵金属）并加装 DPF（颗粒捕捉器，主要作用是收集排气中的 PM/颗粒物），同等型号重卡价格增加约 2 万元，同时商家会对库存国五车进行促销，国五车的技术、配置等比较成熟，产品类型选择余地大，一部分消费者会选择抄底买国五车获得价格优势。2020 年 7 月 1 日城市类重卡国六排放标准实施，叠加北京、天津等地提前实施重卡国六标准，导致部分需求提前释放，重卡销量创历史新高，全年销售 161.7 万辆，同比+37.7%；2021 年 7 月 1 日是重卡国六实施的最后期限，上半年国五重卡抢装明显，下半年国六重卡销量大幅下滑，21H1/H2 销量分别为 104.4/34.9 万辆，同比分别+28.3%/-56.5%，今年前五月重卡销量 32.4 万辆，同比-63.4%，前期透支影响延续。

表 5：国一至国六排放标准的演进

排放标准	实施时间	涉及车型
国 I	2001/9/1	重型柴油车
	2001/10/1	轻型柴油车
	2003/7/1	重型燃气车、重型汽油车
	2004/7/1	重型燃气车、重型汽油车
国 II	2005/9/1	重型柴油车
	2006/7/1	轻型柴油车
	2008/7/1	重型燃气车、重型柴油车
国 III	2009/7/1	轻型柴油车
	2010/7/1	重型汽油车
国 IV	2011/7/1	轻型汽油车、两用燃料车、单一气体燃料车
	2013/7/1	轻型柴油车、重型汽油车、重型柴油车、压燃式发动机与汽车
	2017/1/1	轻型汽油车、重型柴油车（客车和公交、环卫、邮政用途）
国 V	2017/7/1	重型柴油车
	2018/1/1	轻型柴油车
	2019/7/1	燃气汽车
国 VI	2020/7/1	城市车辆
	2021/7/1	重型柴油车

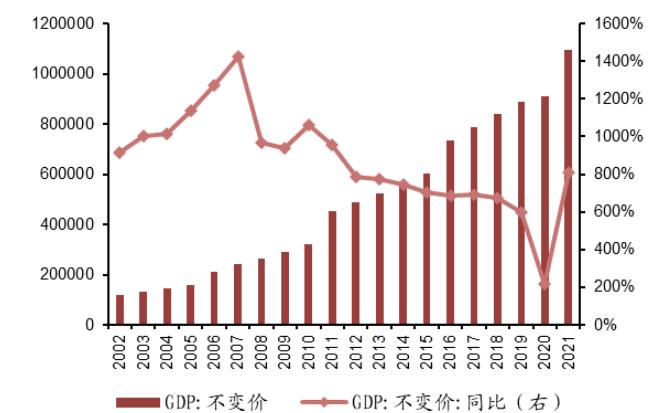
数据来源：卡车之家，西南证券整理

3.2 重卡销量与宏观经济发展密切相关

经济增长促进重卡需求持续提升。重卡属于生产资料用车，国家的宏观调控及政策环境对重卡尤其是工程类重卡的影响十分显著，销量与固定资产投入密切相关，通过对比发现，重卡保有量与 GDP 不变价走势相关度高。2007 年我国经济实现高速增长，GDP 同比增速高达 14.2%，带动重卡销量大幅上升，同比+58.6% 达到 48.4 万辆；2010 年受益于政府 4 万亿投资政策拉动，重卡销量达 101.5 万辆，同比+59.7%；2011-2015 年，行业处于下行周期，需求被透支，销量低迷；2016 年开始受益于治超新政、国五国六排放标准持续升级、PPP 项目推进、固定资产投资加速等多方利好因素影响，多余库存逐渐出清，市场复苏态势

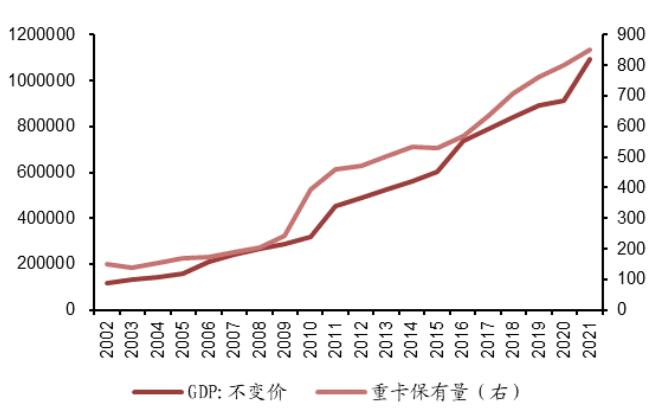
明显，重卡销量由 2015 年 55 万辆的低点持续增长至 2020 年的 161.7 万辆的高点，CAGR 高达 24.1%；2021 年在需求透支的影响下，销量下滑至 139.3 万辆，同比 -13.8%。

图 28：GDP 不变价（万亿）及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 29：重卡保有量（万辆）与 GDP 不变价走势对比



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 30：重卡行业销量及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

中央积极出台政策稳增长促投资，下半年重卡有望实现恢复式增长。年初至今，在国内散发疫情及海外局势影响下，今年“六稳六保”工作责任和难度更加明显，近期国务院常务会议进一步部署稳经济一揽子措施，努力推动经济回归正常轨道、确保运行在合理区间，国资委、财政部等各大部委的配套政策已陆续出台。

(1) 5 月 23 日，国务院常务会议明确要求，汽车央企发放的 900 亿元商用货车贷款要银企联动延期半年还本付息。国资委在随后印发的《关于中央企业助力中小企业纾困解难促进协同发展有关事项的通知》中要求，“中央汽车企业所属金融子企业要发挥引领示范作用，对 2022 年 6 月 30 日前发放的商用货车消费贷款给予 6 个月延期还本付息政策支持。”引导金融机构将存款利率下降效果传导至贷款端，继续推动实际贷款利率稳中有降，有助于进一步降低企业融资成本和激发投资意愿。

(2) 5月31日，国务院发布《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，部署实施6个方面33项稳经济一揽子政策措施，其中提出要加快推进一批论证成熟的水利工程项目、加快推动交通基础设施投资、因地制宜继续推进城市地下综合管廊建设、稳定和扩大民间投资等举措。据不完全统计，截至5月底，全国重大项目当年计划投资超12.5万亿元；20余省份当年计划投资超10万亿元，同比增长10.1%。

综合来看，随着国内疫情的逐步好转以及国家支持政策的落地，社会物流将进一步得到畅通，各地复工复产和基建投资项目速度将进一步加快，叠加同期低基数效应，我们预计下半年重卡行业有望实现恢复性增长。

图 31：重卡月度销量（万辆）及增速



数据来源：中汽协，西南证券整理

图 32：全社会固定资产投资完成额（万亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

表 6：2022 年各地区重大基础设施建设计划投资额情况

地区	项目个数	2022 年计划投资额（亿元）
北京市	300	2802
上海市	173	2000+
天津市	676	2158
广西壮族自治区	1996	4007.9
安徽省	8897	16572.4
广东省	1570	9000
贵州省	3347	6448.8
海南省	244	856
河北省	695	2500+
江苏省	247	5590
山东省	600	2857
四川省	700	未公布
重庆市	1143	3600
内蒙古自治区	347	未公布
新疆维吾尔自治区	370	2700
福建省	1587	6168
甘肃省	234	2225
河南省	1794	13000+

湖北省	545	3038.3
湖南省	309	4527
江西省	491	4165
山西省	518	未公布
宁夏回族自治区	160	849
西藏自治区	181	1404
陕西省	620	4629
浙江省	796	4086.4
合计	28855	10.54万亿

数据来源：基建通，西南证券整理

3.3 物流类重卡占比较高

消费驱动物流类重卡增长。从下游来看，重卡主要应用于工程建设和物流运输两方面，2006年以来，物流类重卡占比持续提升，由2006年的48.1%增加至2021年66.5%，2022M1-5销量为22万辆，占比67.8%，物流类重卡与工程类重卡结构趋于稳定。这主要是因为我国经济发展方式的转变，第三产业所占比重逐渐增加，由2006年的41.9%提升至2021年54.5%，逐步由投资驱动转变为消费拉动，物流运输的需求大大增加，带动了半挂牵引车等物流类重卡的销量，中国的公路货运量在近10年整体维持增长，2020年受到疫情影响有所下降，在2021年已呈现恢复态势，同比+14.2%达到391.4亿吨。随着疫情好转，未来物流运输景气度恢复，物流类重卡需求有望持续恢复。

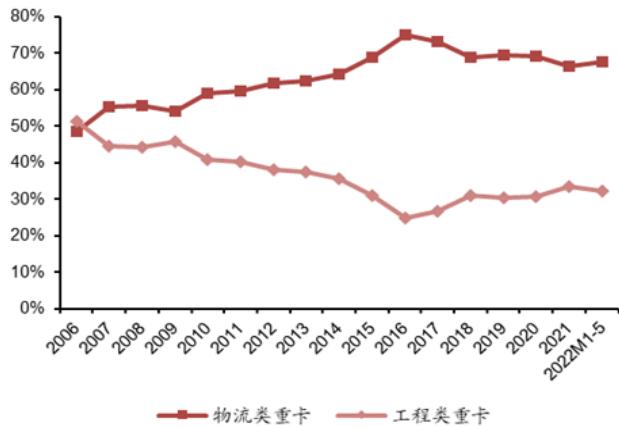
图 33：重卡分车型销量（万辆）



数据来源：中汽协，西南证券整理

图 35：公路货运量（亿吨）

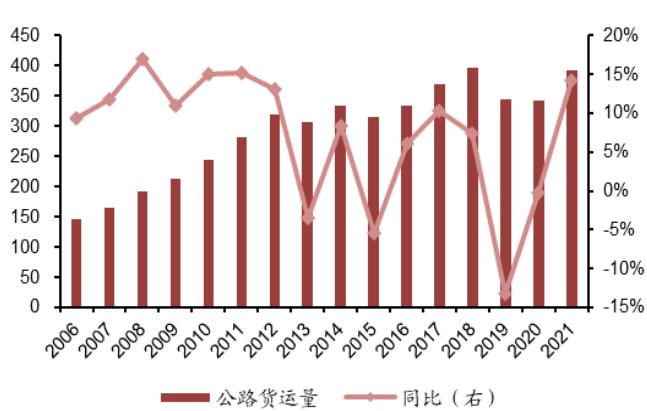
图 34：物流类和工程类重卡销量占比



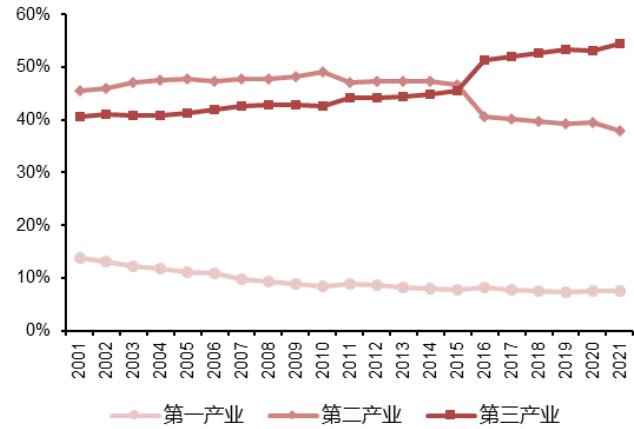
数据来源：中汽协，西南证券整理

注：考虑到物流需求随经济体量上升而持续增加，故假设重卡整车为物流用途

图 36：三大产业占 GDP 比重



数据来源: Wind, 西南证券整理



数据来源: Wind, 西南证券整理

4 公司分析：重卡龙头地位稳固，新业务增长空间大

4.1 重卡发动机龙头寻求新的增长点

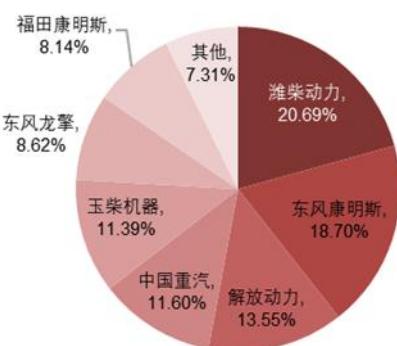
公司是重卡发动机龙头企业，具备行业领先地位。发动机是重卡整车的核心部分，价值量约占整车价值量的 20-30%。公司是国内重卡发动机龙头，2021 年共销售发动机 102 万台，同比增长 3.1%，其中卡车发动机占比 61.8%，重卡发动机销售 42.9 万台，占卡车发动机 68%，市场份额同比提升 2.8pp 至 30.7%，维持稳中有进的行业地位，国六重卡发动机市占率超 20%，排名第一。

图 37：公司重卡发动机销量（万台）及市占率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 38：国六柴油重卡发动机市场格局 (2021)

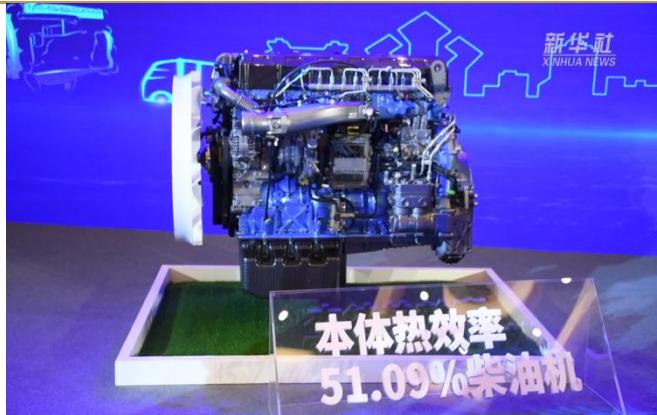


数据来源: 第一商用车网, 西南证券整理

持续加大研发投入，不断突破创新。2022 年 1 月 8 日，公司发布全球首款本体热效率 51.09% 的柴油机，这是继 2020 年发布本体热效率 50.23% 的商业化柴油机后，实现的又一次重大突破，柴油机热效率两次登上世界行业巅峰，同时也为国七排放标准的实施提供了技术准备。该技术的应用具有较大的经济效益和社会效益，据公司测算，与市场主流产品（46% 热效率柴油机）相比，51% 热效率柴油机可实现油耗、二氧化碳排放分别降低 10%。2021 年 9 月，公司发布中国首台自主研发的商业化 CVT 智能拖拉机——雷沃 P7000，突破了无

级变速传动、拖拉机整机系统智能控制、电液悬挂控制、重型拖拉机制造集成等多项核心技术，各项性能指标达到国内领先、国际先进水平。公司不断加大研发投入，加速新工艺技术及智能转型，实现了从批量生产模式向小批量多品种的定制化敏捷制造的转变，突破了一批先进工艺技术，为打造最具品质竞争力的产品提供了坚实保障。

图 39：全球首款本体热效率 51.09%柴油机



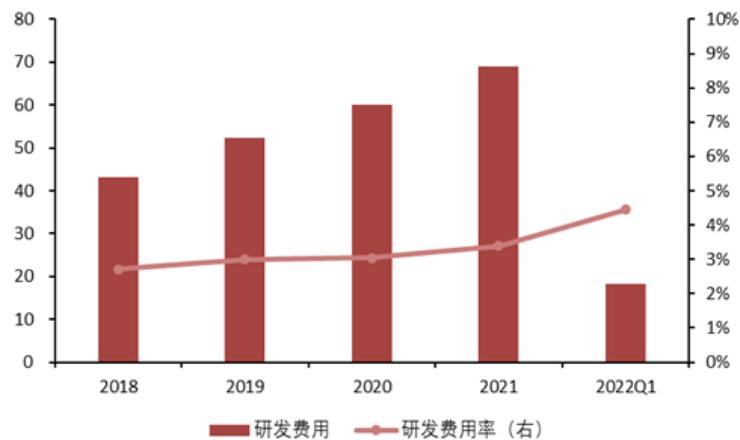
数据来源：新华社，西南证券整理

图 40：雷沃 P7000



数据来源：新华社，西南证券整理

图 41：公司研发费用（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

国六取得明显进展，积极储备国七技术。排放标准升级到国六阶段对技术研发和服务能力均提出了更高要求，行业集中度有望不断提升。近年来公司投入大量资金进行国六各型号柴油机的开发，全系列发动机已达到国六B排放标准，并提前完成非道路国四等法规产品准备，有助于公司在整体市场结构变化阶段更快抢占市场，增强产品竞争力，继续保持行业领先地位。同时，公司围绕客户痛点和市场需求，充分发挥公司国六发动机产品的排放、动力、油耗、售后服务等优势，加大对国六产品的市场拓展，率先推出系列一站式解决方案，降低客户的使用成本和维修成本，2021年公司国六发动机销量排名第一。未来将充分发挥技术领先和服务网络优势，在国六阶段实现市场份额的进一步提升。

表 7：公司部分研发项目情况

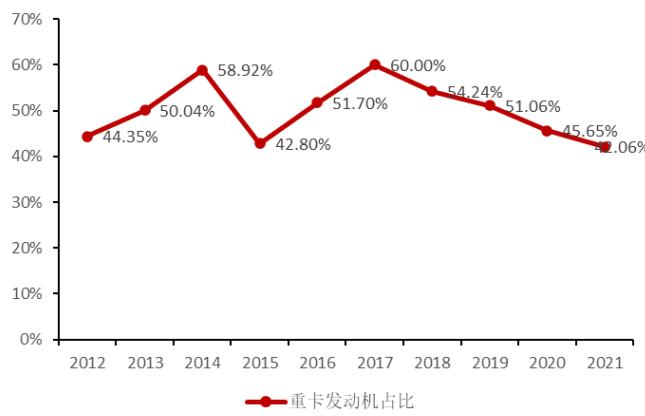
主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	对公司未来发展的影响
WP2.5N 国六柴油	为进一步提升产品竞争力，满足合规蓝牌轻	市场验证	满足蓝牌法规，动力性、经济性	抢占市场，提高竞争力

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	对公司未来发展的影响
机开发	卡市场，开发 WP2.5N 产品		等指标均优于竞品	
WP7H 国六柴油机开发	为全面升产品竞争力，超越现有市场竞品，满足 18 吨、25 吨载货车市场需求，开发 WP7H 产品	市场验证	满足国六法规，动力性、经济性等各项指标均优于竞品	公司战略产品，成为载货市场新标杆，占领载货车市场
WP10.5H 国六柴油机开发	对 WP10.5H 机型进行产品排放升级，以满足中短途运输的国六产品市场需求	已结项	针对煤炭运输细分市场开发国六产品，满足国六排放法规，保持在此细分市场的市场份额	持续保持在煤炭运输细分市场的竞争力，保证市场份额和持续盈利能力
WP12.490 国六柴油机开发	进行 WP12 发动机功率提升的国六柴油机开发，提升产品竞争力，满足客户需求	已结项	开发满足国六排放标准 WP12 发动机，提升动力性，降低油耗，提升产品竞争力	实现国六排放升级，增强产品竞争力，提升复合运输市场份额做产品准备
WP13 国六柴油机开发	进行 WP13 机型排放升级，满足国六排放标准，以满足中长途运输的国六产品市场需求	已结项	开发满足国六排放标准 WP13 发动机，提升大扭矩范围，降低油耗，提升产品竞争力	实现国六排放升级，增强产品竞争力，提升中长途运输市场份额

数据来源：公司年报，西南证券整理

产品用途不断延伸。从用途来看，公司发动机产品中重卡发动机占比持续下滑，工程机械发动机、农用装备发动机等占比不断提升，21 年装载机、推土机、起重机销量均为行业第一。随着三农工作由脱贫攻坚转向全面推进乡村振兴，生产集约化、装备高端化趋势明显，农业装备市场迎来较好发展机遇，我国高端农业装备市场规模约 40 万台，自主品牌存在附加值低等问题，尤其是大马力的农业装备多依赖进口。雷沃重工业务范围涵盖农业装备、工程机械、智慧农场管理等，21 年公司战略重组雷沃重工，为其提供发动机、液压、大型 CVT 等“动力心”核心技术，形成智慧农业整体解决方案，推动潍柴雷沃重工引领行业向大型化、高端化、智能化升级。21 年公司配套雷沃重工农业装备发动机 2.4 万台，同比增长 10 倍，预计到 25 年配套量有望达到 20 万台，4 年 CAGR 近 70%，公司在农业装备行业的市场份额有望不断提升。

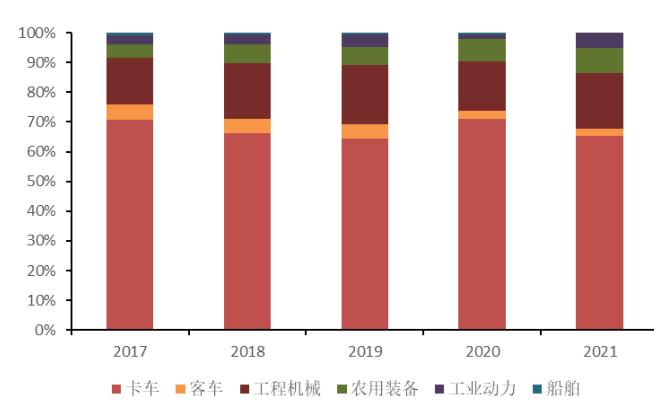
图 42：公司发动机产品中重卡发动机占比持续下滑



数据来源：公司公告，西南证券整理

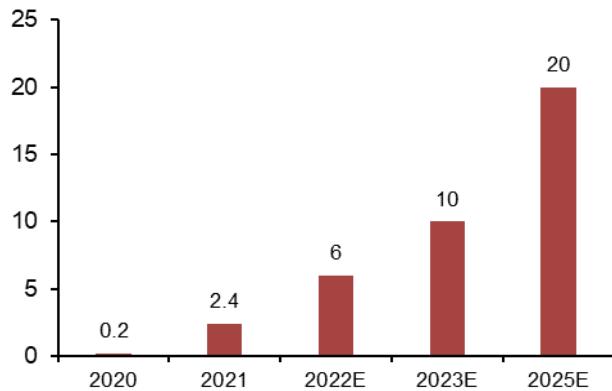
图 44：潍柴配套雷沃发动机规划（万台）

图 43：公司发动机产品各类用途占比

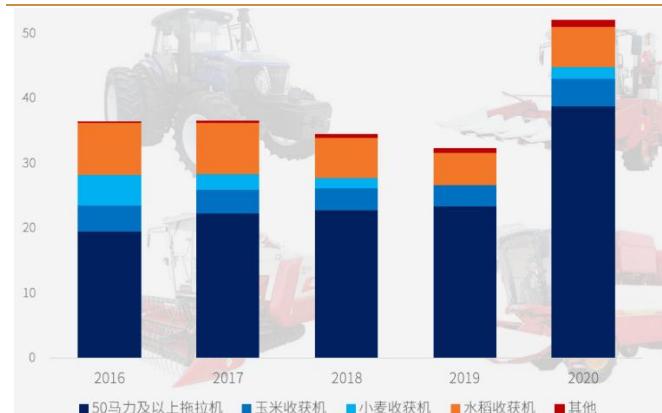


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 45：我国农业装备行业销量（万台）



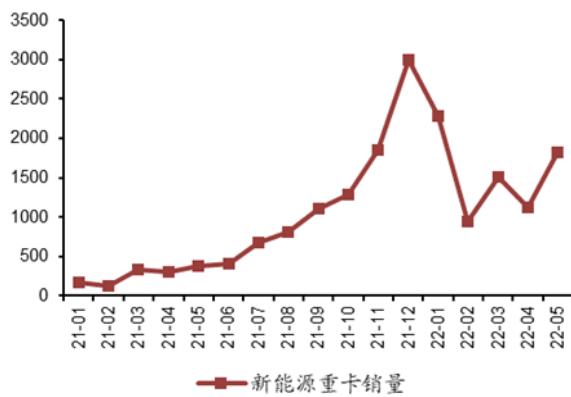
数据来源：公司公告，西南证券整理



数据来源：公司公告，西南证券整理

产品种类不断丰富，清洁能源重卡渗透率有望持续提升。从能源类型来看，重卡发动机主要分为柴油发动机、天然气发动机及新能源发动机。随着环保要求逐渐趋严，清洁能源重卡需求大幅提升，2021 年我国新能源重卡销量迎来快速增长，同比+298.9%至 10448 辆，其中以纯电动重卡为主，占比达 92.4%。22 年初，受疫情影响，新能源重卡销量下滑，随着疫情好转，5 月销量逐渐恢复，环比+63%至 1825 辆，同比+383%。21 年 2 月起，受天然气价格下滑影响，LNG 重卡销量大幅上升；3 月后销量不断下滑，主要由于天然气价格波动回升、环保限产等影响，天然气重卡所在的煤炭、钢铁等资源型物流运输市场低迷；随着 22 年燃油价格不断上升，油气价格差距拉大，LNG 重卡燃料成本低于柴油重卡，叠加国家出台环保政策，大力推广清洁能源重卡，LNG 重卡销量触底反弹，21 年公司销售 LNG 发动机 5.6 万台，占比 5.5%。随着环保政策不断推进，预计未来新能源重卡、LNG 重卡等清洁能源类型重卡发动机将再次迎来快速增长期，长期来看公司有望受益于清洁能源重卡渗透率的提升。

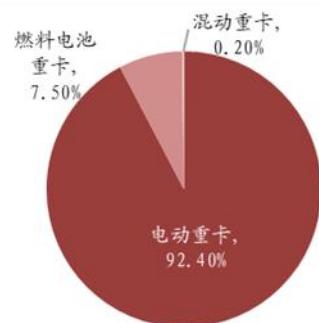
图 46：国内新能源重卡销量 (辆)



数据来源：中汽协，西南证券整理

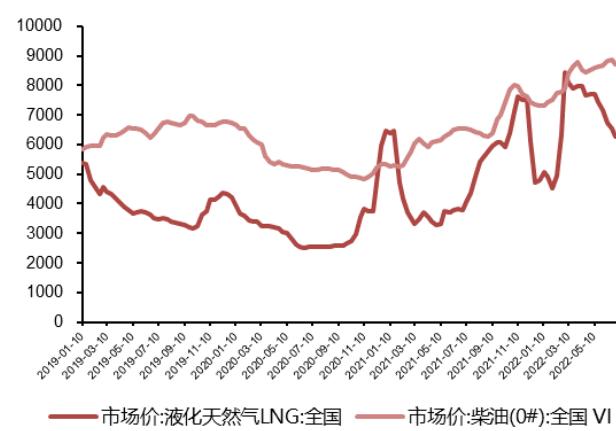
图 48：柴油和 LNG 价格走势对比 (元/吨)

图 47：国内新能源物流重卡结构 (2021)

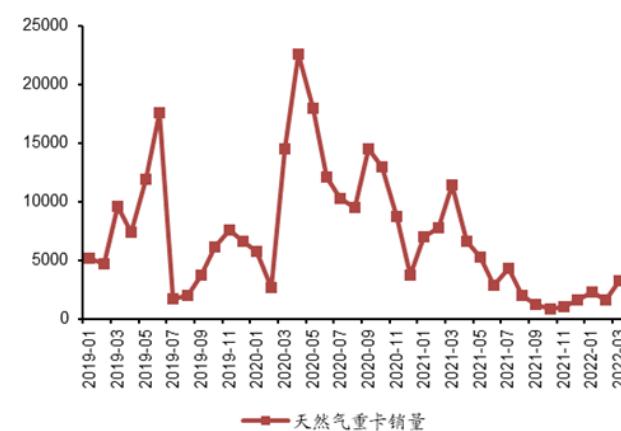


数据来源：华经情报网，西南证券整理

图 49：国内 LNG 重卡销量 (辆)



数据来源: Wind, 西南证券整理

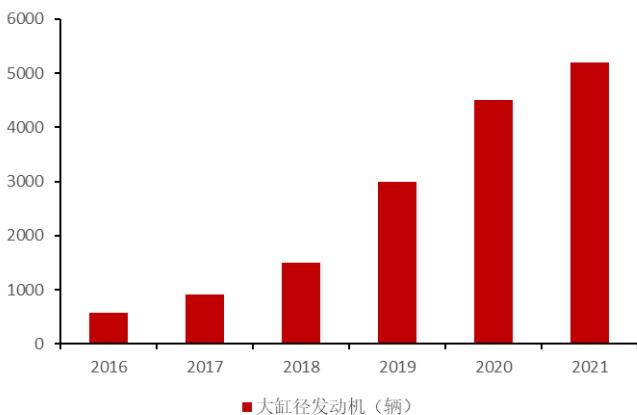


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司发力大缸径发动机市场，产品结构有望持续改善，盈利能力有望持续提升。公司产品结构上移，大排量大缸径发动机利润率更高，战略高端产品持续发力。大缸径发动机机(400-10000kW)可以使用更大的进排气门，进排气能力提升，发动机功率和扭矩提升，在同等载货情况下，车辆速度快，动力输出大，运行工况更佳。大缸径发动机应用领域广泛，包括发电设备、5G大型数据中心备用电源等工业动力，远洋捕捞、公务用艇及内河航运等船舶动力，以及其他大型机械等领域。目前竞争日益激烈的物流业，特别是电商物流、冷链运输、超市配送等领域的兴起对货物运输的时效性提出更高要求，大缸径发动机凭借快速高效的优势可以更好的满足中高端重卡产品的配套需求，市场前景广阔。

