



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

大缸径大有可为，政策加持重卡景气修复，新能源布局全力提速

买入（上调）

行业：汽车

日期：2025年06月05日

分析师：仇百良

E-mail: qiubailiang@shzq.com

SAC 编号: S0870523100003

分析师：李煦阳

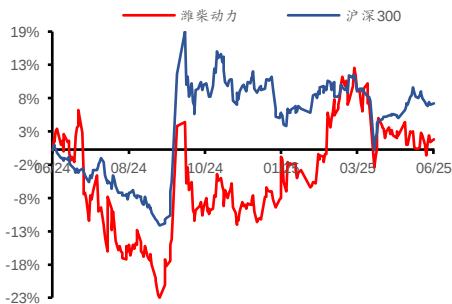
E-mail: lixuyang@shzq.com

SAC 编号: S0870523100001

基本数据

最新收盘价（元）	15.11
12mth A 股价格区间（元）	11.72-16.79
总股本（百万股）	8,715.67
无限售 A 股/总股本	57.16%
流通市值（亿元）	1,046.33

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《重卡动力国内领跑，多业务协同打开业务增长新空间》

——2024 年 11 月 27 日

■ 投资摘要

AIDC 柴发前景广阔，大缸径大有可为

柴发机组发动机壁垒高，在柴发机组中成本占比较高，工艺技术门槛高、资金需求大，康明斯、MTU 等国际大厂占据高端柴发市场主导但产能有限，潍柴等国产柴油机实现突破。数据中心是高端柴发中规模最大的细分领域，大约占 40% 的市场份额。AIDC 基建驱动柴发需求迅速提升，但由于发动机产能受限，AIDC 柴发供不应求。

公司大缸径发动机业务进入高速发展期，数据中心、矿卡等高端市场持续实现突破，2024 年 M 系列大缸径发动机销量 8100 余台，收入同比 +20%。数据中心产品销量近 400 台，同比 +148%，2025 年大缸径及数据中心产品预计高速增长，市场份额和盈利能力都有望进一步提升。

报废更新政策修复重卡行业景气度，公司发动机和整车端均受益

燃气车和国四车纳入报废更新补贴范围，政策刺激有望带动全年重卡销量突破 100 万辆。燃气重卡政策利好超预期，叠加油气价差刺激，燃气重卡销量有望提升。潍柴天然气重卡发动机 2024 年市场份额高达 59.6%，报废更新政策刺激下，重卡发动机业务有望强劲增长。重卡置换需求或将迎来高峰，中期销量增长有充分保障。清洁能源渗透率持续提升，未来 3-5 年有望形成柴油、天然气、新能源三分天下局面。潍柴加快推进六大转型，全力提速新能源，潍柴（烟台）新能源产业园一期已正式投产，2025 年新能源力争收入翻倍增长。

年报业绩亮眼，发动机利润率显著提升

公司 2024 年营收基本持平、净利润实现增长，发动机销量和收入微降，利润率提升 4.80 个百分点，分部业绩同比 +34.67%。公司高附加值、高毛利产品销量增加拉动整体毛利提升，发动机业务自 2022 年最低水平后持续提升，达到近 6 年来高点。

子公司中，陕重汽、凯傲净利润实现高增，重卡净利翻倍，凯傲启动效率提升计划，2025 年面临一次性支出约 2.4-2.6 亿欧元，2026 年开始实现 1.4-1.6 亿欧元的费用节约。

■ 投资建议

公司发动机主业稳健，高附加值、高毛利产品销量增加，深挖降本空间，盈利能力显著提升。展望短期，以旧换新政策有望促进重卡销量提升，数据中心产品及大缸径发动机加速发力，公司业绩有望持续提升。展望中长期，公司提出加快推进六大转型：全力提速新能源、加快数智化转型、做强做大后市场、重点加码大缸径、聚焦非道路市场、全力抢抓出口市场。预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 126.82/146.44/165.10 亿元，同比分别 +11.21%/+15.47%/+12.75%。2025 年 6 月 3 日收盘价对应的 PE 分别为 10.38X/8.99X/7.98X。重卡以旧换新、大缸径业务快速增长等催化剂加持下，我们看好公司盈利能力持续提升，上调为“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济和政治局势存在不确定性风险，货运市场不景气、重卡行业销量不及预期风险，油气价差缩小、天然气重卡销量和渗透率不及预期风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	215691	232190	251672	271751
年增长率	0.8%	7.6%	8.4%	8.0%
归母净利润	11403	12682	14644	16510
年增长率	26.5%	11.2%	15.5%	12.7%
每股收益（元）	1.31	1.46	1.68	1.89
市盈率（X）	11.55	10.38	8.99	7.98
市净率（X）	1.52	1.41	1.30	1.18

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025年06月03日收盘价）

目 录

1 AIDC 柴发前景广阔，大缸径大有可为	5
1.1 柴发机组发动机壁垒高，潍柴等国产发动机实现突破	5
1.2 发动机产能受限，AIDC 柴发供不应求，公司大缸径业务大有可为	7
2 报废更新政策修复重卡行业景气度，公司发动机和整车端均受益	9
2.1 燃气车及国四车纳入补贴超预期，报废更新政策打开重卡销量想象空间	9
2.2 置换需求有望逐渐迎来高峰，清洁能源渗透率提升亦无需担忧	11
3 年报业绩亮眼，发动机利润率显著提升	13
4 盈利预测与投资建议	15
4.1 盈利预测	15
4.2 投资建议	16
5 风险提示	16

图

图 1：柴发机组核心部件示意图	5
图 2：全球柴油发电机组市场规模及增速	5
图 3：中国柴油发电机组市场规模	5
图 4：高端柴油发电机组细分领域占比（按销售额）	6
图 5：2020 年中国柴油机细分市场（按销售额）	6
图 6：柴发机组占数据中心基建成本的 23%	7
图 7：公司大缸径产品销量（单位：万台）	8
图 8：公司大缸径业务营收情况	8
图 9：油气价差（左轴，元/kg）与天然气重卡渗透率（右轴）	10
图 10：天然气重卡销量（左轴，万辆）与油气价差（右轴，元/kg）	10
图 11：不同动力来源的重卡行业销量份额	10
图 12：2017-2021 年高销量重卡进入置换周期（单位：万辆）	11
图 13：重卡内销按动力划分的销量占比	11
图 14：公司营收情况	13
图 15：公司归母净利润情况	13
图 16：公司毛利（左轴）、毛利率和归母净利率（右轴）情况	13
图 17：公司分业务营收情况（单位：亿元）	13
图 18：发动机业务营收情况	14
图 19：发动机业务分部业绩情况	14
图 20：子公司净利润贡献（单位：亿元）	14
图 21：子公司净利率	14

表

表 1：柴油发电机组主要玩家..... 6

表 2：中国移动 2025-2026 年（二年期）水冷柴油发电机组
中标情况（标 5：高压水冷柴油发电机 2000kW） 8

表 3：公司大缸径产品在高端领域持续突破..... 8

表 4：已出台重卡报废更新细则的部分地区..... 9

表 5：潍柴弗迪（烟台）新能源动力产业园项目基本情况...12

表 6：潍柴新能源产品布局12

表 7：公司分业务增速与毛利预测（单位：亿元人民币） ...15

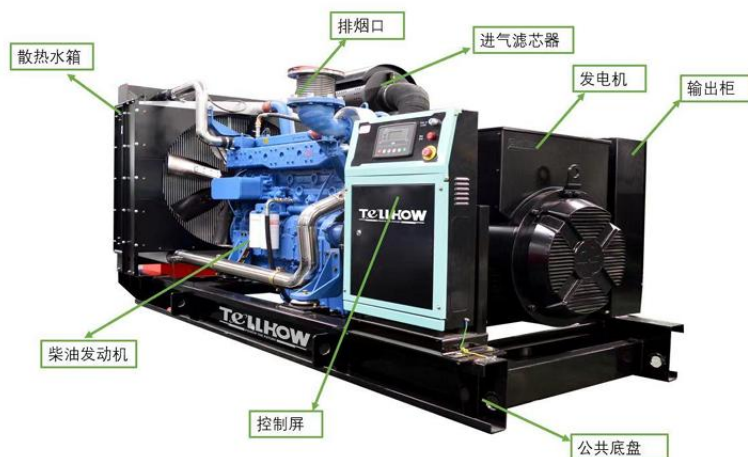
表 8：可比公司估值.....16

1 AIDC 柴发前景广阔，大缸径大有可为

1.1 柴发电机组发动机壁垒高，潍柴等国产发动机实现突破

发动机在柴发电机组中成本占比较高，工艺技术门槛高、资金需求大，供应厂商较少。柴油发电机组是以柴油机为动力，驱动发电机产生电能的独立电源设备装置，其结构较为简单，主要由柴油机、发电机、控制模块三大件组成，根据《TH 公司柴油发电机组产品市场营销策略优化研究》，TH 公司柴油机在柴发电机组中成本占比 65%。柴油机工艺技术门槛高、资金需求大，主流柴油机有康明斯、卡特彼勒、MTU 等国外品牌，以及潍柴、玉柴等国内一线品牌。

图 1：柴发电机组核心部件示意图



资料来源：刘文龙《TH 公司柴油发电机组产品市场营销策略优化研究》，上海证券研究所

预计全球柴油发电机组 2027 年市场规模将达到 222 亿美元，其中中国市场占比 29%。根据 QY Research，2022 年全球柴油发电机组市场规模为 150 亿美元，预计 2027 年达到 222 亿美元，年复合增长率为 8.18%。其中，中国柴油发电机组市场规模 2022 年为 42 亿美元，预计 2027 年达到 64 亿美元，年复合增长率为 8.94%。

图 2：全球柴油发电机组市场规模及增速

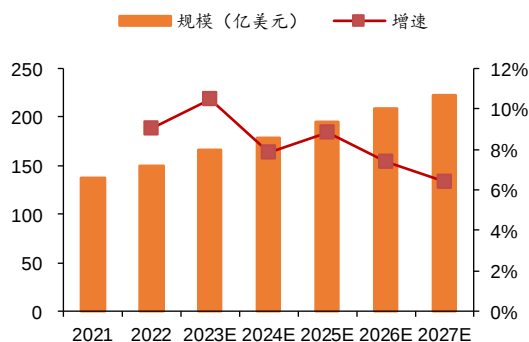
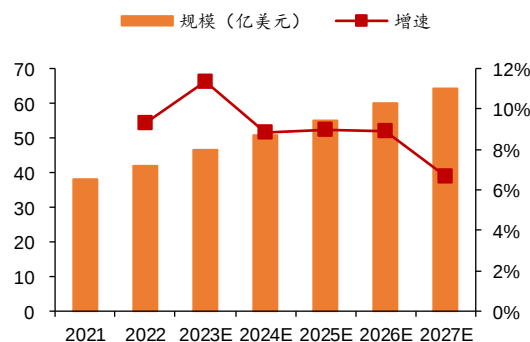


图 3：中国柴油发电机组市场规模



资料来源: QY Research, 上海证券研究所

资料来源: QY Research, 上海证券研究所

康明斯、MTU 等国际大厂占据高端柴发市场主导但产能有限, 潍柴等国产柴油机实现突破。由于高端柴油发动机技术壁垒较高, 因此康明斯、MTU 等国际巨头主导高端市场, 这些公司大多以原装机为主, 性能较强, 价格较高。国产原装和 OEM 厂商主要服务中高端市场, 凭借产能和交期优势逐渐提升市场份额, 国产原装机在 2024 年通过验证进入数据中心市场, 2025 年潍柴成功中标中国移动 2000kW 柴发订单。

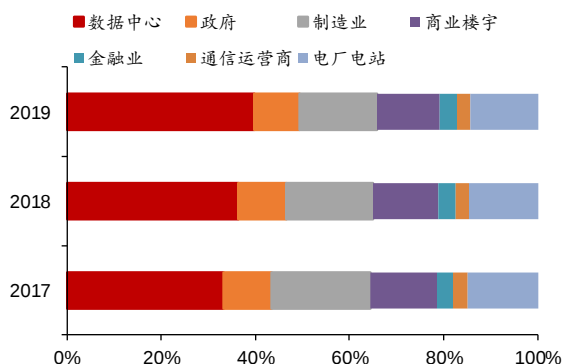
表 1: 柴油发电机组主要玩家

类别	代表厂商	市场	概况
国际龙头	康明斯、MTU	高端	原装机为主、性能较强、价格较高
国产 OEM	泰豪、科泰	中高端	OEM 普遍适配多种头部发动机, 价格低于第一梯队
国产原装	潍柴、玉柴	中高端	国产大功率发动机取得突破, 通过验证, 进入数据中心市场

资料来源: 思瀚研究院, 上海证券研究所

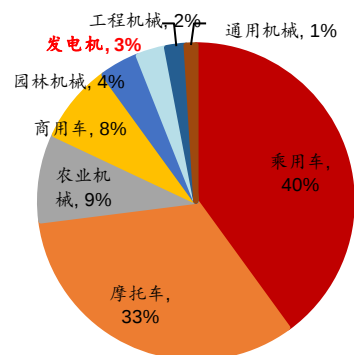
数据中心是高端柴发中规模最大的细分领域, 大约占 40% 的市场份额。根据《K 公司柴油发电机组西南区域销售渠道策略研究》, 以数据中心、房地产、制造业和交通运输为代表的高端柴发市场中, 2019 年数据中心大约占 40% 的市场份额。同时我们也能看到, 发电机组在柴油机整体市场中占比并不高, 根据《TH 公司柴油发电机组产品市场营销策略优化研究》, 2020 年发电机组在柴油机销售额中仅占比 3%。

图 4: 高端柴油发电机组细分领域占比 (按销售额)



资料来源: 范行佳《K 公司柴油发电机组西南区域销售渠道策略研究》, 上海证券研究所

图 5: 2020 年中国柴油机细分市场份额 (按销售额)

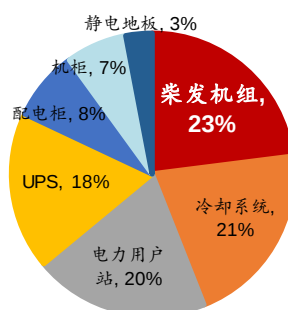


资料来源: 刘文龙《TH 公司柴油发电机组产品市场营销策略优化研究》, 上海证券研究所

1.2 发动机产能受限，AIDC 柴发供不应求，公司大缸径业务大有可为

在数据中心的關鍵基础设施中，柴油发电机组作为备用电源系统至关重要，占基建成本 23%。一旦市电发生故障，柴油发电机组能够迅速启动带载并持续稳定的输出电力，保障数据中心正常可靠运行，直至市电完全恢复。柴发机组在数据中心基建成本中的占比高达 23%，这充分彰显了其在保障数据中心稳定运行中的不可或缺性。目前，柴油发电机组仍是数据中心备用电源的首选方案，尚未出现有效的替代选项。

图 6：柴发机组占数据中心基建成本的 23%



资料来源：IDC 图，上海证券研究所

AIDC 基建驱动柴发需求迅速提升，但由于发动机产能受限，AIDC 柴发供不应求。自 2024 年 4 月以来，随着全球数据中心、智算中心等新型基础设施的快速发展，数据中心柴发迅速转变为卖方市场。但由于大功率柴油发动机的产能受限，柴发机组供不应求。康明斯、MTU 等企业相关订单已经排产至 2027 年以后。

1800kW 国产高功率柴油发电机组市场价约 230-250 万元/台，同比涨价 10-15%。据央视财经报道，2025 年国内数据中心用柴油发电机组市场规模近 100 亿元，同比增速超 100%。1800kW 国产高功率柴油发电机组目前市场价约为 230-250 万元/台，同比涨价 10-15%。

公司大缸径发动机供货潍柴重机进入发电机组市场，潍柴重机中标中国移动 2025 年至 2026 年（二年期）2000kW 柴发机组 108 台。在柴发机组产业链条中，上游发动机壁垒最高，公司自产大缸径发动机，并供货给潍柴重机进入机组市场，潍柴重机成功中标 2025 年中国移动的 2000kW 高压水冷柴发，这是数据中心柴发的主流配置，本次招标 270 台、最后中标均价 221.45 万元/台，其中潍柴重机中标 40%，中标均价 212.85 万元/台。

表 2：中国移动 2025-2026 年（二年期）水冷柴油发电机组中标情况（标 5：高压水冷柴油发电机 2000kW）

厂商	类别	均价（万元/台）	份额	台数	金额（亿元）
潍柴重机	原装	212.85	40%	108	2.30
苏美达	OEM	231.67	23%	62	1.44
泰豪科技	OEM	232.74	20%	54	1.26
怡昌动力	OEM	214.56	17%	46	0.98

资料来源：5G 通信，GPOWER，上海证券研究所

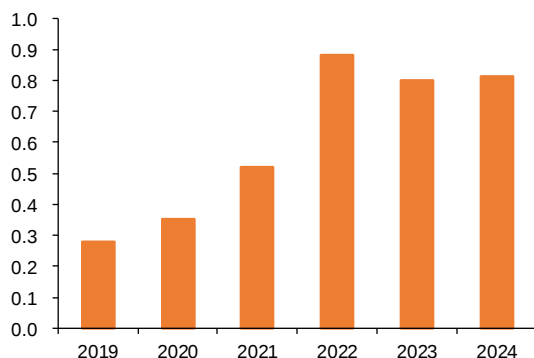
公司大缸径发动机业务进入高速发展期，数据中心、矿卡等高端市场持续实现突破。近年来公司大缸径发动机突破全球数据中心、矿卡等高端市场，2024 年公司成为三大通信运营商战略供应商。

表 3：公司大缸径产品在高端领域持续突破

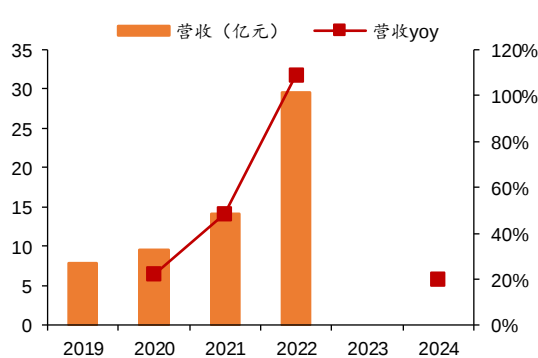
领域	亮点
数据中心	2024 年成为电信、移动、联通三大通信运营商的战略供应商；12 月发布博杜安 20M55，适配全球最大功率的柴油发电机组（4250kW）
矿卡	2024 年 11 月发布中国首款 120-400 吨级电传动矿卡动力，拥有经济性好、环境适应性强、运维成本低等优势
铁路建设	博杜安 6M33 发电产品应用于川藏铁路建设，在高寒、高海拔施工中提供可靠电力

资料来源：商用车天下，上海证券研究所

公司 2024 年 M 系列大缸径发动机销量 8100 余台，其中海外销量占比 62%，收入同比+20%。数据中心产品销量近 400 台，同比+148%，海外销售实现爆发式增长。2025 年大缸径及数据中心产品预计高速增长，市场份额和盈利能力都有望进一步提升。

图 7：公司大缸径产品销量（单位：万台）


资料来源：公司公告，潍柴资讯，上海证券研究所
注：2023-2024 年数据口径为 M 系列产品

图 8：公司大缸径业务营收情况


资料来源：公司公告，潍柴资讯，上海证券研究所
注：2024 年数据口径为 M 系列产品，2023 年未找到公开披露数据

2 报废更新政策修复重卡行业景气度，公司发动

机和整车端均受益

2.1 燃气车及国四车纳入补贴超预期，报废更新政策打开

重卡销量想象空间

燃气车和国四车纳入报废更新补贴范围，政策刺激有望带动全年重卡销量突破 100 万辆。3 月 18 日，交通运输部、国家发改委、财政部联合发布老旧营运货车报废更新通知，2025 版补贴将天然气重卡以及国四车纳入补贴范围，补贴实施期限为 2025 年全年。我们认为政策发布后需等待各地出台实施细则后，才会开始对销量产生刺激，截止 4 月 15 日，安徽、浙江、甘肃等地已出台细则，补贴范围和力度均一致。

表 4：已出台重卡报废更新细则的部分地区

区域	发布时间	政策名称
安徽	2025.04	《安徽省 2025 年老旧营运货车报废更新工作实施细则》
甘肃	2025.04	《2025 年老旧营运货车报废更新补贴实施细则》
浙江	2025.04	《浙江省 2025 年老旧营运货车报废更新补贴申领操作指南》

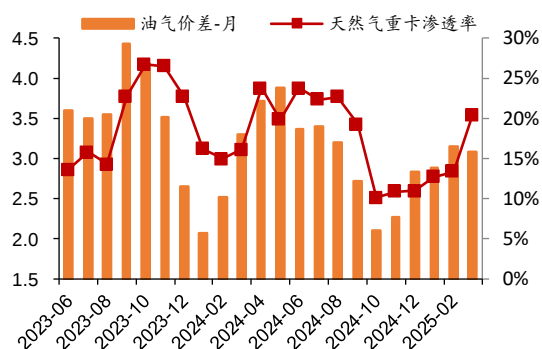
资料来源：安徽运营，甘肃道路运输，浙江交通，上海证券研究所

国三更新有限，国四更新数量值得期待。2024 年各省补贴政策多于 9 月开始落地，北斗数据国三重卡保有量 44 万辆（数据截至 2024 年 7 月），由于市场上国三车保有量低、老旧车辆多用于短途运输升级换代意愿不强、老旧车辆物理状况和手续问题也制约报废更新，加上政策时效短，对重卡销量拉动有限，根据科瑞测算报废更新重卡约 4 万辆。目前国四重卡北斗数据保有量 76.4 万辆（数据截至 2024 年 12 月），并且销售年限相对较短，尚未经过大规模淘汰，我们认为更新量或将达到 10 万辆左右。

