

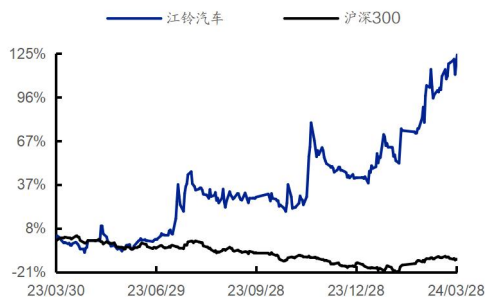
研究所：  
 证券分析师：戴畅 S0350523120004  
 daic@ghzq.com.cn  
 联系人：吴铭杰 S0350124030004  
 wumj@ghzq.com.cn

## 2023年归母净利润同比+61%， “出口+新品”

### 双轮驱动

## ——江铃汽车（000550）2023年报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
江铃汽车	14.4%	58.6%	120.8%
沪深300	0.6%	3.1%	-11.7%

#### 市场数据

市场数据	2024/03/29
当前价格(元)	30.19
52周价格区间(元)	12.43-30.40
总市值(百万)	26,060.43
流通市值(百万)	15,652.40
总股本(万股)	86,321.40
流通股本(万股)	51,846.32
日均成交额(百万)	173.43
近一月换手(%)	2.02

#### 事件：

2024年3月29日，江铃汽车发布2023年年报：2023年公司实现营收331.67亿元，同比+10.2%；归母净利润14.76亿元，同比+61.3%；扣非后归母净利润9.95亿元，同比+533.3%，其中2023Q4实现营收96.59亿元，同比+19.7%；归母净利润4.66亿元，同比+135.6%；扣非后归母净利润3.38亿元，同比+310.7%。

#### 投资要点：

- 2023年公司营收同比+10%，SUV销量表现亮眼。** 2023年公司实现营收331.67亿元，同比+10.2%，主要系整车业务贡献主要增量（2023年整车业务营收304亿元，同比+12.3%）。分车型销量来看：轻客销量8万辆，同比3.9%；轻卡销量6.3万辆，同比-3%；皮卡销量6万辆，同比-5%；SUV销量10.7万辆，同比+39.1%（SUV销量增长较快主要系海外需求上升所致）。
- 毛利率&净利率双双走强，归母净利润大幅增长。** 2023年公司归母净利润14.76亿元，同比+61.3%，主要系营收高增叠加盈利水平大幅上升所致。2023年公司毛利率15.38%，同比+1.14pct，净利率3.21%，同比+0.34pct。2023年公司期间费用率10.65%，同比-1.74pct，具体看公司销售/管理（不含研发）/财务/研发费用率分别为4.42%/2.97%/-0.62%/3.88%，同比分别-0.38pct/-0.24pct/-0.07pct/-1.05pct，得益于公司持续推进降本增效，精益管理，各项费用率均得到有效控制。
- 轻型商用车龙头，“出口+新品”双轮驱动。**
  - 1) 出口。** 2023年受益于国内汽车出口热潮，公司出口销量9.6万辆，同比大幅增长52%。此外公司已与福特签署了整车出口合作框架协议，未来公司有望依托福特成熟的全球业务布局和网络，继续保持出口销量高速增长，打造支撑福特全球市场销售网络的出口产品工程及制造中心。
  - 2) 新品。** 2023年6月，江铃皮卡全新品牌“大道”上市，定位“中国皮卡全场景专家”，覆盖了十万元以上中高端商乘兼用型以及乘用车越野皮卡，确立三大系列产品并存的策略，完成皮卡市场全价格带

产品矩阵布局。2023年12月，江铃皮卡首次引入福特 Ranger，定位高端乘用类皮卡，皮卡高端化再下一城。

- **盈利预测和投资评级** 公司 SUV 出口表现亮眼，叠加未来大道、Ranger 等高端皮卡新品放量，未来有望实现量利齐升，因此我们预计公司 2024-2026 年实现营业总收入 432、521、615 亿元，同比增速为 30%、21%、18%；实现归母净利润 18.4、23.4、28.5 亿元，同比增速为 25%、27%、22%；EPS 为 2.13、2.71、3.3 元，对应当前股价的 PE 估值分别为 14、11、9 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示** 原材料价格持续上涨；销量不及预期；新车型销量不及预期；新工厂产能爬坡不及预期；海外市场拓展不及预期；新品研发进度不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	33167	43177	52087	61492
增长率(%)	10	30	21	18
归母净利润（百万元）	1476	1841	2339	2850
增长率(%)	61	25	27	22
摊薄每股收益（元）	1.71	2.13	2.71	3.30
ROE(%)	14	15	16	16
P/E	11.13	14.16	11.14	9.14
P/B	1.59	2.14	1.79	1.50
P/S	0.50	0.60	0.50	0.42
EV/EBITDA	2.81	4.93	2.40	0.32

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：江铃汽车盈利预测表

证券代码:	000550				股价:	30.19				投资评级: 增持 (首次覆盖)	日期:	2024/03/29			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E						
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>										
ROE	14%	15%	16%	16%	EPS	1.71	2.13	2.71	3.30						
毛利率	15%	16%	17%	17%	BVPS	11.99	14.12	16.83	20.13						
期间费率	7%	7%	7%	6%	<b>估值</b>										
销售净利率	4%	4%	4%	5%	P/E	11.13	14.16	11.14	9.14						
<b>成长能力</b>					P/B	1.59	2.14	1.79	1.50						
收入增长率	10%	30%	21%	18%	P/S	0.50	0.60	0.50	0.42						
利润增长率	61%	25%	27%	22%											
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>						
总资产周转率	1.17	1.33	1.32	1.31	营业收入	33167	43177	52087	61492						
应收账款周转率	7.67	9.03	8.69	8.37	营业成本	28066	36185	43428	51113						
存货周转率	15.21	17.89	15.57	15.48	营业税金及附加	974	1268	1530	1806						
<b>偿债能力</b>					销售费用	1467	1866	2199	2535						
资产负债率	66%	67%	67%	67%	管理费用	983	1280	1544	1823						
流动比	1.05	1.13	1.20	1.26	财务费用	-205	-267	-322	-380						
速动比	0.90	0.96	1.04	1.11	其他费用/(-收入)	1286	1674	2020	2385						
					<b>营业利润</b>	<b>795</b>	<b>1701</b>	<b>2218</b>	<b>2740</b>						
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	3	5	5	5						
现金及现金等价物	12031	16082	21436	27668	<b>利润总额</b>	<b>798</b>	<b>1706</b>	<b>2223</b>	<b>2745</b>						
应收款项	4416	5574	7431	8300	所得税费用	-266	-85	-67	-55						
存货净额	1560	2485	3095	3507	<b>净利润</b>	<b>1064</b>	<b>1791</b>	<b>2289</b>	<b>2800</b>						
其他流动资产	1370	2021	2092	2063	少数股东损益	-411	-50	-50	-50						
<b>流动资产合计</b>	<b>19378</b>	<b>26162</b>	<b>34054</b>	<b>41539</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1476</b>	<b>1841</b>	<b>2339</b>	<b>2850</b>						
固定资产	5390	4816	4266	3839											
在建工程	464	414	364	314	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>						
无形资产及其他	3675	3984	4255	4601	<b>经营活动现金流</b>	<b>4568</b>	<b>4617</b>	<b>5807</b>	<b>7118</b>						
长期股权投资	234	299	312	334	净利润	1476	1841	2339	2850						
<b>资产总计</b>	<b>29141</b>	<b>35675</b>	<b>43252</b>	<b>50627</b>	少数股东损益	-411	-50	-50	-50						
短期借款	1300	1567	1989	2285	折旧摊销	1302	991	1030	1087						
应付款项	9476	12171	14813	17295	公允价值变动	3	0	0	0						
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	2265	1772	2413	3146						
其他流动负债	7665	9446	11670	13466	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1172</b>	<b>-785</b>	<b>-816</b>	<b>-1112</b>						
<b>流动负债合计</b>	<b>18441</b>	<b>23184</b>	<b>28472</b>	<b>33046</b>	资本支出	-1294	-710	-792	-1081						
长期借款及应付债券	1	1	1	1	长期投资	-139	-65	-14	-21						
其他长期负债	714	714	714	714	其他	261	-10	-10	-10						
<b>长期负债合计</b>	<b>715</b>	<b>715</b>	<b>715</b>	<b>715</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-192</b>	<b>218</b>	<b>363</b>	<b>227</b>						
<b>负债合计</b>	<b>19156</b>	<b>23899</b>	<b>29187</b>	<b>33762</b>	债务融资	172	267	422	296						
股本	863	863	863	863	权益融资	49	0	0	0						
股东权益	9985	11776	14065	16865	其它	-413	-49	-59	-70						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>29141</b>	<b>35675</b>	<b>43252</b>	<b>50627</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>3203</b>	<b>4051</b>	<b>5354</b>	<b>6233</b>						

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

### 【汽车小组介绍】

戴畅，首席分析师，上海交通大学本硕，9年汽车卖方工作经验，全行业覆盖，深耕一线，主攻汽车智能化和电动化，善于把握行业周期拐点，技术突破节奏，以及个股经营变化。

王璟，汽车行业分析师，中国人民大学管理学硕士、新加坡管理大学财务分析专业硕士、吉林大学汽车设计专业学士。3年主机厂汽车设计经验，2年汽车市场研究经验。曾任职于一汽汽研负责自主品牌造型设计工作，目前主要覆盖整车及重点主机厂产业链。

吴铭杰，汽车行业研究助理，上海财经大学金融专业硕士，1年汽车市场研究经验，擅长发现个股边际变化，从底部挖掘潜力个股，目前主要覆盖汽车热管理及机器人产业链。

### 【分析师承诺】

戴畅，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

### 【国海证券投资评级标准】

#### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

#### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。