

3 季度行业淡季下盈利能力同比改善

核心观点

- 业绩符合预期。**公司前三季度营业收入 335.87 亿元，同比增长 9.2%；归母净利润 9.34 亿元，同比增长 42.5%；扣非归母净利润 8.56 亿元，同比增长 34.1%。3 季度营业收入 91.86 亿元，同比减少 13.1%，环比减少 29.2%；归母净利润 3.15 亿元，同比增长 97.9%，环比减少 8.4%；扣非归母净利润 2.74 亿元，同比增长 87.8%，环比减少 14.2%。3 季度重卡行业景气度下行，公司持续调整产品结构、深耕细分市场，产销量同比逆势增长，盈利能力同比大幅改善。
- 毛利率及现金流持续改善。**前三季度毛利率 7.7%，调整质保类费用后同口径下（下同）同比增长 0.8 个百分点；3 季度毛利率 8.3%，同比增长 2.0 个百分点，环比增长 1.1 个百分点，预计主要系公司出口增加、产品结构优化以及降本和精益管理取得成效。前三季度期间费用率 2.8%，同比提升 0.5 个百分点。其中研发费用率同比增长 0.4 个百分点，主要系公司加大研发投入；管理费用率同比增长 0.2 个百分点，主要系员工薪酬及固定资产折旧增加；前三季度经营活动现金流净额 50.11 亿元，同比增长 25.3%，主要系销售额及税收返还增加。
- 公司销量表现好于行业平均，预计 4 季度重卡行业将有望环比改善。**受货运需求低迷、油气价差缩窄等影响，重卡市场 3 季度表现疲软。根据中汽协数据，前三季度重卡行业销量（开票口径）为 68.29 万辆，同比减少 3.4%，9 月累计增速转负；3 季度行业销量 17.85 万辆，同比减少 18.2%。在此背景下，公司持续优化产品结构、深耕细分市场，前三季度产销实现同比增长，销售表现大幅好于行业平均。根据第一商用车网，重汽集团前三季度市占率上升至 27.5%，同比提升 0.4 个百分点。展望 4 季度，由于各省市货车以旧换新具体方案在 8 月下旬和 9 月初陆续发布，政策传导至终端存在时滞，预计 4 季度会释放部分观望需求，重卡行业 4 季度销量有望实现环比改善。根据公司公告，10 月重卡市场销售约 6.3 万辆，环比增长 9%，公司 10 月产销量环比保持双增长。
- 新能源重卡市场高速增长，出口市场维持稳中向好。**受政策支持、技术进步及成本下降等因素刺激，前三季度新能源重卡销量表现亮眼，合计销售 4.85 万辆，同比增长 143.0%，其中重汽集团销售 4629 辆，同比增长 327.0%，市占率 9.5%排名第四。燃气重卡方面，8-9 月受 LNG 价格回升影响销量有所减弱，中国重汽前三季度销售 3.67 万辆，同比增长 121.1%，市占率 24.8%排名第二。出口方面，由于俄罗斯 10 月起提升进口汽车的报废处理税率，8-9 月重卡企业提前报关，出口量有所增长。公司产品出口持续向好，聚焦越南、菲律宾等优势市场，下沉营销网络并精准定位客户需求，预计全年出口量有望持续提升。

盈利预测与投资建议

- 调整收入、毛利率及费用率等，预测 2024-2026 年 EPS 为 1.17、1.50、1.83 元（原 1.26、1.59、2.00 元），维持可比公司 24 年 PE 平均估值 15 倍，对应目标价为 17.55 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	48,206	56,778	65,461
同比增长(%)	-48.6%	46.0%	14.6%	17.8%	15.3%
营业利润(百万元)	578	1,774	2,242	2,812	3,435
同比增长(%)	-71.7%	207.0%	26.4%	25.5%	22.1%
归属母公司净利润(百万元)	214	1,080	1,372	1,764	2,153
同比增长(%)	-79.4%	405.5%	27.0%	28.6%	22.0%
每股收益(元)	0.18	0.92	1.17	1.50	1.83
毛利率(%)	6.2%	7.8%	8.5%	8.6%	8.9%
净利率(%)	0.7%	2.6%	2.8%	3.1%	3.3%
净资产收益率(%)	1.5%	7.6%	8.9%	10.5%	11.8%
市盈率	91.3	18.1	14.2	11.1	9.1
市净率	1.4	1.3	1.2	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。

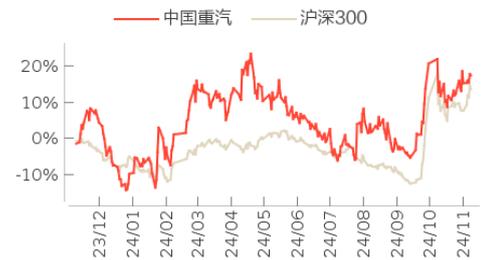
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2024 年 11 月 08 日）	16.61 元
目标价格	17.55 元
52 周最高价/最低价	18.79/11.98 元
总股本/流通 A 股（万股）	117,487/117,487
A 股市值（百万元）	19,515
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2024 年 11 月 10 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.84	-3.74	15.46	17.25
相对表现%	-3.66	-0.17	-7.31	3.6
沪深 300%	5.5	-3.57	22.77	13.65



