

重卡	收盘价 港元 11.78	目标价 港元 18.60	潜在涨幅 +57.9%
----	-----------------	-----------------	----------------

2024年10月31日

## 潍柴动力 (2338 HK)

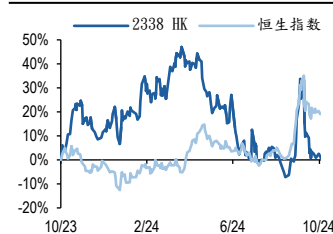
### 3Q 毛利率逆势改善，着眼政策驱动的复苏

- 3Q24 毛利率逆势改善。**潍柴动力 3Q24 归母净利润同/环比-4%/-24.4%至 25.0 亿元（人民币，下同），扣非净利润 22.3 亿元，同/环比+10.0%/-28.8%。3Q24 收入 494.6 亿元，同/环比-8.8%/-11.8%。虽然收入和净利润环比均下滑，但表现依然要好于同期重卡批发销量（3Q24 同/环比-18%/-23%）。3Q24 毛利率 22.1%，超我们和市场预期，环比增加 0.7 个百分点，我认为主要是期内原材料价格下跌所致。规模效应下滑导致三费占收入比率上升，3Q24 三费率 14.9%，环比增长 1.4 个百分点。其中 3Q24 销售和管理费用率为 6.1%/4.9%，环比增加 1.0/0.5 个百分点。我们认为业绩大致符合预期，同时在行业下行中潍柴动力毛利率逆势改善，也反映了供货商业绩波动要低于整车。
- 着眼 4 季度和 2025 年政策驱动的复苏。**3 季度国内重卡需求整体平淡。同时由于季节性的影响，天然气价格目前维持较高位置，经济性优势削弱影响天然气重卡销量。展望 4 季度，我们最近观察到物流用重卡需求略有回暖。目前市场观望情绪较浓，主要是由于终端用户等待以旧换新政策的操作细则和地方实施政策出台。上海和北京已经发布卡车以旧换新政策，强调支持老旧营运货车报废更新。上海此次细则对后续更换新能源车也加码补贴，最高补贴可达 28 万元。北京对报废国四货车更新为新能源货车的给予 3.5 万到 14 万元不等的补贴；仅报废国四重型货车，每车拿到 4.5 万元补贴；报废国四重型并更新为国六重型货车，给予 8.5 万元补贴；新购置新能源冷链货车，每车给予 3.5 万元补贴。我们认为后续更多地方也会出台报废更新操作细则和政策，将有利重卡销量环比改善。
- 维持买入，估值和股息依然吸引。**潍柴在重卡发动机，特别是天然气重卡拥有绝对领导地位，以及业务多元化和海外布局。我们认为现时估值已反映重卡销量低迷。现价对应 2024 年和 2025 年预测市盈率 7.8 倍和 6.8 倍，对应股息率分别为 7.2% 和 7.9%，估值和股息依然吸引。维持买入评级和目标价 18.60 港元。

#### 个股评级

买入

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位 (港元)	17.20
52周低位 (港元)	10.78
市值 (百万港元)	121,588.75
日均成交量 (百万)	17.39
年初至今变化 (%)	(9.66)
200天平均价 (港元)	13.42

资料来源: FactSet

#### 陈庆

angus.chan@bocomgroup.com  
(86) 21 6065 3601

#### 李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com  
(852) 3766 1854

#### 财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	175,158	213,958	235,462	252,946	269,540
同比增长 (%)	-13.9	22.2	10.1	7.4	6.6
净利润 (百万人民币)	4,905	9,014	11,840	13,710	14,854
每股盈利 (人民币)	0.57	1.05	1.38	1.59	1.73
同比增长 (%)	-47.0	83.8	31.3	15.8	8.3
市盈率 (倍)	18.9	10.3	7.8	6.8	6.3
每股账面净值 (人民币)	8.50	9.22	9.91	10.72	11.59
市账率 (倍)	1.27	1.17	1.09	1.01	0.93
股息率 (%)	7.3	7.9	7.2	7.9	9.4

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

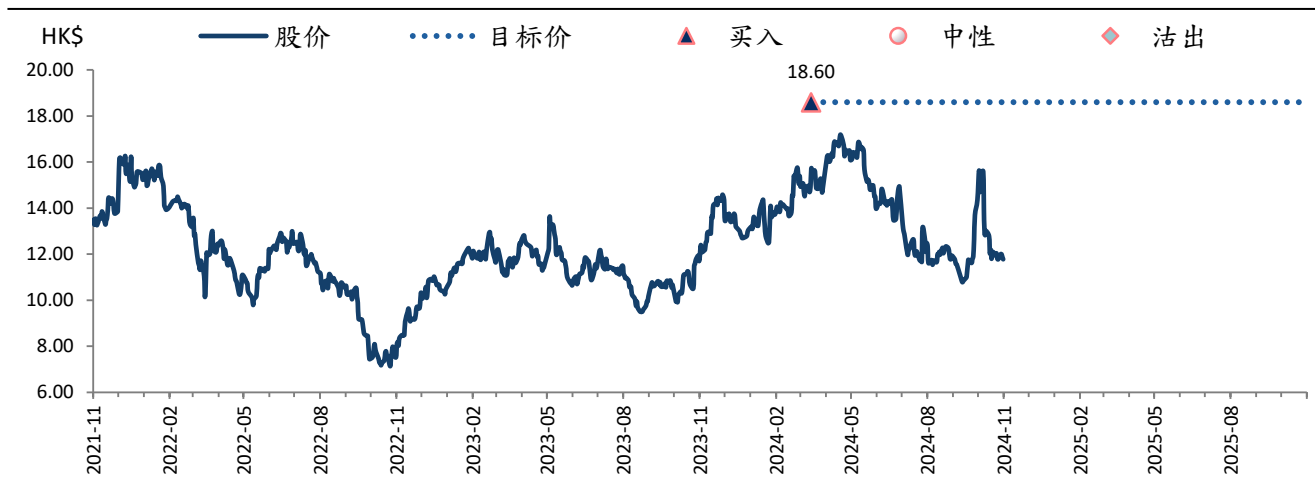
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 潍柴动力业绩

人民币百万元	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	QoQ	YoY	9M23	9M24	YoY
营业收入	53,434	52,701	54,248	53,575	56,380	56,110	49,464	-11.8%	-8.8%	160,383	161,954	1.0%
营业成本	(43,442)	(42,741)	(42,612)	(40,047)	(43,914)	(44,110)	(38,523)	-12.7%	-9.6%	(128,795)	(126,547)	-1.7%
毛利	9,992	9,960	11,636	13,528	12,466	12,000	10,941	-8.8%	-6.0%	31,588	35,407	12.1%
销售费用	(2,866)	(2,660)	(3,211)	(4,673)	(3,272)	(2,856)	(3,005)	5.2%	-6.4%	(8,737)	(9,132)	4.5%
管理费用	(2,295)	(2,329)	(2,364)	(2,469)	(2,612)	(2,483)	(2,444)	-1.5%	3.4%	(6,988)	(7,539)	7.9%
研发费用	(1,833)	(1,888)	(1,929)	(2,395)	(2,091)	(2,211)	(1,904)	-13.9%	-1.3%	(5,650)	(6,206)	9.8%
财务费用	(52)	31	(505)	(34)	(106)	75	(357)	-576.0%	-29.4%	(526)	(388)	-26.4%
税金及附加	(126)	(206)	(192)	(224)	(229)	(144)	(119)	-17.3%	-38.0%	(524)	(492)	-6.1%
其他收益	52	76	84	803	263	367	434	18.1%	415.6%	213	1,064	400.6%
投资收益	40	151	519	36	42	236	151	-35.9%	-70.9%	710	429	-39.6%
资产减值损失	(136)	(114)	(244)	(591)	(105)	(267)	(95)	-64.5%	-61.0%	(494)	(467)	-5.4%
信用减值损失	(201)	(103)	(151)	54	(349)	(26)	(26)	0.4%	-83.0%	(456)	(400)	-12.2%
公允价值变动收益	(23)	55	116	(511)	(30)	136	20	-85.2%	-82.7%	149	126	-15.4%
资产处置收益	21	43	48	(15)	134	16	3	-82.1%	-94.1%	113	152	35.3%
营业利润	2,574	3,016	3,807	3,509	4,111	4,844	3,599	-25.7%	-5.5%	9,397	12,553	33.6%
营业外收入	118	97	116	69	108	37	116	218.1%	0.3%	331	261	-21.3%
营业外支出	(41)	(16)	(32)	(64)	(42)	(141)	(72)	-48.8%	123.7%	(89)	(255)	185.1%
利润总额	2,651	3,097	3,891	3,513	4,177	4,739	3,643	-23.1%	-6.4%	9,638	12,559	30.3%
所得税	(405)	(557)	(679)	(299)	(832)	(710)	(675)	-5.0%	-0.6%	(1,641)	(2,217)	35.1%
净利润	2,245	2,540	3,212	3,215	3,345	4,029	2,968	-26.3%	-7.6%	7,997	10,342	29.3%
少数股东损益	(389)	(497)	(610)	(701)	(745)	(725)	(471)	-35.1%	-22.9%	(1,496)	(1,941)	29.7%
归母净利润	1,856	2,043	2,602	2,513	2,600	3,304	2,498	-24.4%	-4.0%	6,501	8,401	29.2%
扣非归母净利润	1,742	1,868	2,028	2,441	2,344	3,135	2,231	-28.8%	10.0%	5,639	7,710	36.7%
费用%												
销售费用	-5.4%	-5.0%	-5.9%	-8.7%	-5.8%	-5.1%	-6.1%			-5.4%	-5.6%	
管理费用	-4.3%	-4.4%	-4.4%	-4.6%	-4.6%	-4.4%	-4.9%			-4.4%	-4.7%	
研发费用	-3.4%	-3.6%	-3.6%	-4.5%	-3.7%	-3.9%	-3.8%			-3.5%	-3.8%	
利润率%												
毛利	18.7%	18.9%	21.4%	25.3%	22.1%	21.4%	22.1%			19.7%	21.9%	
营业利润	4.8%	5.7%	7.0%	6.5%	7.3%	8.6%	7.3%			5.9%	7.8%	
归母净利润	3.5%	3.9%	4.8%	4.7%	4.6%	5.9%	5.0%			4.1%	5.2%	
扣非归母净利润	3.3%	3.5%	3.7%	4.6%	4.2%	5.6%	4.5%			3.5%	4.8%	

资料来源: 公司资料

图表 2: 潍柴动力 (2338 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
689009 CH	九号公司	买入	44.30	53.74	21.3%	2024 年 10 月 29 日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	13.48	13.55	0.5%	2024 年 08 月 26 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	6.26	6.24	-0.4%	2024 年 07 月 02 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	21.00	26.49	26.1%	2024 年 03 月 26 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	11.78	18.60	57.9%	2024 年 03 月 14 日	重卡
2333 HK	长城汽车	买入	12.36	17.36	40.5%	2024 年 10 月 28 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	45.15	77.36	71.3%	2024 年 10 月 14 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	买入	107.40	120.34	12.0%	2024 年 05 月 24 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	41.65	59.88	43.8%	2024 年 05 月 16 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	281.40	306.48	8.9%	2024 年 03 月 27 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	13.66	12.50	-8.5%	2023 年 08 月 23 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.73	3.34	22.3%	2024 年 04 月 01 日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 10 月 31 日

## 财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	175,158	213,958	235,462	252,946	269,540
主营业务成本	(144,011)	(168,842)	(184,908)	(198,444)	(211,356)
<b>毛利</b>	<b>31,147</b>	<b>45,116</b>	<b>50,554</b>	<b>54,502</b>	<b>58,183</b>
销售及管理费用	(10,661)	(13,410)	(14,834)	(15,177)	(16,172)
研发费用	(15,823)	(17,502)	(18,131)	(19,224)	(20,485)
其他经营净收入/费用	1,172	(1,299)	(586)	(480)	(395)
<b>经营利润</b>	<b>5,834</b>	<b>12,905</b>	<b>17,004</b>	<b>19,621</b>	<b>21,131</b>
财务成本净额	(909)	560	(1,180)	(1,418)	(1,626)
其他非经营净收入/费用	1,160	(314)	1,198	1,507	1,851
<b>税前利润</b>	<b>6,085</b>	<b>13,151</b>	<b>17,021</b>	<b>19,711</b>	<b>21,355</b>
税费	(403)	(1,940)	(1,702)	(1,971)	(2,136)
非控股权益	(778)	(2,198)	(3,479)	(4,029)	(4,365)
<b>净利润</b>	<b>4,905</b>	<b>9,014</b>	<b>11,840</b>	<b>13,710</b>	<b>14,854</b>
作每股收益计算的净利润	4,905	9,014	11,840	13,710	14,854

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	70,842	92,857	95,727	99,782	112,644
应收账款及票据	31,021	32,457	35,719	38,371	40,889
存货	33,374	37,930	43,061	46,213	39,955
其他流动资产	33,247	34,681	35,658	36,418	37,141
<b>总流动资产</b>	<b>168,484</b>	<b>197,925</b>	<b>210,165</b>	<b>220,785</b>	<b>230,628</b>
物业、厂房及设备	37,894	44,076	51,821	61,322	72,238
其他有形资产	13,015	12,519	12,529	12,540	12,550
无形资产	46,779	47,930	47,979	48,029	48,079
其他长期资产	27,494	31,797	31,810	31,822	31,835
<b>总长期资产</b>	<b>125,182</b>	<b>136,322</b>	<b>144,140</b>	<b>153,713</b>	<b>164,702</b>
<b>总资产</b>	<b>293,666</b>	<b>334,247</b>	<b>354,305</b>	<b>374,498</b>	<b>395,330</b>
短期贷款	4,695	2,213	2,316	2,423	2,536
应付账款	83,575	105,832	114,934	122,604	129,919
其他短期负债	31,473	38,170	38,170	38,170	38,170
<b>总流动负债</b>	<b>119,743</b>	<b>146,215</b>	<b>155,420</b>	<b>163,197</b>	<b>170,625</b>
长期贷款	33,264	31,082	31,977	32,917	33,904
长期应付账款	14,879	18,062	18,567	19,097	19,653
其他长期负债	36,549	44,264	44,769	45,299	45,856
<b>总长期负债</b>	<b>69,813</b>	<b>75,346</b>	<b>76,746</b>	<b>78,216</b>	<b>79,760</b>
<b>总负债</b>	<b>189,555</b>	<b>221,561</b>	<b>232,166</b>	<b>241,413</b>	<b>250,385</b>
股本	8,727	8,727	8,727	8,727	8,727
储备及其他资本项目	64,458	70,609	76,582	83,499	90,994
<b>股东权益</b>	<b>73,184</b>	<b>79,335</b>	<b>85,309</b>	<b>92,226</b>	<b>99,720</b>
非控股权益	30,926	33,351	36,830	40,859	45,224
<b>总权益</b>	<b>104,111</b>	<b>112,686</b>	<b>122,138</b>	<b>133,085</b>	<b>144,944</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	5,683	11,212	15,319	17,739	19,220
折旧及摊销	8,950	9,605	9,945	11,636	14,159
营运资本变动	(20,507)	2,895	(2,957)	(2,102)	6,522
其他经营活动现金流	3,525	3,358	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>(2,349)</b>	<b>27,069</b>	<b>22,307</b>	<b>27,273</b>	<b>39,900</b>
资本开支	(6,635)	(7,200)	(14,568)	(17,473)	(20,778)
投资活动	(4,766)	744	0	0	0
其他投资活动现金流	2,856	719	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(8,545)</b>	<b>(5,737)</b>	<b>(14,568)</b>	<b>(17,473)</b>	<b>(20,778)</b>
负债净变动	9,728	(8,492)	998	1,048	1,100
股息	(4,836)	(5,154)	(5,866)	(6,793)	(7,360)
其他融资活动现金流	(40)	617	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>4,852</b>	<b>(13,029)</b>	<b>(4,869)</b>	<b>(5,746)</b>	<b>(6,260)</b>
汇率收益/损失	177	154	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>68,626</b>	<b>62,761</b>	<b>92,857</b>	<b>95,727</b>	<b>99,782</b>
<b>年末现金</b>	<b>70,842</b>	<b>92,857</b>	<b>95,727</b>	<b>99,782</b>	<b>112,644</b>

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标 (人民币)</b>					
核心每股收益	0.570	1.047	1.376	1.593	1.726
全面摊薄每股收益	0.570	1.047	1.376	1.593	1.726
每股股息	0.789	0.855	0.782	0.855	1.016
每股账面价值	8.505	9.219	9.914	10.717	11.588
<b>利润率分析 (%)</b>					
毛利率	17.8	21.1	21.5	21.5	21.6
EBIT利润率	2.3	6.2	7.1	7.6	7.7
净利率	2.8	4.2	5.0	5.4	5.5
<b>盈利能力 (%)</b>					
ROA	3.7	3.8	3.2	3.3	3.7
ROE	14.9	14.9	12.7	13.0	14.4
<b>其他</b>					
净负债权益比 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。