

上海证券  
SHANGHAI SECURITIES

## Q3 营收稳步增长，海外销量单季占比超 40%

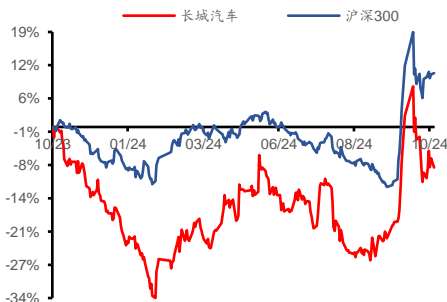
## 买入 (维持)

行业：汽车  
日期：2024年10月28日分析师：仇百良  
E-mail: qiubailiang@shzq.com  
SAC 编号: S0870523100003

## 基本数据

最新收盘价 (元)	27.27
12mth A 股价格区间 (元)	19.87-32.03
总股本 (百万股)	8,541.51
无限售 A 股/总股本	72.33%
流通市值 (亿元)	2,317.16

## 最近一年股票与沪深 300 比较



## 相关报告:

- 《8月销量承压，海外占比超4成》  
——2024年09月04日
- 《坦克、出海 Q2 单季销量同环比双升，销量结构持续优化》  
——2024年07月03日
- 《出海+硬派越野赋能品牌高质量增长》  
——2024年05月28日

## ■ 事件概述

公司发布 2024 年三季报，2024 年前三季度实现营业收入 1422.54 亿元，同比+19.04%，实现归母净利润 104.28 亿元，同比+108.78%，扣非归母净利润 83.74 亿元，同比+119.93%。

## ■ 投资摘要

**Q3 营收稳步增长，单季度毛利率维持 20% 水平。**公司 Q3 单季营收 508.25 亿元，同/环比分别+2.61%/+4.65%，24Q3 单季汽车销售 29.41 万辆，同/环比分别-14.70%/+3.45%，其中 24Q3 坦克+WEY 品牌合计销量占比 22.54%，同比提升 4.84 个百分点。24Q3 单季归母净利润 33.50 亿元，同/环比分别-7.82%/-13.02%。24Q3 单季毛利率为 20.80%，连续三个季度维持 20% 以上。

**海外销量持续提升，24Q3 单季占比超 40%。**24Q3 单季海外销量 12.27 万辆，占比单季公司销量 41.73%，同比提升 16.28 个百分点，环比提升 3.49 个百分点。公司持续发力海外市场，公司在马来西亚、印尼 CKD 项目投产，巴基斯坦 KD 工厂第 10000 辆产品下线，同时与越南成安集团、塞内加尔经销商就 KD 项目签署谅解备忘录、哈弗大狗、WEY 牌、坦克 300/500、长城炮等车型也加快海外市场销售。

**智能化进程加速，蓝山销量可期。**8 与 21 日，公司首款 NOA 车型全新蓝山上市，定位智能六座旗舰 SUV。新蓝山首搭公司第三代智能驾驶系统 Coffee Pilot Ultra，并搭载全新 Coffee Os3 智能座舱系统，车机性能获得安兔兔车机性能排行榜第一名，流畅度获得鲁大师 Q3 季报新能源车流畅度榜单第一名。销量位居 25-40 万级新能源六/七座 SUV 销量榜前列。我们认为 Coffee Pilot Ultra、Coffee Os3 智能座舱系统表现出较强的竞争力，有望为公司贡献新增量。

## ■ 投资建议

维持“买入”评级。预计 2024/2025/2026 年实现归母净利润分别为 129.26/150.46/176.54 亿元，同比分别+84.08%/+16.41%/+17.33%。2024 年 10 月 28 日收盘价对应的 PE 分别为 18.02X/15.48X/13.19X。

## ■ 风险提示

宏观经济周期性波动风险；产业政策风险；行业竞争风险；新能源、电动化转型风险；汇率波动风险。

## ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	173212	209857	246215	279733
年增长率	26.1%	21.2%	17.3%	13.6%
归母净利润	7022	12926	15046	17654
年增长率	-15.1%	84.1%	16.4%	17.3%
每股收益 (元)	0.82	1.51	1.76	2.07
市盈率 (X)	33.17	18.02	15.48	13.19
市净率 (X)	3.40	2.92	2.54	2.19

资料来源：Wind，上海证券研究所 (2024 年 10 月 28 日收盘价)

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	38337	61893	76390	93147
应收票据及应收账款	10145	10493	10601	11034
存货	26628	27872	32831	37307
其他流动资产	43474	48715	56684	64097
流动资产合计	118584	148973	176506	205585
长期股权投资	10751	11315	11846	12389
投资性房地产	450	500	543	588
固定资产	30235	31281	32396	33022
在建工程	6477	6538	5969	5610
无形资产	11310	13755	16422	19015
其他非流动资产	23463	23872	23827	23827
非流动资产合计	82686	87261	91003	94450
<b>资产总计</b>	<b>201270</b>	<b>236233</b>	<b>267509</b>	<b>300035</b>
短期借款	5701	6693	7232	7792
应付票据及应付账款	68486	86134	100276	113553
合同负债	9583	11648	13690	15532
其他流动负债	27065	32477	36388	39862
流动负债合计	110835	136953	157586	176739
长期借款	13286	10286	8786	7786
应付债券	3463	3613	3563	3513
其他非流动负债	5177	5604	5704	5804
非流动负债合计	21926	19503	18053	17103
<b>负债合计</b>	<b>132762</b>	<b>156457</b>	<b>175640</b>	<b>193842</b>
股本	8498	8542	8542	8542
资本公积	2055	3249	3249	3249
留存收益	58242	68400	80491	94813
归属母公司股东权益	68501	79767	91858	106180
少数股东权益	8	9	11	13
<b>股东权益合计</b>	<b>68509</b>	<b>79777</b>	<b>91869</b>	<b>106193</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>201270</b>	<b>236233</b>	<b>267509</b>	<b>300035</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>17754</b>	<b>38552</b>	<b>30744</b>	<b>32652</b>
净利润	7023	12927	15048	17656
折旧摊销	7828	7549	8056	8353
营运资金变动	3679	18374	8033	7246
其他	-776	-299	-392	-602
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-10451</b>	<b>-11184</b>	<b>-11081</b>	<b>-10910</b>
资本支出	-16229	-10482	-10448	-10408
投资变动	4223	-1739	-1702	-1714
其他	1555	1037	1069	1213
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>1052</b>	<b>-3612</b>	<b>-5116</b>	<b>-4956</b>
债权融资	18988	-780	-881	-360
股权融资	682	1238	0	0
其他	-18618	-4070	-4234	-4595
<b>现金净流量</b>	<b>8374</b>	<b>23556</b>	<b>14497</b>	<b>16756</b>

资料来源: Wind, 上海证券研究所

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>173212</b>	<b>209857</b>	<b>246215</b>	<b>279733</b>
营业成本	140773	167231	196987	223840
营业税金及附加	5986	7345	8618	9791
销售费用	8285	10073	11326	12868
管理费用	4735	4827	5171	5595
研发费用	8054	9758	11326	12868
财务费用	-126	411	-532	-1004
资产减值损失	-488	-394	-394	-394
投资收益	761	902	1059	1203
公允价值变动损益	-26	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>7201</b>	<b>14058</b>	<b>16436</b>	<b>19367</b>
营业外收支净额	623	632	664	697
<b>利润总额</b>	<b>7824</b>	<b>14690</b>	<b>17100</b>	<b>20064</b>
所得税	801	1763	2052	2408
净利润	7023	12927	15048	17656
少数股东损益	1	1	2	2
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>7022</b>	<b>12926</b>	<b>15046</b>	<b>17654</b>

**主要指标**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	18.7%	20.3%	20.0%	20.0%
净利率	4.1%	6.2%	6.1%	6.3%
净资产收益率	10.3%	16.2%	16.4%	16.6%
资产回报率	3.5%	5.5%	5.6%	5.9%
投资回报率	5.4%	12.2%	12.1%	12.5%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	26.1%	21.2%	17.3%	13.6%
EBIT 增长率	28.7%	153.7%	9.7%	15.0%
归母净利润增长率	-15.1%	84.1%	16.4%	17.3%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.82	1.51	1.76	2.07
每股净资产	8.02	9.34	10.75	12.43
每股经营现金流	2.08	4.51	3.60	3.82
每股股利	0.30	0.35	0.39	0.43
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.90	0.96	0.98	0.99
应收账款周转率	25.10	28.41	32.61	36.58
存货周转率	5.75	6.14	6.49	6.38
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	66.0%	66.2%	65.7%	64.6%
流动比率	1.07	1.09	1.12	1.16
速动比率	0.75	0.83	0.86	0.90
<b>估值指标</b>				
P/E	33.17	18.02	15.48	13.19
P/B	3.40	2.92	2.54	2.19
EV/EBITDA	14.95	8.84	7.51	6.12

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断