

子公司雷沃分拆上市，公司发布回购计划

投资要点

- **事件：**公司发布 25 年一季报，25Q1 实现营收 574.6 亿元，同比+1.9%，环比+6.9%，实现归母净利润 27.1 亿元，同比+4.3%，环比-9.7%。
- **公司毛利率同比提升，盈利能力持续增强。**25Q1 公司毛利率为 22.2%，同比+0.1pp，环比-1.9pp，净利率为 4.9%，同比-1.0pp，环比-2.4pp。从费用来看，25Q1 公司销售/管理/研发费用率分别为 5.6%/7.1%/3.5%，同比-0.2pp/+2.5pp/-0.2pp，环比-0.6pp/+2.1pp/-0.3pp，其中，管理费用率增加主要系公司控股子公司 KION GROUP AG 因其效率计划计提相关支出 14.6 亿元所致（影响公司归母净利润 4.7 亿元）。此外，25Q1 公司财务费用同比-295.9%至-2.1 亿元，主要系汇兑收益增加所致。
- **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，截止 4 月 20 日汽柴比为 0.6，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。25Q1 天然气重卡上险量 4.7 万辆，同比+3.8%，环比+58.4%，渗透率达 30.6%，同比-2.8pp，环比+13.3pp，若后续地方政策加速推进，则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增长机遇。此外，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。目前，潍柴重机已中标中国移动项目，后续伴随国内大型互联网厂商数据中心计划持续推进，行业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。
- **子公司雷沃分拆至港股上市，公司拟最高 10 亿元回购 A 股。**公司公告，公司拟分拆所属于子公司潍柴雷沃智慧农业科技股份有限公司至香港联交所主板上市。本次分拆完成后，公司的股权结构不会发生变化，且仍将维持对潍柴雷沃的控股权。本次拆分有利于借助资本市场政策支持，提高公司发展质量，同时全面优化公司治理，打造全球智慧农业领先品牌。此外，公司公告拟回购部分 A 股方案，方案公布回购价格不超过 23.57 元/股，资金总额 5-10 亿元，预计回购 0.24%-0.49% 总股本，充分彰显公司对未来发展的信心。
- **盈利预测与投资建议。**预计 25-27 年公司实现归母净利润 130.2/150.9/169.6 亿元，对应 PE 为 10/9/8 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	130.19	150.85	169.63
增长率	26.51%	14.17%	15.87%	12.45%
每股收益 EPS（元）	1.31	1.49	1.73	1.95
净资产收益率 ROE	11.71%	10.01%	10.55%	10.78%
PE	12	10	9	8
PB	1.54	1.41	1.24	1.09

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：zlsns@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)	87.16
流通 A 股(亿股)	49.82
52 周内股价区间(元)	11.72-17.98
总市值(亿元)	1,334.37
总资产(亿元)	3,438.79
每股净资产(元)	9.93

相关研究

1. 潍柴动力（000338）：子公司经营质量全面提升，盈利能力得到强化（2025-03-31）
2. 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）
3. 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）
4. 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）
5. 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）

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	130.19	150.85	169.63
营业成本	1673.05	2106.66	2328.59	2584.18	折旧与摊销	127.26	77.51	77.51	77.51
营业税金及附加	7.07	8.91	9.87	10.97	财务费用	2.31	5.09	2.72	1.41
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	366.17	经营营运资本变动	6.80	25.79	50.08	41.51
财务费用	2.31	5.09	2.72	1.41	其他	-7.53	13.63	-11.69	22.14
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	242.11	258.94	301.77
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	154.23	178.54	200.63	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	153.16	177.48	199.57	股权融资	2.05	0.00	0.00	0.00
所得税	30.44	22.97	26.62	29.93	支付股利	0.00	-19.27	-22.00	-25.49
净利润	142.78	130.19	150.85	169.63	其他	-43.47	-244.96	-2.72	-1.41
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	-241.65	5.28	-1.90
归属母公司股东净利润	114.03	130.19	150.85	169.63	现金流量净额	-166.66	50.45	258.99	295.03
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	771.12	1030.11	1325.14	成长能力				
应收和预付款项	414.90	483.78	540.64	606.11	销售收入增长率	0.81%	25.93%	10.82%	11.09%
存货	356.75	457.47	530.15	577.31	营业利润增长率	35.05%	-11.51%	15.76%	12.37%
其他流动资产	355.17	216.62	222.22	228.58	净利润增长率	27.35%	-8.82%	15.87%	12.45%
长期股权投资	49.15	49.15	49.15	49.15	EBITDA 增长率	19.37%	-22.06%	9.27%	8.03%
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	441.28	414.40	387.52	三费率	10.65%	17.01%	16.89%	16.86%
其他非流动资产	529.53	529.21	528.89	528.57	净利率	6.62%	4.79%	5.01%	5.07%
资产总计	3438.79	3452.78	3779.39	4125.90	ROE	11.71%	10.01%	10.55%	10.78%
短期借款	17.42	30.00	40.00	50.00	ROA	4.15%	3.77%	3.99%	4.11%
应付和预收款项	1013.73	1229.73	1375.24	1526.97	ROIC	47.07%	49.36%	71.31%	127.43%
长期借款	85.17	95.17	115.17	130.17	EBITDA/销售收入	14.09%	8.72%	8.60%	8.36%
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	87.16	87.16	87.16	固定资产周转率	4.72	6.00	7.30	8.98
资本公积	112.18	112.29	112.29	112.29	应收账款周转率	6.99	7.34	7.18	7.11
留存收益	643.42	754.33	883.19	1027.32	存货周转率	4.26	4.88	4.59	4.60
归属母公司股东权益	866.96	948.32	1077.17	1221.31	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	1300.94	1429.79	1573.93	资产负债率	64.53%	62.32%	62.17%	61.85%
负债和股东权益合计	3438.79	3452.78	3779.39	4125.90	带息债务/总负债	7.83%	9.12%	9.63%	9.85%
					流动比率	1.19	1.31	1.41	1.49
					速动比率	0.96	1.00	1.09	1.18
					股利支付率	0.00%	14.80%	14.58%	15.03%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	303.85	236.83	258.77	279.55	每股收益	1.31	1.49	1.73	1.95
PE	11.70	10.25	8.85	7.87	每股净资产	9.95	10.88	12.36	14.01
PB	1.54	1.41	1.24	1.09	每股经营现金	2.99	2.78	2.97	3.46
PS	0.62	0.49	0.44	0.40	每股股利	0.00	0.22	0.25	0.29
EV/EBITDA	0.95	0.21	-0.70	-1.61					
股息率	0.00%	1.44%	1.65%	1.91%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“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	yflyu@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
	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
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn