

中集车辆 (301039.SZ)

海外业务发展亮眼，毛利率增长显著

投资要点

- 半年报业绩亮眼。**8月24日公司发布2023年半年报，2023H共实现营收134.70亿元，同比增长20.31%，实现归母净利润18.97亿元，扣非后归母净利10.35亿元，同比分别增长418.52%与197.05%。Q2实现营收68.86亿元，同比/环比分别增13.56%/4.58%；归母净利润14.17亿元，同比/环比分别增487.26%/195.53%；扣非后归母净利5.57亿元，同比/环比分别增127.34%/16.24%。公司2023H毛利率与净利率分别达到19.3%/14.1%。
- 半挂车海外需求旺盛，灯塔先锋业务/北美业务/欧洲业务营收分别同比-1.86%/+34.67%/+28.12%，毛利率分别+3.23pct/+14pct/+1.81pct。**半挂车总收入+25.4%，毛利率+10.9pct。公司维持国内第一的半挂车市占率，同时海外市场营收大幅增长，北美与欧洲营收占半挂车业务收入约3/4。北美半挂车市场高需求延续，2023H美国半挂车产量同比+10.9%，公司北美冷藏半挂车与厢式半挂车收入分别+25.58%/+46.03%，毛利率受益产品涨价、运费下降与美元升值而显著提升。欧洲半挂车市场维持高位，英国SDC与比利时LAG均实现业绩提升。
- 国内专用车与厢式车业务有所承压，市场需求有望逐步向好。**2023H公司专用车上装与整车业务收入13.47亿元，同比下降9.61%，毛利率降低0.67pct；轻型厢式车营收1.93亿元，同比增107.91%，但毛利率受产能与产品结构影响下滑1.15pct。上半年基建固定资产投资完成额累计同比+10.15%，社会物流总额同比+0.63%，对运输车辆的需求得到提振，2023年上半年重卡/轻卡销量分别同比+28.5%/+9.7%，市场处于复苏上行趋势中。随着国六6b阶段的全面施行和冷链物流建设的持续推进，重卡更新需求与厢式车需求有望继续释放。
- 灯塔制造网络+新能源转型，维持长期竞争力。**公司继续推进灯塔制造网络建设，发挥全球的生产制造能力，强化公司的供应链管理与生产效能优势。公司已推出新能源渣土车、混凝土搅拌车与冷藏车等多款产品，国内新能源城市渣土车市占率达32.5%，并在北美成功交付新能源冷藏半挂车。EV-RT平台的研发也在持续推进，有望成为半挂车领域的引领性产品。
- 投资建议：维持公司“增持”评级。**国内市场的物流与基建增长有望带动车辆销售的进一步复苏，海外北美与欧洲市场仍维持需求高位。随着未来汽车电动化、智能化趋势的推进，公司在新能源车辆领域的投入有望进一步加强公司的市场竞争力。预测公司2023~2025年营业收入分别为276.62/303.89/332.34亿元，归母净利润25.96/23.37/26.82亿元，EPS分别为1.29/1.16/1.33元。
- 风险提示：**物流复苏不及预期；原材料成本波动；海外市场波动。

投资评级

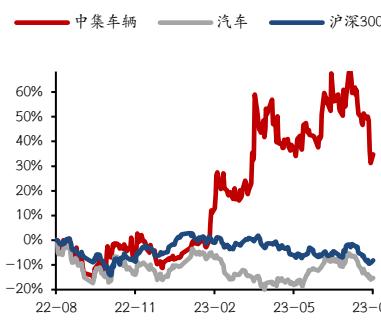
增持

维持评级

基础数据(2023-08-28)

所属行业	汽车 商用车
股价(元)	11.54
总市值(百万元)	23,283.10
流通市值(百万元)	8,369.23
总股本(百万股)	2,017.60
流通股本(百万股)	725.24

股价表现



	1M	3M	12M
相对收益	-8.6%	-2.5%	38.2%
绝对收益	-14.6%	-5.0%	29.5%

资料来源：恒生聚源，万和证券研究所

作者

潘子栋 分析师

资格证书：S0380521080001

联系邮箱：panzd@wanhesc.com

联系电话：(0755)82830333-118

相关报告

《行业月报-工程机械需求有望提振，自动化设备受益政策拉动》 2023-08-09

《行业投资策略-需求释放与政策主线共舞，关注能源装备与高端制造》 2023-01-05

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	27648	23621	27662	30389	33234
增长率(%)	4.3	-14.6	17.1	9.9	9.4
归母净利润(百万元)	901	1118	2596	2337	2682
增长率(%)	-20.4	24.1	132.2	-10.0	14.7
EPS(元/股)	0.45	0.55	1.29	1.16	1.33
市盈率(P/E)	28.5	22.9	9.9	11.0	9.6
市净率(P/B)	2.2	2.0	1.7	1.5	1.3

资料来源：恒生聚源，万和证券研究所



请阅读正文之后的信息披露和重要声明

财务报表与财务指标

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	14673	18500	21610	25223	营业收入	23621	27662	30389	33234
现金	4851	7487	10159	13055	营业成本	20483	23052	24814	26995
应收票据及应收账款	3215	3922	4272	4639	税金及附加	91	111	122	133
预付款项	240	231	248	270	销售费用	526	692	760	831
存货	5515	6003	6024	6299	管理费用	1034	1245	1368	1496
其他流动资产	245	195	195	195	研发费用	306	415	456	499
非流动资产	7544	7600	7538	7466	财务费用	-91	-42	-82	-122
长期投资	193	193	193	193	资产减值损失	-38	-80	-100	-120
固定资产	4933	5059	5038	5036	信用减值损失	-31	-35	-40	-40
在建工程	248	148	98	18	公允价值变动收益	-7	0	0	0
无形资产	844	844	844	844	投资净收益	-24	1110	0	0
其他非流动资产	76	69	69	69	其他收益	77	138	152	166
资产总计	22217	26100	29149	32689	营业利润	1473	3462	3116	3575
流动负债	8128	9670	10382	11241	营业外收入	12	0	0	0
短期借款	468	468	468	468	营业外支出	10	0	0	0
应付票据及应付账款	4550	5123	5514	5999	利润总额	1475	3462	3116	3575
预收账款	12	14	15	17	所得税	361	865	779	894
其他流动负债	232	272	282	302	税后利润	1114	2596	2337	2682
非流动负债	729	735	735	735	少数股东损益	-4	0	0	0
长期借款	331	331	331	331	归属母公司净利润	1118	2596	2337	2682
其他非流动负债	16	16	16	16	EBITDA	1738	3723	3336	3765
负债合计	8857	10405	11117	11976					
少数股东权益	661	661	661	661					
股本	2018	2018	2018	2018					
资本公积	4800	4800	4800	4800					
留存收益	5810	7864	10201	12882					
归属母公司股东权益	12700	15034	17371	20053					
负债和股东权益总计	22217	26100	29149	32689					
现金流量表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1154	1980	2790	3000	成长能力				
净利润	1114	2596	2337	2682	营业收入(%)	-14.57	17.11	9.86	9.36
折旧摊销	550	304	302	312	营业利润(%)	25.48	135.06	-9.98	14.74
财务费用	57	30	30	30	归母净利润(%)	24.11	132.23	-9.98	14.74
投资损失	19	-1110	0	0					
营运资本变动	-420	209	133	-17	获利能力				
其他经营现金流	0	217	84	116	毛利率(%)	13.28	16.66	18.34	18.77
投资活动现金流	-266	878	-88	-74	净利率(%)	4.73	9.39	7.69	8.07
筹资活动现金流	-954	-285	-30	-30	ROE(%)	8.80	17.27	13.45	13.37
每股指标(元)					ROIC(%)	6.20	15.20	11.84	11.83
每股收益(最新摊薄)	0.55	1.29	1.16	1.33	偿债能力				
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.98	1.38	1.49	资产负债率(%)	39.86	39.87	38.14	36.63
每股净资产(最新摊薄)	6.29	7.45	8.61	9.94	流动比率	1.81	1.91	2.08	2.24
					速动比率	1.06	1.24	1.45	1.64
资料来源：恒生聚源，万和证券研究所					营运能力				
					总资产周转率	1.07	1.15	1.10	1.07
					应收账款周转率	8.00	7.99	7.64	7.69
					应付账款周转率	5.61	5.83	5.74	5.77
					估值比率				
					P/E	22.94	9.88	10.97	9.56
					P/B	2.02	1.71	1.48	1.28
					EV/EBITDA	7.10	5.19	5.00	3.66

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本研究报告作者与本文所涉及的上市公司不存在利益冲突，且作者配偶、子女、父母未担任上市公司董监高等职务。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供的信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>