

潍柴动力 (000338)

技术为本，各业务共振向上

买入 (维持)

2024年03月08日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 杨惠冰

执业证书: S0600523070004
yanghb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	220,215	175,158	215,615	233,949	255,373
同比	11.62%	-20.46%	23.10%	8.50%	9.16%
归母净利润 (百万元)	9,493	4,905	8,952	11,587	13,371
同比	2.86%	-48.33%	82.51%	29.43%	15.39%
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.09	0.56	1.03	1.33	1.53
P/E (现价&最新摊薄)	15.06	29.14	15.97	12.34	10.69

关键词: #市占率上升

投资要点

■ **复盘: 行业周期影响经营周期, 领先技术为公司跨周期成长的核心驱动。**围绕产业链技术优势, 公司05年收购湘火炬, 成为国内重卡发动机/整车/变速器龙头; 12年收购凯傲成为全球叉车/智能物流头部企业; 19年拓展大缸径发动机领域, 持续深耕重型机械技术。阶段一: 行业上行, 深耕重卡。单重卡板块强属性标, 盈利/估值波动较大, 09~10年2年四万亿政策催化业绩与估值共振向上。阶段二: 行业下行, 开拓并购。政策透支需求, 周期持续下行收购凯傲拓展业务, 掌握液压技术, 弱化周期影响。阶段三: 行业上行, 多业务爆发。政策出台明确拐点, 多因素催化5年上行周期持续超预期, 股价历史高位。阶段四: 深蹲起跳, 全面向上。疫情加速行业触底, 出口爆发催化拐点, 多业务优化有望开启新一轮向上周期。公司历史股价变化呈现几点特征: 1) 当季业绩与销量节奏呈现高度正相关, 环比变化高度吻合; 2) 上行周期往往估值先行, 利润兑现上行进一步催化估值向上, 其后兑现估值回落至中枢。

■ **展望: 大缸径贡献结构性增量, 重卡行业回暖向上带动产业链量利回升, 凯傲经营稳定修复, 未来2~3年盈利有望持续新高。**短期周期+稳定+向上三类业务共振向上, 业绩确定性较强。1) 周期贡献弹性: 公司车辆发动机/整车/变速器三大重卡业务净利率中枢分别15%/2%/9%, 并与行业销量(规模效应)正相关, 行业回暖对该板块向上弹性贡献较大; 2) 业务稳定发展: 凯傲当前在全球叉车/智能物流领域均已达到头部水平, 净利率中枢为5%, 市占率以及盈利能力基本稳定, 周期波动较小; 3) 全新利润增量: 19年公司拓展大缸径发动机业务, 2023年全球市场份额接近10%, 潍柴具备性价比绝对领先优势, 有望实现市场份额的快速提升, 贡献全新利润增量; 4) 其余战略业务: 公司在农机/液压/新能源等领域持续重点投入, 聚焦中长期新业务发展, 短期盈利贡献较小, 仍需持续跟踪中长期行业变化

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2023~2025年营业总收入为2156/2339/2554亿元, 归属母公司净利润为90/116/134亿元, 分别同比+83%/+29%/+15%, 对应EPS为1.03/1.33/1.53元, 对应PE为16/12/11倍。选取A股三家重卡公司作为可比公司, 估值均值为30/21/17倍。鉴于潍柴动力重卡全产业链覆盖叠加大缸径发动机业务增量确定性较强, 盈利稳定提升, 长期新能源领域布局持续发力, 我们认为潍柴动力应该享受更高估值溢价, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 重卡行业复苏不及预期; 天然气价格波动超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.55
一年最低/最高价	11.15/17.04
市净率(倍)	1.87
流通A股市值(百万元)	82,223.80
总市值(百万元)	144,424.52

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.87
资产负债率(% ,LF)	66.09
总股本(百万股)	8,726.56
流通A股(百万股)	4,968.21

相关研究

《潍柴动力(000338): 2023 业绩预告点评: 盈利持续兑现, 燃气&大缸径等业务多点开花》

2024-01-24

《潍柴动力(000338): 2023 年三季报点评: Q3 发动机销量高增, 毛利率/业绩表现靓丽》

2023-10-31

内容目录

1. 发展历史复盘：重型机械全球龙头，技术为王，持续开拓	5
1.1. 发展历史：聚焦技术多业务整合，营收&利润历史长牛	5
1.2. 行业地位：全业务链条头部企业，经营稳定向上	6
2. 经营周期复盘：下行期积淀，上行期爆发	10
2.1. 基本面复盘：四阶段横纵整合，奠定业绩基本盘	10
2.2. 股价复盘：量-利-估值强耦合，顺周期趋势尽显	14
3. 未来经营展望：技术为本，多业务共振，新一轮周期向上	16
3.1. 行业：出口爆发+燃气转型共振，助力行业销量回暖向上	16
3.2. 长期：技术为本，支撑跨周期迭代向上	18
3.3. 中短期：行业周期上行带动公司盈利水平上移	19
4. 盈利预测	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1: 潍柴动力发展历史梳理.....	5
图 2: 潍柴动力盈利能力复盘.....	6
图 3: 潍柴动力分业务营业收入 (亿元) 与毛利率 (%) 变化.....	6
图 4: 潍柴动力重卡发动机行业市占率稳中有升.....	7
图 5: 潍柴动力重卡发动机占比趋势下滑.....	7
图 6: 发动机业务营收随行业波动, 净利率中枢稳定.....	7
图 7: 发动机均价小幅波动, 单台净利随周期变化.....	7
图 8: 陕重汽整车业务市占率稳定 13%-15% 中枢水平.....	8
图 9: 陕重汽营收随行业同频, 利润率波动较大.....	8
图 10: 法士特销量随下游周期变化, 单台净利波动较大.....	8
图 11: 法士特营收随行业同频, 利润率波动较大.....	8
图 12: 凯傲营业收入 (亿元) 变化.....	8
图 13: 凯傲净利率受外部因素阶段影响.....	8
图 14: 凯傲费用管控能力逐年加强.....	9
图 15: 凯傲资产收益能力波动较大.....	9
图 16: 潍柴动力大缸径发动机.....	9
图 17: 大缸径发动机销量 (万台) 与收入 (亿元) 变化.....	9
图 18: 潍柴动力业绩随重卡行业波动变化.....	10
图 19: 2007-2011 年潍柴动力盈利能力随重卡行业波动变化.....	10
图 20: 2007-2011 发动机业务利润占比约 80%.....	11
图 21: 2007-2011 整车/变速箱利润占其余利润 80%.....	11
图 22: 2012-2015 潍柴动力业绩受行业周期下行影响.....	11
图 23: 2012-2015 发动机业务利润占比明显提升.....	11
图 24: 2012-2015 子公司利润占其余利润比重提升.....	11
图 25: 2016-2021H1 潍柴动力业绩顺应行业上行周期爆发.....	12
图 26: 2016-2021H1 发动机业务利润占比维稳.....	12
图 27: 2016-2021H1 子公司利润占其余利润比重高位.....	12
图 28: 2016-2021H1 潍柴动力业绩顺应行业上行周期爆发.....	13
图 29: 2021H2-2023H1 发动机业务利润占比触底反弹.....	13
图 30: 2021-2023 子公司利润占其余利润比重波动较大.....	13
图 31: 潍柴动力分红比例保持较高水平.....	14
图 32: 利润上行催化潍柴动力估值提高.....	14
图 33: 2007-2014 年潍柴动力股价复盘.....	15
图 34: 2014 年至今潍柴动力股价复盘.....	15
图 35: 潍柴动力股价复盘总结.....	16
图 36: 内外需接力, 国内重卡销量有望回暖向上.....	16
图 37: 2023-2024 年工信部各批公示燃气车申报统计.....	17
图 38: 2015-2023 年天然气重卡销量 (辆) 及渗透率 (%).....	17
图 39: 国内重卡海外出口 (万辆) 分地区分布.....	17
图 40: 200811~201011 重卡板块公司股价涨跌幅.....	18
图 41: 201602~202102 重卡板块公司股价涨跌幅.....	18
图 42: 长期周来看, 潍柴自身利润/股价增速与行业销量保持高度相关.....	19

图 43: 重卡发动机净利率 (%) 与行业销量 (万台)	19
图 44: 重卡整车净利率 (%) 与行业销量 (万辆)	19
图 45: 重卡变速箱净利率 (%) 与行业销量 (万台)	20
图 46: 凯傲历史净利率 (%) 变化	20