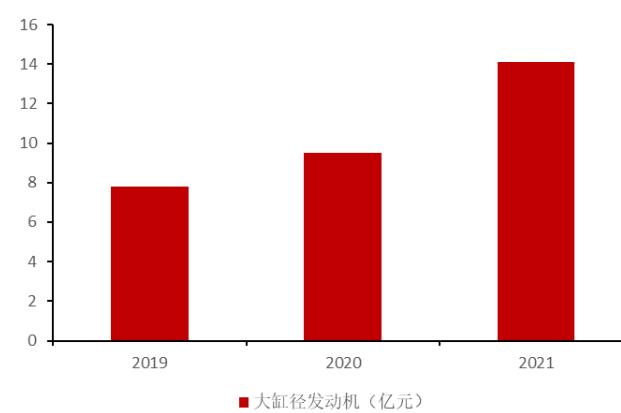
大缸径发动机的全球市场容量约15万台/年，市场规模约300亿美元，该市场目前由海外企业垄断，如卡特彼勒、康明斯、利勃海尔、MTU等。公司2009年收购法国博杜安，开始布局大缸径高端高速发动机，2021年销售5198辆，15-21年CAGR达48%，21年大缸径发动机实现收入14.1亿元，同比+49.3%；22Q1延续高速增长态势，国内外市场双双发力，销量同比+42%，公司预计于2025年达成2万台的销量目标。大缸径发动机的售价与利润更高，平均毛利率约30-40%，高于普通发动机10-20pct，随着大缸径发动机占比提升，公司盈利能力将不断增强。

图 50：公司大缸径发动机销量



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 51：公司大缸径发动机营收

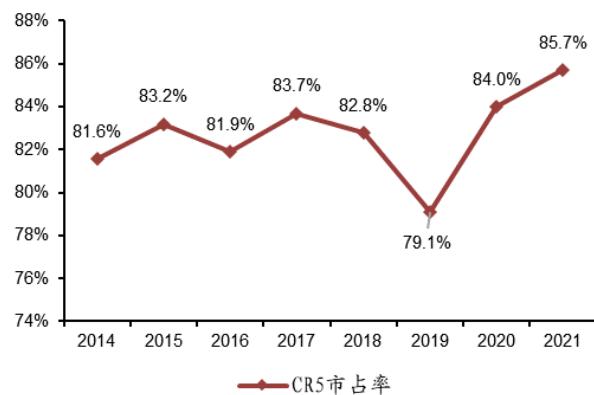


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

拓展客户配套纵深度，扩大市场份额。潍柴目前已经进入国内主流重卡主机厂的供应链，前五的配套份额更集中。(1) 2006年进入中国一汽产业链，配套产品不断丰富，19年进入一汽解放青岛LNG供应链，未来将带动公司LNG发动机销量不断提升。(2) 2020年中国重汽与公司签订合作协议，结束了14年不装载潍柴机的历史，2021年配套中国重汽发动机6.9万台，同比+73.6%，近年来配套产品从8L、10L逐步拓展至12L、13L大排量发动机和气体机等系列，未来潍柴配套中国重汽的比例有望进一步增加。(3) 陕重汽是潍柴动力的控股子公司，也是潍柴打造的黄金重卡产业链上的关键一环，潍柴配套率超过90%。陕重汽的重卡市占率维持10-15%基本稳定，是公司发动机销量的后盾。(4) 福田2001年刚进入重卡行业选择的是潍柴发动机，2008年福田与康明斯开始合作生产发动机，福田欧曼开始转向福康，潍柴更多的装载在自卸车、搅拌车这类专用车上，2017年后，由于市场需求，欧曼又重新转向潍柴发动机。(5) 东风重卡配套发动机多元，包括康明斯、玉柴、潍柴等。其中东风康明斯是合作生产，内部配套，玉柴和潍柴是外购。(6) 海外市场开拓加速。15-21年海外营收CAGR为13.4%，2021年海外营收占比42.1%，同比+7pp，主要来自海外市场恢复性增长，预计今年海外市场也会取得较快增速，有利于公司摆脱国内重卡周期影响。

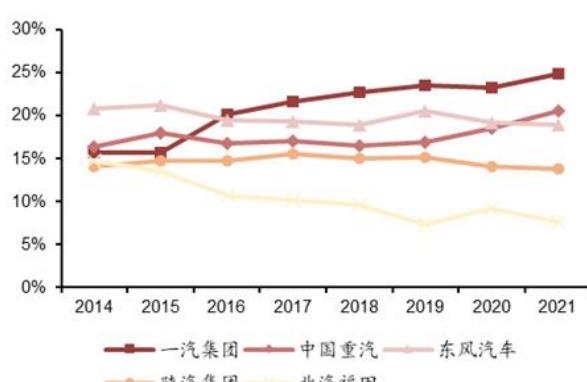
重卡市场集中度高，头部效应明显，随着排放要求的升级对技术要求越来越高，实力强的头部重卡公司未来优势将越发凸显，市占率有望继续提升，凭借优质的产品及客户渠道，未来潍柴发动机的市场份额有望持续提升。

图 52：重卡行业 CR5 市占率



数据来源：第一商用车网，西南证券整理

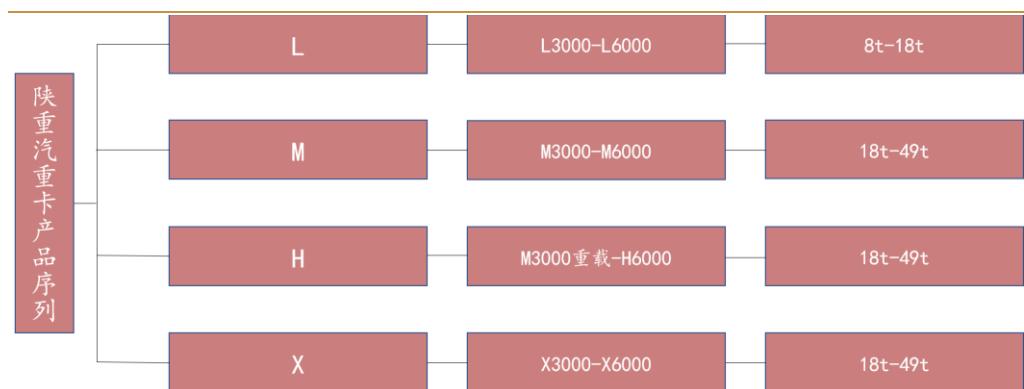
图 53：重卡 CR5 各企业市占率变化



数据来源：第一商用车网，西南证券整理

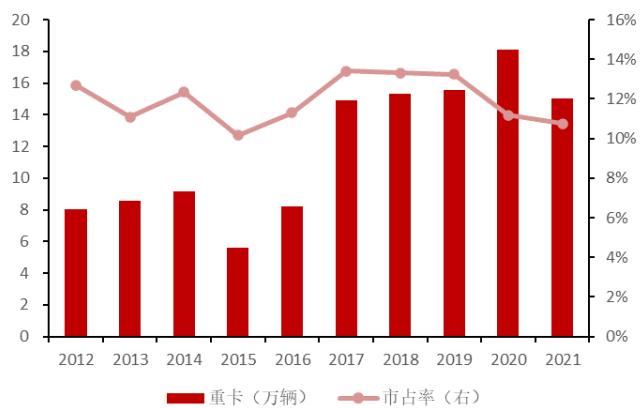
控股子公司陕重汽是国内重卡整车领先企业。重卡行业是重资产行业，高集中度可以形成规模效应以降低成本，从而支撑高昂的研发费用和生产制造费用。国内重卡行业发展成熟，市场集中度高，格局稳定，CR5占比保持在80%以上，2021年占比85.7%，同比+1.7pp，分别是一汽解放、中国重汽、东风汽车、陕重汽、福田汽车，市占率分别为24.8%、20.5%、19%、13.8%、7.6%，其中一汽解放稳居龙头，在2017年市占率首次超过20%后，目前是唯一一家市占率超过20%的企业。公司控股子公司陕重汽为全国第四大重卡整车厂商，2021年共销售重卡15万辆，维持行业第4位，未来有望保持稳定。

图 54：陕重汽重卡产品序列



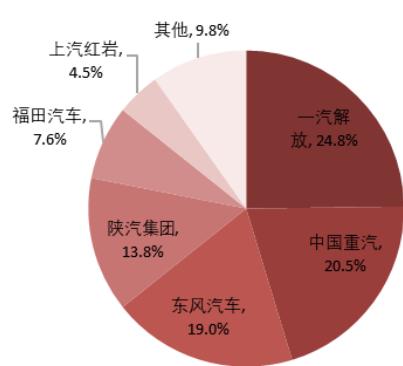
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 55：公司重卡销量及市占率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 56：2021 年重卡行业格局（按销量）

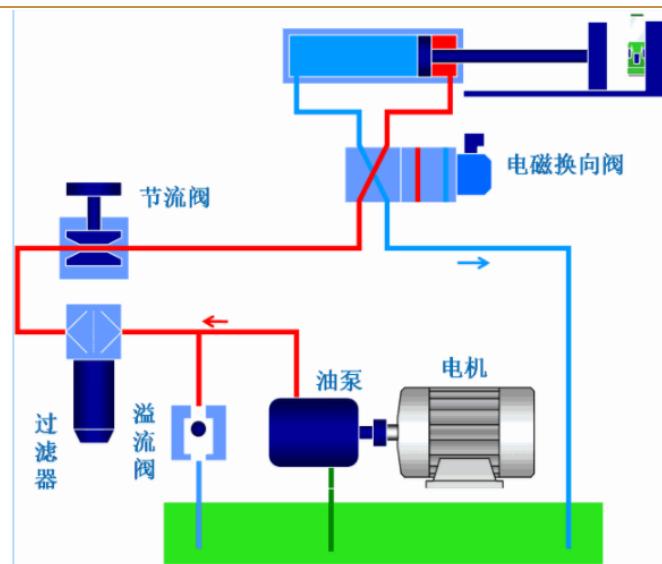


数据来源：中汽协，西南证券整理

4.2 高端液压具备国产替代机会

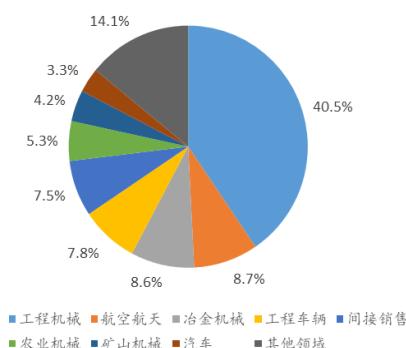
液压广泛应用于装备制造业。液压系统是工业强基领域的核心基础产品，作用是通过改变压强来增大作用力，一个完整的液压系统包括动力元件（油泵）、执行元件（马达）、控制元件（阀）、辅助元件（各类附件）和液压油。因为原动机的输出特性往往不能和执行机构的要求（力、速度、位移等）完全匹配，因此就需要某种传动装置，将原动机的输出量进行适当变换，使其满足工作机构的要求，液压系统就是用液压原理来实现这种变换功能的装置。液压技术广泛应用于装备制造业，包括工程机械、采矿业、农业、林业、市政公用设备等，尤其是工程机械领域，占到了液压系统应用领域中的 40.5%。根据国际流体动力统计委员会（ISC）和中国液压气动密封件工业协会统计，2020 年全球液压市场规模超 2500 亿元，其中国内规模占比超 30%，是全球第二大液压市场。

图 57：液压系统示意图



数据来源：电子发烧友，西南证券整理

图 58：液压系统应用领域



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

收购林德液压掌握液压核心技术。德国林德液压是一家全球化的模块化液压系统供应商，是全球高压液压技术的领先者，产品包括液压泵、液压阀、电子控制系统、外围设备、回转系统、电动马达等。林德液压原是凯傲全资子公司林德物料搬运公司的一个部门，2012年被潍柴收购，打破了西方对我国高端液压技术的垄断，2014年在山东潍坊设立了林德液压（中国）公司，是林德液压有限公司在中国乃至东南亚、南亚的研发、生产、制造和销售基地。

图 60：林德液压主要产品

图 59：液压市场规模 (亿元)



数据来源：ISC, 中国液压气动密封件工业协会，西南证券整理



数据来源：公司官网，西南证券整理

高端液压国产替代空间大。全球高端液压市场基本被国外厂商占据，如美国派克汉尼汾、德国博世力士乐、美国伊顿、日本川崎重工等，液压一直以来是我国卡脖子产品。近年来，国家不断重视核心技术攻关，明确提出到 2025 年 70% 的高端装备零部件要完成自主生产，国产替代空间大。潍柴通过林德液压布局高端液压产品，林德液压（中国）自 2015 年投产以来，营业收入保持快速增长，2021 年高端液压实现国内收入 5.6 亿元，同比+11.8%，15-21 年 CAGR 为 74.3%。从服务的客户来看，林德液压原来的客户大部分是高端客户，如卡特彼勒、沃尔沃、JCB、克拉斯、利勃海尔、阿特拉斯、约翰迪尔，进入中国后，开拓了部分中端客户，如山推、徐工、中联、三一等，客户范围不断拓展。

与潍柴发动机形成较好的协同效应。林德液压主要配套的是装载机、叉车、推土机等工程机械和农业机械，同时还广泛应用于路面机械、林业机械、海工机械等，但主要是一些小型机械，在装载机、挖掘机、工程机械等领域与潍柴发动机拥有较好的协同效应，未来配套有望持续增长。公司充分发挥发动机、液压、电控、变速箱等资源优势，成功打造挖掘机、压路机、装载机等工程机械液压动力总成以及玉米机、小麦机等农业装备液压动力总成，显著提升燃油经济性和操控舒适性，助力整车整机产品大幅提升市场竞争力。目前公司液压动力系统已完成全系列产品布局，经过批量化市场验证，相对于竞品效率提高 10%、油耗降低 15-21%、噪声降低 2 分贝以上。未来将充分发挥液压动力总成优势，通过明显的差异化竞争，进一步加大产品协同，持续开拓市场，随着定增项目投产，未来公司液压动力总成新增产能有望达 10 万套/年。

图 61：林德液压（中国）营收（亿元）

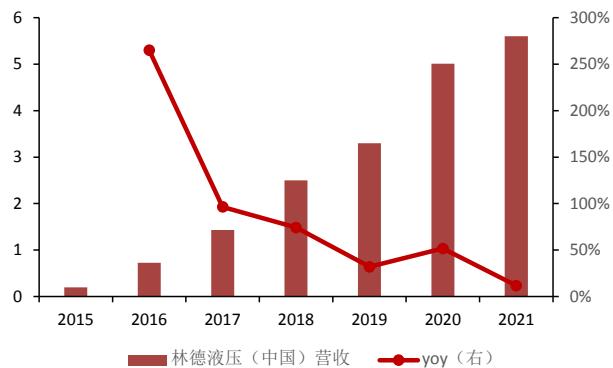


图 62：液压市场主要厂商



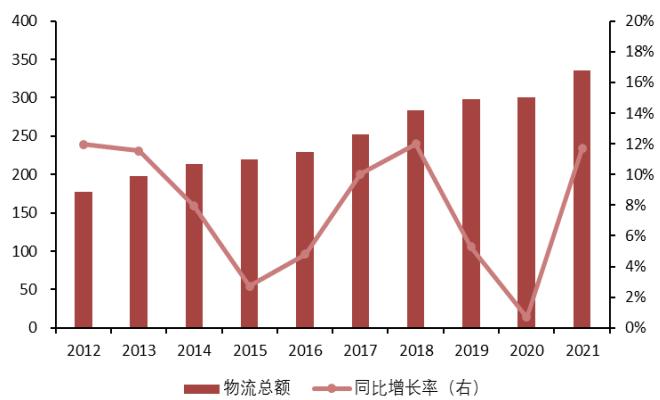
数据来源：公司公告，西南证券整理

数据来源：公司官网，西南证券整理

4.3 智能物流业务快速发展

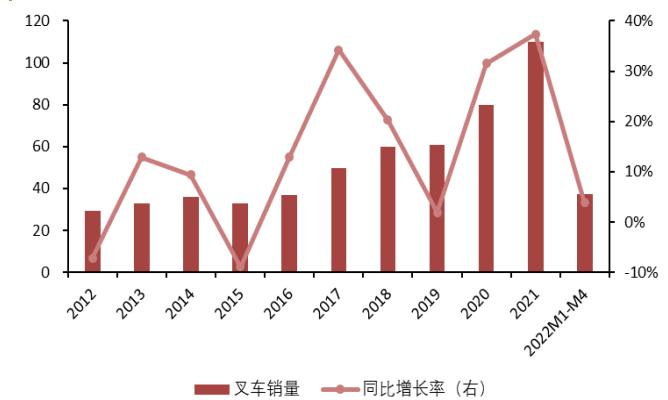
物流业发展促进叉车需求增长。叉车是一种工业搬运车辆，在物流系统中扮演着非常重要的角色，是物料搬运设备中的主力军，广泛应用于车站、港口、机场、工厂、仓库等国民经济中的各个部门，物流业的快速发展对叉车销量有明显的促进作用。近十年来我国物流行业保持稳定发展，2021年物流总额335.2万亿元，同比+11.7%，叉车销量总体保持上升趋势，2021年销量109.9万台，同比+37.4%；在汽车行业受疫情影响整体不景气的情况下，22年1-4月叉车销量37.1万台，同比+3.9%。随着物流行业持续稳定发展，叉车需求上升，公司将持续受益。

图 63：全国物流总额（万亿）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 64：全国叉车销量（万辆）



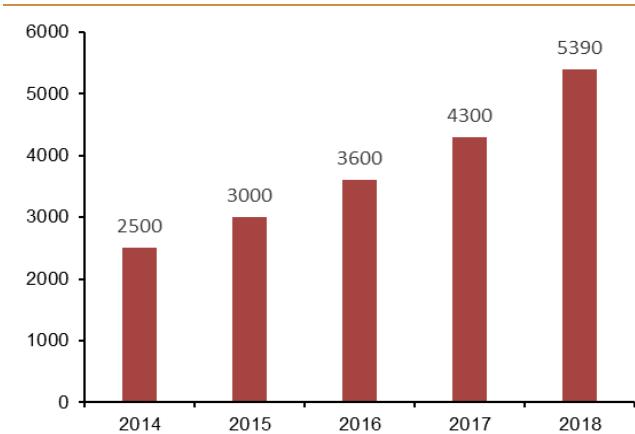
数据来源：Wind，西南证券整理

智能物流行业快速发展。智能物流系统由自动化仓库系统、自动化搬运与输送系统、自动化分拣与拣选系统、电气控制和信息管理系统等部分组成。与传统物流相比，智能物流在生产与配送的效率和准确性、实现企业信息一体化、提高空间利用率从而降低土地成本（40%-70%）、减少人工需求从而降低人工成本（2/3以上）、提高物流管理水平等方面具备明显优势。我国智能物流产业起步较晚，距发达国家还有一定差距，2018年以来，我国积极出台政策鼓励智能物流行业发展，随着工业机器人、激光扫描器、无线射频设备、生产控制软件等智能化软硬件设备加速应用，以及物联网、工业互联网、人工智能等技术的发展，智能物流渗透率不断提升，尤其在烟草、冷链、汽车、医药、机械制造等行业应用更为广泛，14-18年我国自动化立体仓库保有量CAGR超20%，根据智研咨询预测，到2025年我国智能物流行业规模有望达万亿元，5年CAGR为10.9%，前景广阔。

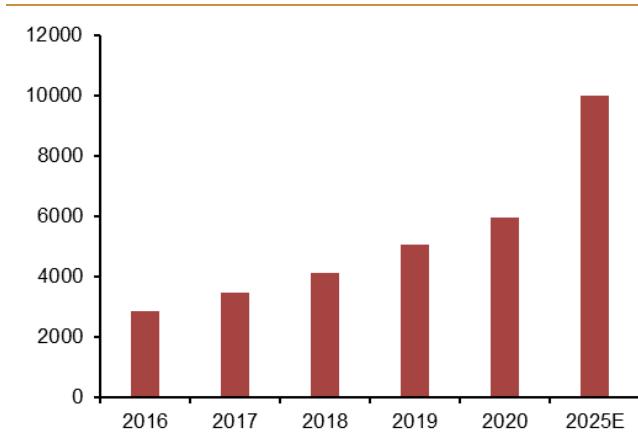
图 65：我国自动化立体仓库保有量（个）

请务必阅读正文后的重要声明部分

图 66：我国智能物流行业规模预测（亿元）



数据来源：中国物流技术协会信息中心，西南证券整理



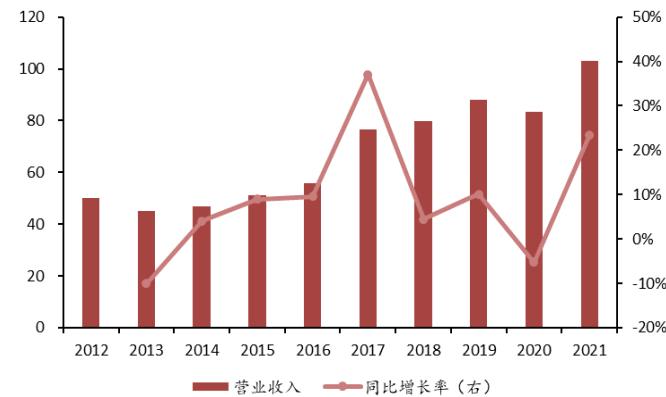
数据来源：智研咨询，西南证券整理

表 8：智能物流产业发展鼓励政策

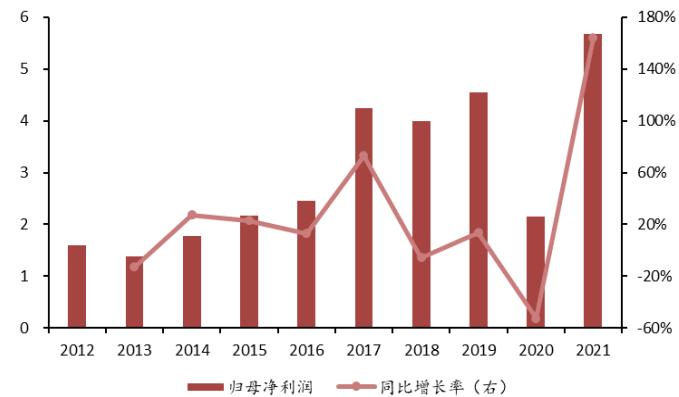
政策名称	时间	相关内容
《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》	2019.3	加快数字化终端设备的普及应用，实现物流信息采集标准化、处理电子化、交互自动化。
《关于推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》	2019.11	促进现代物流和制造业高效融合。鼓励物流、快递企业融入制造业采购、生产、仓储、分销、配送等环节，持续推进降本增效。优化节点布局，完善配套设施，加强物流资源配置共享。鼓励物流外包，发展零库存管理、生产线边物流等新型业务。推进智能化改造和上下游标准衔接，推广标准化装载单元，发展单元化物流。鼓励物流企业与制造企业协同“走出去”，提供安全可靠服务。
《关于进一步降低物流成本实施意见的通知》	2020.5	加快发展智慧物流。积极推进新一代国家交通控制网建设，加快货物管理、运输服务、场站设施等数字化升级。推进新兴技术和智能化设备应用，提高仓储、运输、分拨配送等物流环节的自动化、智慧化水平。
《推动物物流业制造业深度融合创新发展实施方案》	2020.8	推动物物流业制造业融合发展，是深化供给侧结构性改革，推动经济高质量发展的现实需要；是进一步提高物流发展质量效率，深入推动物流降本增效的必然选择；是适应制造业数字化、智能化、绿色化发展趋势，加快物流业态模式创新的内在要求。
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	2021.3	培育壮大人工智能、大数据、区块链、云计算、网络安全等新兴数字产业，提升通信设备、核心电子元器件、关键软件等产业水平。构建基于5G的应用场景和产业生态，在智能交通、智慧物流、智慧能源、智慧医疗等重点领域开展试点示范。鼓励企业开放搜索、电商、社交等数据，发展第三方大数据服务产业。促进共享经济、平台经济健康发展。
《综合运输服务“十四五”发展规划》	2021.11	着力构建协同融合的综合运输一体化服务系统、快速便捷的城乡客运服务系统、舒适顺畅的城市出行服务系统、集约高效的货运与物流服务系统、安全畅通的国际物流供应链服务系统，重点打造清洁低碳的绿色运输服务体系、数字智能的智慧运输服务体系、保障有力的安全应急服务体系、统一开放的运输服务市场体系、精良专业的从业人员保障体系，推进综合运输服务发展和提质增效。
《快递业发展“十四五”规划》	2021.12	全面建设“普惠快递、智慧快递、安全快递、诚信快递和绿色快递”。持续推进安全快递、智慧快递、绿色快递建设，持续推进高效能治理，为建设高标准市场体系、全面建设社会主义现代化国家贡献力量。

数据来源：发改委，国家邮政局，交通运输部，西南证券整理

公司已构建完整的智能物流体系。德国凯傲集团是全球领先的内部物流领域供应商，主要业务包括工业叉车、仓储技术及相关服务和供应链解决方案。2012年公司以4.67亿欧元获得凯傲25%的股权，正式切入叉车和仓储技术服务领域，随后陆续增持股票，目前持有45.2%的股份，是第一大股东，2014年实现并表。收购完成后，凯傲经营状态持续向好，2013-2021年营业收入CAGR为10.9%，归母净利润CAGR为19.3%，2021年实现营收102.9亿欧元，同比+23.4%，占公司比重39%，归母净利润5.7亿欧元，同比+164%，占公司比重35%。

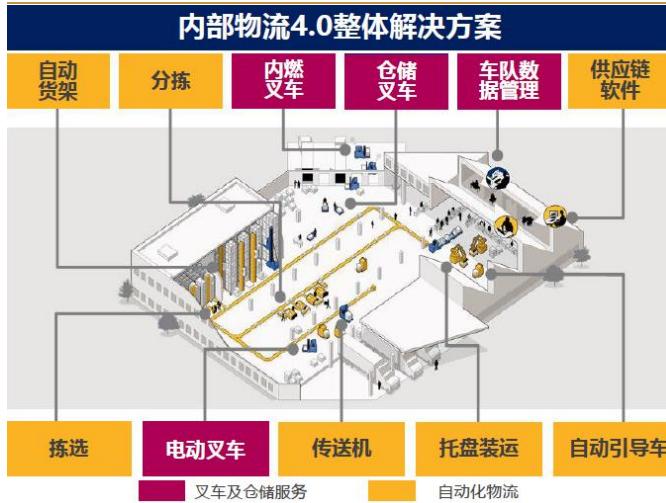
图 67：凯傲集团营收及增速（亿欧）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 68：凯傲集团净利润及增速（亿欧）


数据来源：公司公告，西南证券整理

2016 年公司支持凯傲重组德马泰克，自动化和仓储物流供应商德马泰克是一家全球性工程公司，设计、构建并生命周期支持物流解决方案，可优化工厂、仓库或配送中心从接收到运输流程所有的材料和信息流，产品包括自动导引车辆、托盘式堆垛机、自动存储检索系统、分拣机和输送机等存储分拣设备及领先的整合软件平台和自动化技术。根据 Interact analysis 统计，2020 年德马泰克是全球仓库自动化市场收入最大的供应商，21 年的市场份额为 9.6%。至此，凯傲集团和德马泰克协同发展，形成了叉车+仓储物流解决方案的一体化智能物流体系。为更好地挖掘中国市场的巨大潜力，21 年底凯傲集团在山东济南落成平衡重式叉车新工厂，并开始建设仓储技术设备新工厂。德马泰克新工厂预计将于 23Q1 投产，将生产多层穿梭车系统货架、自动导引车系统的部件以及传送带和输送系统等产品，该工厂为德马泰克在中国的第二个工厂，将使亚洲市场能更快、更全面地获得广泛的自动化产品组合。

图 69：公司内部物流 4.0 整体解决方案


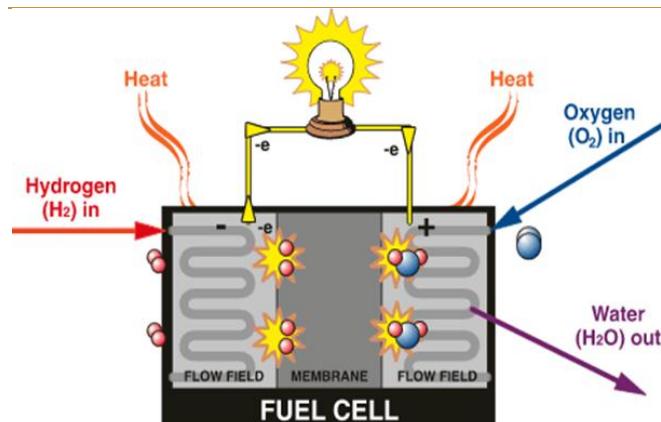
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 70：德马泰克业务现场图


数据来源：公司官网，西南证券整理

4.4 积极布局氢能产业

氢能是清洁能源的终极解决方案，政策鼓励发展。氢燃料电池是一种将氢气和氧气（空气）的化学能直接转换为电能的发电装置，本质上是一种电化学反应，具有能量转化效率高、环境友好、能量密度高等特点，被称为清洁能源的终极形态。根据国际氢能委员会预计，到2050年，氢能将承担全球18%的能源终端需求，创造超过2.5万亿美元的市场价值，氢燃料电池汽车将占据全球车辆的20%-25%，届时将成为与汽油、柴油并列的终端能源体系消费主体。我国积极鼓励出台政策鼓励氢能产业发展，从产业规划、发展路线和补贴扶持全方位支持燃料电池产业发展。近期，国家发改委发布了《氢能产业发展中长期规划（2021-2035年）》，预计到2025年，燃料电池车辆保有量约5万辆，可再生能源制氢量达到10-20万吨。

图 71：氢燃料电池工作原理


数据来源：中国能源网，西南证券整理

图 72：全球燃料电池汽车保有量（辆）


数据来源：香橙会研究院，西南证券整理

表 9：氢能产业鼓励政策

政策名称	时间	相关内容
《“十五”国家高技术研究发展规划（863计划）电动汽车重大专项》	2002.7	确立了我国“三横三纵”的新能源汽车产业布局
《“十一五”科学技术发展规划》	2006.1	将氢能与燃料电池技术列入超前部署的前沿技术，开展重点研究
《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020）》	2012.6	积极推进燃料电池技术与国际同步发展，制定实行产业化主要目标
《节能与新能源汽车技术路线图1.0》	2016.10	制定燃料电池汽车发展总体思路，初步确立发展规模目标和技术路径
《汽车产业中长期发展规划》	2017.4	逐步扩大燃料电池汽车试点示范范围；到2025年，新能源汽车占汽车产销20%以上，动力电池系统比能量达到350瓦时/公斤。
《关于开展燃料电池汽车示范应用的通知》	2020.9	为燃料电池汽车示范应用提供经济、安全稳定的氢源保障，探索发展绿氢，有效降低车用氢能成本等
《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》《节能与新能源汽车技术路线图2.0》	2020.10	进一步确定燃料电池汽车发展目标及规划；未来2030年-2035年，实现氢能及燃料电池汽车的大规模的应用，燃料电池汽车保有量可达到100万辆左右
《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》	2020.11	探索建设氢燃料运输管道，逐步降低氢燃料储运成本；推进加氢基础设施建设；到2025年，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%左右
《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	2021.2	因地制宜发展水能、地热能、海洋能、氢能、生物质能、光热发电；加强新能源汽车充换电、加氢等配套设施建设
《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》	2021.10	推动加氢站建设；推进高效率太阳能电池、可再生能源制氢；加强氢能生产、储存、应用关键技术研发；到2025年，单位国内生产总值二氧化碳排放比2020年下降18%；非化石能源消费比重达到20%左右；
《2030年前碳达峰行动方案》	2021.10	积极扩大电力、氢能、天然气、先进生物液体燃料等新能源、清洁能源在交通运输领域应用
《综合运输服务“十四五”发展规划》	2021.11	加快充换电、加氢等基础设施规划布局和建设；到2025年，城市公交、出租汽车、城市物流配送领域新能源汽车占比达72%、35%、20%

政策名称	时间	相关内容
《“十四五”工业绿色发展规划》	2021.12	加快氢能技术创新和基础设施建设，推动氢能多元化利用
《关于组织开展第三批城市绿色货运配送示范工程申报工作的通知》	2021.12	鼓励城市制定货运配送车辆电动化替代，电力、氢燃料、液化天然气动力重型货运车辆推广等计划
《“十四五”现代能源体系规划》	2022.3	适度超前部署一批氢能项目，着力攻克可再生能源制氢和氢能储运、应用及燃料电池等核心技术；到2025年，非化石能源消费比重提高到20%左右，非化石能源发电量比重达到39%左右：“十四五”期间能源研发经费投入年均增长7%以上，新增关键技术突破领域达到50个左右
《氢能产业发展中长期规划(2021-2035年)》	2022.3	到2025年，形成较为完善的氢能产业发展制度政策环境，氢能示范应用取得明显成效；基本掌握核心技术和制造工艺，燃料电池车辆保有量约5万辆，部署建设一批加氢站，可再生能源制氢量达到10-20万吨/年
《2022年能源工作指导意见》	2022.3	因地制宜开展可再生能源制氢示范，加快新型储能、氢能等低碳零碳负碳重大关键技术研究；非化石能源占能源消费总量比重提高到17.3%左右

数据来源：发改委，国务院，工信部，西南证券整理

氢燃料电池重卡应用有望加速。当前氢燃料电池市场以大中客和中卡为主，主要由于中小功率燃料电池系统可以与此类车辆所需的马力适配，同时可以获取较大的补贴优惠，另外大中客主要的应用为城市公交，受政策的支持力度大，且路线和运行场景相对固定，因此发展也更为快速。未来在技术发展和补贴驱动下，燃料电池功率增大，氢燃料电池重卡应用将加速，同时由于氢燃料电池在能量密度、补能时间、续航等方面优于纯电动汽车，因而在重卡的新能源转型中，氢燃料电池重卡有望成为比纯电重卡更好的选择。

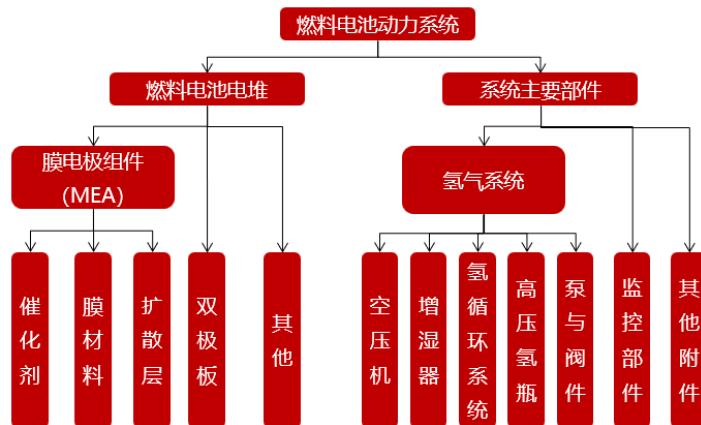
表 10：不同类型能源能量密度

能源类型	质量能量密度(MJ/kg)
液氢	120
压缩氢气(700bar)(298.15K)	120
压缩氢气(350bar)(298.15K)	120
柴油	43.4
汽油	41.6
锂电池 (NCA)	1.08

数据来源：GGII，西南证券整理

公司已掌握氢燃料电池全产业链布局，未来有望取得先发优势。公司2016年起开始布局氢能产业，16年投资苏州弗尔塞能源，在氢燃料电池客车、重卡等产品开发方面进行合作；与博世签署全面战略合作框架协议，内容包括建立国际先进的燃料电池汽车技术创新链和产业链，共同合作开发生产氢燃料电池及相关部件等；18年与固态氧化物燃料电池供应商英国锡里斯动力签署战略合作协议，与全球氢燃料电池龙头企业加拿大巴拉德动力签署战略合作协议；20年正式建成2万套级产能的燃料电池发动机和电堆生产线；21年与瑞士飞速集团战略合作，发力核心部件空压机。目前公司已实现氢燃料电池全产业链布局（双极板、电堆、空压机、电机、电控等），覆盖50kW-200kW产品，应用配套订单也稳步增长，将依托全国唯一的国家燃料电池技术创新中心，实现核心技术自主可控和应用全领域场景覆盖。

图 73：氢燃料电池系统结构



数据来源：GGII，西南证券整理

图 74：公司燃料电池发动机产品

50kW轻卡/客车用燃料电池发动机



80kW客车用燃料电池发动机



120kW中重卡/客车用燃料电池发动机



160kW重卡用燃料电池发动机



200kW重卡用燃料电池发动机



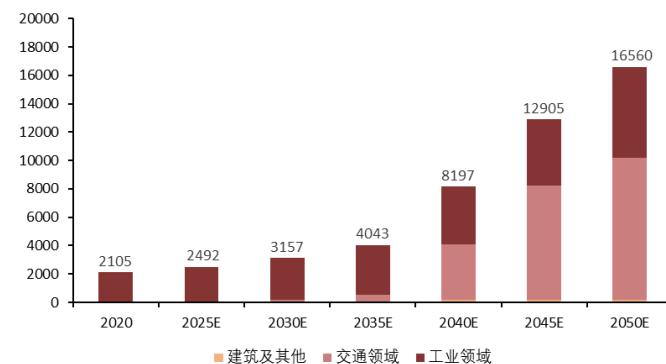
数据来源：公司官网，西南证券整理

在“碳达峰、碳中和”的战略背景下，我们认为，新能源重卡、新能源叉车等将加速替代传统燃油类型。当前氢能行业尚处于萌芽期，根据《中国氢能产业发展报告 2020》，到 2025/2035/2050 年，氢燃料电池系统单位成本将从 10000 元/kw 下降至 3500/1000/500 元/kw，重卡系统功率在 2025/2050 年提升至 150/300kw，百公里氢耗下降至 8/6.5kg，大幅降低整车运营成本，氢燃料电池渗透率有望逐步提升。公司前瞻把握战略发展机遇，积极推进新能源战略落地，有望在未来取得先发优势。

图 75：我国燃料电池汽车销量



图 76：中国氢能需求预测 (万吨)



数据来源：中汽协，西南证券整理

数据来源：中国氢能联盟，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：22H1 重卡行业受市场降温及疫情影响持续低迷，随着稳经济一揽子政策出台及消费信心恢复，基建、物流等需求提升，预计 22H2 重卡行业在同期低基数背景下将迎来恢复性增长，预计重卡行业销量 80-100 万辆，22/23/24 年公司发动机销量 67/80/96 万台，同比 -34%/+19%/+20%；

假设 2：大缸径发动机占比提升，高端液压国产替代进程加速，带动 ASP 及盈利能力持续提升，预计 22/23/24 年整车级关键零部件毛利率为 15%/16%/17%；公司在重卡以外非道路市场持续发力，预计 22/23/24 年非道路发动机销量分别为 24/30/38 万台，占比分别提升至 36%/38%/40%；

假设 3：物流业及工业互联网的快速发展促进公司智能物流业务增长，随着国内新产能落地，凯傲+德马泰克形成的叉车+仓储物流解决方案的一体化智能物流体系市场将进一步开拓，预计 22/23/24 年公司智能物流业务同比 +10%/+20%/+25%。

表 11：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
整车及关键零部件	收入	1,043.06	730.1	839.7	974.0
	增速	-9.9%	-30.0%	15.0%	16.0%
	成本	872.61	620.6	705.3	808.4
	毛利率	16.3%	15.0%	16.0%	17.0%
智能物流	收入	784.80	863.3	1035.9	1294.9
	增速	20.8%	10.0%	20.0%	25.0%
	成本	594.61	673.4	797.7	984.1
	毛利率	24.2%	22.0%	23.0%	24.0%
其他汽车零部件	收入	130.64	143.7	158.1	173.9
	增速	23.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	108.14	117.8	129.6	142.6
	毛利率	17.2%	18.0%	18.0%	18.0%
其他主营业务	收入	76.97	68.5	75.3	82.8
	增速	23.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	64.10	57.0	62.7	69.0
	毛利率	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%
合计	收入	2035.5	1805.6	2109.0	2525.7
	增速	3.1%	-11.3%	16.8%	19.8%

	成本	1639.5	1468.9	1695.3	2004.2
	毛利率	19.5%	18.7%	19.6%	20.6%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 1806、2109 和 2526 亿元, CAGR 为 7.5%, 归母净利润分别为 72、95 和 122 亿元, CAGR 为 9.7%, EPS 分别为 0.82、1.09 和 1.40 元。

5.2 绝对估值

关键假设如下:

- 1) 无风险利率: 10 年期国债到期收益率;
- 2) β 系数: 公司上市以来相对于沪深 300 指数的 β 作为公司的无杠杆 β 系数近似值;
- 3) 有效税率: 15%。

表 12: 绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	3
过渡期增长率	7.00%
永续期增长率	2.50%
无风险利率	2.84%
市场组合报酬率	10.91%
β 系数	0.89
债务资本比重	22.29%
债务资本成本	5.60%
有效税率	15.00%
股权资本成本	11.39%
无杠杆成本	10.01%
WACC	9.92%

数据来源: 西南证券

表 13: FCFE 估值结果

FCFE 估值	现金流折现值 (亿元)
股票价值	1475.80
每股价值	16.91

数据来源: 西南证券

表 14: FCFE 估值敏感性分析

Ke 永续增长率	9.89%	10.39%	10.89%	11.39%	11.89%	12.39%	12.89%
1.0%	17.98	16.95	16.03	15.19	14.44	13.74	13.11

Ke 永续增长率	9.89%	10.39%	10.89%	11.39%	11.89%	12.39%	12.89%
1.5%	18.74	17.61	16.61	15.71	14.89	14.15	13.48
2.0%	19.59	18.36	17.26	16.28	15.40	14.60	13.88
2.5%	20.57	19.19	17.98	16.91	15.95	15.09	14.31
3.0%	21.68	20.14	18.80	17.62	16.57	15.64	14.80
3.5%	22.96	21.23	19.73	18.42	17.27	16.24	15.33
4.0%	24.47	22.49	20.79	19.33	18.05	16.92	15.92

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 16.91 元。

5.3 相对估值

我们选取了行业中与潍柴动力业务较为相近的四个公司中国重汽、一汽解放、中集车辆、东风汽车，2022-24 年平均 PE 为 18/15/13 倍。潍柴动力未来最大的看点有三个：1) 重卡行业复苏，公司非道路产品拓展，发动机龙头销量持续增长；2) 大缸径发动机、高端液压等高附加值产品占比提升，推动公司 ASP 及盈利能力改善；3) 物流业稳健发展推动公司智能物流业务不断增长，前瞻布局氢能全产业链，有望取得先发优势。结合对标公司的估值和目前潍柴动力的业务布局，给予公司 2022 年 20 倍 PE，对应目标价 16.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 15：可比公司估值（截止 2022.7.22 收盘）

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
000951.SZ	中国重汽	13.98	0.88	0.82	1.12	1.46	19.12	17.10	12.44	9.61
000800.SZ	一汽解放	8.76	0.84	0.94	1.02	1.19	12.27	9.35	8.60	7.34
600006.SH	东风汽车	7.16	0.19	0.27	0.35	0.41	36.64	26.13	20.43	17.29
301039.SZ	中集车辆	9.72	0.45	0.47	0.56	0.54	28.74	20.58	17.51	18.08
平均值							24.19	18.29	14.74	13.08

数据来源：Wind 一致性预期，西南证券整理

6 风险提示

- (1) 重卡复苏不及预期的风险。经济复苏及消费信心恢复不及预期，影响基建投资、物流运输等，从而影响公司整车及零部件销量。
- (2) 高端液压国产替代不及预期的风险。高端液压市场主要被海外厂商占据，公司产品替代不及预期导致业务扩张较慢。

- (3) 农机及大缸径发动机市场开拓不及预期的风险。农机及大缸径发动机作为公司新业务重要部分，市场开拓不及预期会影响公司非重卡业务的增长。
- (4) 海外市场开拓不及预期的风险。受海外原材料价格上涨、经济衰退等影响，导致海外市场开拓可能不及预期。
- (5) 汇率波动风险。公司海外市场开拓加速，人民币汇率波动将影响公司商品出口及盈利水平。
- (6) 氢燃料电池商业化推广不及预期的风险。当前产业仍处于起步期，成本下降不及预期导致公司氢能产业推广速度较慢。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2035.48	1805.59	2108.99	2525.66	净利润	115.62	89.86	119.03	152.82
营业成本	1639.47	1468.85	1695.35	2004.16	折旧与摊销	105.97	58.02	60.12	60.77
营业税金及附加	7.97	7.07	8.26	9.89	财务费用	-4.50	0.31	-0.48	-2.75
销售费用	109.03	95.70	112.83	141.44	资产减值损失	-6.88	-6.07	-6.53	-6.49
管理费用	80.56	140.84	166.61	207.10	经营营运资本变动	8.44	-26.01	24.07	38.05
财务费用	-4.50	0.31	-0.48	-2.75	其他	-72.07	-0.59	-12.26	7.60
资产减值损失	-6.88	-6.07	-6.53	-6.49	经营活动现金流净额	146.58	115.53	183.95	250.00
投资收益	4.42	4.42	4.42	4.42	资本支出	-25.36	-100.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	3.96	0.73	1.00	1.41	其他	-28.73	38.73	5.42	5.83
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-54.09	-61.27	5.42	5.83
营业利润	138.89	104.05	138.37	178.13	短期借款	-35.09	27.78	70.00	-120.00
其他非经营损益	1.66	1.66	1.66	1.66	长期借款	8.80	0.00	0.00	0.00
利润总额	140.55	105.71	140.03	179.79	股权融资	128.67	0.00	0.00	0.00
所得税	24.93	15.86	21.00	26.97	支付股利	-36.48	-15.64	-12.16	-16.10
净利润	115.62	89.86	119.03	152.82	其他	-34.67	-99.35	0.48	2.75
少数股东损益	23.07	17.93	23.75	30.50	筹资活动现金流净额	31.23	-87.21	58.32	-133.36
归属母公司股东净利润	92.54	71.92	95.27	122.32	现金流量净额	122.61	-32.95	247.69	122.47
资产负债表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	750.43	717.48	965.18	1087.65	成长能力				
应收和预付款项	304.12	260.09	305.69	366.70	销售收入增长率	3.07%	-11.29%	16.80%	19.76%
存货	315.85	282.73	342.06	397.80	营业利润增长率	11.46%	-25.08%	32.98%	28.73%
其他流动资产	235.98	91.59	96.25	102.65	净利润增长率	2.55%	-22.28%	32.47%	28.39%
长期股权投资	67.13	67.13	67.13	67.13	EBITDA 增长率	11.29%	-32.44%	21.94%	19.26%
投资性房地产	6.47	6.47	6.47	6.47	获利能力				
固定资产和在建工程	392.20	463.81	433.32	402.19	毛利率	19.46%	18.65%	19.61%	20.65%
无形资产和开发支出	439.68	410.34	381.00	351.66	三费率	9.09%	13.12%	13.23%	13.69%
其他非流动资产	258.59	258.29	258.00	257.70	净利率	5.68%	4.98%	5.64%	6.05%
资产总计	2770.44	2557.93	2855.10	3039.94	ROE	11.23%	8.08%	9.76%	11.27%
短期借款	22.22	50.00	120.00	0.00	ROA	4.17%	3.51%	4.17%	5.03%
应付和预收款项	749.46	689.28	791.19	934.24	ROIC	30.86%	22.31%	29.23%	42.72%
长期借款	129.07	129.07	129.07	129.07	EBITDA/销售收入	11.81%	8.99%	9.39%	9.35%
其他负债	840.08	577.19	595.58	620.65	营运能力				
负债合计	1740.83	1445.53	1635.83	1683.95	总资产周转率	0.74	0.68	0.78	0.86
股本	87.27	87.27	87.27	87.27	固定资产周转率	6.27	5.16	5.75	7.21
资本公积	122.55	122.55	122.55	122.55	应收账款周转率	12.11	10.80	12.72	12.78
留存收益	507.82	564.10	647.22	753.45	存货周转率	4.97	4.66	5.28	5.34
归属母公司股东权益	709.07	773.92	857.03	963.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.79%	—	—	—
少数股东权益	320.55	338.48	362.24	392.73	资本结构				
股东权益合计	1029.62	1112.40	1219.27	1355.99	资产负债率	62.84%	56.51%	57.29%	55.39%
负债和股东权益合计	2770.44	2557.93	2855.10	3039.94	带息债务/总负债	12.10%	16.49%	18.85%	11.19%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	流动比率	1.39	1.57	1.63	1.78
EBITDA	240.36	162.39	198.01	236.15	速动比率	1.12	1.25	1.30	1.42
PE	11.48	14.77	11.15	8.68	股利支付率	39.42%	21.75%	12.76%	13.16%
PB	1.50	1.37	1.24	1.10	每股指标				
PS	0.52	0.59	0.50	0.42	每股收益	1.06	0.82	1.09	1.40
EV/EBITDA	1.21	1.50	0.33	-0.75	每股净资产	8.13	8.87	9.82	11.04
股息率	3.43%	1.47%	1.14%	1.52%	每股经营现金	1.68	1.32	2.11	2.86
					每股股利	0.42	0.18	0.14	0.18

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

行业评级

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	郑龑	广州销售负责人、销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn