

子公司经营质量全面提升，盈利能力得到强化

投资要点

- **事件：**公司发布24年度报告，实现营收2156.9亿元，同比+0.8%，实现归母净利润114.0亿元，同比+26.5%。单季度看，Q4实现营收537.4亿元，同比+0.3%，环比+8.6%，实现归母净利润30.0亿元，同比+19.5%，环比+20.2%。
- **公司克服行业低位运行压力，盈利能力持续强化。**24年重卡行业销量90.2万辆，同比-1.0%。面对行业低位运行压力，公司全方面布局，各项业务处于稳定向上态势。销量端：公司销售各类发动机73.4万台，同比-0.4%，出口6.9万台，同比+5.0%；重卡发动机销量27.6万台，同比-9.8%；大缸径产品销量8132台（海外销量占比62.2%），同比持平；变速器85.3万台，同比+1.8%；车桥80万根，同比+7.8%。从盈利能力来看，24年毛利率为22.4%，同比+1.3pp，净利率为6.6%，同比+1.4pp；24Q4毛利率为24.2%，同比+0.5pp，环比+2.0pp，Q4净利率为7.3%，同比+1.3pp，环比+1.3pp，公司盈利能力持续强化。费用方面，24年期间费用率为14.5%，同比-0.2pp，销售费用率5.8%，同比-0.5pp，管理费用率4.8%，同比+0.3pp，研发费用率3.9%，同比+0.1pp；24Q4销售/管理/研发费用率分别为6.2%/5.1%/3.9%，同比-0.9pp/+0.5pp/-0.6pp，环比+0.2pp/+0.1pp/+0.05pp。
- **子公司经营质量改善，陕重汽表现喜人。**凯傲24年实现收入115亿欧元，同比+0.6%，24Q4实现营收30.7亿欧元，同比-0.6%，环比+13.7%。公司推行增效计划以进一步增强韧性，预计每年实现约1.4-1.6亿欧元的可持续成本节约，后续经营质量将持续改善。陕重汽方面，整车销量11.8万辆，同比+1.5%，高于行业增速，出口5.9万辆，同比+15.2%，出口市占率达20.4%，同比+1.8pp。从净利润层面看，24年凯傲/陕重汽/法士特/雷沃净利润分别为27.2/6.9/8.2/8.9亿元，同比均增长30.5%/104.4%/2.5%/15.8%；24H2净利润分别为13.0/3.7/3.9/3.3亿元，同比+13.6%/-12.6%/-11.9%/6.4%，环比-9%+16.9%/-10.2%/-40.6%。
- **天然气重卡竞争优势增强，柴发市场成新增长机遇。**3月18日重卡报废更新政策纳入天然气重卡，当前汽柴比于0.6左右波动，天然气重卡燃料成本优势明显，叠加以旧换新补贴，竞争优势增强。24年行业天然气重卡销量17.8万辆，同比+17.3%，渗透率达29.7%，同比+4.9pp，预计今年在政策作用下渗透率将继续提升，公司作为天然气发动机龙头将充分受益于此次政策变化，迎来新的增长机遇。根据中国智算中心产业发展白皮书数据，智算中心未来3年资源增量投资空间预计超过5000亿元，市场空间巨大，发动机在柴发系统成本占比较高，公司可以通过为潍柴重机供应发动机而获益，24年公司数据中心产品销量近400台，同比+148%。目前，潍柴重机已中标中国移动项目，伴随国内字节、快手等互联网厂商算力需求提升，对柴油发动机需求或将有所提升，潍柴凭借其在行业内的强大品牌影响力和可靠的产品性能，有望在即将到来的市场增长中斩获重要订单，助力业绩增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计25-27年公司实现归母净利润130.0/150.2/170.0亿元，对应PE为11/10/8倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业需求不及预期、原材料价格大幅波动、汇率大幅波动等风险。

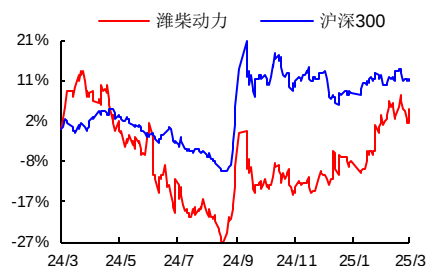
指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	2156.91	2716.13	3010.11	3344.05
增长率	0.81%	25.93%	10.82%	11.09%
归属母公司净利润（亿元）	114.03	129.98	150.21	169.97
增长率	26.51%	13.98%	15.56%	13.16%
每股收益EPS（元）	1.31	1.49	1.72	1.95
净资产收益率ROE	11.71%	9.99%	10.51%	10.80%
PE	12	10.9	9.5	8
PB	1.64	1.50	1.32	1.17

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：郑连声
执业证号：S1250522040001
电话：010-57758531
邮箱：zslans@swsc.com.cn
联系人：郭瑞晴
电话：13379781776
邮箱：grq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	87.27
流通A股(亿股)	49.76
52周内股价区间(元)	11.72-18.49
总市值(亿元)	1,422.43
总资产(亿元)	3,438.79
每股净资产(元)	9.93

相关研究

- 潍柴动力（000338）：盈利能力持续强化，Q3毛利率同环比上升（2024-11-05）
- 潍柴动力（000338）：产品结构优化效果显著，分红率提升至54.9%（2024-08-25）
- 潍柴动力（000338）：产品结构优化效果显著，盈利能力持续加强（2024-07-15）
- 潍柴动力（000338）：利润增速超收入增速，产品结构优化显著（2024-05-09）

盈利预测

关键假设

假设 1：3 月 18 日交通运输部、国家发展改革委、财政部发布的《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》将天然气重卡纳入补贴范围，天然气重卡经济性优势得到加强，且考虑国四保有量较大、新能源需求增长，预计行业销量将有所提升。公司发动机业务与重卡行业发展具有较高相关性，预计 25/26/27 年公司发动机销量增速 36%/12%/9%。为满足商用车对马力、节油、节气等方面需求，公司产品持续优化，单价会有相应提升，故假设 25/26/27 年单价为 6.5/6.8/7.0 万元/台。

假设 2：当前，国家大力推行以旧换新政策，伴随政策持续推动，预计国内物流需求将得到一定恢复，以凯傲+德马泰克形成的叉车+仓储物流解决方案的一体化智能物流体系市场有望保持稳定增长，预计 25/26/27 年公司智能物流业务同比+5%/+5%/+5%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
整车及关键零部件	收入	897.79	1371.8	1576.8	1798.4
	增速	-4.3%	52.8%	14.9%	14.1%
	成本	722.99	1097.5	1253.6	1424.3
	毛利率	19.5%	20.0%	20.5%	20.8%
智能物流	收入	887.26	931.6	978.2	1027.1
	增速	1.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	648.46	680.1	713.1	747.7
	毛利率	26.9%	27.0%	27.1%	27.2%
农业装备	收入	183.45	196.0	205.9	232.0
	增速	14.4%	6.8%	5.1%	12.7%
	成本	159.13	166.6	175.0	197.2
	毛利率	13.3%	15.0%	15.0%	15.0%
其他汽车零部件	收入	100.89	116.0	133.4	153.4
	增速	28.3%	15.0%	15.0%	15.0%
	成本	70.53	87.0	100.1	115.1
	毛利率	30.1%	25.0%	25.0%	25.0%
其他主营业务	收入	87.51	100.6	115.7	133.1
	增速	-0.3%	15.0%	15.0%	15.0%
	成本	71.94	75.5	86.8	99.8
	毛利率	17.8%	25.0%	25.0%	25.0%
合计	收入	2156.9	2716.1	3010.1	3344.1
	增速	0.8%	25.9%	10.8%	11.1%
	成本	1673.0	2106.7	2328.6	2584.2
	毛利率	22.4%	22.4%	22.6%	22.7%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

我们选取中国重汽、一汽解放与中集车辆作为可比公司，2025 年平均 PE 为 17 倍。考虑 25 年报废更新政策将天然气重卡纳入补贴，天然气重卡将保持高景气度，且数据中心发展迅速，预计潍柴作为发动机龙头销量有望持续增长；此外，物流业稳健发展推动公司智能物流业务不断增长。结合对标公司估值和目前潍柴的业务布局，给予公司 2025 年 14 倍 PE，对应目标价为 20.86 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截止 2025.3.28 收盘）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
000951.SZ	中国重汽	20.59	1.27	1.43	1.73	1.97	16.21	14.44	11.91	10.45
000800.SZ	一汽解放	8.16	-	0.31	0.35	-	-	26.63	23.08	-
301039.SZ	中集车辆	9.08	0.56	0.83	0.97	0.97	16.21	10.88	9.40	9.41
平均值							16.21	17.32	14.80	9.93
000338.SZ	潍柴动力	16.30	1.31	1.49	1.72	1.95	12.47	10.94	9.47	8.37

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2156.91	2716.13	3010.11	3344.05	净利润	142.78	129.98	150.21	169.97
营业成本	1673.05	2106.66	2328.59	2584.18	折旧与摊销	127.26	61.73	61.73	61.73
营业税金及附加	7.07	8.91	9.87	10.97	财务费用	2.31	5.34	3.48	2.68
销售费用	124.85	159.44	177.60	196.30	资产减值损失	-10.68	-10.09	-10.54	-10.44
管理费用	102.59	297.42	328.10	364.50	经营营运资本变动	42.23	12.77	56.61	47.00
财务费用	2.31	5.34	3.48	2.68	其他	-42.96	27.25	-17.94	16.61
资产减值损失	-10.68	-10.09	-10.54	-10.44	经营活动现金流净额	260.94	226.97	243.55	287.56
投资收益	4.21	4.42	4.42	4.42	资本支出	-48.53	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	1.23	1.09	0.35	0.74	其他	-240.58	59.98	4.77	5.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-289.11	49.98	-5.23	-4.84
营业利润	174.28	153.98	177.78	201.03	短期借款	-3.05	12.58	10.00	10.00
其他非经营损益	-1.06	-1.06	-1.06	-1.06	长期借款	-93.91	10.00	20.00	15.00
利润总额	173.22	152.91	176.71	199.96	股权融资	2.05	0.00	0.00	0.00
所得税	30.44	22.94	26.51	29.99	支付股利	0.00	-19.27	-21.97	-25.38
净利润	142.78	129.98	150.21	169.97	其他	-43.47	-245.21	-3.48	-2.68
少数股东损益	28.74	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-138.38	-241.90	4.55	-3.07
归属母公司股东净利润	114.03	129.98	150.21	169.97	现金流量净额	-166.66	35.06	242.87	279.65
资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	720.67	755.73	998.60	1278.25	成长能力				
应收和预付款项	414.90	483.30	539.98	605.47	销售收入增长率	0.81%	25.93%	10.82%	11.09%
存货	356.75	457.35	529.93	577.12	营业利润增长率	35.05%	-11.65%	15.46%	13.08%
其他流动资产	355.17	216.62	222.22	228.58	净利润增长率	27.35%	-8.97%	15.56%	13.16%
长期股权投资	49.15	49.15	49.15	49.15	EBITDA 增长率	19.37%	-27.25%	9.93%	9.24%
投资性房地产	6.46	6.46	6.46	6.46	获利能力				
固定资产和在建工程	538.01	497.69	457.38	417.06	毛利率	22.43%	22.44%	22.64%	22.72%
无形资产和开发支出	468.15	457.06	445.96	434.87	三费率	10.65%	17.02%	16.92%	16.85%
其他非流动资产	529.53	529.21	528.89	528.57	净利率	6.62%	4.79%	4.99%	5.08%
资产总计	3438.79	3452.56	3778.56	4125.52	ROE	11.71%	9.99%	10.51%	10.80%
短期借款	17.42	30.00	40.00	50.00	ROA	4.15%	3.76%	3.98%	4.12%
应付和预收款项	1013.73	1229.73	1375.24	1526.97	ROIC	47.07%	48.03%	64.47%	99.88%
长期借款	85.17	95.17	115.17	130.17	EBITDA/销售收入	14.09%	8.14%	8.07%	7.94%
其他负债	1102.90	796.94	819.19	844.83	营运能力				
负债合计	2219.21	2151.84	2349.60	2551.97	总资产周转率	0.64	0.79	0.83	0.85
股本	87.27	87.27	87.27	87.27	固定资产周转率	4.72	6.00	7.30	8.98
资本公积	112.18	112.18	112.18	112.18	应收账款周转率	7.42	7.96	7.64	7.62
留存收益	643.42	754.12	882.36	1026.95	存货周转率	4.26	4.88	4.60	4.61
归属母公司股东权益	866.96	948.57	1076.75	1221.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.09%	—	—	—
少数股东权益	352.62	352.62	352.62	352.62	资本结构				
股东权益合计	1219.59	1301.20	1429.37	1573.96	资产负债率	64.53%	62.33%	62.18%	61.86%
负债和股东权益合计	3438.79	3453.03	3778.97	4125.93	带息债务/总负债	7.83%	9.12%	9.63%	9.85%
					流动比率	1.19	1.30	1.39	1.46
					速动比率	0.96	0.99	1.07	1.15
					股利支付率	0.00%	14.83%	14.62%	14.93%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	303.85	221.05	242.99	265.44	每股收益	1.31	1.49	1.72	1.95
PE	12.47	10.94	9.47	8.37	每股净资产	9.93	10.86	12.33	13.99
PB	1.64	1.50	1.32	1.17	每股经营现金	2.99	2.60	2.79	3.30
PS	0.66	0.52	0.47	0.43	每股股利	0.00	0.22	0.25	0.29
EV/EBITDA	1.23	0.69	-0.25	-1.19					
股息率	0.00%	1.35%	1.54%	1.78%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn