

研究所：

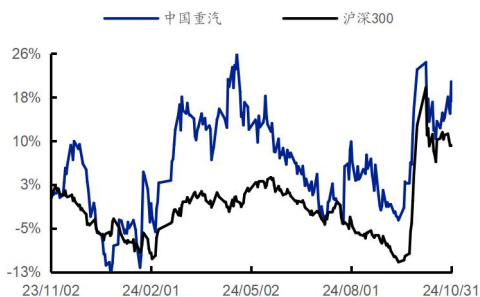
证券分析师：

戴畅 S0350523120004
daic@ghzq.com.cn

2024 年 Q3 毛利率同比提升，经营杠杆助公司 Q3 扣非归母净利润同比高增 87.8%

——中国重汽（000951）2024 年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/11/01

表现	1M	3M	12M
中国重汽	-4.5%	6.5%	16.1%
沪深 300	-3.2%	13.8%	8.9%

市场数据

2024/11/01

当前价格（元）	16.31
52 周价格区间（元）	12.55-19.12
总市值（百万）	19,162.12
流通市值（百万）	19,162.12
总股本（万股）	117,486.94
流通股本（万股）	117,486.94
日均成交额（百万）	383.77
近一月换手（%）	1.58

事件：

2024 年 10 月 30 日，公司发布 2024 年第三季度报告，前三季度累计实现营业收入 335.9 亿元，同比增长 9.2%，其中 Q3 为 91.9 亿元，同比/环比分别下降 13.2%/29.2%；前三季度累计实现归母净利润 9.3 亿元，同比增长 42.5%，其中 Q3 为 3.2 亿元，同比增长 97.9%。公司前三季度累计实现扣非归母净利润 8.6 亿元，同比增长 34.1%，其中 Q3 为 2.7 亿元，同比增长 87.8%。

投资要点：

- **2024 年 Q1-Q3 公司营收增速优于行业整体** 据中汽协，2024 年 Q1-Q3 重卡批发 68.3 万辆，同比下降 3.3%，其中 Q3 为 17.8 万辆，同比下降 18.2%。公司 2024 年 Q1-Q3 营收同比增长 9.2%，Q3 同比下降 13.2%，优于行业整体水平。
- **2024 年 Q3 毛利率同比显著提升，助公司利润同比快速增长** 2024 年 Q1-Q3 毛利率为 7.7%，同比增长 0.4pct，其中 Q3 为 8.3%，同环比分别提升 1.7 和 1.1pct。高 ASP 的出口市场带动，使公司在 Q3 营收略有下滑的情况下盈利快速提升。2020 年、2021 年中国重汽 H 的平均 ASP 为 28.2 万元，由于 2020 年、2021 年中国重汽 H 出口占其整体销量比重不大，分别为 11.1%与 19.2%，我们认为可将 28.2 万元作为国内重卡均价的近似值，据海关总署，2023 年我国出口重型牵引车与货车 ASP 分别为 31.9 与 29.9 万元，价差分别达到 3.7 与 1.7 万元。
- **公司是重卡出口龙头，出口高景气持续将帮助公司持续增长** 公司产品出口市场份额连续十几年占据国内重卡行业首位，出口景气度持续将帮助公司维持增长。据海关总署，2024 年前 9 个月我国累计出口重卡 25.8 万辆，同比增长 12.6%，从增速看，我国重卡的几个主要出口市场都表现出连续稳定的增速数据。其中非洲 2018 年-2023 年复合增速与 2024 年 Q1-Q3 累计增速分别为 21.3%与 31.5%，东南亚为 15.6%与 33.4%，拉丁美洲为 28.7%与 19.6%。这与我国重卡产品性价比高、供应稳定，目标市场经济持续发展，

卡车需求向上的逻辑吻合。俄罗斯是我国重卡出口增速最快、体量最大的目的地市场之一，我们认为尽管报废税提升，但中国重卡在俄罗斯市场性价比较高，对于其进口需求或维持在较高水平。我们按照俄乌冲突前（2020年及2021年）本土品牌市占率50%左右的基准以及对俄罗斯重卡市场体量的中性测算，2024年我国向俄罗斯出口重卡累计销量或同比下降10%-20%左右，约9-10万辆，2025年我国向俄罗斯出口重卡累计销量或同比下降20%-30%左右，约6-8万辆。综合各目的地市场，我们认为2023年30万辆将是中国重卡出口增长的起点，出口高景气持续将帮助公司持续增长。

- **盈利预测和投资评级** 公司是国内重卡整车龙头之一，在多个细分市场表现亮眼，且出口份额连续十几年占据行业首位，在国内市场持续复苏，出口市场高景气持续的背景下，我们认为公司具备较高经营杠杆，利润具有较大向上弹性。我们预计公司2024-2026年实现营业总收入492.587与711亿元，同比增速17%、19%与21%；实现归母净利润15、17与23亿元，同比增速为37%、18%与30%。EPS为1.26、1.48与1.93元，对应当前股价的PE估值分别为13、11与8倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示** 国内重卡市场复苏不及预期；公司国内市场市占率提升不及预期；公司新能源发展不及预期；海外市场拓展不及预期；全球地缘政治风险超预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	42070	49187	58704	71133
增长率(%)	46	17	19	21
归母净利润（百万元）	1080	1477	1744	2269
增长率(%)	406	37	18	30
摊薄每股收益（元）	0.92	1.26	1.48	1.93
ROE(%)	7	9	10	12
P/E	14.52	12.97	10.99	8.44
P/B	1.07	1.21	1.11	1.01
P/S	0.37	0.39	0.33	0.27
EV/EBITDA	0.95	3.59	2.90	1.74

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中国重汽盈利预测表

证券代码:	000951				股价:	16.31		投资评级:	增持		日期:	2024/11/01	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	7%	9%	10%	12%	EPS	0.92	1.26	1.48	1.93				
毛利率	8%	8%	8%	9%	BVPS	12.53	13.51	14.65	16.13				
期间费率	1%	1%	1%	2%	估值								
销售净利率	3%	3%	3%	3%	P/E	14.52	12.97	10.99	8.44				
成长能力					P/B	1.07	1.21	1.11	1.01				
收入增长率	46%	17%	19%	21%	P/S	0.37	0.39	0.33	0.27				
利润增长率	406%	37%	18%	30%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	1.18	1.24	1.32	1.39	营业收入	42070	49187	58704	71133				
应收账款周转率	7.23	8.34	8.57	8.58	营业成本	38768	45327	53831	64873				
存货周转率	10.09	6.13	4.60	4.63	营业税金及附加	110	129	154	186				
偿债能力					销售费用	442	492	587	711				
资产负债率	58%	59%	59%	60%	管理费用	329	385	459	556				
流动比	1.45	1.32	1.34	1.37	财务费用	-229	-277	-186	-191				
速动比	1.23	0.81	0.81	0.83	其他费用/(-收入)	589	738	998	1280				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	1774	2408	2888	3757				
现金及现金等价物	13855	9309	9571	11913	营业外净收支	38	38	0	0				
应收款项	5822	8268	9924	12066	利润总额	1812	2445	2888	3757				
存货净额	4096	10702	12710	15317	所得税费用	381	489	578	751				
其他流动资产	6593	3876	4685	5711	净利润	1431	1956	2310	3006				
流动资产合计	30366	32155	36890	45006	少数股东损益	351	479	566	737				
固定资产	4203	5229	5709	5671	归属于母公司净利润	1080	1477	1744	2269				
在建工程	499	389	303	236	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	2014	4267	4192	4117	经营活动现金流	2113	-534	1740	3236				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	1080	1477	1744	2269				
资产总计	37083	42040	47094	55030	少数股东损益	351	479	566	737				
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	416	574	604	608				
应付款项	16255	18257	20934	25229	公允价值变动	0	0	0	0				
合同负债	844	1476	1468	1778	营运资金变动	-84	-3016	-1158	-351				
其他流动负债	3882	4598	5074	5922	投资活动现金流	-2888	-3764	-977	-472				
流动负债合计	20981	24330	27476	32929	资本支出	-496	-1462	-1000	-500				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-2410	0	0	0				
其他长期负债	378	364	364	364	其他	18	-2302	23	28				
长期负债合计	378	364	364	364	筹资活动现金流	-347	-249	-502	-423				
负债合计	21359	24694	27839	33292	债务融资	-500	88	-100	100				
股本	1175	1175	1175	1175	权益融资	0	2	0	0				
股东权益	15724	17346	19255	21738	其它	153	-338	-402	-523				
负债和股东权益总计	37083	42040	47094	55030	现金净增加额	-1122	-4547	262	2342				

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。

吴铭杰，汽车行业分析师，上海财经大学金融专业硕士，2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。

王琿，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。

【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。