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

业绩符合预期，重卡市占率持续提升	2024-08-25
毛利率改善，市场份额持续提升	2024-03-31
受益于产品结构调整及出口增长，业绩好于预期	2024-02-04

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	13,154	13,855	12,448	14,216	15,569	营业收入	28,822	42,070	48,206	56,778	65,461
应收票据、账款及款项融资	10,304	11,936	16,318	20,091	22,142	营业成本	27,042	38,768	44,111	51,883	59,659
预付账款	258	312	301	428	463	营业税金及附加	98	110	188	221	255
存货	3,591	4,096	4,921	6,053	6,640	销售费用	321	442	386	454	524
其他	196	167	377	277	303	管理费用及研发费用	697	918	1,253	1,476	1,702
流动资产合计	27,504	30,366	34,365	41,065	45,117	财务费用	(95)	(229)	(204)	(141)	(159)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	215	311	248	104	72
固定资产	4,424	4,203	4,488	4,823	5,132	公允价值变动收益	0	0	0	10	5
在建工程	715	499	742	873	938	投资净收益	20	18	5	10	10
无形资产	850	829	808	787	767	其他	13	8	12	12	12
其他	878	1,185	739	762	723	营业利润	578	1,774	2,242	2,812	3,435
非流动资产合计	6,868	6,717	6,777	7,245	7,560	营业外收入	12	40	20	20	20
资产总计	34,372	37,083	41,142	48,309	52,676	营业外支出	4	2	5	5	5
短期借款	501	0	367	289	219	利润总额	586	1,812	2,257	2,827	3,450
应付票据及应付账款	12,735	16,255	16,816	21,989	24,348	所得税	61	381	451	565	690
其他	6,109	4,725	5,969	6,185	6,043	净利润	526	1,431	1,805	2,262	2,760
流动负债合计	19,345	20,981	23,152	28,463	30,610	少数股东损益	312	351	433	498	607
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	214	1,080	1,372	1,764	2,153
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.18	0.92	1.17	1.50	1.83
其他	436	378	408	407	398						
非流动负债合计	436	378	408	407	398	主要财务比率					
负债合计	19,780	21,359	23,560	28,870	31,008		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	851	999	1,432	1,930	2,537	成长能力					
实收资本(或股本)	1,175	1,175	1,175	1,175	1,175	营业收入	-48.6%	46.0%	14.6%	17.8%	15.3%
资本公积	4,855	4,855	4,930	4,930	4,930	营业利润	-71.7%	207.0%	26.4%	25.5%	22.1%
留存收益	7,708	8,692	10,065	11,417	13,041	归属于母公司净利润	-79.4%	405.5%	27.0%	28.6%	22.0%
其他	2	3	(20)	(13)	(14)	获利能力					
股东权益合计	14,591	15,724	17,582	19,439	21,669	毛利率	6.2%	7.8%	8.5%	8.6%	8.9%
负债和股东权益总计	34,372	37,083	41,142	48,309	52,676	净利率	0.7%	2.6%	2.8%	3.1%	3.3%
						ROE	1.5%	7.6%	8.9%	10.5%	11.8%
						ROIC	2.8%	7.9%	9.7%	11.3%	12.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	57.5%	57.6%	57.3%	59.8%	58.9%
净利润	526	1,431	1,805	2,262	2,760	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	320	407	478	559	649	流动比率	1.42	1.45	1.48	1.44	1.47
财务费用	(95)	(229)	(204)	(141)	(159)	速动比率	1.23	1.25	1.26	1.22	1.24
投资损失	(20)	(18)	(5)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	7,284	271	(4,066)	448	(543)	应收账款周转率	4.9	7.2	7.6	6.9	6.9
其它	(985)	250	702	77	95	存货周转率	6.1	9.9	9.5	9.0	8.9
经营活动现金流	7,030	2,113	(1,290)	3,195	2,792	总资产周转率	0.8	1.2	1.2	1.3	1.3
资本支出	(1,272)	72	(985)	(1,003)	(1,003)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.18	0.92	1.17	1.50	1.83
其他	923	(2,960)	(22)	37	11	每股经营现金流	5.98	1.80	-1.10	2.72	2.38
投资活动现金流	(349)	(2,888)	(1,007)	(967)	(992)	每股净资产	11.69	12.53	13.75	14.90	16.28
债权融资	(429)	(150)	243	(112)	(6)	估值比率					
股权融资	(75)	0	75	0	0	市盈率	91.3	18.1	14.2	11.1	9.1
其他	(1,004)	(197)	571	(349)	(441)	市净率	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
筹资活动现金流	(1,507)	(347)	889	(461)	(447)	EV/EBITDA	11.0	4.5	3.5	2.7	2.3
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	18.3	5.7	4.4	3.3	2.7
现金净增加额	5,174	(1,122)	(1,408)	1,768	1,353						

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。