

费用增长致 Q3 业绩环比走弱

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年三季度报, 实现收入 307.6 亿元, 同比+37.0%, 实现归母净利润 6.6 亿元, 同比+83.6%。其中, Q3 实现收入 105.8 亿元, 同比+48.5%, 环比-3.6%, 实现归母净利润 1.6 亿元, 同比+336.7%, 环比-41.4%。
- **集团销量同比高增, 利好公司销量增长。** 整体来看, 重卡行业呈现头部效应, 1-9 月销量前十企业市占率达 97.3%, 其中, 集团销量 19.1 万辆, 同比+52.3%, 市占率达 27.1%, 同比+3.1pp, 累计销量排名行业第一。公司作为集团旗下最重要的重卡业务单元, 在集团销量高速增长的背景下, 23Q1-Q3 实现营收 307.6 亿元, 同比+37.0%, 预计公司未来业绩将在行业复苏的背景下得到持续增长。
- **研发/管理费用增加, Q3 利润环比下滑。** Q3 公司毛利率为 6.6%, 同比+0.6pp, 环比-0.9pp, 预计毛利率环比下滑主要受重卡市场销量 Q3 环比下滑与产品结构变化影响。Q3 公司利润环比大幅下滑, 净利润 2.2 亿元, 环比-37.4%, 主要受研发、管理费用影响, Q3 期间费用率为 3.5%, 同比+0.6pp, 环比+1.4pp, 其中, 研发费用率为 2.1%, 同比+1.3pp, 环比+1.0pp, 管理费用率为 0.9%, 同比-0.1pp, 环比+0.9pp。综合来看, Q3 净利率为 2.1%, 同比+0.5pp, 环比-1.1pp。
- **国内行业有望持续复苏, 海外市场成重要增长点。** 根据中汽协数据, 2023 年 1-9 月, 重卡累计销量 70.7 万辆, 同比+35.0%, 未来在透支效应逐渐出清叠加宏观经济企稳增长等因素影响下, 预计行业景气度能够持续恢复, 行业重卡销量有望持续同比高增。海外方面, 集团深耕海外市场多年, 品牌力得到有效提升, 23 年 1-9 月集团出口重卡 9.9 万辆, 同比+72.0%, 占据集团销量 51.8%。公司作为集团核心重卡资产, 未来在“一带一路”战略稳步推进的基础上, 出口销量有望继续走高。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年公司归母净利润分别 8.8、13.3、16.3 亿元, 未来三年归母净利润年复合增速 96.8%, 对应 PE 为 20、13、11 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业复苏不及预期风险; 汇率波动风险; 出口景气度不可持续风险; 原材料价格波动风险; 产能扩张不及预期的风险。

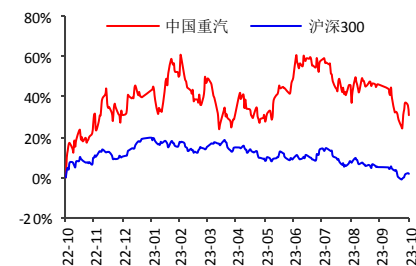
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	28822.44	41396.09	51424.85	65213.85
增长率	-48.62%	43.62%	24.23%	26.81%
归属母公司净利润(百万元)	213.72	875.10	1325.49	1628.84
增长率	-79.41%	309.47%	51.47%	22.89%
每股收益 EPS(元)	0.18	0.74	1.13	1.39
净资产收益率 ROE	3.60%	7.93%	10.64%	11.55%
PE	81	20	13	11
PB	1.19	1.10	1.00	0.91

数据来源: Wind, 西南证券

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: zllans@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: Wind

基础数据

总股本(亿股)	11.75
流通 A 股(亿股)	11.75
52 周内股价区间(元)	11.32-18.2
总市值(亿元)	173.29
总资产(亿元)	391.93
每股净资产(元)	12.17

相关研究

1. 中国重汽(000951): 中报亮眼, 单车价值提升 (2023-09-02)
2. 中国重汽(000951): 二季度业绩高增, 重卡复苏持续 (2023-07-05)
3. 中国重汽(000951): 行业景气提升, 公司业绩亮眼 (2023-05-04)
4. 中国重汽(000951): 重卡行业反转, 公司迎来曙光 (2023-04-03)
5. 中国重汽(000951): 四季度出现亏损, 看好 23 年业绩回升 (2023-02-01)
6. 中国重汽(000951): 重卡优质企业, 静待行业复苏 (2022-12-05)

盈利预测

关键假设：

假设 1：重卡行业持续复苏，假设 23-25 年行业销量分别 92、110、132 万辆，公司重卡市占率稳定在 14%；同时基于公司研发投入加大，产品结构有望优化，假设 23-25 年销售均价分别为 26.0、26.5、27.0 万元。

假设 2：考虑宏观经济持续向好，下游需求有所回升，故假设 23-25 年公司汽配业务收入增长 45%/25%/25%。

假设 3：随着产能利用率提升和产品结构优化，公司毛利率将显著改善，假设 23-25 年公司整车毛利率分别 7.5%、8.0%、8.5%，汽配毛利率分别 12%、13%、14%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
整车	收入	22642.7	32466.43	40280.00	51300.00
	增速	-52.59%	43.39%	24.07%	27.36%
	毛利率	3.47%	7.50%	8.00%	8.50%
汽配	收入	6110.9	8860.79	11075.98	13844.98
	增速	-25.42%	45.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	15.64%	12.00%	13.00%	14.00%
其他	收入	68.9	68.87	68.87	68.87
	增速	-51.6%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	58.31%	58.00%	58.00%	58.00%
合计	收入	28822.44	41396.09	51424.85	65213.85
	增速	-48.62%	43.62%	24.23%	26.81%
	毛利率	6.18%	6.77%	7.93%	8.28%

数据来源：Wind，西南证券

根据上述假设，我们测算出公司 2023-2025 年营业收入分别为 414.0 亿元、514.2 亿元和 652.1 亿元，同比增速分别为 43.6%/24.2%/26.8%，归母净利润分别为 8.8 亿元、13.3 亿元和 16.3 亿元，同比增速分别为 309.5%/51.5%/22.9%。

相对估值

我们选取潍柴动力、福田汽车作为可比公司，2024 年两家公司平均 PE 为 12 倍。考虑重卡行业持续复苏以及公司在重卡行业的领先地位，给予公司 2024 年 20 倍 PE，对应目标价 22.6 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司 PE 估值（2023 年 10 月 31 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
000338.SZ	潍柴动力	13.88	0.56	0.9	1.1	1.3	24.69	15.77	12.85	10.93
600166.SH	福田汽车	3.03	0.01	0.18	0.28	0.36	372.47	16.83	10.82	8.42
平均值							-	16.30	11.84	9.67
000951.SZ	中国重汽	14.75	0.18	0.74	1.13	1.39	81.09	19.80	13.07	10.64

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	28822.44	41396.09	51424.85	65213.85	净利润	525.63	1250.14	1840.95	2201.14
营业成本	27041.58	38594.65	47347.72	59811.81	折旧与摊销	321.77	451.07	515.55	563.05
营业税金及附加	97.65	140.25	174.23	220.95	财务费用	-94.61	-125.68	-149.73	-181.88
销售费用	321.21	600.24	822.80	1173.85	资产减值损失	-136.10	0.00	0.00	0.00
管理费用	263.67	620.94	925.65	1434.70	经营营运资本变动	6832.02	231.81	1847.22	2038.43
财务费用	-94.61	-125.68	-149.73	-181.88	其他	-418.52	71.60	72.87	98.85
资产减值损失	-136.10	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	7030.18	1878.95	4126.87	4719.60
投资收益	19.60	0.00	0.00	0.00	资本支出	-998.41	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	649.85	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-348.56	-1000.00	-1000.00	-1000.00
营业利润	577.82	1565.68	2304.19	2754.42	短期借款	-99.38	-450.62	0.00	0.00
其他非经营损益	8.67	-3.00	-3.00	-3.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	586.49	1562.68	2301.19	2751.42	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	60.86	312.54	460.24	550.28	支付股利	-352.46	-72.58	-297.18	-450.12
净利润	525.63	1250.14	1840.95	2201.14	其他	-1055.65	123.39	149.73	181.88
少数股东损益	311.91	375.04	515.47	572.30	筹资活动现金流净额	-1507.49	-399.80	-147.44	-268.24
归属母公司股东净利润	213.72	875.10	1325.49	1628.84	现金流量净额	5174.13	479.15	2979.42	3451.36
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	13154.20	13633.35	16612.77	20064.13	成长能力				
应收和预付款项	6747.76	9561.59	11897.47	15104.39	销售收入增长率	-48.62%	43.62%	24.23%	26.81%
存货	3591.08	5021.09	5984.70	7768.07	营业利润增长率	-71.66%	170.96%	47.17%	19.54%
其他流动资产	4010.51	210.71	261.76	331.95	净利润增长率	-68.50%	137.84%	47.26%	19.57%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-63.86%	134.92%	41.19%	17.44%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	5139.16	5726.85	6250.05	6725.76	毛利率	6.18%	6.77%	7.93%	8.28%
无形资产和开发支出	850.38	811.62	772.86	734.10	三费率	1.70%	2.65%	3.11%	3.72%
其他非流动资产	878.42	878.42	878.42	878.42	净利率	1.82%	3.02%	3.58%	3.38%
资产总计	34371.51	35843.64	42658.05	51606.82	ROE	3.60%	7.93%	10.64%	11.55%
短期借款	500.62	50.00	50.00	50.00	ROA	1.53%	3.49%	4.32%	4.27%
应付和预收款项	13292.18	15155.10	18975.88	24460.03	ROIC	5.23%	24.55%	32.97%	42.43%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	2.79%	4.57%	5.19%	4.81%
其他负债	5987.56	4872.10	6321.94	8035.55	营运能力				
负债合计	19780.36	20077.20	25347.82	32545.58	总资产周转率	0.83	1.18	1.31	1.38
股本	1174.87	1174.87	1174.87	1174.87	固定资产周转率	7.54	8.16	8.59	10.05
资本公积	4930.03	4930.03	4930.03	4930.03	应收账款周转率	4.72	5.42	5.09	5.14
留存收益	7707.85	8510.38	9538.69	10717.41	存货周转率	6.11	8.69	8.41	8.53
归属母公司股东权益	13739.93	14540.17	15568.48	16747.20	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.69%	—	—	—
少数股东权益	851.23	1226.28	1741.74	2314.04	资本结构				
股东权益合计	14591.16	15766.44	17310.22	19061.24	资产负债率	57.55%	56.01%	59.42%	63.06%
负债和股东权益合计	34371.51	35843.64	42658.05	51606.82	带息债务/总负债	2.53%	0.25%	0.20%	0.15%
					流动比率	1.42	1.45	1.40	1.35
					速动比率	1.24	1.19	1.15	1.11
					股利支付率	164.92%	8.29%	22.42%	27.63%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	804.98	1891.08	2670.01	3135.59	每股收益	0.18	0.74	1.13	1.39
PE	81.09	19.80	13.07	10.64	每股净资产	12.42	13.42	14.73	16.22
PB	1.19	1.10	1.00	0.91	每股经营现金	5.98	1.60	3.51	4.02
PS	0.60	0.42	0.34	0.27	每股股利	0.30	0.06	0.25	0.38
EV/EBITDA	4.72	1.52	-0.04	-1.14					
股息率	2.03%	0.42%	1.71%	2.60%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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
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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田靖雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn