

中国重汽 (03808.HK)

2024 年中报简评: 业绩高增+首次中期分红, 重卡龙头 α 持续彰显

买入 (维持)

2024 年 09 月 02 日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	59507	85780	101518	117094	130067
同比(%)	(36.45)	44.15	18.35	15.34	11.08
归母净利润 (百万元)	1797	5318	6813	7813	7882
同比(%)	(58.43)	196.01	28.11	14.68	0.88
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.65	1.93	2.47	2.83	2.85
P/E (现价&最新摊薄)	29.01	9.80	7.65	6.67	6.61

股价走势



投资要点

- **业绩概要: 公司发布 2024 年中报, 24H1 实现收入 488.2 亿元, 同环比分别+18.0%/+10.7%; 归母净利润 32.9 亿元, 同环比分别+38.8%/+11.9%, 略高于业绩预告中值, 符合我们预期。**
- **费用率同比下滑, 净利率同比提升。** 24H1 保修开支从销售费用调整至营业成本中, 24H1 毛利率 14.7%, 同比-1.1pct, 销售/管理费用率分别 3.1%/4.8%, 同比分别-0.4/-0.3pct, 净利率 7.4%, 同比+1.1pct。
- **重卡业务量价齐升, 利润率同比下滑。** 24H1 公司重卡收入 (含内部销售) 425.1 亿元, 同环比分别+16.3%/+9.8%。量维度, 24H1 公司重卡销量 12.5 万, 同环比分别+14.8%/+5.8%; 2024H1 重卡行业批发销量 50.4 万辆, 同环比分别+3.3%/+19.3%, 公司销量同比表现优于行业。价维度, 24H1 重卡 ASP 34.0 万, 同环比分别+1.3%/+3.7%; 利维度, 24H1 营运利润率 6.0%, 同环比分别-0.6/+0.9pct, 利润率同比下滑主因低毛利产品占比增加。
- **轻卡销量收入增长, 亏损同比收窄。** 24H1 轻卡收入 (含内部销售) 67.7 亿元, 同环比分别+33.9%/+28.9%; 24H1 实现销量 5.7 万, 同比+14.5%; 24H1 营运利润率-1.9%, 同环比改善 (23H1/23H2 分别-3.4%/-8.5%)。轻卡销量增长+产品结构优化导致亏损收窄。
- **发动机销量收入下滑, 盈利同比改善。** 24H1 发动机收入 70.4 亿元 (含内部销售), 同环比分别-2.0%/-4.4%; 24H1 发动机销量 5.3 万台, 同比-28.0%; 24H1 营运利润率 17.7%, 同环比分别+9.2/-2.1pct。重卡主要总成及零部件收入增加+成本费用管控导致利润率同比提升。
- **展望: 以强产品力为抓手, 公司持续优化提升自身在海内外市场竞争力。** 随着宏观经济运行总体向好、物流重卡需求回升等因素推动, 叠加出口保持的强劲势头, 重卡行业的复苏形势明显。公司将抢抓国际市场机遇, 提高中东、拉美等高端市场占有率, 在欧美品牌主导的高端细分市场建立竞争优势; 加快重点产品开发, 确保典型车型在动力性、经济性、风阻系数、整车疲劳寿命等各方面领先行业; 围绕燃气车、大马力等细分市场, 确保细分市场市场占有率持续提升, 加快产品优化升级和结构调整, 精准实施营销策略, 驱动产销量不断增长, 盈利能力进一步提升。
- **盈利预测与投资评级:** 鉴于公司出口盈利表现较好, 产品结构持续优化, 我们维持公司 2024~2025 年归母净利润为 68.13/78.13 亿元的预期, 2026 年归母净利润预计为 78.82 亿元, 对应 2024~2026 年 EPS 分别为 2.47/2.83/2.85 元, 对应 PE 估值分别 7.65/6.67/6.61 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 海内外宏观经济波动幅度超预期; 上游原材料涨价超预期。

市场数据

收盘价(港元)	19.50
一年最低/最高价	13.20/23.25
市净率(倍)	1.33
港股流通市值(百万港元)	53,839.37

基础数据

每股净资产(元)	14.63
资产负债率(%)	63.77
总股本(百万股)	2,760.99
流通股本(百万股)	2,760.99

相关研究

《中国重汽(03808.HK): 2024H1 业绩预告点评: H1 业绩超预期, 销量及单车盈利同比增长》

2024-07-16

《中国重汽(03808.HK): 2023 年度业绩公告点评: H2 表现靓丽, 出口爆发驱动销量以及业绩高增》

2024-03-27

内容目录

1. 财务复盘：营收利润同比高增，经营效率持续提升	4
2. 重卡业务：细分市场机遇把握能力强，市占率进一步提升	6
3. 其他业务：轻卡亏损收窄，发动机盈利表现持续亮眼	8
4. 盈利预测与投资评级	8
5. 风险提示	8

