

## Q3表现超预期，盈利能力持续修复

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营收 1603.8 亿元，同比增长 22.9%，实现归母净利润 65.0 亿元，同比增长 96.3%，实现扣非归母净利润 56.4 亿元，同比增长 172.6%。其中，Q3 实现营收 542.5 亿元，同/环比增长 23.9%/2.9%，归母净利润 26.0 亿元，同/环比增长 181.2%/27.3%，扣非后净利润 20.3 亿元，同/环比增长 344.1%/8.6%。
- **发动机业务量利齐升，公司盈利持续改善。**公司是重卡主流产业链上唯一实现环比两位数增长的公司，主要得益于天然气重卡销量高增。2023 年二季度以来，汽柴价格比持续处于不到 0.6 的低位，天然气重卡的运营收益明显高于柴油重卡，从而推动天然气重卡销量暴增，23 年 1-9 月天然气重卡销量高达 10.74 万台，同比增长 255%，其中，Q3 销量达 5.4 万台，同/环比增长 443%/59%，明显加速放量增长。公司是国内天然气重卡发动机的绝对龙头，市场份额常年保持在 70% 左右，因此，Q3 公司充分受益于天然气重卡市场的加速放量增长，叠加天然气发动机的均价与利润率均高于柴油机，发动机业务实现量利齐升，公司整体盈利水平得到改善，Q3 毛利率为 21.8%，同比+6.5pp，环比+1.6pp。费用方面，公司费用管控向好，Q3 销售费用率为 6.2%，同比-0.2pp，环比-0.1pp；Q3 管理费用率为 4.4%，同比-0.2pp，环比-0.1pp；Q3 财务费用率为 0.9%，同比+1.1pp，环比+1.0pp，主要系利息费用增加所致。综合来看，Q3 公司净利率为 5.9%，同比+4.1pp，环比+1.1pp。
- **凯傲盈利持续改善恢复，新增订单支撑未来业绩。**Q3 凯傲实现营收 27.3 亿欧元，同/环比+0.9%/-3.8%，调整后 EBIT 2.24 亿欧元，同比扭亏为盈，环比增长 16.5%，得益于无通胀保护条款的执行，凯傲盈利持续改善恢复，并在一定程度上助力公司盈利改善，四季度及明年凯傲有望延续盈利改善的趋势。2023 年前三季度凯傲新增订单 79.3 亿欧元，将有力支撑凯傲经营与业绩改善的持续性。
- **深度绑定经营团队与股东利益，助力公司中长期发展。**公司于 10 月 24 日晚发布了股权激励方案，根据 24-26 年销售利润率不低于 8%/9%/9% 的考核条件测算，24-26 年公司利润总额底线是 168.16/208.08/233.01 亿元，按照 2012-22 年归母净利润/利润总额比例的均值（66.6%），对应 24-26 年归母净利润要达到 112/139/155 亿元，考核条件超出我们预期。鉴于本次激励员工人数达到 716 人，涉及人员范围广，有利于将公司与核心员工利益深度绑定，助力公司中长期发展，推动考核目标的落实完成。
- **盈利预测与投资建议。**根据公司经营情况，我们上调公司盈利预测，预计 23-25 年实现归母净利润 84.5/111.9/137.1 亿元，对应 PE 为 14/11/9 倍，未来三年归母净利润年复合增速 40.9%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业复苏不及预期、原材料价格大幅波动、汇率大幅波动等风险。

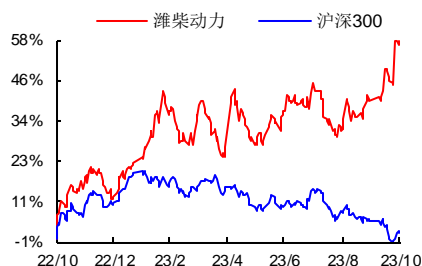
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	1751.58	2416.75	2705.02	2962.39
增长率	-13.95%	37.98%	11.93%	9.51%
归属母公司净利润（亿元）	49.05	84.45	111.92	137.09
增长率	-47.00%	72.16%	32.54%	22.48%
每股收益 EPS（元）	0.56	0.97	1.28	1.57
净资产收益率 ROE	5.46%	8.73%	10.49%	11.55%
PE	25	14.3	10.8	8.8
PB	1.66	1.52	1.35	1.20

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：zslans@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)	9.08-14.14
总市值(亿元)	1,211.25
总资产(亿元)	3,252.21
每股净资产(元)	8.87

### 相关研究

1. 潍柴动力（000338）：Q2 盈利能力环比改善，公司中报业绩亮眼（2023-09-03）
2. 潍柴动力（000338）：行业景气持续提升，公司中报预告亮眼（2023-07-05）
3. 潍柴动力（000338）：行业景气持续提升，公司 Q1 业绩亮眼（2023-05-04）
4. 潍柴动力（000338）：Q4 业绩亮眼，盈利能力环比改善（2023-04-04）
5. 潍柴动力（000338）：发动机热效率再创记录，持续实现技术突破（2022-11-22）

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：2022 年重卡行业受多方面影响进入低谷，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，2023 年重卡行业迎来复苏，预计重卡行业销量 85-95 万辆，23/24/25 年公司发动机销量 96/104/112 万台。为满足商用车对马力、节油等方面需求，公司产品持续优化，单价会有相应提升，故假设 23/24/25 年单价为 5.7/6.0/6.2 万元/台。

假设 2：当前，国家大力推行促消费政策，伴随相关政策措施落地，预计国内物流需求将得到一定恢复，以凯傲+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有望保持稳健增长，预计 23/24/25 年公司智能物流业务同比+7.7%/+8.2%/+8.7%。

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
整车及关键零部件	收入	617.08	1190.7	1369.7	1501.8
	增速	-40.8%	93.0%	15.0%	9.6%
	成本	504.30	964.5	1102.6	1201.5
	毛利率	18.3%	19.0%	19.5%	20.0%
智能物流	收入	789.10	850.0	920.0	1000.0
	增速	0.5%	7.7%	8.2%	8.7%
	成本	639.55	680.0	731.4	790.0
	毛利率	19.0%	20.0%	20.5%	21.0%
农业装备	收入	173.43	187.9	208.4	232.9
	增速	-	8.3%	10.9%	11.8%
	成本	150.72	162.9	180.2	201.2
	毛利率	13.1%	13.3%	13.5%	13.6%
其他汽车零部件	收入	94.06	103.5	113.8	125.2
	增速	-28.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	79.07	86.9	95.6	105.2
	毛利率	15.9%	16.0%	16.0%	16.0%
其他主营业务	收入	77.90	84.7	93.1	102.5
	增速	1.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	66.46	72.0	79.2	87.1
	毛利率	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	1751.6	2416.8	2705.0	2962.4
	增速	-13.9%	38.0%	11.9%	9.5%
	成本	1440.1	1966.3	2189.0	2384.9
	毛利率	17.8%	18.6%	19.1%	19.5%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 2416.8、2705.0 和 2962.4 亿元，CAGR 为 19.1%，归母净利润分别为 84.5、111.9 和 137.1 亿元，CAGR 为 40.9%。

## 相对估值

我们选取了行业中与潍柴动力业务较为相近的中国重汽、一汽解放、中集车辆作为可比公司，2024 年平均 PE 为 12 倍。考虑重卡行业复苏，叠加天然气重卡保持高景气度，预计潍柴作为发动机龙头销量有望持续增长；此外，物流业稳健发展推动公司智能物流业务不断增长，给予公司 2024 年 15 倍 PE，对应目标价为 19.2 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截止 2023.10.31 收盘）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
000951.SZ	中国重汽	14.75	0.18	0.85	1.25	1.64	81.09	17.35	11.79	9.02
000800.SZ	一汽解放	9.22	0.08	0.37	0.66	0.93	116.27	24.97	14.06	9.91
301039.SZ	中集车辆	10.13	0.55	1.23	1.13	1.41	18.28	8.21	8.96	7.16
平均值							71.88	16.84	11.60	8.70
000338.SZ	潍柴动力	13.88	0.56	0.97	1.28	1.57	24.69	14.34	10.82	8.84

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表（亿元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（亿元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1751.58	2416.75	2705.02	2962.39	净利润	56.83	97.83	129.67	158.82
营业成本	1440.11	1966.27	2189.02	2384.95	折旧与摊销	111.48	67.65	69.95	72.26
营业税金及附加	4.81	6.63	7.43	8.13	财务费用	-9.09	8.03	6.93	7.40
销售费用	106.61	145.01	156.89	168.86	资产减值损失	-8.75	-7.42	-7.68	-7.95
管理费用	80.92	195.76	213.70	228.10	经营营运资本变动	-56.84	24.24	15.68	18.32
财务费用	-9.09	8.03	6.93	7.40	其他	-117.12	-0.94	-13.39	9.35
资产减值损失	-8.75	-7.42	-7.68	-7.95	<b>经营活动现金流净额</b>	-23.49	189.40	201.15	258.19
投资收益	2.43	4.42	4.42	4.42	资本支出	-59.69	-60.00	-70.00	-80.00
公允价值变动损益	10.11	5.69	6.87	7.02	其他	-25.76	48.69	11.29	11.44
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-85.45	-11.31	-58.71	-68.56
<b>营业利润</b>	58.34	112.59	150.04	184.34	短期借款	23.87	3.91	70.00	-120.00
其他非经营损益	2.51	2.51	2.51	2.51	长期借款	98.76	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	60.85	115.10	152.55	186.85	股权融资	-9.04	0.00	0.00	0.00
所得税	4.03	17.26	22.88	28.03	支付股利	-24.29	-8.29	-14.27	-18.91
净利润	56.83	97.83	129.67	158.82	其他	-40.77	-130.65	-6.93	-7.40
少数股东损益	7.78	13.39	17.74	21.73	<b>筹资活动现金流净额</b>	48.52	-135.04	48.80	-146.32
归属母公司股东净利润	49.05	84.45	111.92	137.09	<b>现金流量净额</b>	-58.65	43.06	191.24	43.31
资产负债表（亿元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	708.42	751.47	942.72	986.03	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	337.32	419.15	479.24	528.53	销售收入增长率	-13.95%	37.98%	11.93%	9.51%
存货	333.74	464.18	534.39	574.33	营业利润增长率	-58.00%	92.98%	33.26%	22.86%
其他流动资产	305.36	168.26	174.18	179.46	净利润增长率	-50.85%	72.16%	32.54%	22.48%
长期股权投资	53.41	53.41	53.41	53.41	EBITDA 增长率	-33.13%	17.13%	20.53%	16.34%
投资性房地产	6.22	6.22	6.22	6.22	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	458.72	485.11	519.21	560.99	毛利率	17.78%	18.64%	19.08%	19.49%
无形资产和开发支出	471.18	437.45	403.71	369.98	三费率	10.19%	14.43%	13.96%	13.65%
其他非流动资产	262.29	261.98	261.67	261.36	净利率	3.24%	4.05%	4.79%	5.36%
<b>资产总计</b>	2936.66	3047.22	3374.73	3520.30	ROE	5.46%	8.73%	10.49%	11.55%
短期借款	46.09	50.00	120.00	0.00	ROA	1.94%	3.21%	3.84%	4.51%
应付和预收款项	753.84	970.75	1089.28	1194.21	ROIC	10.79%	20.71%	25.50%	30.39%
长期借款	227.82	227.82	227.82	227.82	EBITDA/销售收入	9.18%	7.79%	8.39%	8.91%
其他负债	867.80	678.47	702.05	722.79	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1895.55	1927.05	2139.16	2144.83	总资产周转率	0.61	0.81	0.84	0.86
股本	87.27	87.27	87.27	87.27	固定资产周转率	4.93	6.20	6.66	7.04
资本公积	113.50	113.50	113.50	113.50	应收账款周转率	7.76	9.07	8.73	8.45
留存收益	530.96	607.12	704.77	822.94	存货周转率	4.20	4.71	4.30	4.26
归属母公司股东权益	731.84	797.53	895.18	1013.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.69%	—	—	—
少数股东权益	309.26	322.65	340.40	362.13	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1041.11	1120.18	1235.57	1375.48	资产负债率	64.55%	63.24%	63.39%	60.93%
负债和股东权益合计	2936.66	3047.22	3374.73	3520.30	带息债务/总负债	17.65%	17.56%	19.09%	13.45%
					流动比率	1.41	1.47	1.48	1.57
					速动比率	1.13	1.09	1.11	1.17
					股利支付率	49.53%	9.82%	12.75%	13.80%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.56	0.97	1.28	1.57
					每股净资产	8.39	9.14	10.26	11.61
					每股经营现金	-0.27	2.17	2.31	2.96
					每股股利	0.28	0.09	0.16	0.22
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	160.73	188.27	226.92	263.99					
PE	24.69	14.34	10.82	8.84					
PB	1.66	1.52	1.35	1.20					
PS	0.69	0.50	0.45	0.41					
EV/EBITDA	3.44	2.13	1.24	0.44					
股息率	2.01%	0.68%	1.18%	1.56%					

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

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	zymyf@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	lmtf@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	yxy@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