燃气重卡政策利好超预期，叠加油气价差刺激，燃气重卡销量有望提升。回顾 2024 年燃气重卡行情，油气价差从年初 2.52 元/kg 扩大到 4 月最高 3.89 元/kg，之后下跌到 9 月最低 2.11 元/kg，燃气车渗透率与油气价差直接相关，从年初 14.92% 提升至年中最高

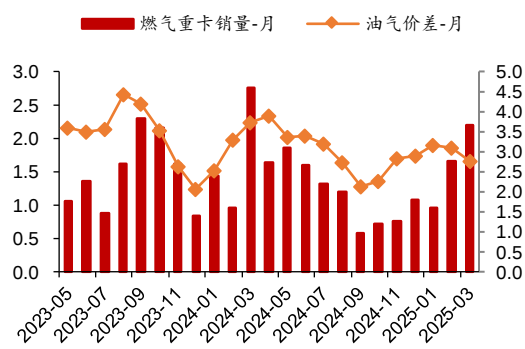
高 23.78% 的水平，9 月开始又逐渐下滑到略超 10% 的水平，年底油气价差有所扩大，我们认为燃气车未纳入补贴政策导致销量受到较大影响。2025 年开年以来，油气价差维持在较高水平，燃气重卡渗透率企稳回升。

图 9：油气价差（左轴，元/kg）与天然气重卡渗透率（右轴）



资料来源：Wind，上海证券研究所

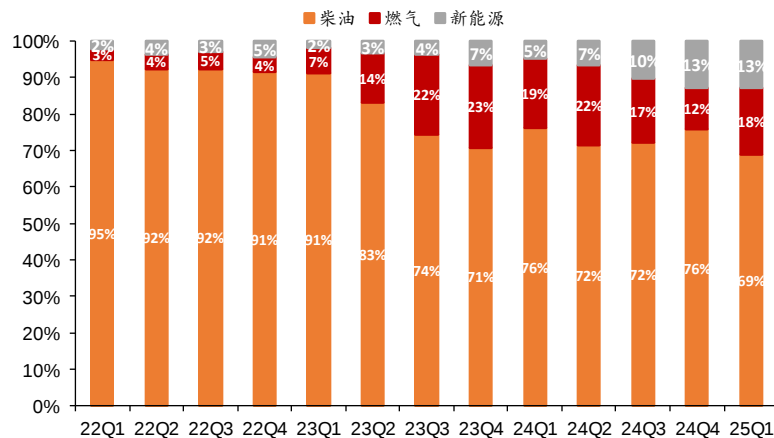
图 10：天然气重卡销量（左轴，万辆）与油气价差（右轴，元/kg）



资料来源：Wind，上海证券研究所

潍柴天然气重卡发动机市场份额高达 59.6%，报废更新政策刺激下，重卡发动机业务有望强劲增长。潍柴 2024 年重卡发动机销量 27.6 万台、市占率 38.7%；天然气重卡发动机市占率 59.6%。根据第一商用车网，政策刺激有望驱动燃气重卡全年销量达到 25-30 万辆，与 2024 年 15.90 万辆相比大幅提升，我们认为潍柴作为燃气重卡发动机龙头，销量有望同步提升。燃气重卡渗透率在 24Q2 到达高点连续下降后，在 25Q1 已经回升至 18.20%，我们认为报废更新政策的刺激效应将主要在 25Q2-Q4 显现，后续表现值得期待。

图 11：不同动力来源的重卡行业销量份额

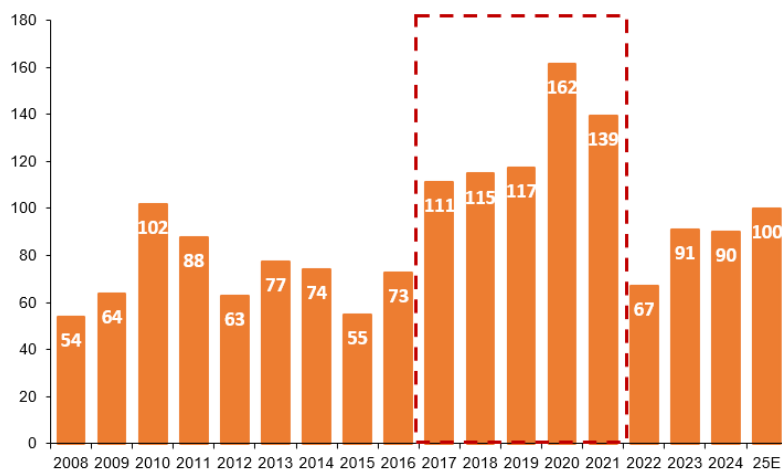


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.2 置换需求有望逐渐迎来高峰，清洁能源渗透率提升亦无需担忧

重卡置换需求或将迎来高峰，中期销量增长有充分保障。2017-2021 年受治超、排放升级等政策影响，我国重卡销量超常规增长、透支大量销量，这批重卡 2025 年车龄最长将达到 8 年、开始进入置换周期，或将释放大量的置换需求。此外，前期政策引发的透支效应依旧存在，但影响程度相对减弱。

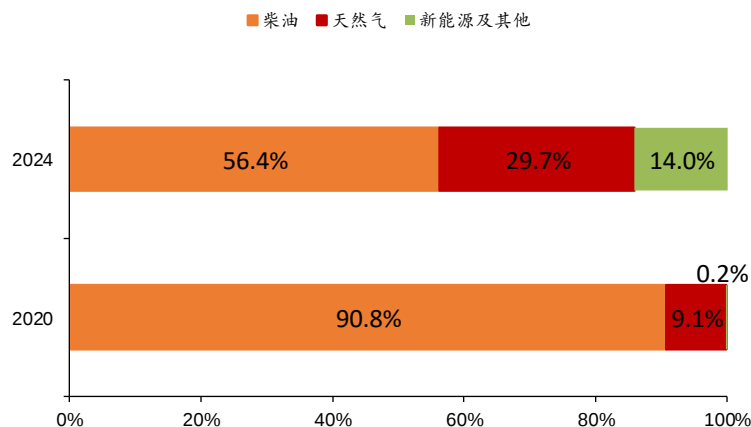
图 12：2017-2021 年高销量重卡进入置换周期（单位：万辆）



资料来源：Wind，方得网，上海证券研究所

清洁能源渗透率持续提升，未来 3-5 年有望形成柴油、天然气、新能源三分天下局面。根据卓创资讯数据，国内重卡 2020 年柴油份额为 90.78%，而 2024 年下滑至 56.35%，天然气重卡和新能源重卡市场份额分别提升至 29.65%和 13.55%。

图 13：重卡内销按动力划分的销量占比



资料来源：卓创资讯，上海证券研究所

潍柴加快推进六大转型，全力提速新能源，潍柴（烟台）新能源产业园一期已正式投产，2025 年新能源力争收入翻倍增长。

潍柴将全力提速新能源，重点加码大缸径发动机产品，同时在数智化、后市场、非道路及出口市场全面发力。作为重中之重的新能源转型，潍柴力争 2025 年新能源收入实现同比翻番以上增长。

潍柴弗迪（烟台）新能源动力产业园项目一期正式投产，未来有望成为全球最大的新能源产品生产基地之一。项目分为潍柴弗迪电池建设项目和潍柴（烟台）新能源产业园建设项目两部分。

表 5：潍柴弗迪（烟台）新能源动力产业园项目基本情况

项目	产能	一期情况
潍柴弗迪电池	50GWh 动力电池和储能系统电芯及配套零部件	一期占地 758 亩，规划建设商用车、非道路、储能等电芯生产线，具备 20GWh/年刀片电池电芯产能
潍柴（烟台）新能源产业园	50GWh 电池 PACK 等新能源汽车核心部件	一期占地 249 亩，规划建设 4 条刀片电池 PACK 线，具备电池 PACK 20GWh/年产能

资料来源：山东财经报道，上海证券研究所

潍柴电池、电机、电控产品全领域布局。目前潍柴电池产品共有 100 余款，电量覆盖 2-1000kWh；潍柴电机产品 30 余款，广泛应用于增程混动、DHT、电驱桥产品；控制器产品 20 余款，针对下一代产品开发运用芯片复用、模组集成、SiC 高压平台等行业最新技术，不断提升产品竞争力。

表 6：潍柴新能源产品布局

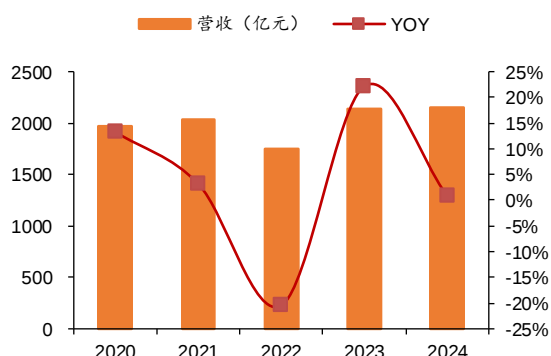
领域	新能源重卡	新能源轻卡
整体	新能源全领域布局，商用车全系列刀片电池电量将覆盖 40-600 度+电量，拥有新能源动力总成整体解决方案	
电池	发布全系列新能源商用车 LFP 刀片动力电池，包括中短途牵引车快充动力电池和轻卡快充长寿命动力电池	
	电量覆盖 400-600 度 可实现 2800/4500 次循环 适配牵引及自卸市场	电量覆盖 100-140 度 可实现 4500 次循环 适配物流及冷藏市场
电机	峰值功率覆盖 410-550 千瓦 适配牵引及自卸市场	峰值功率覆盖 140-200 千瓦 适配物流及冷藏市场
电控	电控系统实现控制效率超过 99%，控制精度更高	

资料来源：第一商用车网，上海证券研究所

3 年报业绩亮眼，发动机利润率显著提升

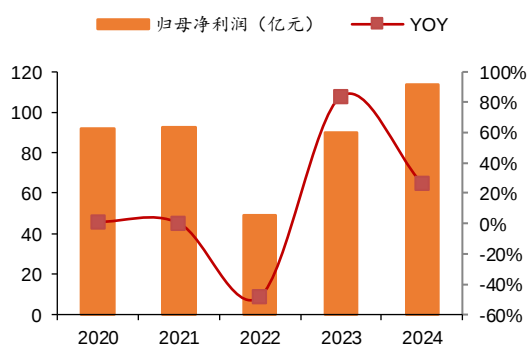
2024 年营收基本持平、净利润实现增长。2024 年公司实现营收 2156.91 亿元，同比+0.81%；实现归母净利润 114.03 亿元，同比+26.51%。单季度看，24Q4 实现营收 537.37 亿元，同比+0.30%、环比+8.64%；实现归母净利润 30.02 亿元，同比+19.46%、环比+20.21%。

图 14：公司营收情况



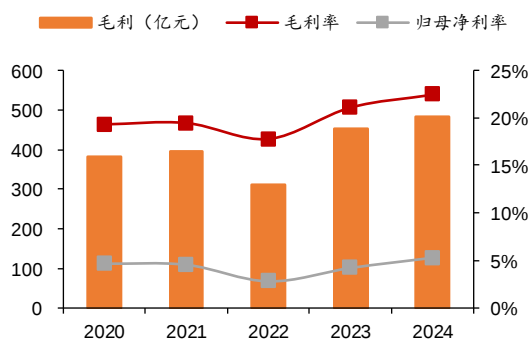
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 15：公司归母净利润情况



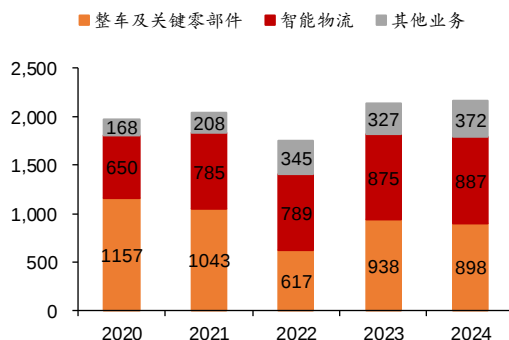
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 16：公司毛利（左轴）、毛利率和归母净利率（右轴）情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 17：公司分业务营收情况（单位：亿元）



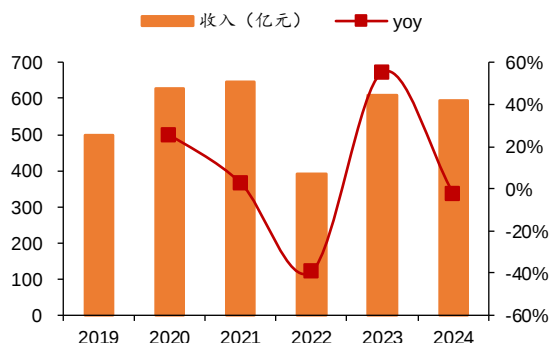
资料来源：Wind，上海证券研究所

发动机销量和收入微降，利润率提升4.80个百分点，分部业绩同比+34.67%。公司2024年发动机销量为73.4万台，同比微降0.27%；分部收入594.09亿元，同比下降2.25%；测算ASP同比下降1.98%。重卡发动机销量27.6万台，同比-9.8%，我们认为主要原因是重卡行业销量下滑叠加公司市占率下降。

公司高附加值、高毛利产品销量增加拉动整体毛利提升，发动机业务利润情况自2022年最低水平后持续提升，达到近6年来高

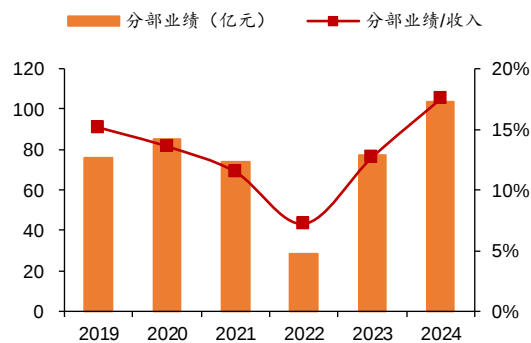
点。数据中心产品销售近400台、同比+148%，工程机械（14T以上）产品销售1.4万台、同比+110%以上，得益于此，发动机利润率显著提升，分部利润率为17.50%，同比提升4.80个百分点，驱动分部业绩突破100亿元，同比+34.67%。

图 18：发动机业务营收情况



资料来源：港股公告，上海证券研究所

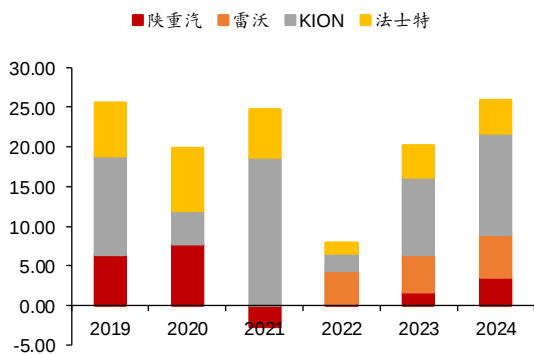
图 19：发动机业务分部业绩情况



资料来源：港股公告，上海证券研究所

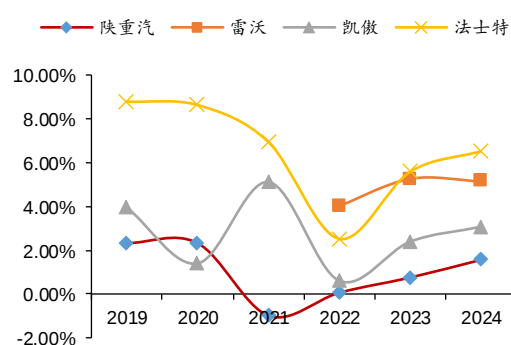
子公司中，陕重汽、凯傲净利润实现高增，重卡净利翻倍。陕重汽、凯傲、潍柴雷沃、法士特分别对公司贡献净利润3.51/12.67/5.47/4.19亿元。重卡全年销量11.8万辆，同比+1.5%；其中出口5.9万辆，同比+15.2%；陕重汽营收微降至441.97亿元，但净利润翻倍提升至6.89亿元，单车净利也翻倍增长，我们认为主要原因是产品结构改善、出口销量提升。凯傲净利润同比增长超30%，盈利能力大幅提升。

