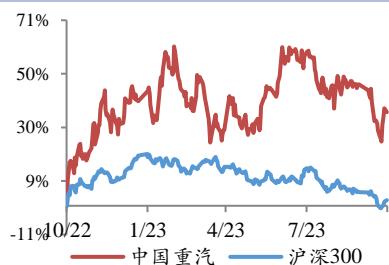


费用调整拖累盈利，出口销量稳中有升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-10-31

收盘价（元）	15.29
近 12 个月最高/最低（元）	18.11/12.39
总股本（百万股）	1,175
流通股本（百万股）	1,175
流通股比例（%）	99.99
总市值（亿元）	180
流通市值（亿元）	180

公司价格与沪深 300 走势比较

分析师：姜肖伟

执业证书号: S0010523060002
电话: 18681505180
邮箱: jiangxiaowei@hazq.com

相关报告

1. 中报业绩符合预期，持续受益于出口高景气 2023-09-01
2. 周期复苏与出口增加，重卡龙头双重受益 2023-06-27

主要观点：
● 事件

中国重汽发布 2023 年三季度业绩，2023Q3 营业收入 307.64 亿元，同比+37%；归母净利润 6.55 亿元，同比+83.62%；扣非净利润 6.39 亿元，同比+91.38%。其中，Q3 营业收入 105.77 亿元，同比+48.47%，环比-4%；归母净利润 1.59 亿元，同比+336.74%，环比-42%；扣非净利润 1.46 亿元，同比+349.37%，环比-46%。

● 重卡销量稳步上升，经营优势继续保持

- 1) 公司海外出口销量持续增长。9 月重汽集团重卡出口累计实现 9.9 万辆，同比增长 71.95%，继续占据行业半数市场份额。
- 2) 国内市场累计销量稳中有升，三季度略微下降。2023Q3 重汽集团累计销量 19.14 万辆，同比+52%，单季度销量 6.16 万辆，环比-1.0%。其中，国内市场终端累计销量 6.70 万辆，市占率 14.2%，环比+0.26PCT；Q3 单季度 2.27 万辆，环比-2.2%，市占率 14.7%，环比-0.3PCT。

● 产品结构拖累整体毛利率，研发、管理费用上升导致利润下滑

- 1) 产品销售结构影响公司整体毛利率。2023Q1-Q3 公司销售毛利率为 7.27%，同比+0.33PCT，环比-0.38PCT；Q3 单季度销售毛利率为 6.56%，同比+0.56PCT，环比-0.87PCT。受国内货运市场需求不高的影响，公司产品销量结构中高附加值产品有所下滑，拖累整体毛利率。
- 2) 公司 Q3 研发费用与管理费用增加导致利润下滑。2023Q3 公司费用率为 2.69%，同比-0.08PCT，其中 Q3 单季度费用率为 3.47%，同比+0.6PCT，环比+1.4PCT。其中，研发费用率 2.1%，同比+1.4PCT，环比+1.0PCT，研发费用环比提升主要受公司持续加大研发投入影响。管理费用率为 0.93%，同比-0.13PCT，环比+0.92PCT，管理费用回归正常主要系二季度独生子女相关费用调整的影响。销售费用率为 1.01%，同比-0.43PCT，环比-0.46PCT，销售费用环比下滑与单季度销量回落有关。财务费用率为-0.54%，同比-0.17PCT，环比-0.08PCT，财务费用下降与公司存款利息收入增加有关。

● 海外出口保持良好势头，全年有望突破 26 万辆，有效支撑公司业绩

- 1) 中国重卡价格仅是欧洲品牌的 1/3，产品品质差距不大，性价比优势突出。同时，产业体系健全，供应链稳定，交付时间短是支撑重卡出口的主要逻辑。预计全年有望突破 26 万辆。

- 2) 明年出口高位稳定，预计仍保持在 20 万以上规模。俄罗斯、东南亚、非洲等出口市场销量稳定，尤其俄罗斯市场规模约有 8-10 万，本国重卡产业链不健全，产品力不足，短期内难以与中国重卡相竞争。

● 投资建议

公司出口优势明显，行业龙头地位继续稳固，重卡销量提升的同时单车价值有望随市场需求一同提升。我们预计 2023-2025 年公司营业收入约为 392.72/ 448.05/ 543.75 亿元，同比+36.3%/+14.1%/+21.4%，归母

净利润分别为 10.68/14.57/21.54 亿元, 同比+399.9%/+36.4%/+47.8%, 维持“买入”评级。

● 风险提示

- 1 海外市场需求不及预期: 公司出口销量的业务占比较高, 海外市场需求对业绩影响较大。
- 2 国内市场需求不及预期: 公司销量受行业景气度影响较大, 国内市场正处于弱复苏阶段, 后续复苏强度对公司业绩影响较大。

● 重要财务指标				
主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	28822	39272	44805	54375
收入同比 (%)	-48.6%	36.3%	14.1%	21.4%
归属母公司净利润	214	1068	1457	2154
净利润同比 (%)	-79.4%	399.9%	36.4%	47.8%
毛利率 (%)	6.2%	7.7%	8.6%	9.9%
ROE (%)	1.6%	7.3%	9.2%	12.3%
每股收益 (元)	0.18	0.91	1.24	1.83
P/E	82.44	18.18	13.33	9.02
P/B	1.27	1.33	1.23	1.11
EV/EBITDA	6.12	2.76	1.42	0.23

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				单位:百万元	利润表				单位:百万元
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	27504	28070	36123	42905	营业收入	28822	39272	44805	54375
现金	13154	14301	16314	19270	营业成本	27042	36238	40960	48990
应收账款	6071	3097	9113	12133	营业税金及附加	98	124	156	182
其他应收款	49	152	152	198	销售费用	321	438	499	606
预付账款	258	191	237	336	管理费用	264	202	230	279
存货	3591	2588	2121	4684	财务费用	-95	-175	-190	-216
其他流动资产	4380	7743	8186	6285	资产减值损失	-136	-157	-142	-145
非流动资产	6868	7397	7927	8492	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	20	9	16	23
固定资产	4424	4680	4923	5153	营业利润	578	1919	2584	3782
无形资产	850	1381	1910	2440	营业外收入	12	50	39	34
其他非流动资产	1593	1337	1094	899	营业外支出	4	3	4	3
资产总计	34372	35467	44050	51398	利润总额	586	1966	2619	3812
流动负债	19345	19032	25719	30174	所得税	61	357	424	569
短期借款	501	541	591	751	净利润	526	1609	2195	3244
应付账款	7130	8219	10425	13137	少数股东损益	312	541	737	1090
其他流动负债	11714	10272	14704	16286	归属母公司净利润	214	1068	1457	2154
非流动负债	436	436	436	436	EBITDA	781	2054	2595	3873
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.18	0.91	1.24	1.83
其他非流动负债	436	436	436	436					
负债合计	19780	19467	26155	30609					
少数股东权益	851	1392	2129	3219					
股本	1175	1175	1175	1175					
资本公积	4930	4930	4930	4930					
留存收益	7635	8503	9661	11464					
归属母公司股东权	13740	14608	15766	17569					
负债和股东权益	34372	35467	44050	51398					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	7030	2221	3184	4117	成长能力				
净利润	526	1609	2195	3244	营业收入	-48.6%	36.3%	14.1%	21.4%
折旧摊销	322	264	278	289	营业利润	-71.7%	232.0%	34.7%	46.3%
财务费用	59	23	25	29	归属于母公司净利	-79.4%	399.9%	36.4%	47.8%
投资损失	-20	-9	-16	-23	盈利能力				
营运资金变动	6052	277	698	518	毛利率 (%)	6.2%	7.7%	8.6%	9.9%
其他经营现金流	-5435	1389	1501	2786	净利率 (%)	0.7%	2.7%	3.3%	4.0%
投资活动现金流	-349	-891	-896	-942	ROE (%)	1.6%	7.3%	9.2%	12.3%
资本支出	-448	-900	-912	-965	ROIC (%)	2.7%	8.9%	10.5%	14.2%
长期投资	80	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	20	9	16	23	资产负债率 (%)	57.5%	54.9%	59.4%	59.6%
筹资活动现金流	-1507	-183	-275	-219	净负债比率 (%)	135.6%	121.7%	146.2%	147.2%
短期借款	-99	40	50	160	流动比率	1.42	1.47	1.40	1.42
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.22	1.32	1.31	1.25
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.83	1.12	1.13	1.14
其他筹资现金流	-1408	-223	-325	-379	应收账款周转率	4.88	8.61	7.40	5.14
现金净增加额	5174	1147	2013	2956	应付账款周转率	3.55	4.72	4.39	4.16

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 姜肖伟, 北京大学光华管理学院硕士, 应用物理学/经济学复合背景。八年电子行业从业经验, 曾在深天马、瑞声科技任职, 分管过战略、市场、产品及投研等核心业务部门, 多年一级及二级市场投研经验, 具备电子+汽车/产业+金融的多纬度研究视角和深度洞察能力, 汽车行业全覆盖。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参阅。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;

中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;

减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;

无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。