

上海证券  
SHANGHAI SECURITIES

## 重卡动力国内领跑，多业务协同打开业务增长新空间

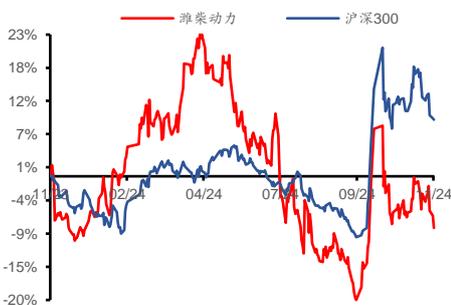
## 增持 (首次)

行业：汽车  
日期：2024年11月27日分析师：仇百良  
E-mail: qiubailiang@shzq.com  
SAC 编号: S0870523100003  
分析师：李煦阳  
E-mail: lixuyang@shzq.com  
SAC 编号: S0870523100001  
分析师：刘昊楠  
E-mail: liuhaonan@shzq.com  
SAC 编号: S0870524090002

## 基本数据

最新收盘价 (元)	13.10
12mth A 股价格区间 (元)	11.72-18.49
总股本 (百万股)	8,726.56
无限售 A 股/总股本	56.94%
流通市值 (亿元)	905.50

## 最近一年股票与沪深 300 比较



## 相关报告:

《补贴幅度超预期有望刺激重卡置换需求，关注天然气重卡、新能源重卡等结构性机遇》

——2024年8月3日

## ■ 投资摘要

深耕发动机领域二十余年，以内燃机为中心，多元化布局全面发展。公司主营业务涵盖动力系统、商用车、农业装备、智慧物流等板块，拥有潍柴动力发动机、陕汽重卡、潍柴雷沃智慧农业、法士特变速器、汉德车桥等国内外知名品牌。潍柴净利与重卡行业销量有较高的关联度，随着海外并购多元发展成果逐步显现，2023 年开始净利增速显著强于行业销量和营收增速。2023 年营收和净利重回正轨，24H1 营收保持稳定，净利持续高增长。24Q1-Q3 公司营收 1619.54 亿元，同比+0.98%；归母净利润 84.01 亿元，同比+29.23%。

**黄金动力链的炼成：潍柴发动机+法士特变速器+汉德车桥。**发动机是重卡最核心的零部件，价值量占整车 30-40%。重卡发动机市场集中度高，潍柴凭借天然气发动机优势获得重汽和一汽解放的天然气重卡配套，黄金动力链吸引着陕重汽、徐工、大运等厂商基本使用潍柴进行配套。公司动力链产品销量稳步提升，重卡发动机市占率超 40%、天然气重卡发动机市占率超 60%。2024H1，公司销售各类发动机 40 万台，同比增长 9.8%；变速器 47.7 万台，同比增长 12.1%；车桥 42.8 万根，同比增长 18.7%。

**大缸径发动机高附加值市场前景广阔，是再造公司发动机板块的新赛道。**全球市场容量每年可达 200 亿美元，附加值极高，随着 AI 时代的到来，用于数据存储的大数据中心建设将会给大缸径发动机带来极大的市场空间，谭总指出这是一条再造潍柴发动机板块的新赛道。2023 年，公司 M 系列大缸径高功率密度发动机销售 8100 余台，同比增长 38%，突破全球大数据工程中心、矿卡等高端市场。2024 年前三季度 M 系列大缸径高速发动机销量近 6000 台，产品结构持续优化，以数据中心为代表的高端化产品占比提升明显。

公司多元化业务发展，凯傲叉车和供应链业务盈利能力显著增强，潍柴雷沃 24H1 智慧农业业务营收实现高增。24H1 凯傲实现净利润 1.82 亿欧元，同比增长 24.1%；调整后息税前利润率 7.8%，凯傲积极推动盈利能力增长，规划 2027 年实现调整后息税前利润率>10%。潍柴雷沃销售收入同比增长 28%，创历史新高；农机产品整体销量同比增长 17%，规模稳居行业第一。

## ■ 投资建议

公司凭借潍柴发动机+法士特变速器+汉德车桥黄金动力链在重卡领域极具竞争力，布局高附加值、市场前景广阔的大缸径发动机有望再造公司发动机板块，随着海外并购多元发展成果逐步显现，2023 年开始业绩增速显著强于行业销量和营收增速。预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 107.46/122.51/137.49 亿元，同比分别 +19.21%/+14.01%/+12.22%。2024 年 11 月 26 日收盘价对应的 PE 分别为 10.64X/9.33X/8.31X。首次覆盖，给予“增持”评级。

## ■ 风险提示

宏观经济和政治局势存在不确定性风险，货运市场不景气、重卡行业销量不及预期风险，油气价差缩小、天然气重卡销量和渗透率不及预期风险。

## ■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	213958	216724	237789	259006
年增长率	22.2%	1.3%	9.7%	8.9%
归母净利润	9014	10746	12251	13749
年增长率	83.8%	19.2%	14.0%	12.2%
每股收益 (元)	1.03	1.23	1.40	1.58
市盈率 (X)	12.68	10.64	9.33	8.31
市净率 (X)	1.44	1.30	1.14	1.00

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2024 年 11 月 26 日收盘价)

## 目 录

<b>1 重卡发动机龙头，多元化产品布局</b> .....	<b>5</b>
1.1 深耕发动机领域二十余年，产业链布局不断扩张.....	5
1.2 营收及净利润重回正轨，毛利迅速回升.....	7
1.3 国资控股保障经营，股权激励目标彰显公司信心.....	9
<b>2 自然置换需求和出口渗透等因素驱动中长期重卡销量提升，整车及动力系统有望受益</b> .....	<b>11</b>
2.1 重卡行业周期性显著，宏观因素对行业影响大.....	11
2.2 发动机等核心零部件有望受益重卡行业稳定增长.....	14
<b>3 公司聚焦重卡发动机，多元业务助力发展</b> .....	<b>17</b>
3.1 黄金动力链的炼成：潍柴发动机+法士特变速器+汉德车桥.....	17
3.2 大缸径发动机：高价值量产品市场前景广阔.....	20
3.3 陕重汽盈利恢复，市占率提升.....	21
3.4 凯傲盈利能力持续恢复，叉车业务全球排名第二.....	22
<b>4 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>25</b>
4.1 盈利预测.....	25
4.2 投资建议.....	26
<b>5 风险提示：</b> .....	<b>26</b>

## 图

图 1：公司主要发展历程.....	5
图 2：2020-2024 前三季度公司营收情况.....	7
图 3：2020-2024 前三季度公司归母净利润情况.....	7
图 4：2020-2024H1 公司营收拆分（单位：亿元）.....	7
图 5：2020-2024H1 公司营收占比.....	7
图 6：2020-2024H1 公司毛利及毛利率情况.....	8
图 7：2020-2024H1 公司分业务毛利率情况.....	8
图 8：2019-24H1 公司分地区毛利率情况.....	8
图 9：2019-24H1 公司分地区营收情况（亿元）.....	8
图 10：重卡销量增速、潍柴营收和归母净利润增速对比.....	9
图 11：公司股权结构（截至 24H1）.....	9
图 12：重卡销量驱动因素拆解.....	11
图 13：重卡保有量及公路货物周转量情况（单位：万辆、亿吨公里）.....	12
图 14：半挂车内销、重卡保有量、公路货运周转量同比增速对比.....	12
图 15：底盘与基建、房地产开发投资的累计同比增速关联度较高.....	12
图 16：自然更新需求测算（单位：万辆）.....	13
图 17：重卡出口量（单位：万辆）.....	14
图 18：重卡整体、内销、出口增速对比.....	14
图 19：潍柴 WP13 发动机.....	15

图 20: 重卡发动机月度配套率 .....	15
图 21: 潍柴蓝擎 13L/15L/17L 产品展示 .....	17
图 22: 法士特智行 AMT .....	19
图 23: 2019-24H1 变速箱销量情况.....	19
图 24: 2019-24H1 法士特营收情况.....	19
图 25: 2019-24H1 法士特净利情况.....	19
图 26: 潍柴动力大缸径发动机产品示意图 .....	21
图 27: 陕重汽 2019-24H1 营收情况.....	21
图 28: 陕重汽 2019-24H1 净利润情况 .....	21
图 29: 凯傲品牌及产品示意图 .....	22
图 30: 凯傲的全面解决方案覆盖供应链和物料搬运.....	22
图 31: 凯傲 2019-24H1 营收情况 .....	23
图 32: 凯傲 2019-24H1 净利润情况.....	23
图 33: 凯傲 2027 战略.....	24

## 表

表 1: 公司主营业务及产品 .....	6
表 2: 公司全球重点业务布局.....	6
表 3: 公司股权激励业绩考核目标 .....	10
表 4: 老旧营运货车报废更新补贴标准 .....	14
表 5: 重卡发动机主要厂家及产品概况 .....	16
表 6: 发动机经营分部营收及业绩情况 (单位: 亿元) .....	18
表 7: 2023 年全球叉车供应商前 5 强.....	23
表 8: 凯傲集团 2024 财年预测 .....	24
表 9: 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 亿元人民币) .....	25
表 10: 可比公司估值 .....	26