图表目录

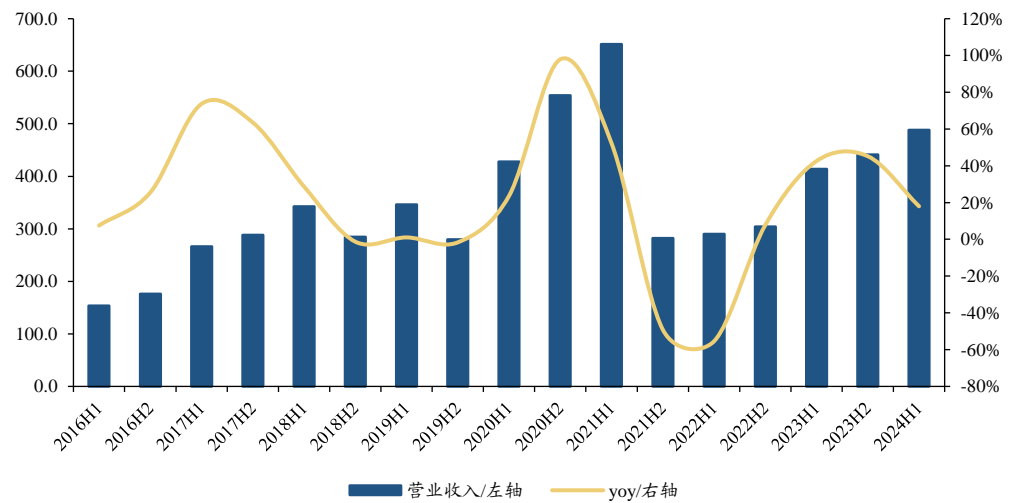
图 1: 公司半年度营业收入 (亿元) 及同比增速.....	4
图 2: 公司半年度归母净利润 (亿元) 及同比增速.....	4
图 3: 公司半年度毛利率、税前利润率及归母净利率.....	5
图 4: 公司半年度销售费用率及管理费用率 (含研发费用)	5
图 5: 公司半年度人均创收及人均创利 (万元)	6
图 6: 公司半年度重卡国内及出口销量 (万辆) 及其同比增速.....	7
图 7: 公司半年度重卡国内及出口销售单价 (万元)	7
图 8: 公司半年度重卡分部营运利润率.....	7

1. 财务复盘：营收利润同比高增，经营效率持续提升

公司发布 2024 年半年度报告：2024H1 公司实现收入 488.2 亿元，同环比分别 +18.0%/+10.7%；归母净利润 32.9 亿元，同环比分别 +38.8%/+11.9%，略高于业绩预告中值，符合我们预期。

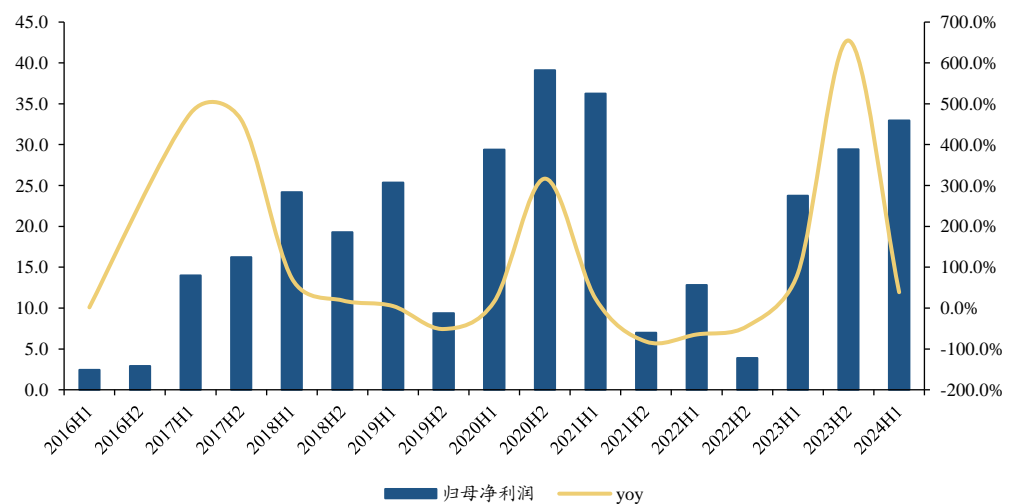
分业务来看，2024H1 公司实现重卡收入 420.4 亿元，同比+16.6%，轻卡收入 58.0 亿元，同比+32.1%，发动机收入 3.0 亿元，同比-9.4%，金融收入 6.9 亿元，同比+13.9%，2024H1 公司收入高增长主要由重卡及轻卡业务贡献。

图1：公司半年度营业收入（亿元）及同比增速



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图2：公司半年度归母净利润（亿元）及同比增速

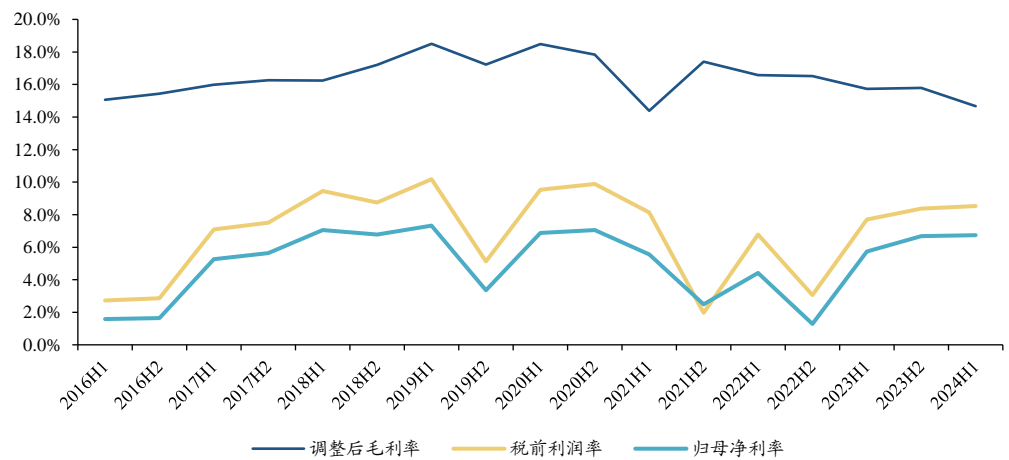


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

盈利指标方面，经会计准则调整后，2024H1 公司毛利率 14.7%，同环比分别-1.1/-1.1pct，公司毛利率下滑主要受重卡业务影响；2024H1 公司税前利润率 8.5%，同环比分别+0.8/+0.1pct，高于 2024 年股权激励目标的 7.5%；2024H1 公司归母净利率 6.7%，同环比分别+1.0/-0.1pct。

费用及效率指标方面，2024H1 公司销售费用率 3.1%，同环比分别-0.4/-1.0pct，管理费用率 4.8%，同环比分别-0.2/-1.1pct。2024H1 公司年化人均创收达 360.7 万元，同环比分别+19.0%/+12.1%，年化人均创利达 24.3 万元，同环比分别+40.1%/+13.3%。公司销售费用率、管理费用率、人均创收/创利均达到 2021H2 以来新高，经营效率持续提升。

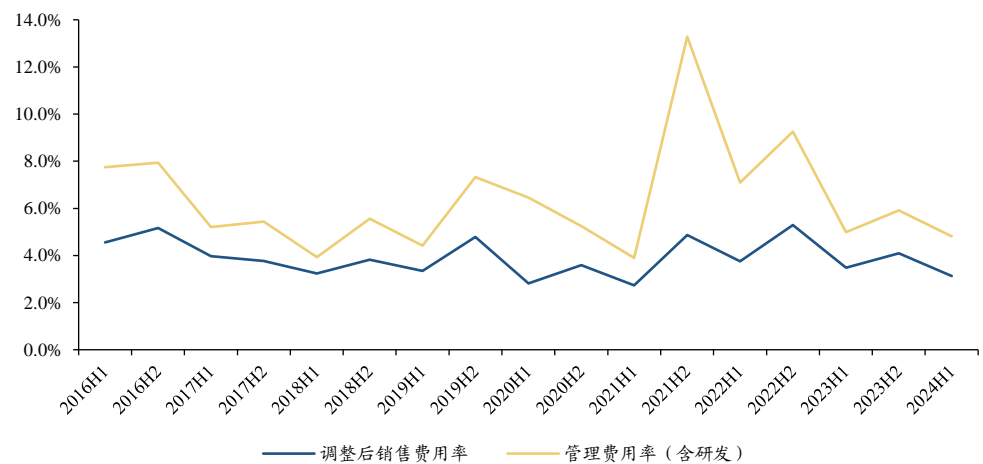
图3：公司半年度毛利率、税前利润率及归母净利率



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

注：毛利率按最新会计准则进行追溯调整，扣除了保修费用

图4：公司半年度销售费用率及管理费用率（含研发费用）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

注：销售费用率按最新会计准则进行追溯调整，扣除了保修费用

图5: 公司半年度人均创收及人均创利(万元)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

注: 人均创收及人均创利为年化指标, 利润采用归母净利润

2. 重卡业务: 细分市场机遇把握能力强, 市占率进一步提升

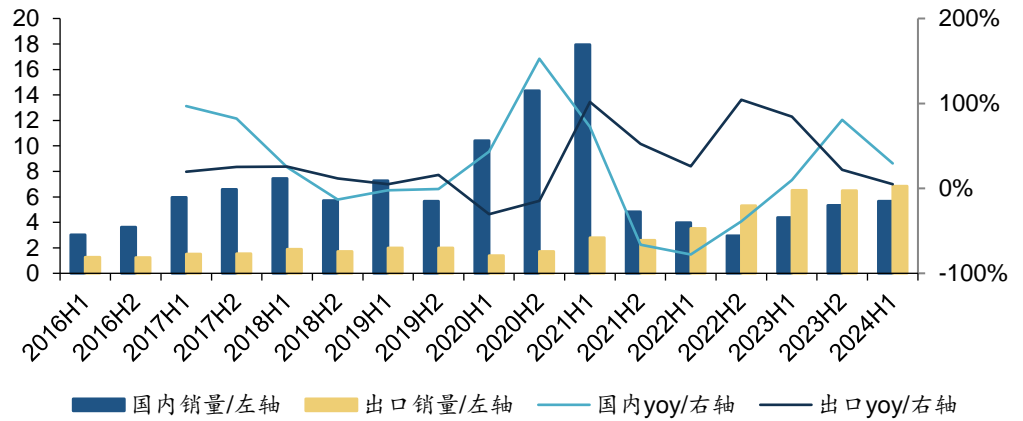
2024H1 公司重卡业务收入 420.4 亿元, 同环比分别+16.6%/+8.4%, 重卡营运利润(含内部销售) 425.1 亿元, 同环比分别+16.3%/+9.8%。

量维度: 2024H1 公司重卡销量 12.5 万辆, 同比+14.8%, 重卡行业批发销量 50.4 万辆, 同比+3.3%, 公司销量表现优于行业, 批发市占率进一步提升。拆分国内与出口来看, 2024H1 公司国内销量 5.7 万辆, 同比+29.6%, 市占率 18.8%, 同比+5.1/+0.7pct; 出口销量 6.8 万辆, 同比+4.9%, 市占率 45.2%, 同环比分别-1.9/-2.0pct。公司国内市占率明显提升, 主因天然气牵引车等产品表现亮眼, 公司细分市场机遇把握能力彰显。

价维度: 2024H1 公司重卡国内 ASP 38.2 万, 同环比分别+4.1%/+12.3%, 内销 ASP 提升主因产品结构优化、天然气重卡占比提升; 2024H1 重卡出口 ASP 30.5 万, 同环比分别-3.1%/-3.9%, 出口 ASP 下滑主因品牌结构影响; 2024H1 重卡整体 ASP 34.0 万, 同环比分别+1.3%/+3.7%, 主因国内销量占比提升。

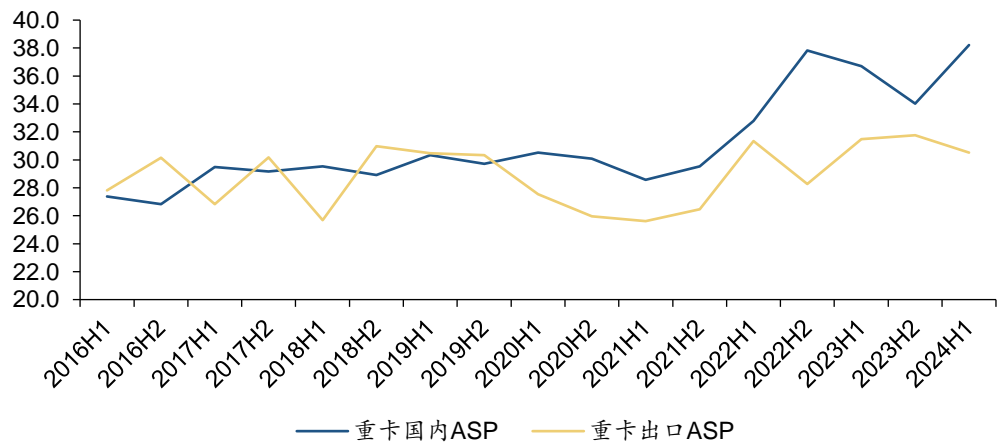
利维度: 2024H1 公司重卡营运利润率 6.0%, 同环比分别-0.6/+0.9pct, 单车营运利润 2.0 万元, 同环比分别-7.8%/+22.9%, 利润率波动主要受外部竞争影响。

图6: 公司半年度重卡国内及出口销量(万辆)及其同比增速



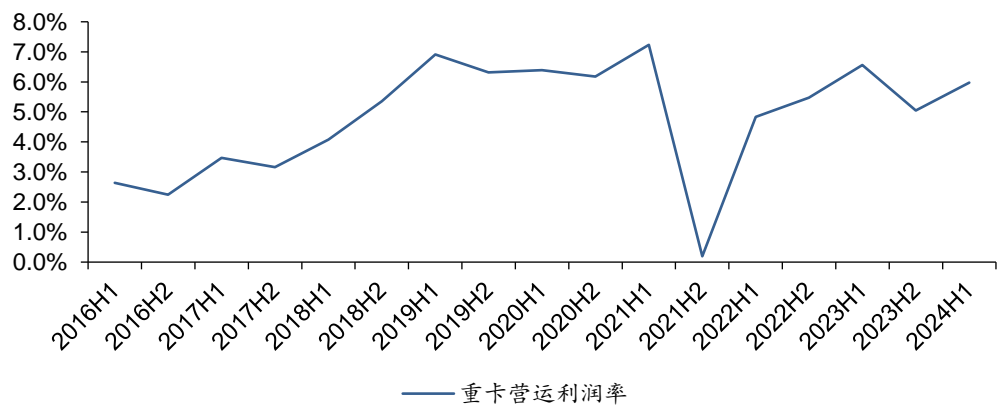
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图7: 公司半年度重卡国内及出口销售单价(万元)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图8: 公司半年度重卡分部营运利润率



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

3. 其他业务：轻卡亏损收窄，发动机盈利表现持续亮眼

2024H1 公司轻卡对外销售收入 58.0 亿元，同环比分别+32.1%/+30.8%，轻卡营运利润（含内部销售）-1.3 亿元，亏损同比收窄（2023H1 为-2.1 亿元）。**量维度**，2024H1 公司轻卡销量 5.7 万辆，同比+14.5%，轻卡行业销量 97.1 万辆，同比+4.2%，公司轻卡销量表现优于行业；**价维度**，2024H1 公司轻卡 ASP 11.9 万元，同环比分别+16.0%/+6.1%，主因产品结构优化；**利维度**，2024H1 公司轻卡营运利润率-1.9%，单车营运利润-0.2 万元，亏损同环比收窄（2023H1/2023H2 营运利润率分别-4.1%/-8.5%，单车盈利分别-0.4/1.0 万元）。

2024H1 公司发动机分部对外销售收入 3.0 亿元，含内销收入 70.4 亿元，收入（含内销）同环比分别-2.0%/-4.4%，营运利润（含内部销售）12.5 亿元，同环比分别+63.7%/-34.2%。**量维度**，2024H1 公司发动机销量 5.2 万台，占集团重卡销量的 42.7%，同比-25.4pct，内配率下降主因天然气重卡配套潍柴发动机为主；**利维度**，2024H1 公司发动机营运利润率 17.7%，同环比分别+9.3/-2.1pct，发动机盈利同比大幅改善主因其他零部件如桥箱、铸件盈利增加及发动机业务费用率下降等。

4. 盈利预测与投资评级

鉴于公司出口盈利表现较好，产品结构持续优化，我们维持公司 2024~2025 年归母净利润为 68.13/78.13 亿元的预期，2026 年归母净利润预计为 78.82 亿元，对应 2024~2026 年 EPS 分别为 2.47/2.83/2.85 元，对应 PE 估值分别 7.65/6.67/6.61 倍，维持“买入”评级。

