

毛利率改善，市场份额继续提升

核心观点

- 业绩符合预期。**公司 2023 年营业收入 420.70 亿元，同比增长 46.0%；归母净利润 10.80 亿元，同比增长 405.5%；扣非归母净利润 10.42 亿元，同比增长 464.2%。4 季度营业收入 113.06 亿元，同比增长 77.6%，环比增长 6.9%；归母净利润 4.25 亿元，同比增长 396.6%，环比增长 166.6%；扣非归母净利润 4.04 亿元，同比增长 370.9%，环比增长 176.5%。受益于宏观经济改善、货运需求恢复、出口势头强劲以及燃气重卡需求旺盛等积极因素，2023 年重卡行业景气度明显回暖；公司加快产品优化与结构调整并实施精准营销策略，业绩水平显著改善。2023 年公司拟向股东分红每股 0.462 元。
- 毛利率随行业复苏改善，费用率略有下降。**2023 全年毛利率 7.8%，同比增长 1.7 个百分点；4 季度毛利率 9.4%，同比增长 5.9 个百分点，环比增长 2.8 个百分点。2023 年全年期间费用率 2.7%，同比下降 0.5 个百分点。受益于营业收入提升、制度流程与营销网络优化以及资金存款利息增加，公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比下降 0.1/0.1/0.1/0.2 个百分点。2023 全年经营活动现金流净额 21.13 亿元，同比减少 69.9%，主要系报告期内采购支出与销售回款中应收款项融资增加，以及税收返还减少所致。
- 23 年重卡行业恢复性增长，公司市占率提升。**经历 22 年低谷后，23 年重卡行业实现恢复性增长和触底反弹。据中汽协，2023 年重卡行业销量（开票口径）约 91.11 万辆，同比增长 35.6%，4 季度行业销量 20.44 万辆，同比增长 37.2%。在重卡行业复苏背景下，2023 年 A 股公司重卡销量 12.75 万辆，同比增长 32.8%；重汽集团重卡销量增速跑赢行业，市占率进一步提升，全年实现销量 22.70 万辆，同比增长 43.9%；市占率达 24.9%，同比提升 1.4 个百分点。预计在燃气车需求提升及“国四”限行政策带来的置换性增量带动下，2024 年行业仍有望维持恢复性增长态势。
- 燃气重卡需求持续上升，出口销量再创新高。**2023 年燃气车需求旺盛，行业燃气重卡终端销量 15.2 万辆，同比增长 307.2%，其中重汽集团全年燃气重卡累计销量 2.69 万辆，同比增长 287.6%，市占率 17.7%。预计 2024 年油气价差带来的燃气重卡结构性增量机会仍将有望延续，公司抓住机遇紧密围绕市场需求，加快技术升级和产品结构调整，燃气重卡有望成为公司未来重要增长点。集团出口势头强劲，2023 年国内重卡出口销量 27.6 万辆，同比增长 58.1%，重汽集团重卡出口 13.01 万辆，同比增长 46.9%，出口销量再创历史新高，出口市占率达 47%。公司作为出海龙头深耕海外业务，出口世界 110 多个国家和地区，构建了强大的经销网络。预计 2024 年海外重卡市场需求仍将维持高位，出口业务将持续拉动公司销量增长。

盈利预测与投资建议

- 调整收入、毛利率、费用率等，增加 2026 年预测，预测 2024-2026 年 EPS 分别为 1.31、1.62、2.04 元（原 24-25 年 EPS 为 1.17、1.66 元），按 24 年 PE 估值，可比公司 24 年 PE 平均估值 15 倍，对应目标价为 19.65 元，维持买入评级。

风险提示

重卡行业销量低于预期、公司重卡销量、均价低于预期、原材料成本波动风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	28,822	42,070	54,037	65,067	76,701
同比增长(%)	-48.6%	46.0%	28.4%	20.4%	17.9%
营业利润(百万元)	578	1,774	2,511	3,033	3,825
同比增长(%)	-71.7%	207.0%	41.5%	20.8%	26.1%
归属母公司净利润(百万元)	214	1,080	1,536	1,902	2,396
同比增长(%)	-79.4%	405.5%	42.1%	23.8%	26.0%
每股收益(元)	0.18	0.92	1.31	1.62	2.04
毛利率(%)	6.2%	7.8%	8.2%	8.3%	8.5%
净利率(%)	0.7%	2.6%	2.8%	2.9%	3.1%
净资产收益率(%)	1.5%	7.6%	9.9%	11.2%	12.8%
市盈率	87.4	17.3	12.2	9.8	7.8
市净率	1.4	1.3	1.1	1.1	1.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2024年03月29日）	15.9 元
目标价格	19.65 元
52 周最高价/最低价	18.49/12.55 元
总股本/流通 A 股（万股）	117,487/117,487
A 股市值（百万元）	18,680
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2024 年 03 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.75	-7.5	19.01	-3.98
相对表现%	-2.54	-8.11	15.91	7.72
沪深 300%	-0.21	0.61	3.1	-11.7



证券分析师

姜雪晴	jiangxueqing@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860512060001
袁俊轩	yuanjunxuan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523070005

相关报告

受益于产品结构调整及出口增长，业绩好于预期	2024-02-04
业绩符合预期，重卡销量市占率持续提升	2023-11-11
2 季度盈利同环比增长，重卡实现量价齐升	2023-09-03

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2024年3月29日	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
福田汽车	600166	2.73	0.01	0.13	0.23	0.31	337.04	21.08	11.82	8.92
隆盛科技	300680	16.11	0.33	0.66	1.06	1.45	49.25	24.49	15.22	11.09
潍柴动力	000338	16.69	0.56	1.03	1.30	1.53	29.69	16.16	12.82	10.89
一汽解放	000800	9.11	0.08	0.16	0.22	0.39	114.88	55.35	41.52	23.48
鸿泉物联	688288	15.87	-1.06	-0.71	0.86	1.25	-15.02	-22.35	18.38	12.65
调整后平均							64.61	20.58	15.48	11.54

数据来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	13,154	13,855	12,302	14,201	15,708
应收票据、账款及款项融资	10,304	11,936	18,292	23,024	25,944
预付账款	258	312	338	491	542
存货	3,591	4,096	5,536	6,963	7,811
其他	196	167	388	291	323
流动资产合计	27,504	30,366	36,855	44,969	50,328
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4,424	4,203	4,488	4,823	5,132
在建工程	715	499	742	873	938
无形资产	850	829	808	787	767
其他	878	1,185	739	762	723
非流动资产合计	6,868	6,717	6,777	7,245	7,560
资产总计	34,372	37,083	43,632	52,213	57,887
短期借款	501	0	367	289	219
应付票据及应付账款	12,735	16,255	18,918	25,295	28,644
其他	6,109	4,725	6,142	6,441	6,346
流动负债合计	19,345	20,981	25,427	32,025	35,208
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	436	378	408	407	398
非流动负债合计	436	378	408	407	398
负债合计	19,780	21,359	25,835	32,432	35,606
少数股东权益	851	999	1,484	2,020	2,696
实收资本（或股本）	1,175	1,175	1,175	1,175	1,175
资本公积	4,855	4,855	4,930	4,930	4,930
留存收益	7,708	8,692	10,228	11,669	13,494
其他	2	3	(20)	(13)	(14)
股东权益合计	14,591	15,724	17,797	19,781	22,281
负债和股东权益总计	34,372	37,083	43,632	52,213	57,887

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	526	1,431	2,021	2,438	3,072
折旧摊销	320	407	478	559	649
财务费用	(95)	(229)	(204)	(140)	(160)
投资损失	(20)	(18)	(5)	(10)	(10)
营运资金变动	7,284	271	(4,309)	433	(635)
其它	(985)	250	584	95	71
经营活动现金流	7,030	2,113	(1,435)	3,376	2,987
资本支出	(1,272)	72	(985)	(1,003)	(1,003)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	923	(2,960)	(22)	37	11
投资活动现金流	(349)	(2,888)	(1,007)	(967)	(992)
债权融资	(429)	(150)	243	(112)	(6)
股权融资	(75)	0	75	0	0
其他	(1,004)	(197)	571	(399)	(481)
筹资活动现金流	(1,507)	(347)	889	(510)	(488)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	5,174	(1,122)	(1,553)	1,899	1,507

利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	28,822	42,070	54,037	65,067	76,701
营业成本	27,042	38,768	49,623	59,683	70,185
营业税金及附加	98	110	211	254	299
销售费用	321	442	594	716	844
管理费用及研发费用	697	918	1,189	1,431	1,687
财务费用	(95)	(229)	(204)	(140)	(160)
资产、信用减值损失	215	311	130	122	48
公允价值变动收益	0	0	0	10	5
投资净收益	20	18	5	10	10
其他	13	8	12	12	12
营业利润	578	1,774	2,511	3,033	3,825
营业外收入	12	40	20	20	20
营业外支出	4	2	5	5	5
利润总额	586	1,812	2,526	3,048	3,840
所得税	61	381	505	610	768
净利润	526	1,431	2,021	2,438	3,072
少数股东损益	312	351	485	536	676
归属于母公司净利润	214	1,080	1,536	1,902	2,396
每股收益（元）	0.18	0.92	1.31	1.62	2.04

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-48.6%	46.0%	28.4%	20.4%	17.9%
营业利润	-71.7%	207.0%	41.5%	20.8%	26.1%
归属于母公司净利润	-79.4%	405.5%	42.1%	23.8%	26.0%
获利能力					
毛利率	6.2%	7.8%	8.2%	8.3%	8.5%
净利率	0.7%	2.6%	2.8%	2.9%	3.1%
ROE	1.5%	7.6%	9.9%	11.2%	12.8%
ROIC	2.8%	7.9%	10.9%	12.1%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	57.5%	57.6%	59.2%	62.1%	61.5%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.42	1.45	1.45	1.40	1.43
速动比率	1.23	1.25	1.23	1.18	1.20
营运能力					
应收账款周转率	4.9	7.2	7.9	7.0	7.0
存货周转率	6.1	9.9	10.2	9.3	9.2
总资产周转率	0.8	1.2	1.3	1.4	1.4
每股指标（元）					
每股收益	0.18	0.92	1.31	1.62	2.04
每股经营现金流	5.98	1.80	-1.22	2.87	2.54
每股净资产	11.69	12.53	13.89	15.12	16.67
估值比率					
市盈率	87.4	17.3	12.2	9.8	7.8
市净率	1.4	1.3	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.0	4.1	2.9	2.3	1.9
EV/EBIT	16.6	5.2	3.5	2.8	2.2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。