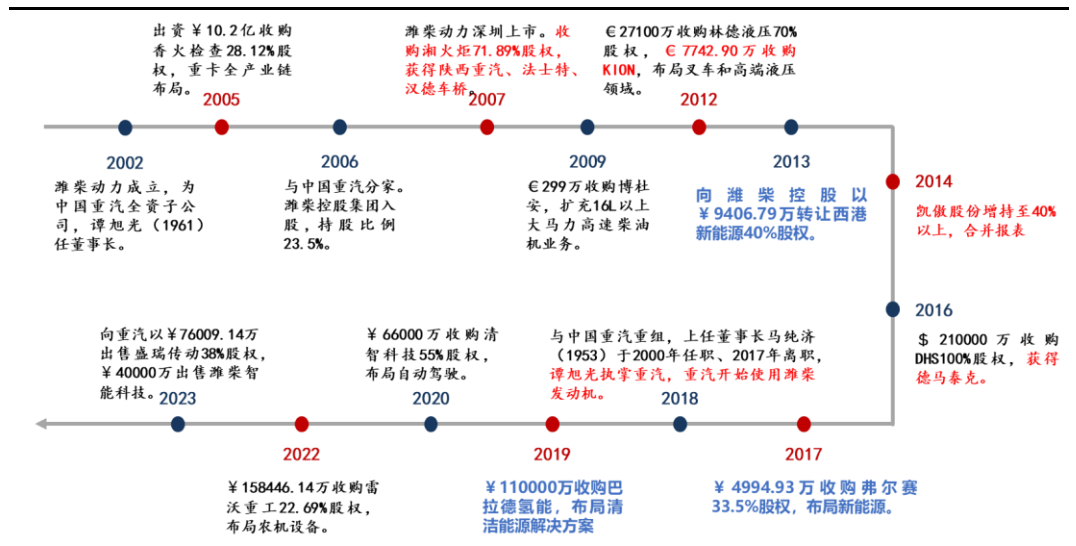
1. 发展历史复盘：重型机械全球龙头，技术为王，持续开拓

潍柴动力公司于 2002 年正式成立，以重卡发动机业务起家，锚定核心技术环节持续开拓，收购湘火炬掌握重卡变速箱/车桥等核心技术环节并拓展下游整车业务，收购博杜安掌握大马力发动机技术并拓展大缸径发动机业务，收购凯傲掌握液压技术并拓展叉车/工程机械以及农用机械等领域，其后顺应行业新能源环保转型趋势，持续投入氢燃料/纯电/混动等战略业务。潍柴始终秉承“技术为王”的发展理念，成为重卡全产业链以及叉车/智能仓储物流等领域全球龙头，并借助大缸径业务进一步发展海外市场，发展持续提速。

1.1. 发展历史：聚焦技术多业务整合，营收&利润历史长牛

多产业链开拓布局，构建重型机械大集团。潍柴动力由山东重工旗下零配件公司起家。2002 年谭旭光上任董事长后，公司逐步横纵向开拓业务。2007 年收购湘火炬 71.89% 股权，获得陕重汽、法士特、汉德车桥子公司；2012 年收购凯傲，2014 年增加对凯傲的持股至 40% 以上，并合并报表；2016 年收购德马泰克；2017 年收购弗尔赛 33.5% 股权，并于 2019 年收购巴拉德氢能，布局新能源。截至目前，公司业务覆盖重卡整车下游、叉车/液压、智能物流、农机/工机、新能源等众多领域；同时，董事长谭旭光于 2018 年兼管中国重汽，中国重汽开始使用潍柴发动机，多业务协同，构成重型机械大集团。

图1：潍柴动力发展历史梳理

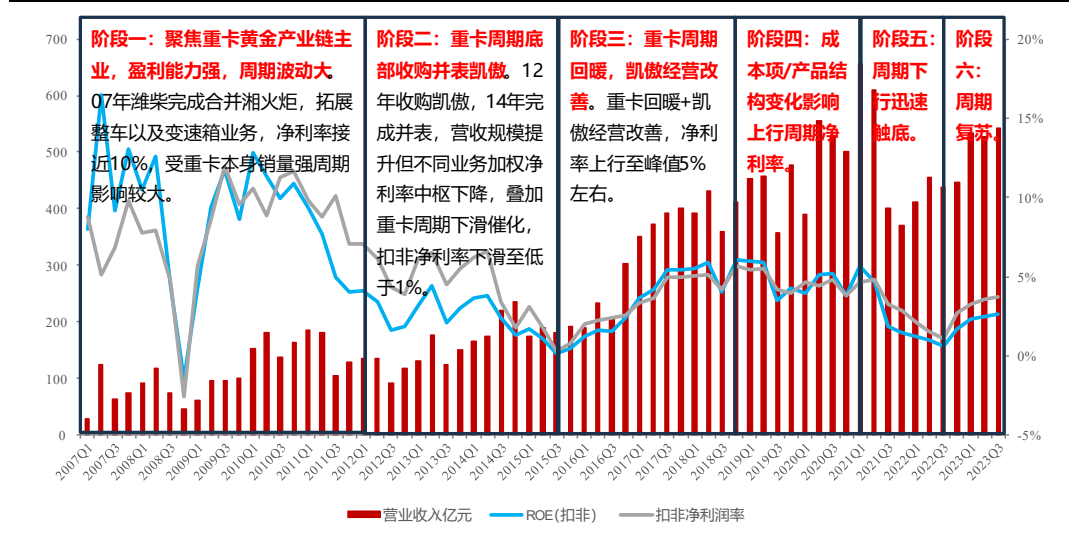


数据来源：公司官网，wind，东吴证券研究所

营收长牛，多业务整合增进盈利稳定性。复盘潍柴动力历史发展历程，大致可以分为六个阶段。1) 2007-2012年：公司聚焦重卡黄金产业链，2007年完成合并湘火炬，拓展整车及变速箱业务，净利率近10%，盈利能力大幅增强，但受重卡行业周期影响较大；2) 2012-2015年：收购凯傲拓展业务，2012年公司收购凯傲并于2014年完成并表，营收规模提升，但由于业务加权净利率中枢下降+重卡周期性下滑，盈利表现下降；3) 2015-2018年：重卡行业回暖，叠加凯傲经营情况改善，营收大幅增加，净利率提升至峰值约

5%；4) 2019-2020 年：成本控制显成效+产品结构变化，营业收入和净利率波动；5) 2021-2022 年：受重卡行业下行影响，公司盈利能力迅速下滑并触底；6) 2022 年至今：重卡行业周期性复苏，带动公司盈利向上恢复。

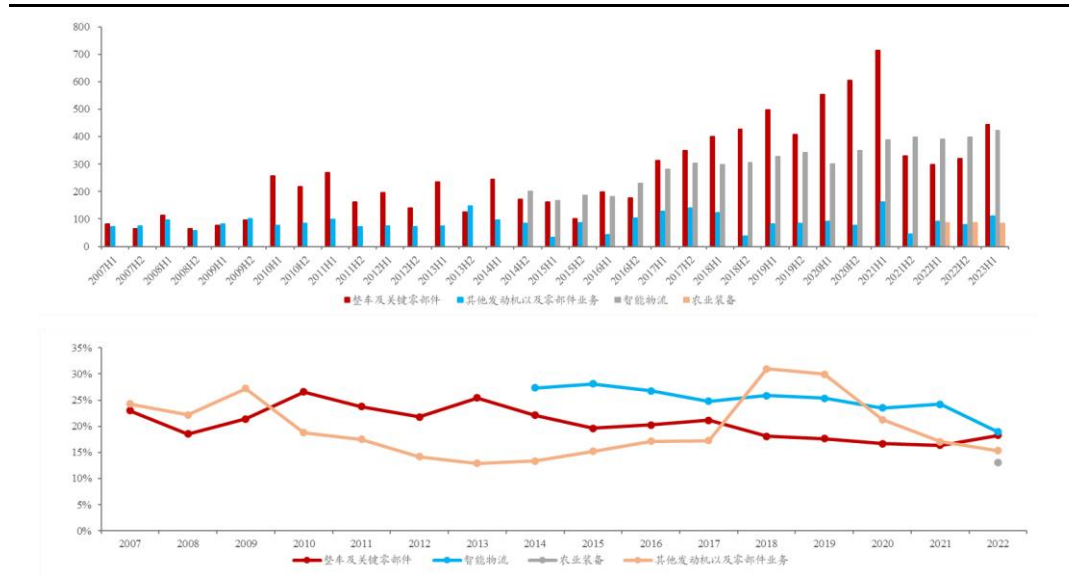
图2：潍柴动力盈利能力复盘



数据来源：wind，东吴证券研究所

各业务营收向上，毛利率整体稳定，支撑整体盈利能力稳定。1) 整车及关键零部件业务：贡献主要收入，随行业波动发展，营业收入与公司整体营收同频波动，于2021H1达到峰值水平713.94亿元，随后随行业下滑，毛利率维持在20%左右水平，盈利能力稳健向上；2) 农业装备业务：营业收入波动向上，2022年毛利率达13%，盈利水平较高；3) 智能物流业务：毛利率保持高位25%左右水平，盈利持续性强。

图3：潍柴动力分业务营业收入（亿元）与毛利率（%）变化



数据来源：wind，东吴证券研究所

1.2. 行业地位：全业务链条头部企业，经营稳定向上

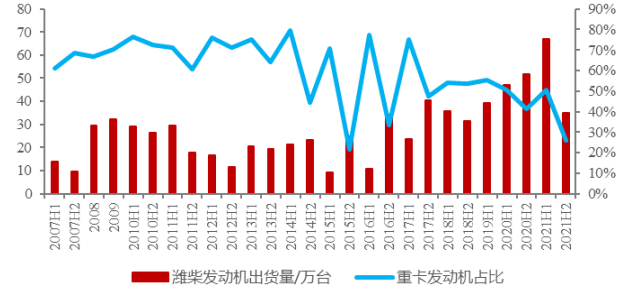
重卡发动机龙头，跨周期盈利稳定。1) 销量方面，公司发动机产品横跨客卡等多个领域，覆盖商用车全系列产品，产品矩阵丰富。发动机出货量随行业销量波动变化，行业市占率保持30%左右水平，稳中有升；其中，重卡发动机占比过半，但呈下滑趋势。

图4：潍柴动力重卡发动机行业市占率稳中有升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

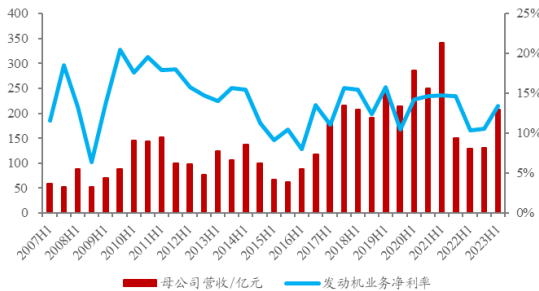
图5：潍柴动力重卡发动机占比趋势下滑



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

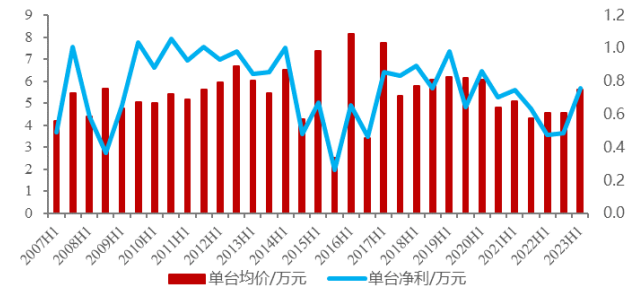
2) 盈利方面，公司发动机业务营业收入随行业波动，营收与行业销量密切相关，2016-2021年，公司重卡发动机出货量大幅提升，引领营业收入高增，主要系排放标准切换+物流运输发展；净利率跨周期保持稳定，保持15%利率中枢，2016年上半年净利率达到周期底部约10%；公司发动机单台均价小幅波动，整体稳定在5.5万元左右，单台净利随行业周期性波动。

图6：发动机业务营收随行业波动，净利率中枢稳定



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

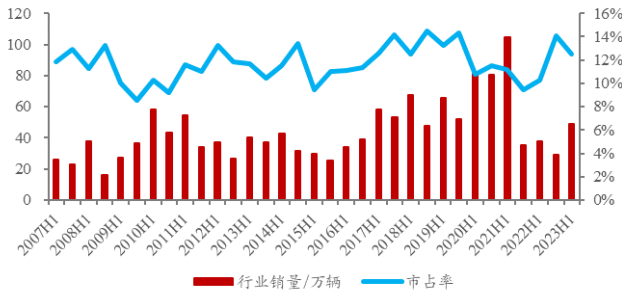
图7：发动机均价小幅波动，单台净利随周期变化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

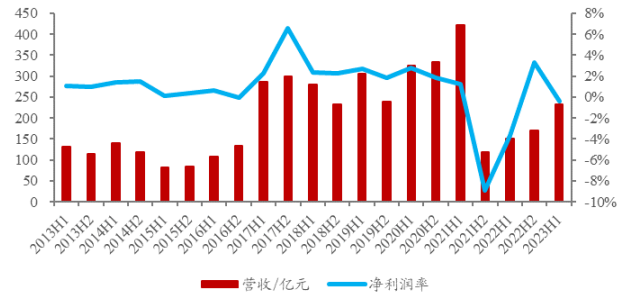
重卡整车处头部地位，盈利波动性较大。潍柴动力旗下子公司陕重汽为重卡整车制造头部企业，2023H1市占率13%，自公司成立以来市占率稳定13%-15%中枢水平；但盈利波动性较大，陕重汽营业收入随行业销量变化，2023H1营业收入233.19亿元，同比+55.29%，净利率-0.38%，同比+3.28pct，2017H2达到峰值水平6.61%，2021H2达到底部水平-8.88%，净利率波动幅度较大。

图8：陕重汽整车业务市占率稳定 13%-15%中枢水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

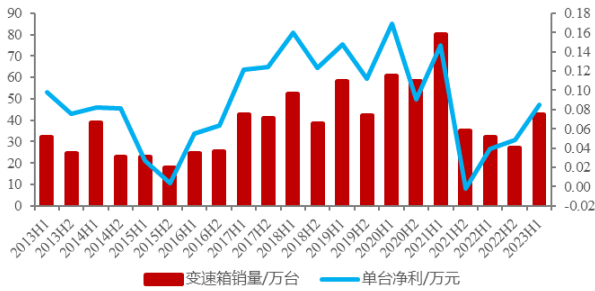
图9：陕重汽营收随行业同频，利润率波动较大



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

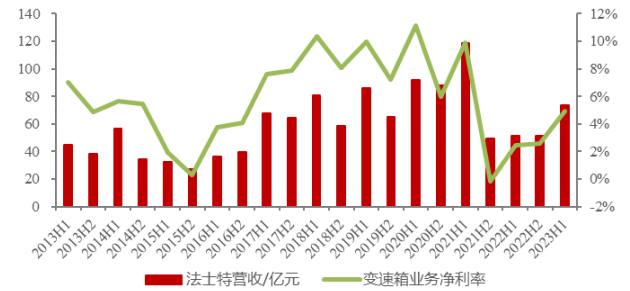
重卡变速器龙头，盈利较大波动。潍柴动力旗下子公司法士特为重卡变速器龙头企业，销量随下游周期性波动变化，2023H1 销量 42.5 万台，同比+33.23%，市占率长期保持 70%左右水平，高位维稳；但盈利情况波动较大，变速箱业务净利率和单台净利均大幅波动，2023H1 净利率 4.91%，净利润峰值近 12%，2023H1 单台净利 0.08 万元，单台净利峰值近 0.2 万元。

图10：法士特销量随下游周期变化，单台净利波动较大



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

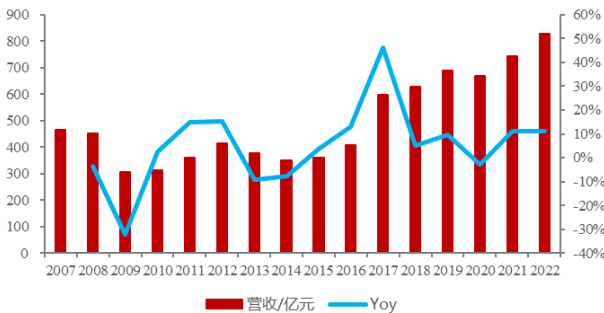
图11：法士特营收随行业同频，利润率波动较大



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

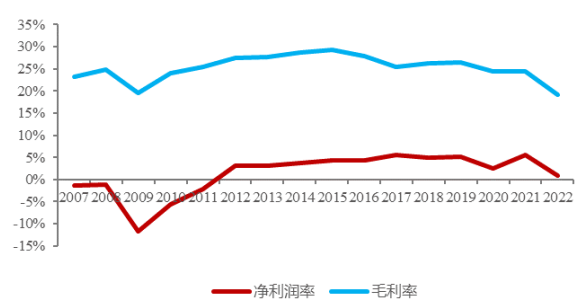
叉车/仓储全球头部领先，经营状况维稳。1) 经营情况方面，剔除疫情影响，凯傲自 2014 年被潍柴动力收归并表后经营状态逐渐稳定，2016 年起进入稳健增长阶段，2022 年凯傲营业收入 826.58 亿元，同比 11%，2016-2022 年 CAGR 达 12.5%，收入稳健向上；利润率基本稳定，毛利率和净利率分别为 19.07%/0.88%。

图12：凯傲营业收入（亿元）变化



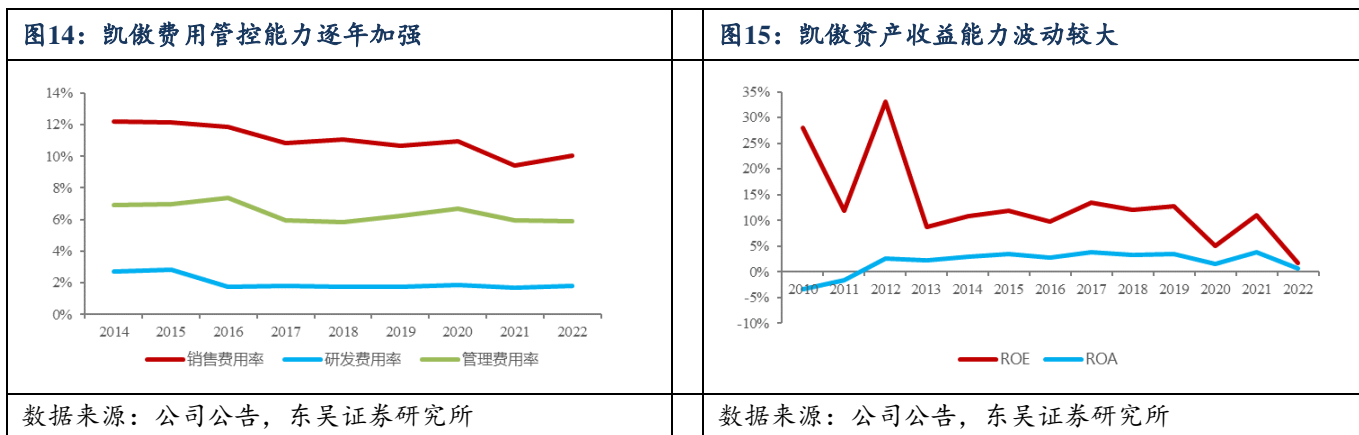
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图13：凯傲净利率受外部因素阶段影响



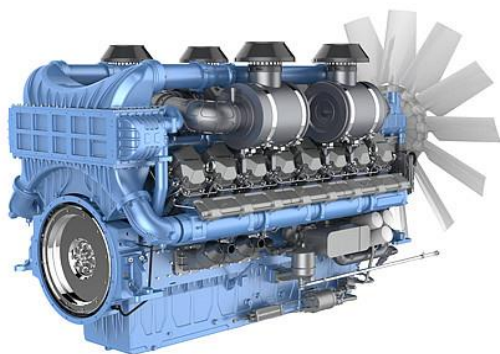
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2) 成本控制方面, 凯傲成本控制能力持续加强, 销售费用率和管理费用率呈下滑趋势, 2022 年凯傲销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 10.05%/5.89%/1.83%, 相比 2014 年刚并表时, 分别-2.15/-1.03/-0.86pct, 费用管控支撑盈利能力稳定向上。3) 资产收益方面, 凯傲 ROE 中枢稳定在 12%左右水平, 但波动幅度较大。



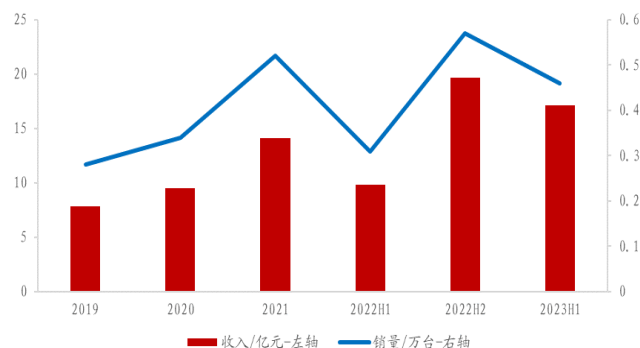
大力发展大缸径发动机业务, 凭借高盈利弹性成重要变量。博杜安是法国最大的船用发动机及动力系统供应商, 主要从事发动机及船舶动力系统制造与销售。2009 年 2 月, 潍柴动力收购法国博杜安, 实现了发动机产品序列全覆盖, 为大缸径发动机业务奠定基础。2019 年, 公司正式引入大缸径 (500kw 以上) 发动机业务, 主要用于发电、船机、矿卡等领域, 市场主要集中于海外。2020 年公司大缸径发动机销售量 0.34 万台, 实现收入 9.5 亿元, 同比+21.7%, 盈利性强, 2021-2023 年大缸径业务保持快速增长, 2023H1 销量 0.46 万台, 同比+48%, 收入达 17.1 亿元, 同比+6.1%, 归母净利润 6.1 亿元, 净利率高达 36%, 预计 2024 年前产销能力将达到 2 万台, 支撑业务规模进一步拓展。同时, 目前全球大缸径发动机市场主要被卡特彼勒、康明斯、MTU、约翰迪尔以及日本的三菱等国外企业掌控, 未来, 凭借博杜安的技术优势以及潍柴自身卓越的成本管控能力, 公司市占率有望快速提升。市占率提升叠加高盈利弹性, 潍柴动力整体盈利表现有望向上突破。

图16: 潍柴动力大缸径发动机



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图17: 大缸径发动机销量 (万台) 与收入 (亿元) 变化



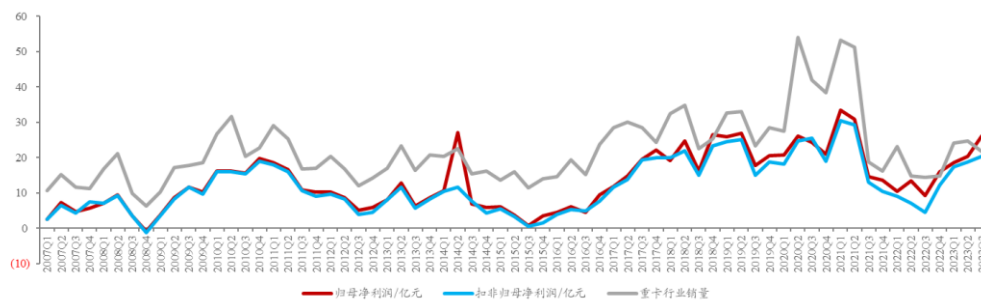
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 经营周期复盘：下行期积淀，上行期爆发

2.1. 基本面复盘：四阶段横纵整合，奠定业绩基本盘

当季利润与重卡行业销量高度正相关，高低点节奏吻合。综合潍柴动力上市以来经营表现，归母净利润变化与重卡行业整体销量变化保持一致，呈现阶段性周期变化，盈利能力受重卡行业波动影响较大。

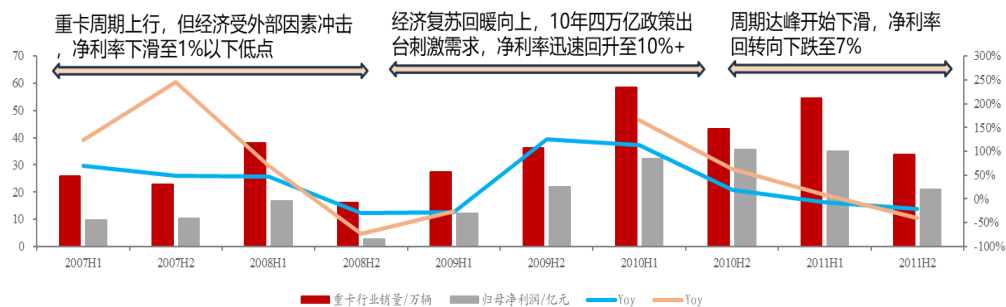
图18：潍柴动力业绩随重卡行业波动变化



数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

2007-2011年，深耕重卡黄金产业链，盈利能力随行业周期波动。1) 2007-2008年，重卡行业周期性上行，但因经济受外部因素冲击影响，潍柴动力归母净利润下滑，净利率下滑至1%以下低点水平；2) 2009-2010年，经济复苏回暖向上，叠加2010年出台四万亿政策，刺激重卡行业需求，行业整体销量高增，带动公司归母净利润增加，净利率迅速回升至10%左右水平；3) 2010-2011年，受重卡行业周期达峰下滑影响，公司净利率回落至7%左右。

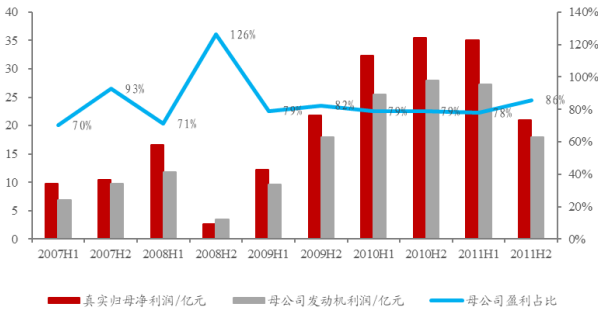
图19：2007-2011年潍柴动力盈利能力随重卡行业波动变化



数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

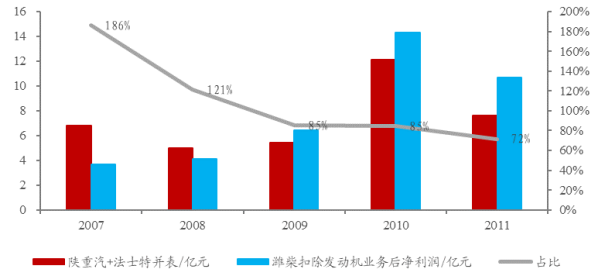
多业务开拓，支撑盈利能力稳定向上。2005年8月，潍柴动力投资湘火炬，间接控制山中及和法士特，打造重卡全链条业务；2007年，公司收购湘火炬，直接控制陕重汽和法士特51%股权。2007-2011年，公司发动机业务利润占整体利润约80%，贡献主要盈利，而重卡整车和变速箱业务利润占剩余利润约80%，多业务协同发展，公司整体盈利水平稳健向上。

图20: 2007-2011 发动机业务利润占比约 80%



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

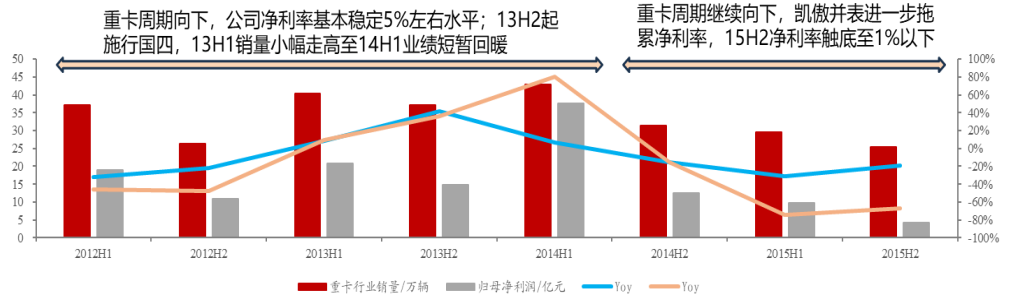
图21: 2007-2011 整车/变速箱利润占其余利润 80%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2012-2015 年, 重卡行业周期性触底, 公司盈利能力下行。1) 2012-2013 年, 重卡行业周期向下, 公司净利率稳定 5% 左右水平, 2013H2 国四排放标准正式落地, 影响前后行业销量, 2013H1-2014H2 行业销量小幅走高, 公司盈利水平短暂回暖; 2) 2014-2015 年, 重卡行业持续下行, 叠加 2014 年并表凯傲, 公司净利率下滑, 2015H2 净利率初读达 1% 以下水平。

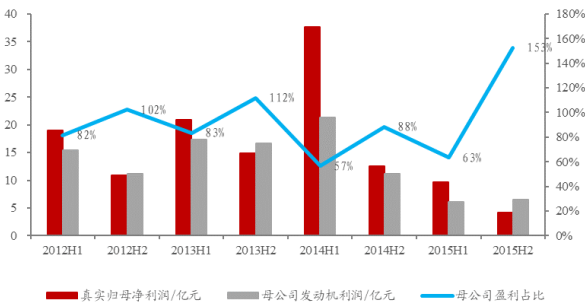
图22: 2012-2015 潍柴动力业绩受行业周期下行影响



数据来源: wind, 公司公告, 东吴证券研究所

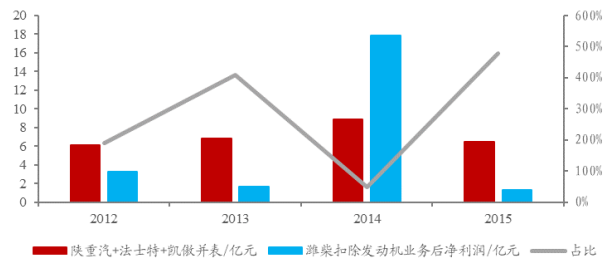
收购并表凯傲拓展业务, 各业务利润贡献比重增加。2012-2015 年, 公司发动机业务利润占比显著提升, 2015H2 占比达 153% 高位, 同环比分别+65%/+90pct, 子公司业务占剩余利润比重也增加。2015 年占比达 479% 高位, 同比+429pct。

图23: 2012-2015 发动机业务利润占比明显提升



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

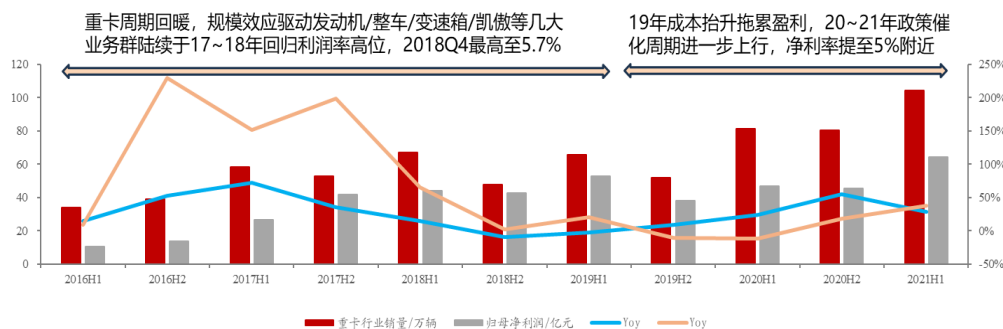
图24: 2012-2015 子公司利润占其余利润比重提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2016-2021H1，各业务整合完成，顺应行业上行周期业绩爆发。2016年，重卡行业开启新一轮上行周期，行业回暖叠加规模效应，驱动公司发动机/整车/变速箱/凯傲等业务群于2017-2018年回归利润率高位，并于2018Q4公司整体净利率达到最高水平5.7%；2019年起，受成本提升影响，公司盈利能力小幅波动；2020-2021H1，政策催化行业周期进一步上行，带动公司净利率回升至5%左右水平。

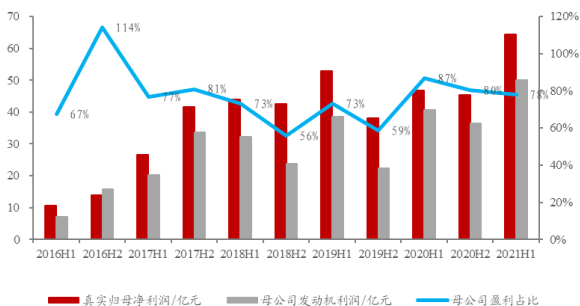
图25：2016-2021H1 潍柴动力业绩顺应行业上行周期爆发



数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

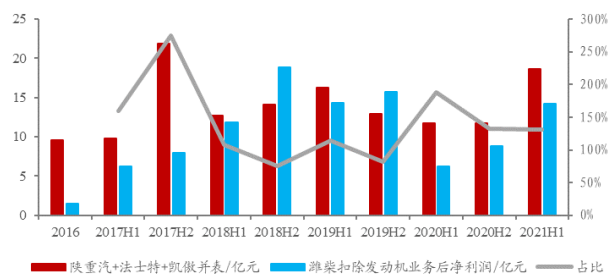
各业务盈利能力维稳，支撑公司整体盈利水平稳中有升。2016-2021H1，公司发动机业务利润占比稳定在80%左右中枢水平，2021H1占比达78%，整车/变速箱/凯傲业务利润占剩余利润比重保持高位水平，2021H1占比达132%。

图26：2016-2021H1 发动机业务利润占比维稳



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

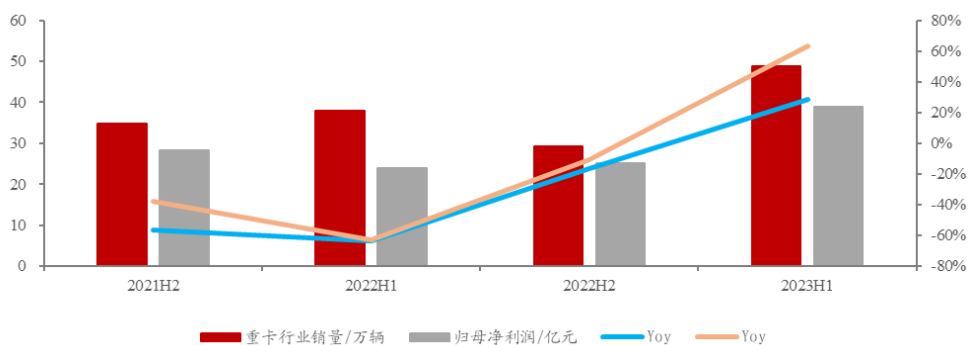
图27：2016-2021H1 子公司利润占其余利润比重高位



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021H2 至今，深蹲起跳，规模扩张+业务结构优化助力业绩向上恢复。2022年受疫情催化，公司业绩快速触底，2022H1公司归母净利润23.87亿元，同比-62.9%；此后，重卡行业开始周期性复苏，带动公司业绩回暖，2023H1公司归母净利润回升至38.99亿元，同比+63.4%。

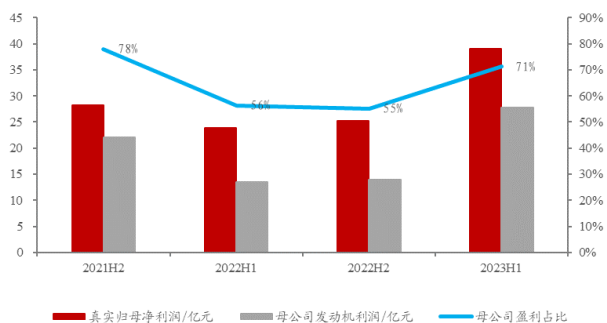
图28：2016-2021H1 潍柴动力业绩顺应行业上行周期爆发



数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

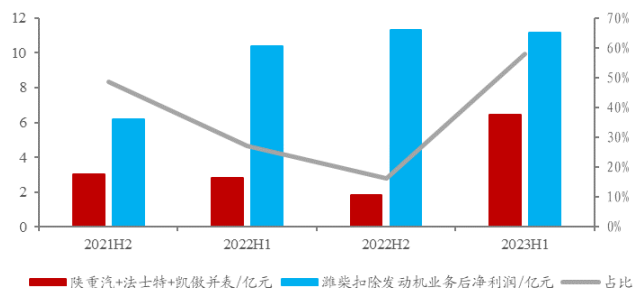
重卡链&凯傲业务规模修复，大缸径&燃气机优化业务结构，各业务盈利能力触底反弹。2021H2-2023H1，公司发动机业务利润占比随行业波动，2022H2触底，占比55%，同环比分别-23/-1pct，2023H1回升至71%，同环比分别+15/+16pct；整车/变速箱/凯傲业务利润占剩余利润比重波动较大，于2022H2触底，占比仅16%，同环比分别-33/-11pct，2023H1回升至58%，同环比分别+31/+42pct。

图29：2021H2-2023H1 发动机业务利润占比触底反弹



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

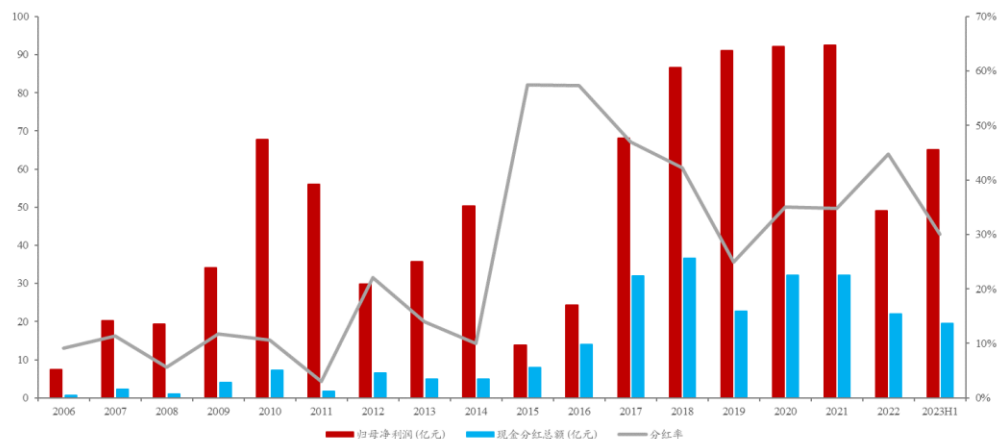
图30：2021-2023 子公司利润占其余利润比重波动较大



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分红比例保持较高水平，持续强化股东回报。2015年，受宏观经济下行+排放法规升级，重卡行业严重低迷，公司归母净利润大幅下滑，但仍维持之前的分红方案，分红率大幅增加至57.5%；2019年，受疫情影响，公司减少分红规模，分红率回落至24.9%；此后，公司分红比例保持30%左右较高水平。根据公司指引，未来考虑逐步加大分红比例，进一步强化股东回报。

图31：潍柴动力分红比例保持较高水平

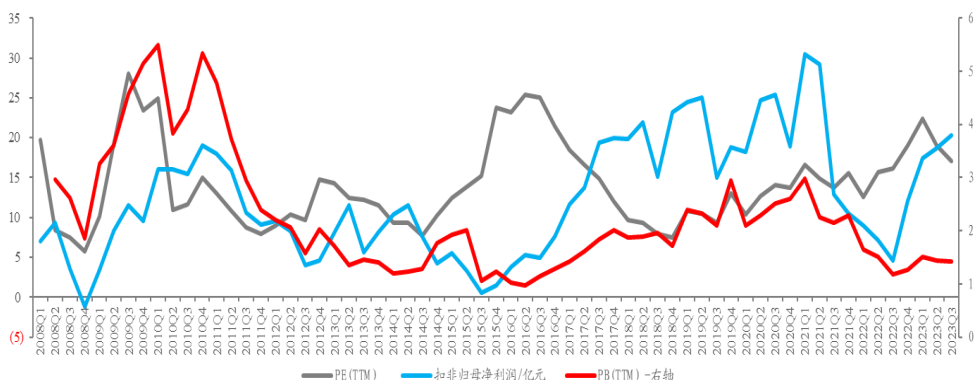


数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

2.2. 股价复盘：量-利-估值强耦合，顺周期趋势尽显

利润上行持续兑现，催化公司估值抬升。2008Q1-2023Q3，公司估值与归母净利润变化整体高度相关。公司利润随重卡行业销量波动变化，催化估值随行业周期性变化，销量-利润-估值强耦合，公司业绩呈现顺周期趋势。

图32：利润上行催化潍柴动力估值提高



数据来源：wind，东吴证券研究所

分阶段来看，2007-2014年，四万亿政策带来公司股价第一轮向上大周期。2008年，受金融危机影响，公司利润和估值持续下跌；2018年11月，四万亿政策正式落地实施，驱动1年“拔估值”行情，公司业绩触底向上修复；2010年，公司业绩持续强兑现，股价持续大幅度攀升；2011-2012年，受行业下行影响，公司业绩持续不及预期，估值下降，股价持续回调；2013年，国四排标实施带来股价和估值小幅上升，但销量持续性较差，估值提升与盈利兑现错配，股价短暂上升后继续向下回调。

图33：2007-2014年潍柴动力股价复盘



数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

2014年至今，治超政策+国三淘汰等多因素催化公司股价周期向上。2015年，重卡行业周期性触底，公司利润下滑带动PE估值被动抬升；2016年，治超政策催化公司业绩兑现，估值回落，股价触底反弹；2018年，公司业绩持续兑现，但市场预期未改善，估值回调；2019-2020年，国三淘汰引领重卡行业销量持续超预期向上，公司业绩超预期兑现，估值与股价均大幅上行；2021年，行业下行预期带动公司股价回调；2022年，疫情催化行业提前触底，公司股价持续下跌；2023年，行业回暖，公司业绩持续超预期向上，开启新一轮反弹向上行情。

图34：2014年至今潍柴动力股价复盘



数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

综合来看，量利高度相关，估值顺周期波动。潍柴动力历史三轮股价上行大周期均以重卡行业销量上行为基础，往往带来业绩与估值共振+业绩核心驱动范式行情；而行业下行周期带来的结构优化行情无法持续且对股价的影响程度较小。2023年，受重卡行业回暖+燃气重卡转型加速驱动，公司产品量利齐升，我们认为本轮将开启新一轮股价

上行周期。

图35：潍柴动力股价复盘总结

	当年相比年初预期	股价方向	PE方向	PB方向	业绩方向	核心总结【PE：8-28倍；业绩：单季最高33亿】
2007年	超预期+16%	向上	向下	-	向上	业绩驱动：宏观经济预期不振拖累估值，虽业绩持续兑现但股价短升后回调
2008年	低于预期-66%	向下	向下	向下	向下	全面向下：全球金融危机传导国内，带来整体下修
2009年	超预期+260%	向上	向上	向上	向上	全面向上：四万亿政策出台拉高市场销量预期，业绩触底反弹兑现较好
2010年	超预期+64%	向上	向下	向下	向上	业绩驱动：高频销量持续超预期带动业绩兑现，市场小幅上调未来预期
2011年	低于预期-39%	向下	向下	向下	向下	全面向下：政策透支后行业急转直下
2012年	符合预期-3%	持平	向上	向下	向下	估值先行，业绩底部：行业景气度底部徘徊，基本面拐点未到，市场预期13年排放标准销量向上，估值提振
2013年	低于预期-24%	向下	向下	向下	向上	全面向下：国四切换国三，销量短暂上行，但依然处于被透支之后虚弱期，周期向下
2014年	超预期+45%	向上	持平	向上	向上	业绩反转，估值不振：并表凯傲完成业务整合，发动机业务产品结构优化带来业绩短暂向上
2015年	低于预期-28%	向下	向上	向下	向下	全面向下：行业周期持续下行，盈利能力下探至历史低点，估值被动抬升
2016年	超预期+5%	向上	向上	向上	向上	全面向上：年底治超政策出台提振市场预期，基本面拐点来临，走出低谷
2017年	超预期+74%	向上	向下	向上	向上	业绩驱动：治超政策持续发力，销量业绩相继超预期兑现
2018年	符合预期-3%	持平	向下	向下	向上	业绩持续，估值不振：物流类-工程类重卡相继接力支撑销量上行，业绩强兑现
2019年	超预期+114%	向上	向上	向上	向上	全面向上：政策鼓励国三淘汰，新一轮置换需求刺激销量超预期增长
2020年	超预期+1%	向上	向上	向上	向上	全面向上：国三强制淘汰释放更大换购需求，销量达历史最高点
2021年	超预期+16%	向下	向下	向下	向上	业绩驱动：周期触顶，业绩依然兑现较强，但市场预期置换周期结束后景气度转差
2022年	低于预期-42%	向下	向上	向下	向下	全面向下：疫情影响销量，业绩表现较差带动估值被动抬升
2023年	超预期+38%	向上	向下	持平	向上	业绩驱动：燃气重卡转型加速，天然气发动机驱动公司产品量利齐升，宏观预期较低压制估值

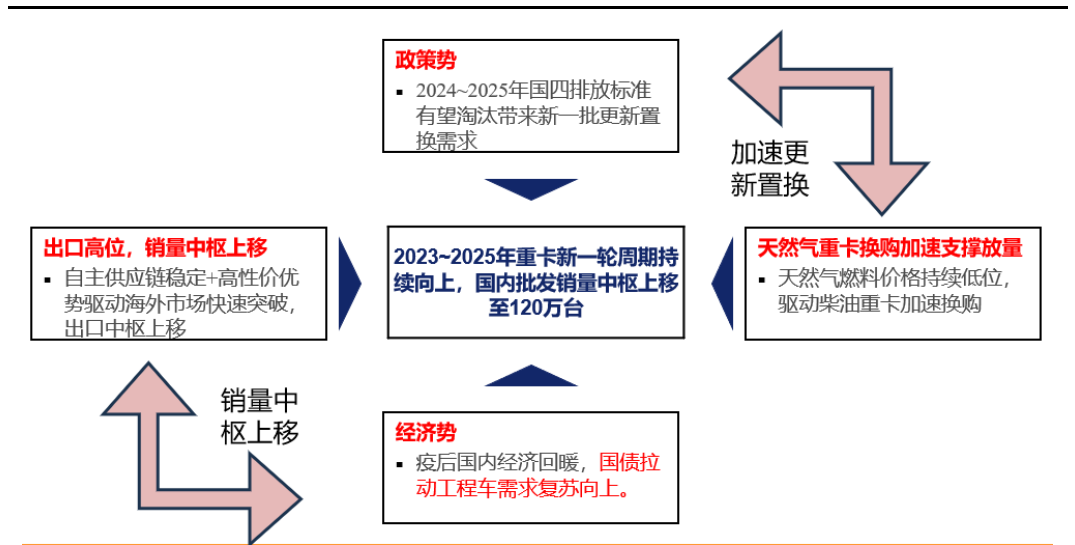
数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

3. 未来经营展望：技术为本，多业务共振，新一轮周期向上

3.1. 行业：出口爆发+燃气转型共振，助力行业销量回暖向上

内外需接力，2024~2025年重卡行业有望持续向上。燃气重卡+排放标准+经济复苏三重支撑，24~25年重卡板块有望开启新一轮向上周期。

图36：内外需接力，国内重卡销量有望回暖向上

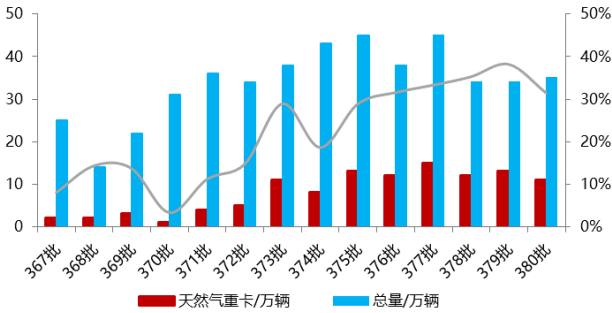


数据来源：中汽协，东吴证券研究所绘制

国内角度，海内外天然气产能落地，国内天然气供给充裕，中长期国内燃气价格保

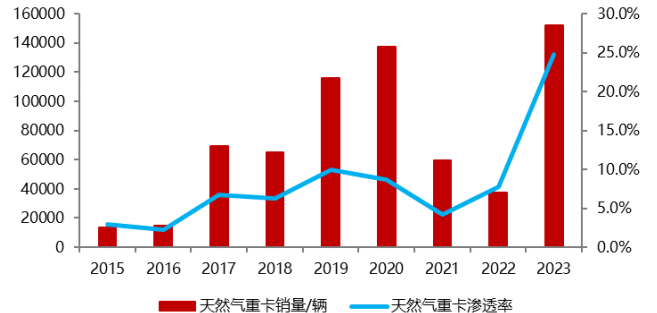
持低位,较大油气价差降低燃气重卡全生命周期成本;此外,各地加气站建设加速推进,补能网络完善解决用户后顾之忧;重卡厂商顺应需求端变化趋势,持续丰富天然气产品新车供给,产能商量带动均价下探,产品性价比持续提升,吸引力进一步增强。供给/需求/政策多维催化,2024年燃气重卡渗透率有望高增。另外,配合潜在国四重卡淘汰政策以及万亿国债对于工程重卡销量修复向上的催化驱动,我们预计2024~2025年国内重卡行业批发销量分别为82/98万辆,同比分别+34%/+19%。

图37: 2023-2024年工信部各批公示燃气车申报统计



数据来源: wind, 东吴证券研究所

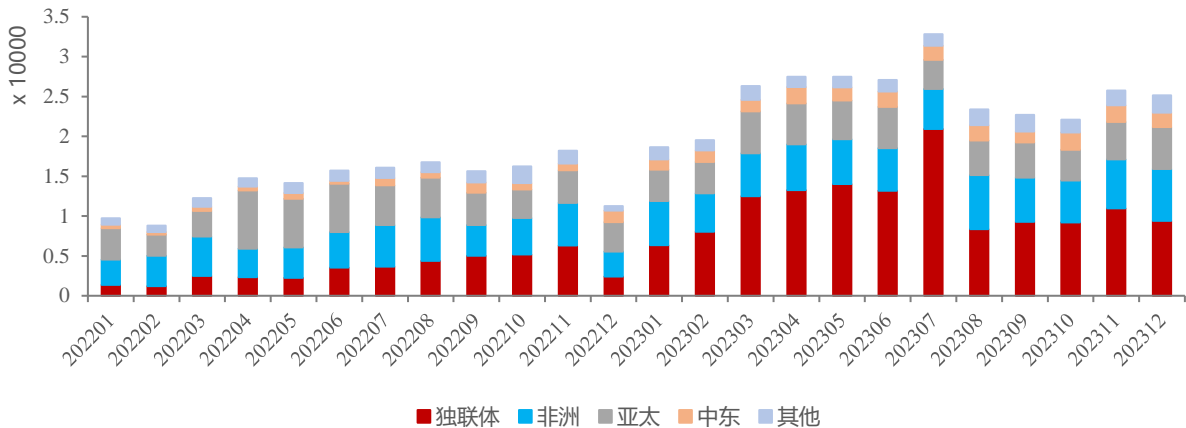
图38: 2015-2023年天然气重卡销量(辆)及渗透率(%)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

海外市场维度,我们预计国内重卡出口量将持续稳定增长。2020~2023年,国内重卡在全球疫情+地缘政治因素催化下,迅速突破非洲、东南亚、中东、俄罗斯等市场,出口量迅速攀升。2023年全年中汽协口径实现重卡出口27.6万台,2024年1~2月重卡出口合计接近4万台,同比保持较高增长。展望未来,国内重卡凭借产品领先性价比优势有望持续突破东南亚、非洲甚至拉美等地区,重汽/解放/陕重汽等车企持续加大出口产品、产能以及渠道售后网络布局,与海外戴姆勒、帕卡、斯堪尼亚等全球品牌及其二手车竞争,份额销量有望持续增长。

图39: 国内重卡海外出口(万辆)分地区分布



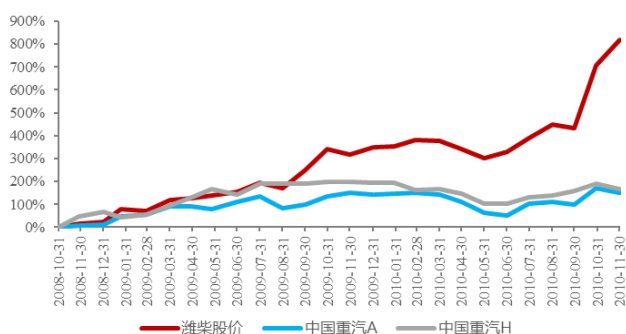
数据来源: 海关, 东吴证券研究所

3.2. 长期：技术为本，支撑跨周期迭代向上

一体化垂直整合的重卡全链条技术支持公司业绩与股价强兑现，领跑行业。潍柴历史两轮向上大周期股价均相比重汽等表现更强：**第一轮潍柴明显领涨**，技术全栈自研整合爆发最大利润和估值弹性；**第二轮潍柴表现略逊于重汽H**，纵向来看，上行周期行业销量突破原有第一轮天花板，上行节奏以及幅度均超预期，但合并凯傲后整体 ROE 中枢向下，因此估值未能突破前高，但利润上行超预期带动市值新高；横向来看，潍柴涨幅相比重汽H略弱，核心系潍柴自身净利率下滑叠加 2020 年之后行业重卡出口超预期，重汽H 出口份额较高。

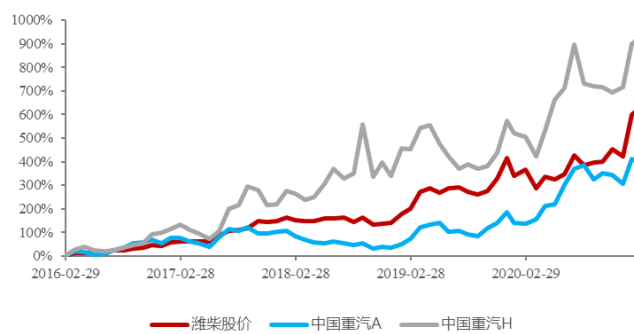
本轮潍柴有望进一步向上开启一轮上行大周期。与上一轮周期相比，1) 大缸径业务结构优化向上，利润占比提升有望提升 ROE 水平，带动周期峰值估值新高；2) 行业本轮周期上行拐点以出口为先，出口占比提升弱化国内重卡强周期属性，公司自身重卡整车/发动机出口比例均较高， $\beta + \alpha$ 因素双重受益，周期属性弱化，盈利能力表现稳定，带动估值提升。

图40：200811~201011 重卡板块公司股价涨跌幅



数据来源：wind，东吴证券研究所

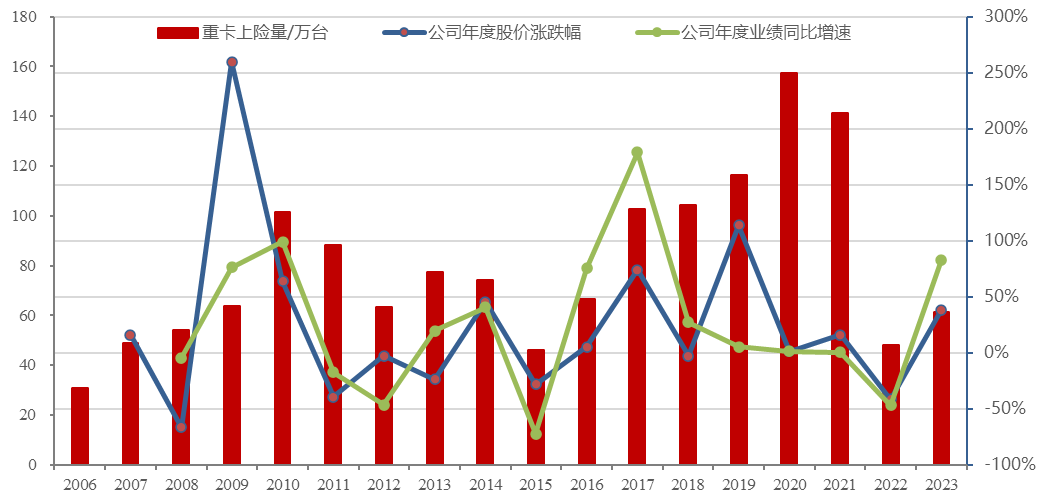
图41：201602~202102 重卡板块公司股价涨跌幅



数据来源：wind，东吴证券研究所

历史 2009~2010 年、2016~2017 年以及 2019~2021 年三次股价上行大周期背后核心驱动均来源于刺激政策带动下的板块销量持续高增，估值反转先于业绩，公司受益行业上行红利，盈利能力有较大改善；2014 年行情核心催化来源于在行业销量以及市场预期触底背景下，公司自身发动机业务产品结构改善驱动的业绩超预期兑现，业绩反转先于估值。本轮上行周期同样表现为与 2014 年类似，业绩先于估值出现明确反弹，但我们认为在未来持续性角度，本轮周期相对更强，主要系：1) 行业维度，2022 年相比 2013 年行业销量下行更明显，充分消化行业透支，且当前油气价差拉大有望刺激用户提前换购燃气重卡，提振行业总量；2) 公司维度，大缸径发动机业务全球份额持续提升，为公司业绩注入新增量。

图42：长期周来看，潍柴自身利润/股价增速与行业销量保持高度相关



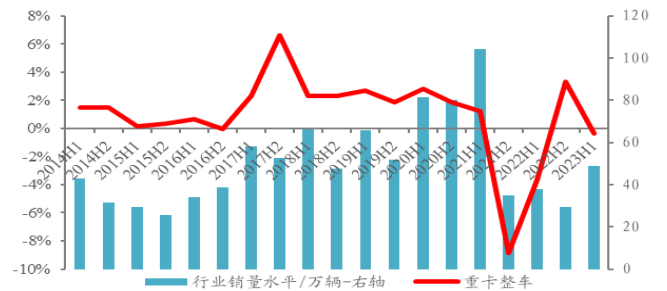
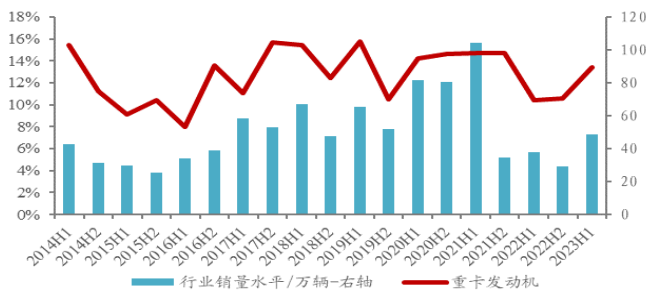
数据来源：wind，东吴证券研究所

3.3. 中短期：行业周期上行带动公司盈利水平上移

短期来看，受益重卡行业回暖，重卡链基本盘业务盈利均有进一步向上空间，大缸径业务稳定向上贡献增量。1) 公司重卡发动机业务净利率自2017年以来波动较小，稳定在11%~16%区间范围内，波动变化与行业销量水平呈现高度正相关。2) 陕重汽重卡整车业务净利率历史波动较大，行业上行期净利率峰值超7%，下行期净利率最低至-8%左右，中枢稳定在1%~2.5%区间，整车业务盈利能力也与行业销量水平呈现高度正相关。

图43：重卡发动机净利率（%）与行业销量（万台）

图44：重卡整车净利率（%）与行业销量（万辆）

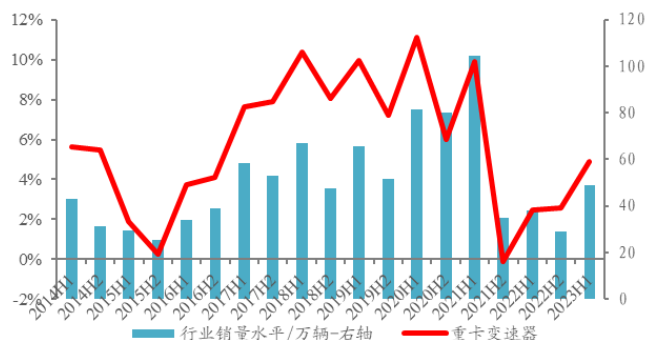


数据来源：wind，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

3) 法士特重卡变速箱业务历史净利率波动随重卡行业销量波动较大，峰值净利率10%以上，行业景气度底部位置下降至0%左右，净利率水平与行业销量高度相关。4) 凯傲自2017年以来整体净利率稳定5%左右水平，2020H1受全球疫情冲击，2022~2023年净利率受德马泰克老订单拖累而较低，其后有望恢复中枢水平。

图45: 重卡变速箱净利率 (%) 与行业销量 (万台)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图46: 凯傲历史净利率 (%) 变化



数据来源: wind, 东吴证券研究所

5) 大缸径发动机业务稳定向上。全球大缸径发动机市场主要玩家包括卡特彼勒、康明斯、MTU、约翰迪尔以及日本的三菱等国外企业; 未来, 凭借博杜安技术优势以及潍柴自身卓越的成本管控能力, 公司市占率有望快速提升。公司大缸径发动机业务收入自2020年以来快速增长, 单台均价保持40万元左右, 盈利能力大幅领先其他业务。未来公司凭借性价比优势持续推动份额提升, 有望贡献稳定增量。

4. 盈利预测

基于以下核心假设, 我们对潍柴动力2023~2025年盈利进行预测:

- 1) 公司2023~2025年收入增速预计分别+23.10%/+8.50%/+9.16%;
- 2) 公司2023~2025年毛利率分别预计20.79%/22.28%/22.96%;
- 3) 公司2023~2025年销售费用率分别为6.0%/5.8%/5.6%; 管理费用率分别为4.6%/4.5%/4.4%; 研发费用率分别为4.1%/4.5%/4.6%。

表1: 潍柴动力2023~2025年盈利预测核心假设

	2022A	2023E	2024E	2025E
收入增速/%	-20.46	+23.10	+8.50	+9.16
毛利率/%	17.78	20.79	22.28	22.96
销售费用率/%	6.1	6.0	5.8	5.6
管理费用率/%	4.6	4.6	4.5	4.4
研发费用率/%	4.4	4.1	4.5	4.6

数据来源: wind, 东吴证券研究所

我们预计公司2023~2025年营业总收入为2156/2339/2554亿元, 归属母公司净利润为90/116/134亿元, 分别同比+83%/+29%/+15%, 对应EPS为1.03/1.33/1.53元, 对应PE为16/12/11倍。选取A股三家重卡公司作为可比公司, 估值均值为30/21/17倍。鉴

于潍柴动力重卡全产业链覆盖叠加大缸径发动机业务增量确定性较强，盈利稳定提升，长期新能源领域布局持续发力，我们认为潍柴动力应该享受更高估值溢价，维持公司“买入”评级。

表2：潍柴动力可比公司估值比较【2024年3月5日】

证券代码	公司简称	收盘价 /元	市值/亿 元	归母净利润/亿元			PE/倍		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600166.SH	福田汽车	2.83	226.51	9.10	13.38	10.89	27.01	18.37	22.56
000800.SZ	一汽解放	9.23	427.99	7.52	10.28	17.24	47.06	34.41	20.52
000951.SZ	中国重汽*	17.03	200.08	10.53	15.08	18.97	14.62	10.21	8.12
				可比公司算术平均 PE			29.56	21.00	17.07
000338.SZ	潍柴动力	16.38	1371.09	89.52	115.87	133.71	15.97	12.34	10.69

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：所有公司盈利均采用东吴证券研究所预期）

5. 风险提示

重卡行业复苏不及预期。公司业务均属于重卡行业，若重卡行业复苏不及预期，公司业绩将难以很好地改善。

天然气价格波动超预期。若天然气价格回升，油气价差缩小，将影响行业整体销量持续性，对业绩产生影响。

潍柴动力三大财务预测表

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	168,484	199,326	226,180	257,033	营业总收入	175,158	215,615	233,949	255,373
货币资金及交易性金融资产	82,706	100,819	115,667	129,363	营业成本(含金融类)	144,011	170,791	181,828	196,739
经营性应收款项	39,466	48,955	57,160	66,827	税金及附加	481	600	800	1,000
存货	33,374	35,082	38,396	42,766	销售费用	10,661	12,937	13,569	14,301
合同资产	4,042	4,528	4,211	6,384	管理费用	8,092	9,918	10,528	11,236
其他流动资产	8,897	9,943	10,746	11,693	研发费用	7,731	8,840	10,528	11,747
非流动资产	125,182	120,508	116,005	112,683	财务费用	(909)	(355)	517	679
长期股权投资	5,341	5,341	5,341	5,341	加:其他收益	736	400	400	400
固定资产及使用权资产	42,929	38,779	34,307	31,014	投资净收益	243	400	400	255
在建工程	7,980	7,821	7,664	7,511	公允价值变动	1,011	500	1,000	1,500
无形资产	22,759	22,899	23,039	23,179	减值损失	(1,288)	(1,110)	(1,171)	(1,282)
商誉	24,019	24,019	24,019	24,019	资产处置收益	42	50	23	26
长期待摊费用	312	312	312	312	营业利润	5,834	13,123	16,832	20,571
其他非流动资产	21,842	21,337	21,322	21,307	营业外净收支	251	276	304	334
资产总计	293,666	319,834	342,184	369,716	利润总额	6,085	13,399	17,135	20,905
流动负债	119,743	131,563	139,020	148,810	减:所得税	403	2,010	2,742	3,763
短期借款及一年内到期的非流动负债	15,824	14,742	14,742	14,742	净利润	5,683	11,389	14,394	17,142
经营性应付款项	67,585	75,907	80,813	87,439	减:少数股东损益	778	2,437	2,807	3,771
合同负债	13,087	16,171	17,546	19,153	归属母公司净利润	4,905	8,952	11,587	13,371
其他流动负债	23,247	24,742	25,919	27,475	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.56	1.03	1.33	1.53
非流动负债	69,813	73,245	73,245	73,245	EBIT	4,073	13,044	17,652	21,583
长期借款	22,782	22,782	22,782	22,782	EBITDA	15,221	18,868	23,484	26,523
应付债券	6,057	6,057	6,057	6,057	毛利率(%)	17.78	20.79	22.28	22.96
租赁负债	4,424	4,424	4,424	4,424	归母净利率(%)	2.80	4.15	4.95	5.24
其他非流动负债	36,549	39,981	39,981	39,981	收入增长率(%)	(20.46)	23.10	8.50	9.16
负债合计	189,555	204,808	212,265	222,055	归母净利润增长率(%)	(48.33)	82.51	29.43	15.39
归属母公司股东权益	73,184	81,662	93,749	107,720					
少数股东权益	30,926	33,364	36,171	39,942					
所有者权益合计	104,111	115,026	129,919	147,661					
负债和股东权益	293,666	319,834	342,184	369,716					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(2,349)	18,427	15,753	14,513	每股净资产(元)	8.39	9.36	10.74	12.34
投资活动现金流	(8,545)	(3,000)	(3,273)	(4,185)	最新发行在外股份(百万股)	8,727	8,727	8,727	8,727
筹资活动现金流	4,852	178	(1,132)	(1,132)	ROIC(%)	2.57	7.01	8.70	9.47
现金净增加额	(5,865)	15,613	11,348	9,196	ROE-摊薄(%)	6.70	10.96	12.36	12.41
折旧和摊销	11,148	5,824	5,832	4,940	资产负债率(%)	64.55	64.04	62.03	60.06
资本开支	(6,563)	(1,330)	(1,173)	(1,440)	P/E(现价&最新股本摊薄)	29.14	15.97	12.34	10.69
营运资本变动	(19,671)	226	(5,049)	(7,868)	P/B(现价)	1.95	1.75	1.52	1.33

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>