5. 风险提示

海内外宏观经济波动幅度超预期。公司主营业务重卡板块与宏观经济波动相关性较高，且收入海外占比较高，全球宏观经济大幅波动会对公司经营产生较大影响。

上游原材料涨价超预期。若原材料价格大幅波动，将影响公司的盈利能力。

中国重汽三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	87,066.77	101,806.97	122,081.81	140,564.80	营业总收入	85,779.84	101,518.26	117,094.11	130,066.97
现金及现金等价物	15,251.51	52,836.16	73,432.32	95,943.53	营业成本	71,262.50	84,057.12	96,017.17	106,004.58
应收账款及票据	9,507.75	2,396.96	2,602.09	2,890.38	销售费用	4,001.90	4,568.32	5,327.78	5,918.05
存货	13,338.40	1,284.21	1,466.93	1,707.85	管理费用	4,669.22	2,537.96	2,927.35	3,251.67
其他流动资产	48,969.11	45,289.64	44,580.47	40,023.05	研发费用	0.00	2,740.99	3,395.73	3,902.01
非流动资产	34,718.72	39,976.15	40,377.79	40,876.35	其他费用	64.91	507.59	585.47	650.33
固定资产	15,823.03	16,201.88	16,659.29	17,191.32	经营利润	5,781.30	7,106.28	8,840.61	10,340.32
商誉及无形资产	229.84	140.34	84.58	51.10	利息收入	313.87	186.07	644.60	895.87
长期投资	2,017.57	2,017.57	2,017.57	2,017.57	利息支出	29.41	105.08	105.08	105.08
其他长期投资	6,060.72	6,060.72	6,060.72	6,060.72	其他收益	816.92	1,625.63	1,293.67	370.90
其他非流动资产	10,587.57	15,555.64	15,555.64	15,555.64	利润总额	6,882.68	8,812.90	10,673.80	11,502.02
资产总计	121,785.49	141,783.12	162,459.59	181,441.15	所得税	1,055.83	1,366.88	2,134.76	2,645.47
流动负债	72,530.06	87,746.03	99,883.47	110,008.47	净利润	5,826.85	7,446.02	8,539.04	8,856.56
短期借款	4,907.13	4,907.13	4,907.13	4,907.13	少数股东损益	508.74	632.91	725.82	974.22
应付账款及票据	46,624.08	51,368.24	58,677.16	64,780.57	归属母公司净利润	5,318.11	6,813.11	7,813.22	7,882.34
其他	20,998.85	31,470.66	36,299.18	40,320.76	EBIT	6,598.22	8,731.91	10,134.28	10,711.23
非流动负债	1,294.90	1,294.90	1,294.90	1,294.90	EBITDA	8,170.71	9,562.55	10,982.64	11,582.67
长期借款	141.53	141.53	141.53	141.53	Non-GAAP	5,318.11	6,813.11	7,813.22	7,882.34
其他	1,153.36	1,153.36	1,153.36	1,153.36					
负债合计	73,824.96	89,040.93	101,178.37	111,303.36					
股本	16,717.02	16,717.02	16,717.02	16,717.02	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	7,688.37	8,321.28	9,047.10	10,021.32	每股收益(元)	1.93	2.47	2.83	2.85
归属母公司股东权益	40,272.16	44,420.91	52,234.13	60,116.47	每股净资产(元)	17.37	19.10	22.20	25.40
负债和股东权益	121,785.49	141,783.12	162,459.59	181,441.15	发行在外股份(百万股)	2,760.99	2,760.99	2,760.99	2,760.99
					ROIC(%)	11.19	13.32	13.06	11.66
					ROE(%)	13.21	15.34	14.96	13.11
					毛利率(%)	16.65	17.20	18.00	18.50
					销售净利率(%)	6.22	6.71	6.67	6.06
					资产负债率(%)	60.62	62.80	62.28	61.34
					收入增长率(%)	44.15	18.35	15.34	11.08
					净利润增长率(%)	196.01	28.11	14.68	0.88
					P/E	9.80	7.65	6.67	6.61
					P/B	1.09	0.99	0.85	0.74
					EV/EBITDA	3.93	0.45	(1.48)	(3.35)

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,港元汇率为2024年8月30日的0.91,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>