

## 量利齐升促进盈利大幅改善

### 核心观点

- **业绩好于市场预期。**1季度营业收入 92.14 亿元，同比增长 22.9%；归母净利润 2.24 亿元，同比增长 80.5%；扣非归母净利 2.21 亿元，同比增长 86.4%。1 季度重卡行业迎来复苏，重汽集团销量同比增长较快，带动公司盈利能力大幅回暖。
- **1 季度毛利率同比提升，期间费用率下降。**1 季度毛利率 7.9%，同比提升 1.3 个百分点。1 季度期间费用率 2.5%，同比下降 0.5 个百分点，其中销售费用率同比下降 0.2 个百分点，管理费用率同比提升 0.5 个百分点，主要系职工薪酬、班车物业等相关费用增加；研发费用率同比下降 0.6 个百分点。1 季度经营活动现金流净额 13.19 亿元，同比下降 32.0%，主要系采购付款及支付税款增加所致。
- **1 季度重汽集团销量好于行业平均，预计 2 季度行业销量仍将同比向好。**1 季度国内重卡行业销量 24.13 万辆，同比增长 4.3%；1 季度重汽集团销量 6.75 万辆，同比增长 22.8%，重汽集团销量同比增速远高于行业平均。3 月行业重卡销量达 11.54 万辆，同比增长 50.4%，环比增长 49.6%，预计重卡行业销量已迎来向上拐点；随着国家各项稳经济政策落地，国内经济稳步复苏、基建项目陆续开工等有望带动重卡需求持续向上，预计 2 季度行业销量仍有望实现较高同比增速，公司销量有望继续向好。
- **细分市场取得突破，持续巩固出口领先地位。**公司产品结构调整及优化升级加速，在各大细分市场均取得突破，搅拌车领域市占率连续多年行业领先；牵引车领域凭借产品组合优势及低油耗、高可靠性的口碑，在长途物流运输、快递、危险品、500 马力以上等细分市场实现销量领先；专用车领域增长态势良好，冷藏车市场凭借多档组合实现市占率快速提升；新一代高端重卡黄河 X7 风阻系数低至 0.349Cd，单箱油行驶距离达 4871km，节油性能全球领先。出口方面，重汽集团已连续 18 年居重卡出口量首位，据公司公告，预计 2023 年重卡出口仍将高位运行，公司将继续丰富出口产品类型，提升海外营销及售后网络能力，进一步巩固出口竞争优势。

### 盈利预测与投资建议

- 预测 2023-2025 年 EPS 分别为 0.83、1.33、1.81 元，可比公司为重卡整车及零部件公司，可比公司 2023 年 PE 平均估值为 26 倍，目标价为 21.58 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

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	56,099	28,822	42,666	52,088	62,741
同比增长(%)	-6.4%	-48.6%	48.0%	22.1%	20.5%
营业利润(百万元)	2,039	578	1,622	2,424	3,191
同比增长(%)	-34.3%	-71.7%	180.7%	49.5%	31.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,038	214	973	1,564	2,131
同比增长(%)	-44.8%	-79.4%	355.1%	60.8%	36.3%
每股收益(元)	0.88	0.18	0.83	1.33	1.81
毛利率(%)	7.4%	6.2%	8.2%	8.9%	9.3%
净利率(%)	1.9%	0.7%	2.3%	3.0%	3.4%
净资产收益率(%)	9.3%	1.5%	6.8%	10.2%	12.6%
市盈率	16.5	80.2	17.6	11.0	8.0
市净率	1.2	1.2	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 (2023年04月28日)	14.59 元
目标价格	21.58 元
52 周最高价/最低价	18.49/9.38 元
总股本/流通 A 股 (万股)	117,487/117,478
A 股市值 (百万元)	17,141
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2023 年 04 月 29 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.56	-14.03	-7.84	56.97
相对表现	-0.47	-14.77	-4.19	54.22
沪深 300	-0.09	0.74	-3.65	2.75



### 证券分析师

姜雪晴 jiangxueqing@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860512060001

### 联系人

袁俊轩 yuanjunxuan@orientsec.com.cn

### 相关报告

业绩符合预期，预计 23 年销量和盈利均将明显改善 2023-03-31  
预计重卡量价齐升，促进盈利增长弹性向上 2023-03-11

**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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,820	13,154	10,608	10,689	12,255	营业收入	56,099	28,822	42,666	52,088	62,741
应收票据、账款及款项融资	16,097	10,304	13,440	17,503	21,994	营业成本	51,957	27,042	39,162	47,475	56,914
预付账款	133	258	208	281	402	营业税金及附加	219	98	166	203	245
存货	5,000	3,591	5,434	5,820	7,477	销售费用	990	321	704	833	1,004
其他	742	196	535	510	459	管理费用及研发费用	890	697	1,003	1,198	1,443
<b>流动资产合计</b>	<b>29,791</b>	<b>27,504</b>	<b>30,225</b>	<b>34,804</b>	<b>42,588</b>	财务费用	(46)	(95)	(102)	(97)	(99)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	100	215	128	83	76
固定资产	3,222	4,424	4,789	5,142	5,439	公允价值变动收益	31	0	0	10	10
在建工程	918	715	850	927	965	投资净收益	8	20	5	10	10
无形资产	876	850	829	808	787	其他	11	13	12	12	12
其他	670	878	727	758	788	<b>营业利润</b>	<b>2,039</b>	<b>578</b>	<b>1,622</b>	<b>2,424</b>	<b>3,191</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,687</b>	<b>6,868</b>	<b>7,195</b>	<b>7,635</b>	<b>7,978</b>	营业外收入	53	12	20	20	20
<b>资产总计</b>	<b>35,478</b>	<b>34,372</b>	<b>37,419</b>	<b>42,439</b>	<b>50,566</b>	营业外支出	5	4	5	5	5
短期借款	600	501	867	656	674	<b>利润总额</b>	<b>2,087</b>	<b>586</b>	<b>1,637</b>	<b>2,439</b>	<b>3,206</b>
应付票据及应付账款	13,169	12,735	14,319	17,250	22,764	所得税	419	61	327	488	641
其他	6,323	6,109	5,902	6,516	7,010	<b>净利润</b>	<b>1,669</b>	<b>526</b>	<b>1,310</b>	<b>1,951</b>	<b>2,565</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>20,093</b>	<b>19,345</b>	<b>21,087</b>	<b>24,421</b>	<b>30,448</b>	少数股东损益	631	312	337	388	434
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,038</b>	<b>214</b>	<b>973</b>	<b>1,564</b>	<b>2,131</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.88	0.18	0.83	1.33	1.81
其他	410	436	406	417	420						
<b>非流动负债合计</b>	<b>410</b>	<b>436</b>	<b>406</b>	<b>417</b>	<b>420</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>20,502</b>	<b>19,780</b>	<b>21,493</b>	<b>24,839</b>	<b>30,868</b>		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	1,063	851	1,188	1,576	2,010	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	-6.4%	-48.6%	48.0%	22.1%	20.5%
资本公积	4,930	4,855	4,930	4,930	4,930	营业利润	-34.3%	-71.7%	180.7%	49.5%	31.6%
留存收益	7,847	7,708	8,680	9,952	11,614	归属于母公司净利润	-44.8%	-79.4%	355.1%	60.8%	36.3%
其他	(39)	2	(47)	(32)	(30)	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>14,975</b>	<b>14,591</b>	<b>15,926</b>	<b>17,601</b>	<b>19,699</b>	毛利率	7.4%	6.2%	8.2%	8.9%	9.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>35,478</b>	<b>34,372</b>	<b>37,419</b>	<b>42,439</b>	<b>50,566</b>	净利率	1.9%	0.7%	2.3%	3.0%	3.4%
						ROE	9.3%	1.5%	6.8%	10.2%	12.6%
						ROIC	12.0%	2.8%	7.6%	10.6%	12.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	57.8%	57.5%	57.4%	58.5%	61.0%
净利润	1,669	526	1,310	1,951	2,565	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	154	320	506	595	690	流动比率	1.48	1.42	1.43	1.43	1.40
财务费用	(46)	(95)	(102)	(97)	(99)	速动比率	1.23	1.24	1.17	1.18	1.14
投资损失	(8)	(20)	(5)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	1,321	7,430	(4,163)	(1,055)	(224)	应收账款周转率	11.9	4.9	7.5	8.1	7.1
其它	(1,028)	(1,131)	201	68	42	存货周转率	6.8	6.2	8.6	8.2	8.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,063</b>	<b>7,030</b>	<b>(2,254)</b>	<b>1,451</b>	<b>2,963</b>	总资产周转率	1.5	0.8	1.2	1.3	1.3
资本支出	(1,316)	(1,272)	(985)	(1,003)	(1,003)	每股指标 (元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.88	0.18	0.83	1.33	1.81
其他	866	923	(39)	21	32	每股经营现金流	1.76	5.98	-1.92	1.24	2.52
<b>投资活动现金流</b>	<b>(450)</b>	<b>(349)</b>	<b>(1,024)</b>	<b>(982)</b>	<b>(971)</b>	每股净资产	11.84	11.69	12.54	13.64	15.06
债权融资	293	(429)	188	17	(74)	估值比率					
股权融资	5,001	(75)	75	0	0	市盈率	16.5	80.2	17.6	11.0	8.0
其他	(2,183)	(1,004)	469	(406)	(351)	市净率	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,111</b>	<b>(1,507)</b>	<b>732</b>	<b>(388)</b>	<b>(426)</b>	EV/EBITDA	3.0	8.1	3.2	2.2	1.7
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	3.3	13.4	4.3	2.8	2.1
<b>现金净增加额</b>	<b>4,724</b>	<b>5,174</b>	<b>(2,546)</b>	<b>81</b>	<b>1,566</b>						

资料来源：东方证券研究所

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。

## 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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 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](http://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。