

抢抓行业结构性机遇，打开利润新空间

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年度业绩预告，公司实现归母净利润85.8-93.2亿元，同比增长75%-90%，扣非净利润73.9-82.1亿元，同比增长125%-150%。单季度来看，Q4归母净利润20.8-28.2亿元，同比增长30.8%-77.0%，环比-19.9%-8.4%，扣非归母净利润17.5-25.7亿元，同比增长44.2%-111.7%，环比-13.7%-26.8%。
- **抢抓行业结构性机遇，产品结构得到改善。** 2023年行业迎来复苏，行业销量达91.1万辆，同比+35.6%，复苏势头较为明显。特别地，受气价回落影响，天然气重卡经济性优势得以突显，全年销量达15.2万辆，同比+307%。一般来说，气体机盈利能力高于燃油机，预计气体机对公司的利润贡献较大，也是公司业绩同比增长的重要来源。此外，公司持续优化产品结构，积极拓展大马力及大缸径产品市场，高利润率产品上量助力公司利润持续增长。
- **凯傲盈利改善利好公司利润提升。** 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%。预计凯傲无通胀保护订单基本消化完毕，Q4盈利能力得到一定修复，后续恢复盈利的确定性较高。公司通过凯傲和德马泰克已构建完整的智能物流体系，在海外智慧物流需求逐步释放的背景下，凯傲与德马泰克将助力公司后续成长。
- **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23年发布股权激励方案，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。此外，卡车信息网披露公司2024年目标：中重型动力市占率持续提升，突破载货车市场；轻型动力市占率冲击行业第一；客车动力稳固大中客市场行业第一，突破出口市场。在股权激励、市占率目标、细分领域爆发、行业持续复苏等多频共振下，我们预计潍柴后续业绩值得期待。
- **盈利预测与投资建议。** 预计23-25年公司实现归母净利润90.1/114.1/141.5亿元，对应PE为15/12/9倍，未来三年归母净利润年复合增速42.4%，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。

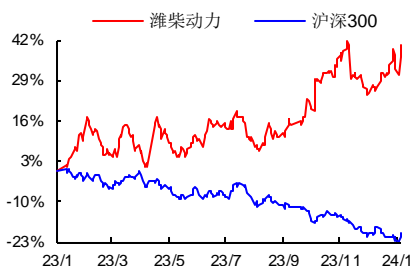
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	1751.58	2284.99	2616.66	2914.93
增长率	-13.95%	30.45%	14.52%	11.40%
归属母公司净利润(亿元)	49.05	90.06	114.11	141.51
增长率	-47.00%	83.61%	26.71%	24.00%
每股收益EPS(元)	0.56	1.03	1.31	1.62
净资产收益率ROE	5.46%	9.26%	10.63%	11.81%
PE	27	14.6	11.5	9
PB	1.80	1.64	1.46	1.29

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: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	87.27
流通A股(亿股)	49.68
52周内股价区间(元)	11.21-15.27
总市值(亿元)	1,316.84
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): Q3表现超预期, 盈利能力持续修复 (2023-11-02)
2. 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)
3. 潍柴动力(000338): 行业景气持续提升, 公司中报预告亮眼 (2023-07-05)
4. 潍柴动力(000338): 行业景气持续提升, 公司Q1业绩亮眼 (2023-05-04)
5. 潍柴动力(000338): Q4业绩亮眼, 盈利能力环比改善 (2023-04-04)

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 年起重卡行业迎来复苏，预计 23/24/25 年公司发动机销量增速 32%/20%/16%。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	1059.0	1281.3	1454.4
	增速	-40.8%	71.6%	21.0%	13.5%
	成本	504.30	857.8	1031.5	1163.5
	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	2285.0	2616.7	2914.9
	增速	-13.9%	30.5%	14.5%	11.4%
	成本	1440.1	1859.5	2117.9	2347.0
	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 2285.0、2616.7、2914.9 亿元，CAGR 为 18.5%，归母净利润分别为 90.1、114.1、141.5 亿元，CAGR 为 42.4%。

相对估值

我们选取中国重汽、一汽解放与中集车辆作为可比公司，2024 年平均 PE 为 19 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。结合对标公司估值和目前潍柴的业务布局，给予公司 2024 年 15 倍 PE，对应目标价为 19.65 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截止 2024.1.25 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	15.26	0.18	0.82	1.23	1.60	84.78	18.61	12.41	9.54
000800.SZ	一汽解放	8.15	0.08	0.14	0.22	0.39	101.88	58.21	37.05	20.90
301039.SZ	中集车辆	9.31	0.55	1.3	1.09	1.37	16.93	7.16	8.54	6.80
平均值							-	28.00	19.33	12.41
000338.SZ	潍柴动力	15.09	0.56	1.03	1.31	1.62	26.85	14.62	11.54	9.31

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)					现金流量表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1751.58	2284.99	2616.66	2914.93	净利润	56.83	104.34	132.21	163.94
营业成本	1440.11	1859.54	2117.89	2346.99	折旧与摊销	111.48	67.65	69.95	72.26
营业税金及附加	4.81	6.27	7.18	8.00	财务费用	-9.09	7.99	6.91	7.12
销售费用	106.61	137.10	151.77	163.24	资产减值损失	-8.75	-7.42	-7.68	-7.95
管理费用	80.92	171.37	198.87	218.62	经营营运资本变动	-56.84	13.87	19.35	21.46
财务费用	-9.09	7.99	6.91	7.12	其他	-117.12	-2.86	-12.81	9.96
资产减值损失	-8.75	-7.42	-7.68	-7.95	经营活动现金流净额	-23.49	183.57	207.93	266.78
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	投资活动现金流净额	-85.45	-11.31	-58.71	-68.56
营业利润	58.34	120.24	153.03	190.36	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
利润总额	60.85	122.75	155.54	192.87	股权融资	-9.04	0.00	0.00	0.00
所得税	4.03	18.41	23.33	28.93	支付股利	-24.29	-8.29	-15.22	-19.29
净利润	56.83	104.34	132.21	163.94	其他	-40.77	-130.62	-6.91	-7.12
少数股东损益	7.78	14.28	18.09	22.44	筹资活动现金流净额	48.52	-135.00	47.87	-146.40
归属母公司股东净利润	49.05	90.06	114.11	141.51	现金流量净额	-58.65	37.27	197.09	51.81
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	708.42	745.69	942.78	994.59	成长能力				
应收和预付款项	337.32	396.30	463.59	520.06	销售收入增长率	-13.95%	30.45%	14.52%	11.40%
存货	333.74	438.02	516.96	565.03	营业利润增长率	-58.00%	106.10%	27.27%	24.40%
其他流动资产	305.36	165.55	172.36	178.49	净利润增长率	-50.85%	83.61%	26.71%	24.00%
长期股权投资	53.41	53.41	53.41	53.41	EBITDA 增长率	-33.13%	21.87%	17.36%	17.34%
投资性房地产	6.22	6.22	6.22	6.22	获利能力				
固定资产和在建工程	458.72	485.11	519.21	560.99	毛利率	17.78%	18.62%	19.06%	19.48%
无形资产和开发支出	471.18	437.45	403.71	369.98	三费率	10.19%	13.85%	13.66%	13.34%
其他非流动资产	262.29	261.98	261.67	261.36	净利率	3.24%	4.57%	5.05%	5.62%
资产总计	2936.66	2989.73	3339.90	3510.12	ROE	5.46%	9.26%	10.63%	11.81%
短期借款	46.09	50.00	120.00	0.00	ROA	1.94%	3.49%	3.96%	4.67%
应付和预收款项	753.84	918.06	1053.88	1175.20	ROIC	10.79%	22.04%	26.02%	31.34%
长期借款	227.82	227.82	227.82	227.82	EBITDA/销售收入	9.18%	8.57%	8.79%	9.25%
其他负债	867.80	667.17	694.52	718.77	营运能力				
负债合计	1895.55	1863.05	2096.23	2121.79	总资产周转率	0.61	0.77	0.83	0.85
股本	87.27	87.27	87.27	87.27	固定资产周转率	4.93	5.86	6.44	6.93
资本公积	113.50	113.50	113.50	113.50	应收账款周转率	7.76	8.83	8.83	8.52
留存收益	530.96	612.73	711.63	833.85	存货周转率	4.20	4.60	4.35	4.29
归属母公司股东权益	731.84	803.14	902.03	1024.26	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	323.54	341.64	364.07	资本结构				
股东权益合计	1041.11	1126.68	1243.67	1388.33	资产负债率	64.55%	62.31%	62.76%	60.45%
负债和股东权益合计	2936.66	2989.73	3339.90	3510.12	带息债务/总负债	17.65%	18.16%	19.48%	13.59%
					流动比率	1.41	1.50	1.50	1.59
					速动比率	1.13	1.12	1.13	1.19
					股利支付率	49.53%	9.20%	13.34%	13.63%
业绩和估值指标					每股指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	160.73	195.89	229.88	269.74	每股收益	0.56	1.03	1.31	1.62
PE	26.85	14.62	11.54	9.31	每股净资产	8.39	9.20	10.34	11.74
PB	1.80	1.64	1.46	1.29	每股经营现金	-0.27	2.10	2.38	3.06
PS	0.75	0.58	0.50	0.45	每股股利	0.28	0.09	0.17	0.22
EV/EBITDA	4.10	2.62	1.68	0.79					
股息率	1.84%	0.63%	1.16%	1.46%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@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
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	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

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@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
	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
广深	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