# 1 重卡发动机龙头，多元化产品布局

## 1.1 深耕发动机领域二十余年，产业链布局不断扩张

以内燃机为中心，多元化布局，全面发展。潍柴动力成立于2002年，并分别于2004年、2007年实现港、深两地上市。公司主营业务涵盖动力系统、商用车、农业装备、智慧物流等业务板块，拥有潍柴动力发动机、陕汽重卡、潍柴雷沃智慧农业、法士特变速器、汉德车桥等国内外知名品牌。2023年实现营业收入2139.58亿元，归母净利润90.14亿元，位列中国跨国公司100大第22位，跨国指数48.57%。

图 1：公司主要发展历程



资料来源：潍柴集团官网，选车网，上海证券研究所

公司主要产品包括全系列发动机、变速箱、车桥、液压产品、重型汽车、叉车、供应链解决方案、农业装备等，其中，发动机产品远销全球150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：公司主营业务及产品

主营业务	产品	图示	公司
动力系统业务	发动机		潍柴动力
	变速箱		法士特
	车桥		汉德车桥
商用车业务	重卡		陕西重汽
智慧物流业务	叉车 供应链解决方案		凯傲集团
农业装备业务	拖拉机 收获机械		潍柴雷沃

资料来源：公司官网，公司年报，上海证券研究所

表 2：公司全球重点业务布局

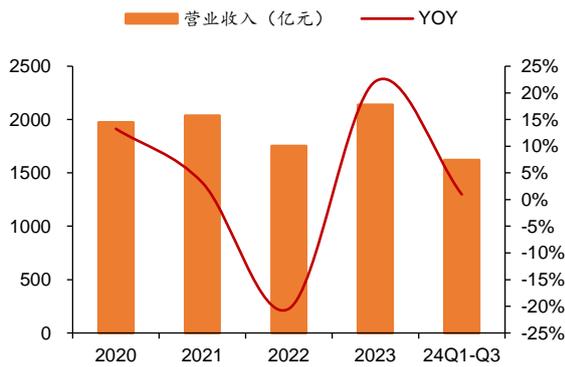
公司	国别	投资年份	比例	主营业务
陕西重汽	中国	2005 年	51.00%	产品覆盖重型卡车、重型车桥及汽车后市场等领域
法士特	中国	2005 年	51.00%	全球最大的商用车变速器生产基地和世界高品质汽车传动系统供应商。现已形成年产销汽车变速器 120 万台、齿轮 5000 万只和汽车铸锻件 20 万吨的综合生产能力，商用汽车变速器市场保有量超过 1100 万台，国内市场占有率超过 70%。
汉德车桥	中国	2005 年	97.06%	具备年产各类桥总成 150 万根的生产能力，年产值超 130 亿元。
潍柴雷沃	中国	2021 年	61.10%	旗下收获机械、拖拉机等业务连续多年保持行业领先，是国内少数可以为现代农业提供全程机械化整体解决方案的品牌之一。
潍柴火炬	中国	2005 年	70.12%	主导产品火花塞为国内外众多汽车、摩托车、汽油机和燃气发动机厂家配套，系国内主机、售后及出口市场的火花塞主流供应商。
凯傲集团	德国	2012 年	46.52%	凯傲集团是工业车辆和供应链解决方案领域全球领先的供应商。其专业实力覆盖包括叉车、仓储技术设备在内的工业车辆，以及有助提高供应链运转效率的集成自动化技术设备、软件解决方案及所有相关服务。
德马泰克	美国	2016 年	46.52%	为仓库、配送中心和生产设施设计、打造、实施自动化系统解决方案。
林德液压	德国	2012 年	100.00%	作为少数掌握高端液压技术的公司，将其液压技术引入中国，于 2014 年成立潍柴液压，2019 年 7 月年产能 10 万套潍柴林德液压产业园投产。

资料来源：公司官网，Wind，经济导报，上海证券研究所

## 1.2 营收及净利润重回正轨，毛利迅速回升

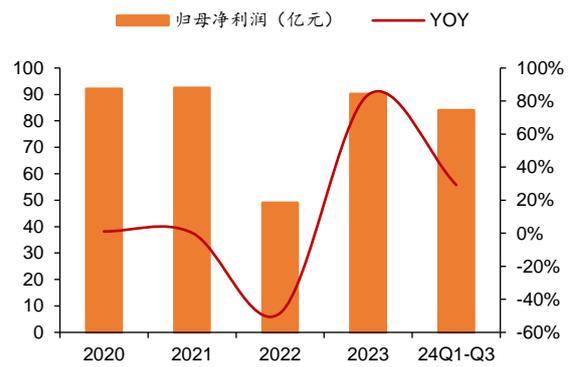
2023年营收和归母净利润重回正轨，24H1营收保持稳定，归母净利润持续高增长。2023年公司营收2139.58亿元，同比+22.15%；归母净利润90.14亿元，同比+83.77%。24Q1-Q3公司营收1619.54亿元，同比+0.98%；归母净利润84.01亿元，同比+29.23%。

图 2：2020-2024 前三季度公司营收情况



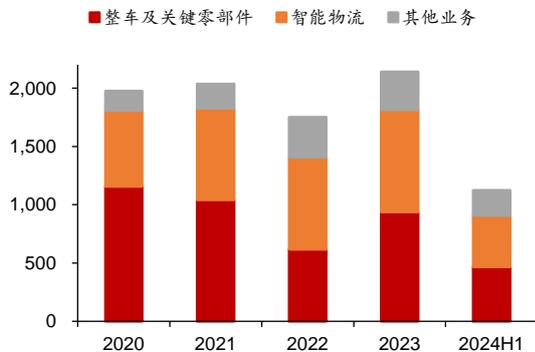
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 3：2020-2024 前三季度公司归母净利润情况



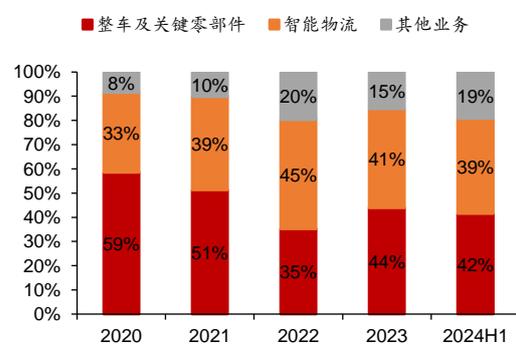
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 4：2020-2024H1 公司营收拆分（单位：亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 5：2020-2024H1 公司营收占比



资料来源：Wind，上海证券研究所

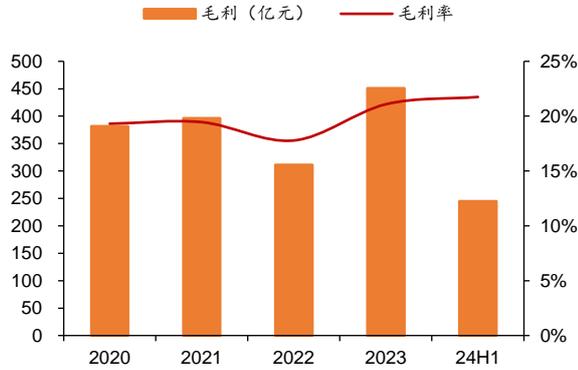
逐年分析近年营收及净利润表现：

2022年，公司实现营收1751.58亿元，同比-20.46%；实现归母净利润49.05亿元，同比-48.33%。重卡行业的弱需求导致公司的发动机、整车、变速箱产销量降幅均超过40%，而整车及关键零部件业务营收占比超35%，因此对全年营收造成较大拖累。而归母净利润下降幅度更大，主要是在营收下降的同时，期间费用不降反增。

2023年，公司营收2139.58亿元，同比+22.15%；归母净利润90.14亿元，同比+83.77%。重卡行业复苏，公司重卡相关业务

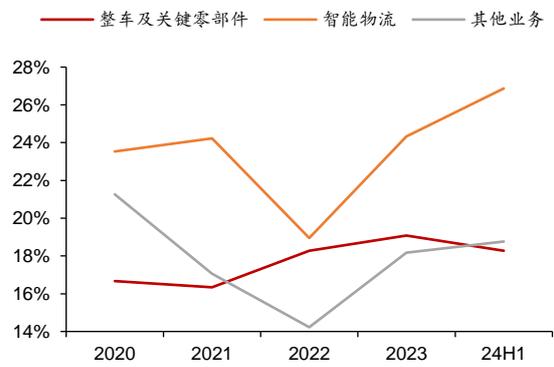
同比增长，整车及关键零部件营收增速超 50%；凯傲在 2023 年走出通胀及供应链问题影响，收入创历史新高，公司智能物流营收增速超过 10%。**2023 年公司毛利率为 21.09%**，整车及关键零部件、智慧物流业务毛利率分别为 19.08%/24.33%，智慧物流的毛利率同比提升 5.38 个百分点。

图 6：2020-2024H1 公司毛利及毛利率情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

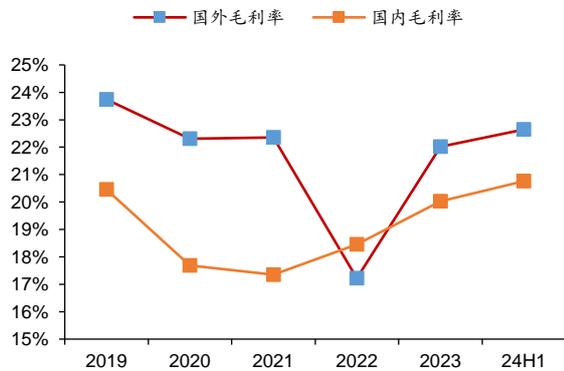
图 7：2020-2024H1 公司分业务毛利率情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

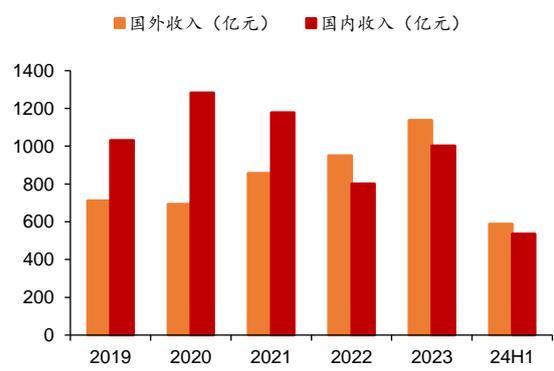
公司海外业务表现亮眼。24H1 国外毛利率达 22.65%，相较国内毛利率超出 1.89 个百分点；国外业务营收 588.53 亿元，占公司总营收的 52.32%。公司通过收购实现协同性的业务多元化。

图 8：2019-24H1 公司分地区毛利率情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 9：2019-24H1 公司分地区营收情况 (亿元)

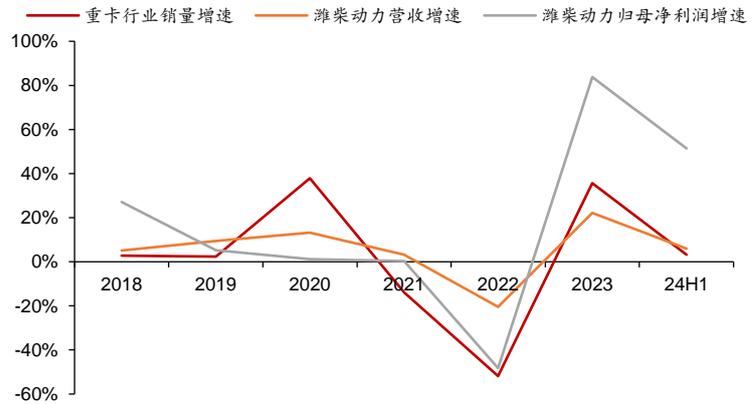


资料来源：Wind，上海证券研究所

潍柴的经营业绩与重卡行业销量有较高的关联度，多元化业务布局成果逐步显现，2023 年开始利润增速显著强于行业销量和营收增速。重卡行业销量增速、潍柴营收增速、归母净利润增速的增减性与增减幅度关联度较高，以动力系统和重卡为主的整车及关键零部件业务一直占据最主要份额（2022 年除外），这些业务和重卡行业需求相关性较强，公司营收增速和行业销量增速的相关性也较强。

归母净利润方面，虽然也显示出较强的同增同减趋势，但是 2023 年以来的增速显然高于营收增速和重卡行业销量增速，我们认为主要是以凯傲为代表的业务逐渐走出通胀及供应链问题影响。

图 10: 重卡销量增速、潍柴营收和归母净利润增速对比

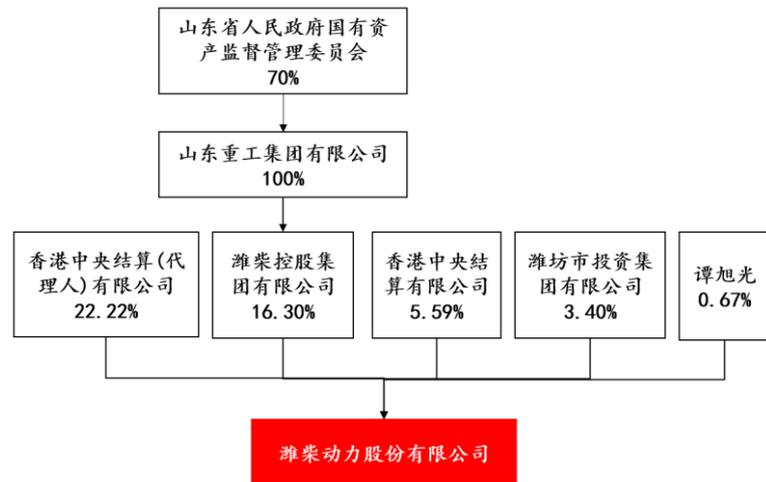


资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 1.3 国资控股保障经营，股权激励目标彰显公司信心

公司实控人为山东重工集团，拥有山东国资背景。截至 2024 年 6 月 30 日，实控人山东重工集团持股 16.30%。

图 11: 公司股权结构 (截至 24H1)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

公司实施股权激励计划，业绩考核目标为：2024-2026 年营收不低于 2102、2312、2589 亿元，销售利润率不低于 8%、9%、9%。2023 年 12 月 8 日，公司通过了《审议及批准关于调整公司 2023 年 A 股限制性股票激励计划相关事项的议案》，公司本次激励计划激励对象人数为 693 人，限制性股票授予数量为 7827 万股。

**表 3：公司股权激励业绩考核目标**

解除限售期	业绩考核条件
第一个解除限售期	2024 年营业收入不低于 2,102 亿元，2024 年销售利润率不低于 8%，且上述指标都不低于当年同行业平均业绩水平，并不低于授予时所处的行业水平。
第二个解除限售期	2025 年营业收入不低于 2,312 亿元，2025 年销售利润率不低于 9%，且上述指标都不低于当年同行业平均业绩水平，并不低于授予时所处的行业水平。
第三个解除限售期	2026 年营业收入不低于 2,589 亿元，2026 年销售利润率不低于 9%，且上述指标都不低于当年同行业平均业绩水平，并不低于授予时所处的行业水平。

资料来源：公司公告，上海证券研究所

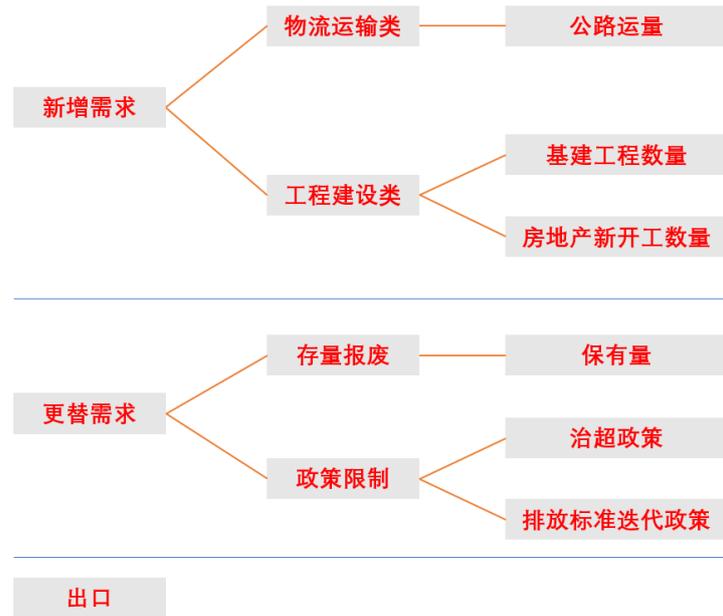
## 2 自然置换需求和出口渗透等因素驱动中长期重

卡销量提升，整车及动力系统有望受益

### 2.1 重卡行业周期性显著，宏观因素对行业影响大

我们对重卡总体销量的驱动因素进行具体拆解。

图 12：重卡销量驱动因素拆解



资料来源：一汽解放定增公告，上海证券研究所整理

**新增需求：**重卡按照用途可分为物流运输和工程建设两大类。物流运输类重卡销量与公路货运量、公路货物周转量等指标紧密相关。工程建设类用车需求与基建工程、房地产新开工数量等密切相关，固定资产投资和基建投资的增长对工程类中重卡车的需求拉动十分明显。

**更替需求：**重卡更新周期通常为 6-9 年，且维修费用在使用一定年限后会迅速上升，促使用户根据经济环境、盈利状况做出是否换车的决定。同时，监管部门治超政策以及排放标准迭代政策的推出，亦有利于促进重卡产品换代升级。

**出口：**根据中汽协数据，重卡出口量从 2020 年 6.1 万辆提升至 2023 年的 27.6 万辆，销量占比提升至 30.3%，因此在分析重卡销量驱动因素时也不可或缺。

(1) 新增需求平稳为主、规模较小

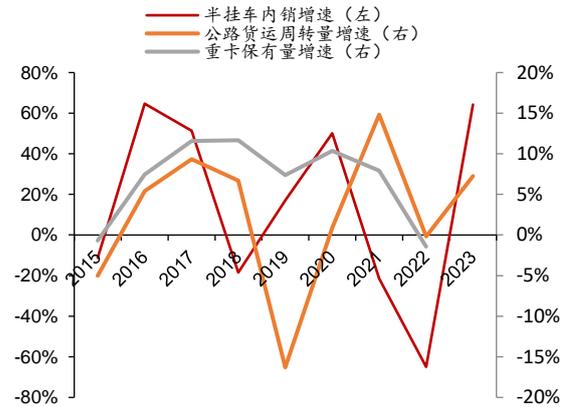
公路货运总量数据增速较缓，物流重卡增长动能不足。物流重卡主要用于公路货运，销量趋势与公路货运运力需求关联度较高，公路货运周转量 24Q1-Q3 增速仅为 3.09%，半挂内销、重卡保有量与公路货运周转量增速的对比，我们认为重卡保有量与公路货运周转量的增速相关程度更高，主要原因是销量受到政策因素扰动造成需求透支所致。但相对能平滑波动的重卡保有量数据能看出与公路运力需求总体还是相关度较高。

图 13: 重卡保有量及公路货物周转量情况 (单位: 万辆、亿吨公里)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

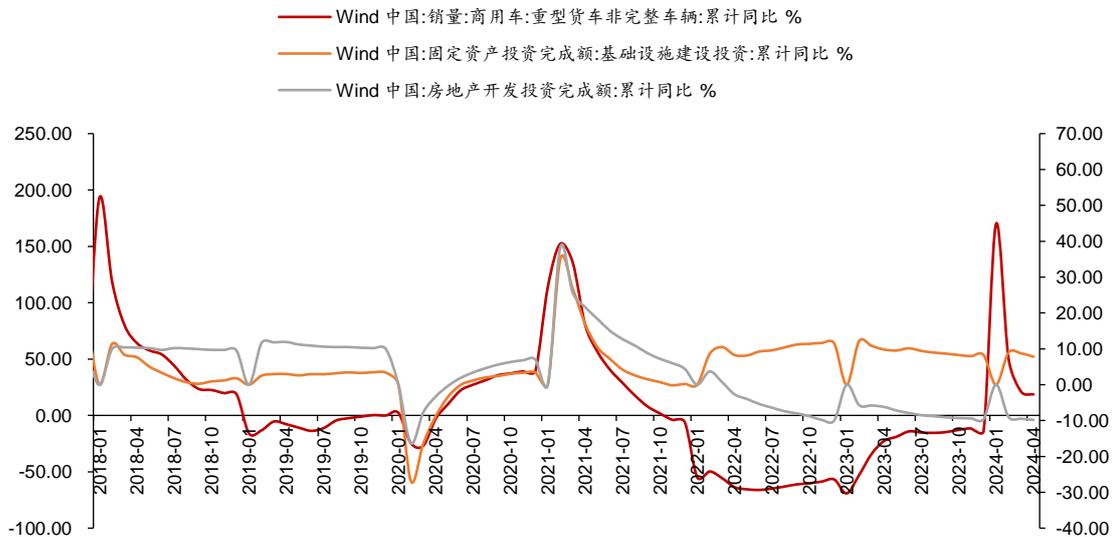
图 14: 半挂车内销、重卡保有量、公路货运周转量同比增速对比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

工程机械重卡销量与基建、房地产行业关联度高，销量有所下滑。重卡底盘销量占比从 2018 年的 32.26% 下降至 2023 年的 19.05%，基建工程和房地产新开工等下游景气度对工程类重卡需求影响较大，目前两者的累计同比增速均较低，我们认为工程机械类重卡的销量态势以平稳为主。

图 15: 底盘与基建、房地产开发投资的累计同比增速关联度较高



资料来源: Wind, 上海证券研究所

因此，新增需求方面，随着经济持续修复以及促消费政策落地生效，疫后影响渐弱，GDP 增速回归中低速区间，内需缓慢回升，制造业和基建投资相对稳健，房地产投资拖累效应有望减弱，预计新增需求相对稳定。

**(2) 置换需求将逐渐迎来高峰，设备更新政策补贴幅度超预期有望拉动新增置换需求**

更替需求方面，我们对报废车辆的自然更新需求进行简单测算，预计 2024 年自然更新带来的更换需求约为 93.61 万辆。

我们的简单假设如下：2021 年以前的重卡出口量较小，基本维持在 10 万辆以下，我们简单按照当年重卡销量减去 6 万辆为当年的内销量，后续年份根据实际内销测算。假设重卡 6-8 年报废，因此测算 2024 年自然更新需求我们简单按照 6-8 年前内销量均值简单估算，得到结论是 2024 年的自然更新需求约为 93.61 万辆。

更为重要的是自然更新需求在未来几年将迎来高峰，主要原因是 2017-2020 年 100 万辆以上高销量的重卡到达报废年限。此外，前期政策引发的透支效应依旧存在，但影响程度相对减弱。

图 16：自然更新需求测算（单位：万辆）



资料来源：中汽协，Wind，上海证券研究所测算

设备更新政策补贴力度超预期，有望刺激重卡置换需求。2024 年 7 月 25 日，发改委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，统筹安排约 3000 亿长期特别国债资金加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。

实施细则紧随其后，本轮补贴实施期截至 2024 年 12 月 31 日，购置新能源重卡最高补贴 14 万元，购置国六柴油重卡最高补贴 11 万元。我们以一汽解放 J6P 重卡经典版 520 马力 6X4 牵引车为例（卡车之家报价 33.11 万元），假设车主于 2013 年底购置国三车（提前报废 4 年、补贴 4.5 万元），购置 J6P 国六柴油车 6X4 补贴 5.5 万元（6X4 为三轴车），测算得购车优惠幅度 30%。

表 4: 老旧营运货车报废更新补贴标准

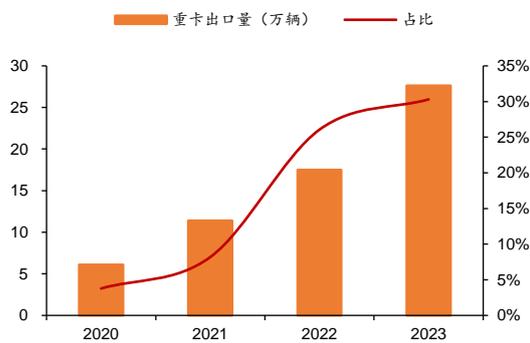
提前报废老旧营运柴油货车补贴标准			
车辆类型	提前报废时间	补贴标准 (万元/辆)	
重型	[1年,2年)	1.2	
	[2年,4年)	3.5	
	≥4年	4.5	
新购营运货车补贴标准			
车辆类型	国六柴油货车补贴标准 (万元/辆)	新能源货车补贴标准 (万元/辆)	
重型	2轴	4	7
	3轴	5.5	8.5
	4轴及以上	6.5	9.5

资料来源: 交通运输部, 财政部, 第一商用车网, 上海证券研究所

### (3) 出口贡献整体销量的三成, 地位日益重要

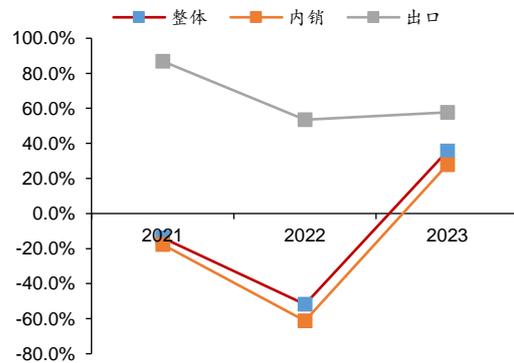
中汽协口径下, 2023 年重卡出口量 27.6 万辆, 占比 30.30%, 出口的高销量是 2023 年中国重卡销量实现较高增速的主要原因, 2023 年销量增量 23.92 万辆中出口贡献 10.10 万辆, 占比 42.22%; 2023 年销量增速 35.60%, 而出口增速高达 57.71%。

图 17: 重卡出口量 (单位: 万辆)



资料来源: 中汽协, 方得网, 上海证券研究所

图 18: 重卡整体、内销、出口增速对比



资料来源: 中汽协, 方得网, 上海证券研究所

综合以上内容, 我们认为未来几年, 宏观经济决定的新增需求增量较小, 自然更替需求有所提升并逐渐达到高峰, 政策透支影响缩小, 出口贡献较多销量, 整体来看重卡销量有望稳中有升。

## 2.2 发动机等核心零部件有望受益重卡行业稳定增长

发动机是重卡最核心的零部件, 价值量占整车 30-40%。重卡整车由发动机、底盘、车身、电气设备构成, 发动机是最核心、价值量最高的零部件, 是汽车的动力源泉。

发动机主要由缸体、曲柄连杆机构、配气机构、供给系、冷却系、润滑系、起动系等部分组成。发动机的动力来源于气缸内部，气缸是把燃料的内能转化为动能的场所，燃料在气缸内燃烧，产生巨大压力推动活塞上下运动，通过连杆把力传给曲轴，最终转化为旋转运动，再通过变速器和传动轴，把动力传递到驱动车轮上，从而推动汽车前进。

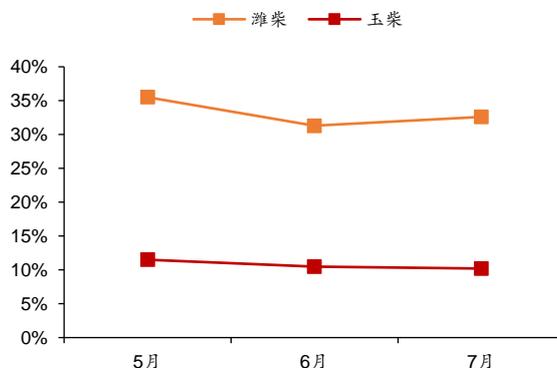
图 19: 潍柴 WP13 发动机



资料来源: 公司官网, 上海证券研究所

重卡发动机市场集中度高，潍柴、玉柴、解放、康明斯、重汽为主要供应商。根据中国汽车工业信息网（2024.5-2024.7），潍柴配套率维持在 30%-40%，主要在天然气发动机领域发力，配套重汽、一汽、陕汽等主流车企；玉柴配套率维持在 10%以上，主要在柴油机领域发力。

图 20: 重卡发动机月度配套率



资料来源: 中国汽车工业信息网, 上海证券研究所

潍柴凭借天然气发动机优势获得重汽和一汽解放的天然气重卡配套，青岛解放也较多比例使用潍柴进行配套，黄金动力链也吸引着陕重汽、徐工、大运等厂商基本使用潍柴进行配套，潍柴发动机的配套处于开放状态。

表 5：重卡发动机主要厂家及产品概况

厂家	发动机情况	配套情况
潍柴	天然气发动机有统治力。动力强，方便维修，但不省油，适合用于重载运输，爬坡有力。潍柴发动机+法士特变速箱+汉德车桥打造的黄金动力链得到众多用户认可。	陕重汽、徐工、大运基本配套，重汽、一汽解放的天然气重卡，青岛解放也有较多配套
玉柴	主要优势在客车市场，机器相对更省油，力道和潍柴有一定差距，新能源动力研发起步较早。	联合卡车、陕汽商用车、柳汽等企业配套
解放	锡柴和解放大连道依茨合并成解放动力，具有油耗优势，但在大马力、天然气发动机等方面弱于潍柴。	一汽解放大部分燃油车、青岛解放部分燃油车
康明斯	成立东康、西康、福康、安康与车厂绑定，具备在欧美市场成熟应用的优势，高端卡车市场具备优势。	东风、福田等
重汽	与曼恩合作常见的 MC 系列产品，曼技术的加持帮助重汽走上自主动力链道路。	重汽

资料来源：卡车之家，汽车工程师之家，经济导报，上海证券研究所

底盘主要由传动系统和行驶系统构成，变速器、车桥为重要零部件。底盘接受发动机的动力，使汽车产生运动，并保证汽车按照驾驶员的操纵正常行驶。底盘主要由传动系统（变速器、离合器、传动轴驱动桥）和行驶系统（车架、车桥、悬架、车轮）构成。

变速器是汽车的灵魂，按操纵方式分类主要分为手动和自动，重卡变速器目前以 MT、AMT 及部分 AT 产品为主，AMT 为未来主要发展方向。手动变速器英文简称 MT，自动变速器可分为 AMT、AT、CVT 和 DCT。基于对传动效率、输出扭矩、燃油经济性以及运行稳定性的要求，全球重卡变速器目前以 MT、AMT 及部分 AT 产品为主。AMT 凭借操作简单，降低驾驶员操作压力、可承受扭矩较大、运行可靠等优点，逐步成为全球重型商用车变速器自动化的发展方向。法士特是国内重卡变速器龙头，根据公司官微，截至 2023 年，法士特重型汽车变速器年销量连续 18 年稳居世界第一，根据普华永策，全球市场占有率超过 40%，在中国市场装载率超过 75%。

车桥是重卡底盘的关键总成之一，车桥特别是驱动桥对整车的行驶的动力性和稳定性有着举足轻重的作用。汉德车桥凭借斯太尔驱动桥、MAN 技术单级桥两大技术平台优势，稳坐国内车桥产销的头把交椅。

### 3 公司聚焦重卡发动机，多元业务助力发展

#### 3.1 黄金动力链的炼成：潍柴发动机+法士特变速器+汉德车桥

公司动力链产品销量稳步提升，重卡发动机市占率超 40%、天然气重卡发动机市占率超 60%。2024H1，公司销售各类发动机 40 万台，同比增长 9.8%；变速器 47.7 万台，同比增长 12.1%；车桥 42.8 万根，同比增长 18.7%。其中，重卡发动机销售约 16.1 万台，市场份额达 40.5%；天然气重卡发动机市场份额达 63.1%；500 马力以上 6x4 牵引车发动机市场份额达 44.6%；M 系列发动机销售约 3600 台，海外收入占比达 75.6%。

##### （1）潍柴发动机：自研大马力，热效率高，天然气产品优越

自研发动机构建大功率、可靠性强、热效率高等核心优势。

1983 年国内引进斯太尔重卡成套技术，潍柴重卡发动机的前身潍坊柴油机厂负责斯太尔 WD615 发动机生产，潍柴并不满足于此，通过长期的自主研发，2005 年成功研发中国第一台拥有自主知识产权的高速大功率发动机“蓝擎”，打破中国重卡长期依赖外国发动机的局面，让潍柴在国内外市场上声名鹊起。

热效率方面，2024 年 4 月，潍柴发布全球首款本体热效率突破 53.09% 的柴油机产品，连续 4 次打破内燃机本体热效率的世界纪录。潍柴聚焦发动机核心技术，自主研发，围绕燃烧、空气、燃油、摩擦等四大系统，创新性开发了高膨胀燃烧技术、混流增压技术、高效燃油喷射技术、低阻减摩技术，将柴油机本体热效率提高 1 个百分点，全球首次突破 53% 大关，引领中国内燃机行业迈向世界一流。

图 21：潍柴蓝擎 13L/15L/17L 产品展示



资料来源：第一商用车网，上海证券研究所

潍柴深耕天然气市场 25 年，凭借优越的产品质量市占率超 60%。2015 年，潍柴推出以 WP13NG 为代表的 1.0 产品，累计销量 9.7 万台，市场占有率 60%；2019 年，潍柴率先推出了满足国六排放标准的 2.0 国六天然气发动机，累计销售 18.6 万台，市场

占有率 64%。2022 年，潍柴推出功率提高 12%，气耗降低 5% 的 3.0 天然气发动机产品。伴随着燃气车市场迎来“井喷式”爆发，潍柴燃气动力凭借过硬的产品品质，持续在全国多地热销。

**黄金动力链中，发动机是主要业绩来源，盈利能力持续提升。**根据港股年报业务数据，发动机业务经营分部 2023 年实现收入 607.75 亿元，同比+55.23%；24H1 实现收入 323.67 亿元，同比+10.82%。2023 年实现业绩 77.19 亿元，同比+173.40%；24H1 实现业绩 49.06 亿元，同比+44.13%。分部业绩/收入来看，2023 年为 12.70%，24H1 为 15.16%，盈利能力持续提升。

表 6：发动机经营分部营收及业绩情况（单位：亿元）

	分部收入	分部业绩	业绩/营收
2023 年	607.75	77.19	12.70%
yoy	55.23%	173.40%	
24H1	323.67	49.06	15.16%
yoy	10.82%	44.13%	

资料来源：港股 2023 年报及 2024 半年报，上海证券研究所

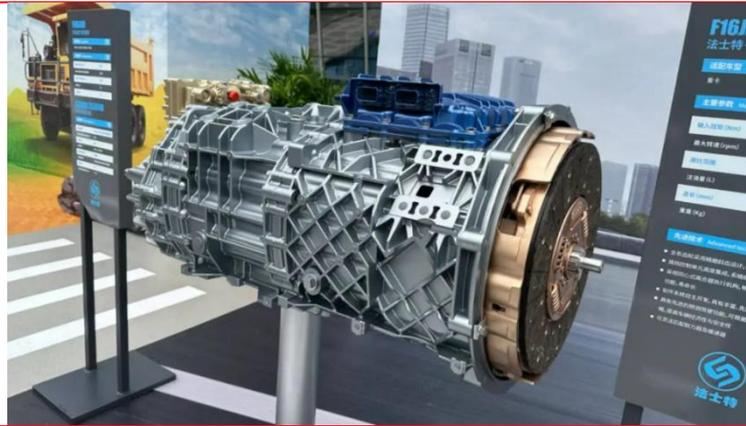
## （2）并购湘火炬实现黄金动力链的组成

**黄金动力链帮助中国重卡实现马力升级，夯实众多重卡厂家生存基础。**潍柴于 2005 年并购湘火炬后，间接控制了法士特和汉德车桥，从而形成黄金动力链。黄金动力链帮助中国卡车突破 300 匹的最大马力，在马力升级和排放升级方面都引领潮流。陕重汽、大运等品牌都依托黄金动力链实现成长。黄金动力链的稳定性强、故障率相对低，并且新品牌在建设维修站初期，可借用三大件的维修网点解决售后问题，维修便利性高。

**黄金动力链产品力持续迭代升级，市占率高。**具体来看，潍柴发动机的马力与排量越来越大，法士特变速箱不断高端化、自动化，汉德车桥速比越来越小且整体更加轻量化。潍柴拥有国内最多的重型发动机产销量，大多数重卡品牌都有匹配潍柴发动机的产品；法士特在重卡市场拥有超过 75% 的配装量。

**法士特是全球最大的商用车变速器生产基地和世界高品质汽车传动系统供应商，现已形成年产销汽车变速器 120 万台、齿轮 5000 万只和汽车铸锻件 20 万吨的综合生产能力。**公司主导产品为商用汽车变速器，广泛应用于重型车、大客车、中轻型卡车、工程用车、矿用车和低速货车等各种车型，被国内外 150 多家主机厂的上千种车型选为定点配套产品，市场保有量超过 1100 万台，国内市场占有率超过 70%。自主研发生产的 AT、AMT、S 变速器、液力缓速器、轮边减速机、混合动力和纯电汽车传动系统等新能源产品的关键技术和核心技术已达到国际领先水平，为商用车升级换代提供了源源不断的全新优化配置。

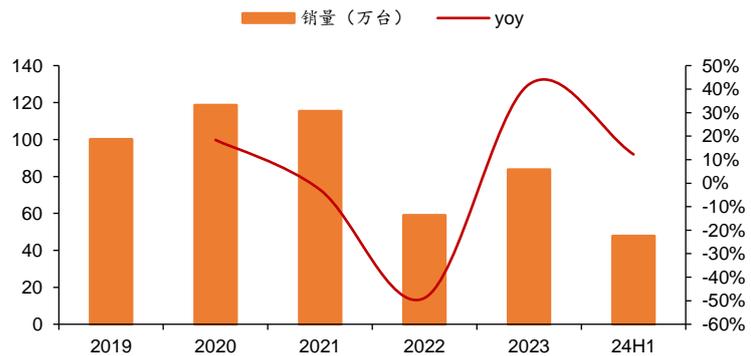
图 22: 法士特智行 AMT



资料来源: 法士特官微, 上海证券研究所

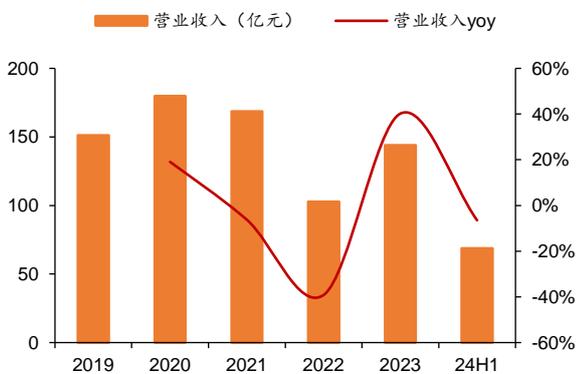
法士特净利润重回涨势, 净利率提升至 6.31%。2023 年变速箱销量 83.80 万台, 24H1 销量 47.70 万台, 同比分别+42.03%/+12.24%。24H1 实现营收 68.70 亿元, 同比-6.49%; 实现净利润 4.33 亿元, 净利率为 6.31%。

图 23: 2019-24H1 变速箱销量情况



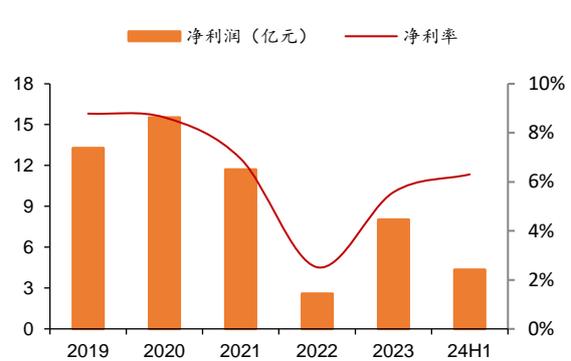
资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 24: 2019-24H1 法士特营收情况



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 25: 2019-24H1 法士特净利情况



资料来源: Wind, 上海证券研究所

产品结构调整, 发力 AMT 变速器、液力缓冲器、新能源三大项目。根据法士特销售总公司副总经理, 法士特处于结构调整年,

短期目标是在两年内做强做大 AMT 变速器、液力缓速器以及新能源三大细分市场，目前三个细分市场法士特都排在行业第一。

**法士特 AMT 单月市占率高达 42.5%，智行 AMT 导入燃气重卡实现 50% 装机率。**从 2019 年投放市场至今，法士特智行、易行 AMT 变速器填补国内自主研发集成式 AMT 的空白，引领国内商用车 AMT 变速器的发展变革，根据商用车新网，24Q1，法士特 AMT 市占率已超 35%，3 月单月市占率高达 42.5%。燃气重卡方面智行 AMT 抓住机遇导入市场，法士特已经与潍柴、康明斯、玉柴达成合作，完成国六近 30 个型号天然气发动机的匹配；还与陕重汽、解放青汽、东风柳汽、中国重汽等约 10 个重卡主机厂达成持久供应关系。智行 AMT 变速器在 AMT 燃气重卡上的装机率已超 50%。

**法士特液力缓速器 2023 年市占率超过 57%。**根据商用车新网，通过液力缓速器的使用，司机在驾驶过程中刹车的频次降低 90%。对于客户来说，每年至少能得到 3 万以上的经济收益。不论在安全性还是经济性方面，都能为客户带来非常大的价值。

**新能源方面确立混动与纯电并行的双技术发展路线。**混动选择 P2 混动和 DHT 两种路线，基于 AMT 研发基础开发的 P2 混合动力系统产品可靠性高，节油率大概能达到 10% 左右。纯电传动系统已匹配国内百余家主机厂，电机与变速器还采用一体化设计，传动效率高、噪音低，已达到国际先进水平。

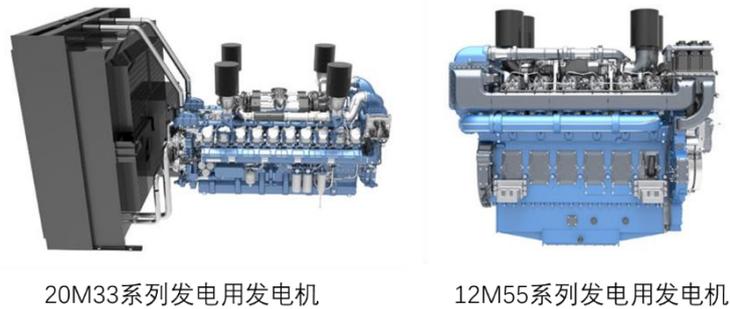
### 3.2 大缸径发动机：高价值量产品市场前景广阔

大缸径发动机作为一个国家制造业综合水平集中体现的代表之一，全球市场容量每年可达 200 亿美元，附加值极高，此前全球份额被外资长期垄断。大缸径发动机是指 500 马力以上到 1 万马力的发动机，全球市场需求在 15-20 万台。国际市场主要被卡特彼勒、康明斯、MTU、约翰迪尔、三菱等企业掌控，潍柴公司收购法国博杜安公司后，掌握了大缸径发动机的产品研发。相比较传统发动机的低技术含量、低附加值、市场门槛低，大缸径发动机是潍柴重构全球产业价值链的关键因子。

随着 AI 时代的到来，用于数据存储的大数据中心建设将会给大缸径发动机带来极大的市场空间，这是一条再造潍柴发动机板块的新赛道。谭旭光表示，潍柴已经具备年产 2 万台的制造能力，并且渠道、网络资源都已经到位。2023 年，M 系列大缸径高功率密度发动机销售 8100 余台，同比增长 38%，突破全球大数据工程中心、矿卡等高端市场。2024 年前三季度 M 系列大缸径高速发动

机销量近 6000 台，产品结构持续优化，以数据中心为代表的高端化产品占比提升明显。

图 26：潍柴动力大缸径发动机产品示意图



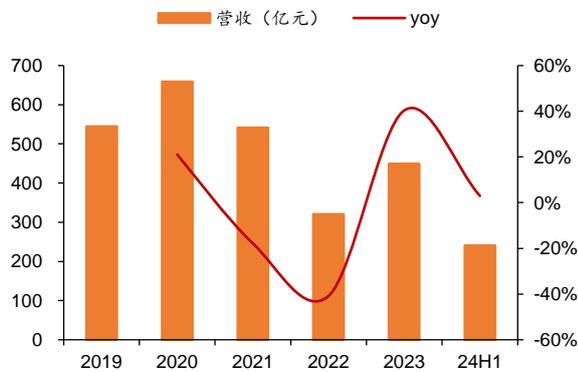
资料来源：公司官网，上海证券研究所

### 3.3 陕重汽盈利恢复，市占率提升

陕重汽 24H1 实现净利润 3.17 亿元，盈利能力得以修复，抢抓“油转气”市场机遇，海外市场实现新突破。陕重汽为潍柴动力控股 51% 的子公司，2023 年全年销售重卡 11.6 万辆，同比 +45%；出口 5.2 万辆，同比 +51%。24H1 整车销量 6.3 万辆，同比 +3.6%，实现产销规模和运营效益双提升；出口 3 万辆，市占率 20%，出口整体销量达到历年同期最高水平。

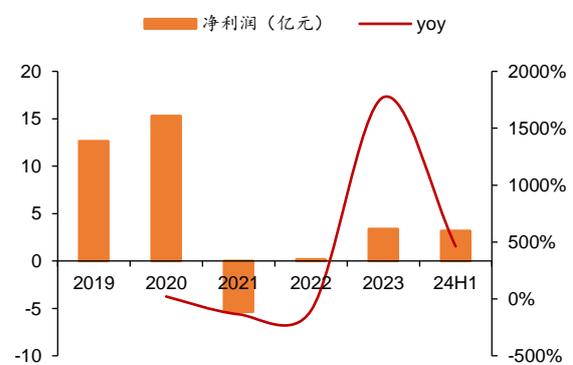
深化产品业务结构调整，打造行业高端智能品牌。从传统工程车为主向标载物流、天然气、新能源等多元化产品转型，2023 年燃气车销量超 2.6 万辆，同比 +416%；24H1 燃气车销量 1.7 万辆，同比 +134.3%。2023 年中高端产品销量占比超过 30%，市场结构更加均衡，高端重卡车型 6000 系列成功打造干线物流标杆，24H1 销量同比增长 23.1%，省油、省气、省钱的行业第一品牌形象持续巩固。

图 27：陕重汽 2019-24H1 营收情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 28：陕重汽 2019-24H1 净利润情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

### 3.4 凯傲盈利能力持续恢复，叉车业务全球排名第二

潍柴与德国凯傲集团战略重组 12 年，打造了中德企业产业整合典范。公司 2012 年重组凯傲及其旗下林德液压，截至 2024 年中报持股 46.52%。在潍柴的强力支持下，凯傲迅速崛起，于 2013 年成功登陆德国法兰克福证券交易所；2016 年，潍柴助力凯傲并购全球领先的自动化仓储物流解决方案提供商美国德马泰克全部股份。目前，凯傲拥有德马泰克、林德、斯蒂尔、宝骊等国际知名品牌，业务遍布全球 100 多个国家和地区。

图 29：凯傲品牌及产品示意图



资料来源：凯傲集团官网，上海证券研究所

凯傲是全球领先的工业车辆和供应链解决方案提供商，产品覆盖叉车、仓储技术设备等工业车辆，以及用于优化供应链的集成自动化技术设备、软件解决方案。潍柴入主后，凯傲逐渐构建起全球领先的智能物流黄金产业链，并迅速发展为企业新的战略增长极；建立了更加均衡的跨周期业务结构和双循环业务布局，进一步夯实了工业装备跨国集团的发展基础。

根据凯傲官网，公司叉车全球排名第二，自动化解决方案全球排名第一，是供应链和物料搬运方面的全球领先企业。

图 30：凯傲的全面解决方案覆盖供应链和物料搬运



资料来源：凯傲官网，上海证券研究所

叉车属于物料搬运机械，本质作用是代替人工，人工成本不断提高的背景下，叉车市场增长是大势所趋。叉车是指对成件托盘类货物进行装卸、堆垛和短距离运输、重物搬运作业的各种轮式搬运车辆，广泛应用于车站、港口、机场、工厂及仓库等，是机械化装卸、堆垛和短距离运输的高效设备。叉车作为搬运工具，本质作用是代替人工，在人工成本不断提高的背景下，叉车的增长是大势所趋。根据美国《现代物料搬运》，2023年前20强叉车供应商整体营收增速为8%以上，在通货膨胀和地缘政治冲突对全球经济带来压力的背景下增速表现出色。凯傲2023年在全球销售24.2万辆叉车，凯傲集团指出，可持续性和电气化是工业叉车市场的关键驱动因素，电车和电动仓储车订单量占比91%。

表 7：2023 年全球叉车供应商前 5 强

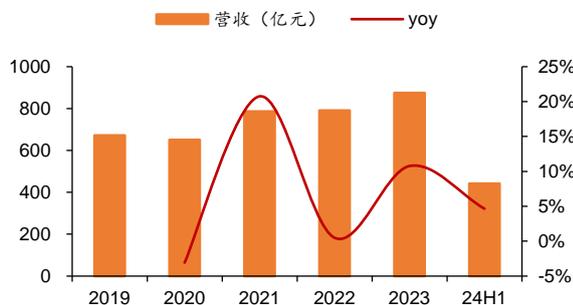
排名	公司	总部	2023 年收入 (百万美元)	同比	北美品牌
1	丰田	日本	16322	-3.20%	丰田、雷蒙德
2	凯傲	德国	9359	+19.20%	林德、斯蒂尔、宝骊
3	永恒力	德国	6128	+16.40%	三菱 Logisnext America 销售
4	科朗	美国	5180	+10.40%	科朗
5	三菱	日本	4637	+0.20%	Uni Carriers、三菱、CAT、Barrett、永恒力(仅北美)

资料来源：现代物料搬运，中义网，上海证券研究所

2023 年，凯傲集团收入与调整后 EBIT 均呈现恢复性增长态势。从叉车业务看，得益于产量提高以及商业和运营方面的灵活性措施，该业务板块利润实现同比大幅增长。从供应链解决方案业务看，在手订单中高利润客户项目的比例不断增加。

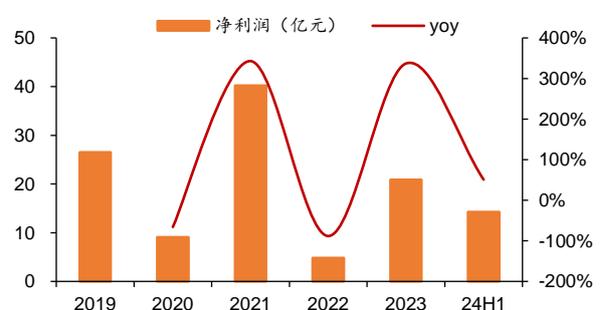
受益于经营质量改善及运营效率提升，凯傲集团盈利能力持续增强。24H1，凯傲集团实现收入 57.36 亿欧元，同比增长 2.1%，创历史同期新高；实现净利润 1.82 亿欧元，同比增长 24.1%；调整后息税前利润率 7.8%，同比提升 1.6 个百分点。

图 31：凯傲 2019-24H1 营收情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 32：凯傲 2019-24H1 净利润情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

其中，叉车业务实现收入 43.06 亿欧元，同比+4.14%，主要得益于出货量增加和此前的价格调整措施。调整后息税前利润大幅提高至 4.71 亿欧元，同比+24.23%，收入增长外加物料采购价

格稳定，使毛利率大幅上升，调整后息税前利润率升至10.9%，同比+1.7个百分点。

供应链解决方案业务实现收入14.51亿欧元，同比-3.07%，下降主要原因是前几个季度项目业务的订单量减少。调整后息税前利润为4210万欧元，同比+184.46%；项目管理的改善、提高绩效的措施，特别是服务业务显著增长，为盈利和利润率的提高均有贡献。调整后息税前利润率升至2.9%，同比+1.9个百分点。

根据公司预测，2024财年凯傲集团有望实现收入113-117亿欧元，实现调整后息税前利润8.3-9.2亿欧元。

表 8：凯傲集团 2024 财年预测

单位：百万欧元	凯傲集团		工业车辆和服务		供应链解决方案	
	2024 预测	调整后的 2024 预测	2024 预测	调整后的 2024 预测	2024 财年预测	调整后的 2024 预测
收入 <sup>1</sup>	11,200 ~ 12,000	11,300 ~ 11,700	8,500 ~ 9,000	8,500 ~ 8,700	2,700 ~ 3,000	2,800 ~ 3,000
调整后息税前利润 <sup>1</sup>	790 ~ 940	830 ~ 920	850 ~ 950	870 ~ 930	60 ~ 120	80 ~ 120
自由现金流量	550 ~ 670	550 ~ 670	-	-	-	-
已动用资本回报率 (ROCE)	7.4 % - 8.8 %	7.7 % - 8.7 %	-	-	-	-

资料来源：凯傲官网，上海证券研究所

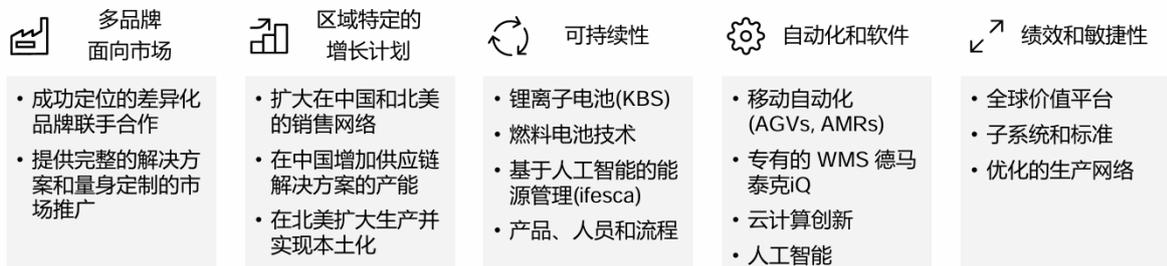
注：工业车辆和服务与供应链解决方案两大细分的数据亦包括集团内部跨细分的销售收入及息税前利润效果

凯傲积极推动盈利能力增长，规划2027年实现调整后息税前利润率>10%。通过多品牌面向市场、区域特定的增长计划、可持续性、自动化和软件、绩效和敏捷性、价值观、人和领导力等领域的努力，凯傲计划在2027年实现调整后息税前利润率>10%。

图 33：凯傲 2027 战略

### 凯傲2027战略

行动领域推动盈利增长，到2027年调整后息税前利润率超过10%



资料来源：凯傲官网，上海证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

2024-2026 年分业务预测如下表：

表 9：公司分业务增速与毛利预测（单位：亿元人民币）

整车及关键零部件	2023A	24H1	2024E	2025E	2026E
营业收入	938.30	466.84	922.40	1083.33	1250.00
同比增长	52.05%	5.29%	-1.69%	17.45%	15.38%
营业成本	759.23	381.49	749.91	871.00	997.50
毛利率	19.08%	18.28%	18.70%	19.60%	20.20%
智能物流	2023A	24H1	2024E	2025E	2026E
营业收入	874.56	441.92	878.93	887.72	901.04
同比增长	10.83%	4.73%	0.50%	1.00%	1.50%
营业成本	661.81	323.16	650.41	648.04	657.76
毛利率	24.33%	26.87%	26.00%	27.00%	27.00%
农业装备	2023A	24H1	2024E	2025E	2026E
营业收入	160.34	106.18	200.43	230.49	253.54
同比增长	-7.55%	25.48%	25.00%	15.00%	10.00%
营业成本	137.22		173.37	198.22	218.04
毛利率	14.42%		13.50%	14.00%	14.00%
其他主营业务	2023A	24H1	2024E	2025E	2026E
营业收入	87.79	45.06	79.01	82.96	84.62
同比增长	12.70%	-13.92%	-15.00%	5.00%	2.00%
营业成本	73.12		66.38	69.69	71.08
毛利率	16.71%		15.99%	16.00%	16.00%
其他汽车零部件	2023A	24H1	2024E	2025E	2026E
营业收入	78.61	64.90	86.47	93.39	100.86
同比增长	-16.43%	9.99%	10.00%	8.00%	8.00%
营业成本	57.06		64.85	70.04	75.64
毛利率	27.42%		25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：Wind，上海证券研究所

上表预测对应的基本假设如下：

(1) 整车及关键零部件：我们假设 2024-2026 年整车销量分别为 11.5/13.0/15.0 万辆，售价分别为 38.5/40.0/40.0 万元/辆，假设整车在本业务中营收占比稳定在 48.00%。毛利率我们假设对比 24H1 数据稳中略升，2024-2026 年分别为 18.70%、19.60%、20.20%。

(2) 智慧物流：假设 2024-2026 年营收增速分别为 0.50%、1.00%、1.50%，毛利率分别为 26.00%、27.00%、27.00%。

(3) 农业装备：假设 2024-2026 年营收增速分别为 25.00%、15.00%、10.00%，毛利率稳定，2024-2026 年分别为 13.50%、14.00%、14.00%。

(4) 其他主营业务和其他汽车零部件：根据 2023 年和 24H1 的营收增速及 2023 年的毛利率进行假设，趋势保持稳定。

## 4.2 投资建议

公司凭借潍柴发动机+法士特变速器+汉德车桥黄金动力链在重卡领域极具竞争力，布局高附加值、市场前景广阔的大缸径发动机有望再造公司发动机板块，随着海外并购多元发展成果逐步显现，2023 年开始净利润增速显著强于行业销量和营收增速。预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 107.46/122.51/137.49 亿元，同比分别+19.21%/+14.01%/+12.22%。2024 年 11 月 26 日收盘价对应的 PE 分别为 10.64X/9.33X/8.31X。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 10：可比公司估值

可比公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (亿元)			归母净利润 (亿元)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中国重汽	16.15	189.74	1.19	1.45	1.78	13.61	11.13	9.09	13.94	17.05	20.87
一汽解放	8.39	412.99	0.19	0.34	0.46	43.68	24.46	18.44	9.46	16.88	22.40
<b>潍柴动力</b>	<b>13.10</b>	<b>1085.79</b>	<b>1.23</b>	<b>1.40</b>	<b>1.58</b>	<b>10.64</b>	<b>9.33</b>	<b>8.31</b>	<b>107.46</b>	<b>122.51</b>	<b>137.49</b>

资料来源：Wind，上海证券研究所

注：可比公司 EPS、归母净利润采用 Wind 一致预期，潍柴动力数据为上海证券研究所测算，截至 2024 年 11 月 26 日

## 5 风险提示：

宏观经济和政治局势存在不确定性风险，货运市场不景气、重卡行业销量不及预期风险，油气价差缩小、天然气重卡销量和渗透率不及预期风险。

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	92857	45618	55125	56433
应收票据及应收账款	32457	32509	34347	37412
存货	37930	35519	38687	42084
其他流动资产	34681	39936	42514	46891
流动资产合计	197925	153582	170674	182820
长期股权投资	5175	6899	7296	7948
投资性房地产	688	918	1007	1135
固定资产	44076	63818	69729	77266
在建工程	7451	9934	11210	12287
无形资产	23071	30762	34046	37808
其他非流动资产	55861	89020	96162	105437
非流动资产合计	136322	201351	219451	241882
<b>资产总计</b>	<b>334247</b>	<b>354933</b>	<b>390125</b>	<b>424702</b>
短期借款	2047	4047	4590	4983
应付票据及应付账款	87754	79105	89941	98850
合同负债	15235	15862	17367	18772
其他流动负债	41180	45568	46648	47828
流动负债合计	146215	144581	158546	170433
长期借款	17908	22908	25908	28408
应付债券	8837	11783	14646	17551
其他非流动负债	48601	51619	51669	51769
非流动负债合计	75346	86309	92222	97727
<b>负债合计</b>	<b>221561</b>	<b>230891</b>	<b>250768</b>	<b>268160</b>
股本	8727	8727	8727	8727
资本公积	11013	11170	11170	11170
留存收益	58734	66180	78431	92180
归属母公司股东权益	79335	88005	100257	114005
少数股东权益	33351	36037	39100	42537
<b>股东权益合计</b>	<b>112686</b>	<b>124042</b>	<b>139356</b>	<b>156542</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>334247</b>	<b>354933</b>	<b>390125</b>	<b>424702</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>27471</b>	<b>22680</b>	<b>38941</b>	<b>37541</b>
净利润	11212	13432	15314	17186
折旧摊销	11989	14899	15339	15730
营运资金变动	1323	-6902	7050	3127
其他	2947	1251	1238	1498
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-5737</b>	<b>-84345</b>	<b>-34471</b>	<b>-40570</b>
资本支出	-6910	-54727	-29390	-32811
投资变动	774	-11760	-5205	-7799
其他	399	-17858	124	39
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-13029</b>	<b>14484</b>	<b>5038</b>	<b>4337</b>
债权融资	-8492	15699	6493	5955
股权融资	92	157	0	0
其他	-4629	-1373	-1455	-1618
<b>现金净流量</b>	<b>8859</b>	<b>-47239</b>	<b>9508</b>	<b>1308</b>

资料来源: Wind, 上海证券研究所

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>213958</b>	<b>216724</b>	<b>237789</b>	<b>259006</b>
营业成本	168842	170492	185699	202003
营业税金及附加	749	867	951	1036
销售费用	13410	13437	14505	15540
管理费用	9457	9969	10701	11396
研发费用	8045	8235	8560	9324
财务费用	560	-442	657	653
资产减值损失	-1084	-428	-260	-298
投资收益	746	217	119	52
公允价值变动损益	-363	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>12905</b>	<b>15580</b>	<b>17883</b>	<b>20102</b>
营业外收支净额	246	223	240	236
<b>利润总额</b>	<b>13151</b>	<b>15802</b>	<b>18123</b>	<b>20338</b>
所得税	1940	2370	2809	3152
净利润	11212	13432	15314	17186
少数股东损益	2198	2686	3063	3437
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>9014</b>	<b>10746</b>	<b>12251</b>	<b>13749</b>

**主要指标**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	21.1%	21.3%	21.9%	22.0%
净利率	4.2%	5.0%	5.2%	5.3%
净资产收益率	11.4%	12.2%	12.2%	12.1%
资产回报率	2.7%	3.0%	3.1%	3.2%
投资回报率	7.1%	7.0%	7.6%	7.7%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	22.2%	1.3%	9.7%	8.9%
EBIT 增长率	226.8%	15.4%	22.3%	11.8%
归母净利润增长率	83.8%	19.2%	14.0%	12.2%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.03	1.23	1.40	1.58
每股净资产	9.09	10.08	11.49	13.06
每股经营现金流	3.15	2.60	4.46	4.30
每股股利	0.52	0.37	0.00	0.00
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.68	0.63	0.64	0.64
应收账款周转率	9.47	9.06	9.42	9.38
存货周转率	4.74	4.64	5.00	5.00
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	66.3%	65.1%	64.3%	63.1%
流动比率	1.35	1.06	1.08	1.07
速动比率	1.00	0.71	0.73	0.73
<b>估值指标</b>				
P/E	12.68	10.64	9.33	8.31
P/B	1.44	1.30	1.14	1.00
EV/EBITDA	2.94	4.34	3.76	3.62

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。