

抢抓行业结构性机遇，产品结构优化促业绩增长

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年度报告, 23年实现营业收入2139.6亿元, 同比+22.2%; 实现归母净利润90.1亿元, 同比+83.8%, 此前预期归母中值在89.5亿元; 实现扣非归母净利润80.8亿元, 同比+146.1%。其中, Q4营业收入为535.8亿元, 同比+20%, 环比-1.2%, 归母净利润为25.1亿元, 同比+57.7%, 环比-3.4%, 扣非归母净利润为24.4亿元, 同比+101%, 环比+20.3%。
- 抢抓结构性机遇, 驱动业绩持续向上。** 2023年商用车销量达403.1万辆, 同比+22.1%, 其中, 重卡行业销量91.1万辆, 同比+35.6%。公司充分受益于重卡行业复苏, 全年各类发动机销量为73.6万台, 同比+28.5%, 其中, 重卡发动机销量30.6万台, 同比+96.0%。此外, 受气价回落影响, 燃气重卡经济性优势得以突显, 行业销量15.2万辆, 同比+307%, 预计今年燃气重卡仍将保持较高需求。一般而言, 气体机盈利能力高于燃油机, 公司天然气发动机有WP13NG、WP15NG等型号, 最大马力590马力, 匹配汕德卡、豪沃、德龙等多个畅销车型, 公司天然气重卡发动机市占率达65%, 同比+6pp, 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。
- 高利润率产品上量, 产品结构得到改善。** 公司持续优化产品结构, 大缸径方面, 公司积极拓展产品海外市场, 23年大缸径销量0.81万台, 其中, M系列发动机海外收入占比72.4%, 伴随产品力的提升, 公司大缸径产品在全球市占率有望继续攀升。大马力方面, 23年社会物流总费用18.2万亿元, 与GDP的比率为14.4%, 相比发达国家水平仍有差距, 今年中央财经委会议已释放出降低社会物流成本的信号, 物流运输提质增效成大势所趋, 大马力产品将在未来物流运输提质增效的趋势下扮演重要角色, 公司大马力产品矩阵有望迎来新机遇。伴随产品结构优化, 大缸径、大马力等高利润率产品上量, 将有力支撑公司未来利润增长。
- 凯傲盈利改善利好公司利润提升。** 23年凯傲实现营业收入875.2亿元, 同比+10.8%, 净利润20.9亿元, 同比+336.9%, 预计盈利能力改善主要受无通胀保护订单逐步消化影响, 后续盈利能力持续改善的确定性较高。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。
- 盈利预测与投资建议。** 预计24-26年公司实现归母净利润115.9/137.0/157.3亿元, 对应PE为12/11/9倍, 未来三年归母净利润年复合增速20.4%, 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。

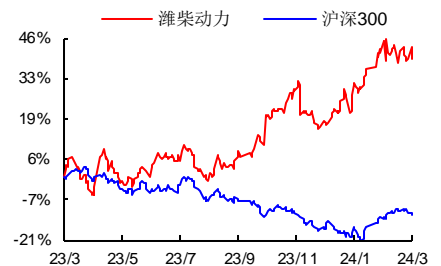
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	2139.58	2451.31	2719.86	2992.29
增长率	22.15%	14.57%	10.96%	10.02%
归属母公司净利润(亿元)	90.14	115.93	136.99	157.30
增长率	83.77%	28.61%	18.17%	14.83%
每股收益EPS(元)	1.03	1.33	1.57	1.80
净资产收益率ROE	9.95%	11.62%	12.24%	12.51%
PE	16	12.4	10.5	9
PB	1.82	1.64	1.45	1.27

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)	49.72
52周内股价区间(元)	11.22-16.88
总市值(亿元)	1,440.75
总资产(亿元)	3,342.47
每股净资产(元)	9.09

相关研究

- 潍柴动力(000338): 抢抓行业结构性机遇, 打开利润新空间 (2024-01-26)
- 潍柴动力(000338): Q3表现超预期, 盈利能力持续修复 (2023-11-02)
- 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)
- 潍柴动力(000338): 行业景气持续提升, 公司中报预告亮眼 (2023-07-05)
- 潍柴动力(000338): 行业景气持续提升, 公司Q1业绩亮眼 (2023-05-04)
- 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：伴随透支效应出清叠加宏观经济企稳增长等因素影响，2023 年重卡行业开始复苏。此外，在国家、地方以推动设备更新为导向的政策指引下，重卡置换需求有望得到释放，带动内需向上修复。公司发动机业务与重卡行业发展具有较高相关性，在行业持续复苏的背景下，预计 24/25/26 年公司发动机销量增速 23%/13%/10%。为满足商用车对马力、节油、节气等方面需求，公司产品持续优化，单价会有相应提升，故假设 24/25/26 年单价为 6.3/6.5/6.8 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定增长，预计 24/25/26 年公司智能物流业务同比+5%/+5%/+5%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
整车及关键零部件	收入	938.30	1187.3	1378.6	1569.1
	增速	18.9%	26.5%	16.1%	32.2%
	成本	759.23	949.8	1096.0	1242.8
	毛利率	19.1%	20.0%	20.5%	20.8%
智能物流	收入	874.56	919.0	964.9	1013.2
	增速	41.7%	5.1%	5.0%	5.0%
	成本	661.81	680.0	709.2	739.6
	毛利率	24.3%	26.0%	26.5%	27.0%
农业装备	收入	160.34	162.0	175.0	188.5
	增速	-7.5%	1.0%	8.0%	7.7%
	成本	137.22	137.7	148.8	160.2
	毛利率	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
其他汽车零部件	收入	78.61	86.5	95.1	104.6
	增速	-39.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	57.06	64.9	71.3	78.5
	毛利率	27.4%	25.0%	25.0%	25.0%
其他主营业务	收入	87.79	96.6	106.2	116.8
	增速	14.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	73.12	82.1	90.3	99.3
	毛利率	16.7%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	2139.6	2451.3	2719.9	2992.3
	增速	22.2%	14.6%	11.0%	10.0%
	成本	1688.4	1914.5	2115.6	2320.4
	毛利率	21.1%	21.9%	22.2%	22.5%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2451.3、2719.9、2992.3 亿元，CAGR 为 11.8%，归母净利润分别为 115.9、137.0、157.3 亿元，CAGR 为 20.4%。

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 22 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 19.95 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截止 2024.3.26 收盘）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
000951.SZ	中国重汽	16.36	0.92	1.23	1.60	2.03	17.79	13.30	10.23	8.06
000800.SZ	一汽解放	9.12	0.14	0.22	0.39	-	65.14	41.45	23.38	-
301039.SZ	中集车辆	9.59	1.22	0.91	1.13	0.98	7.88	10.54	8.49	9.79
平均值							30.27	21.76	14.03	-
000338.SZ	潍柴动力	16.51	1.03	1.33	1.57	1.80	15.98	12.43	10.52	9.16

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2139.58	2451.31	2719.86	2992.29	净利润	112.12	144.19	170.38	195.65
营业成本	1688.42	1914.52	2115.58	2320.39	折旧与摊销	119.89	75.24	77.46	79.73
营业税金及附加	7.49	8.58	9.52	10.47	财务费用	5.60	2.67	1.54	-0.08
销售费用	134.10	153.21	165.91	179.54	资产减值损失	-10.84	-8.82	-9.47	-9.71
管理费用	94.57	220.62	244.79	269.31	经营营运资本变动	200.52	-73.56	44.69	38.15
财务费用	5.60	2.67	1.54	-0.08	其他	-152.58	15.64	1.89	10.44
资产减值损失	-10.84	-8.82	-9.47	-9.71	经营活动现金流净额	274.71	155.36	286.50	314.19
投资收益	7.46	4.42	4.42	4.42	资本支出	-108.51	-60.00	-70.00	-80.00
公允价值变动损益	-3.63	2.21	1.58	0.93	其他	51.14	54.77	6.00	5.35
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-57.37	-5.23	-64.00	-74.65
营业利润	129.05	167.18	197.99	227.72	短期借款	-25.62	29.53	70.00	-120.00
其他非经营损益	2.46	2.46	2.46	2.46	长期借款	-48.75	0.00	0.00	0.00
利润总额	131.51	169.64	200.45	230.18	股权融资	-3.37	0.00	0.00	0.00
所得税	19.40	25.45	30.07	34.53	支付股利	0.00	-15.23	-19.59	-23.15
净利润	112.12	144.19	170.38	195.65	其他	-52.55	-166.28	-1.54	0.08
少数股东损益	21.98	28.26	33.40	38.35	筹资活动现金流净额	-130.29	-151.99	48.86	-143.07
归属母公司股东净利润	90.14	115.93	136.99	157.30	现金流量净额	88.59	-1.85	271.37	96.46
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	928.57	926.72	1198.09	1294.55	成长能力				
应收和预付款项	351.87	405.55	454.59	496.95	销售收入增长率	22.15%	14.57%	10.96%	10.02%
存货	379.30	420.91	473.26	517.21	营业利润增长率	121.21%	29.54%	18.43%	15.01%
其他流动资产	319.51	157.91	162.70	167.55	净利润增长率	97.29%	28.61%	18.17%	14.83%
长期股权投资	51.75	51.75	51.75	51.75	EBITDA 增长率	58.37%	-3.72%	13.02%	10.96%
投资性房地产	6.88	6.88	6.88	6.88	获利能力				
固定资产和在建工程	515.24	536.66	565.86	602.78	毛利率	21.09%	21.90%	22.22%	22.45%
无形资产和开发支出	479.53	443.14	406.75	370.36	三费率	10.95%	15.36%	15.16%	15.00%
其他非流动资产	309.82	309.55	309.28	309.01	净利率	5.24%	5.88%	6.26%	6.54%
资产总计	3342.47	3259.07	3629.15	3817.05	ROE	9.95%	11.62%	12.24%	12.51%
短期借款	20.47	50.00	120.00	0.00	ROA	3.35%	4.42%	4.69%	5.13%
应付和预收款项	979.24	1035.76	1166.29	1282.58	ROIC	28.71%	40.19%	43.98%	52.91%
长期借款	179.08	179.08	179.08	179.08	EBITDA/销售收入	11.90%	10.00%	10.18%	10.27%
其他负债	1036.83	753.01	771.77	790.87	营运能力				
负债合计	2215.61	2017.84	2237.13	2252.53	总资产周转率	0.68	0.74	0.79	0.80
股本	87.27	87.27	87.27	87.27	固定资产周转率	5.22	5.47	5.94	6.41
资本公积	110.13	110.13	110.13	110.13	应收账款周转率	8.24	8.38	8.18	8.12
留存收益	587.34	688.04	805.43	939.58	存货周转率	4.61	4.73	4.67	4.66
归属母公司股东权益	793.35	879.46	996.85	1131.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.25%	—	—	—
少数股东权益	333.51	361.77	395.17	433.52	资本结构				
股东权益合计	1126.86	1241.23	1392.02	1564.52	资产负债率	66.29%	61.91%	61.64%	59.01%
负债和股东权益合计	3342.47	3259.07	3629.15	3817.05	带息债务/总负债	12.99%	15.73%	17.32%	11.87%
					流动比率	1.35	1.51	1.54	1.65
					速动比率	1.09	1.18	1.22	1.31
					股利支付率	0.00%	13.14%	14.30%	14.72%
					每股指标				
					每股收益	1.03	1.33	1.57	1.80
					每股净资产	9.09	10.08	11.42	12.96
					每股经营现金	3.15	1.78	3.28	3.60
					每股股利	0.00	0.17	0.22	0.27
业绩和估值指标									
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	254.55	245.09	277.00	307.37					
PE	15.98	12.43	10.52	9.16					
PB	1.82	1.64	1.45	1.27					
PS	0.67	0.59	0.53	0.48					
EV/EBITDA	1.99	1.59	0.68	-0.09					
股息率	0.00%	1.06%	1.36%	1.61%					

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@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
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	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
	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