图 20：子公司净利润贡献（单位：亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 21：子公司净利润率



资料来源：Wind，上海证券研究所

凯傲启动效率提升计划，2025年面临一次性支出约2.4-2.6亿欧元，2026年开始实现1.4-1.6亿欧元的费用节约。我们按照中值测算，预计2025年将影响潍柴归母净利润约9.7亿元，但2026年开始将增厚归母净利润5.8亿元。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

2025-2027 年分业务预测如下表：

表 7：公司分业务增速与毛利预测（单位：亿元人民币）

整车及关键零部件	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	938.30	897.79	1029.17	1192.47	1360.00
同比增长	52.05%	-4.32%	14.63%	15.87%	14.05%
营业成本	759.23	722.99	824.36	946.82	1074.40
毛利率	19.08%	19.47%	19.90%	20.60%	21.00%
智能物流	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	874.56	887.26	896.13	909.57	927.77
同比增长	10.83%	1.45%	1.00%	1.50%	2.00%
营业成本	661.81	648.50	656.87	661.26	671.70
毛利率	24.33%	26.91%	26.70%	27.30%	27.60%
农业装备	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	160.34	183.45	192.62	198.40	202.37
同比增长	-7.55%	14.42%	5.00%	3.00%	2.00%
营业成本	137.22	159.13	166.62	171.62	175.05
毛利率	14.42%	13.26%	13.50%	13.50%	13.50%
其他主营业务	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	87.79	87.51	87.95	88.65	89.54
同比增长	12.70%	-0.32%	0.50%	0.80%	1.00%
营业成本	73.12	70.53	70.80	71.36	72.08
毛利率	16.71%	19.40%	19.50%	19.50%	19.50%
其他汽车零部件	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	78.61	100.89	116.03	127.63	137.84
同比增长	-16.43%	28.35%	15.00%	10.00%	8.00%
营业成本	57.06	71.94	83.54	91.89	99.24
毛利率	27.42%	28.70%	28.00%	28.00%	28.00%

资料来源：Wind，上海证券研究所

上表预测对应的基本假设如下：

（1）整车及关键零部件：我们假设 2025-2027 年整车销量分别为 13.0/15.0/17.0 万辆，售价维持 38 万元/辆，假设整车在本业务中营收占比分别为 48.00%、47.80%、47.50%。毛利率我们假设稳中略升，2025-2027 年分别为 19.90%、20.60%、21.00%。

(2) 智慧物流：假设 2025-2027 年营收增速分别为 1.00%、1.50%、2.00%，毛利率分别为 26.70%、27.30%、27.60%。

(3) 农业装备：假设 2025-2027 年营收增速分别为 5.00%、3.00%、2.00%，毛利率稳定保持为 13.50%。

(4) 其他主营业务和其他汽车零部件：根据 2024 年营收增速及毛利率进行假设，趋势保持稳定。

4.2 投资建议

公司发动机主业稳健，高附加值、高毛利产品销量增加，深挖降本空间，盈利能力显著提升。展望短期，以旧换新政策有望促进重卡销量提升，数据中心产品及大缸径发动机加速发力，公司业绩有望持续提升。展望中长期，公司提出加快推进六大转型：全力提速新能源、加快数智化转型、做强做大后市场、重点加码大缸径、聚焦非道路市场、全力抢抓出口市场。预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 126.82/146.44/165.10 亿元，同比分别+11.21%/+15.47%/+12.75%。2025 年 6 月 3 日收盘价对应的 PE 分别为 10.38X/8.99X/7.98X。重卡以旧换新、大缸径业务快速增长等催化剂加持下，我们看好公司盈利能力持续提升，上调为“买入”评级。

表 8：可比公司估值

可比公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (X)			归母净利润 (亿元)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
中国重汽	18.44	216.65	1.44	1.70	1.99	12.80	10.86	9.28	16.92	19.95	23.35
一汽解放	6.99	344.07	0.18	0.26	0.28	39.69	27.30	24.88	8.67	12.60	13.83
潍柴动力	15.11	1299.27	1.46	1.68	1.89	10.38	8.99	7.98	126.82	146.44	165.10

资料来源：Wind，上海证券研究所

注：一汽解放数据采用 Wind 一致预期，潍柴动力及中国重汽数据为上海证券研究所测算，截至 2025 年 6 月 3 日

5 风险提示

宏观经济和政治局势存在不确定性风险，货运市场不景气、重卡行业销量不及预期风险，油气价差缩小、天然气重卡销量和渗透率不及预期风险。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	72067	75287	93954	106549
应收票据及应收账款	38768	34828	36353	39253
存货	35675	37545	40478	43593
其他流动资产	38240	48761	52600	58513
流动资产合计	184750	196423	223385	247909
长期股权投资	4915	6553	6957	7551
投资性房地产	646	862	941	1026
固定资产	47303	48897	48208	47228
在建工程	6500	5453	4747	4293
无形资产	22205	21405	20631	20297
其他非流动资产	77560	82216	85781	90201
非流动资产合计	159130	165386	167266	170596
资产总计	343879	361809	390651	418505
短期借款	1742	3742	4742	5742
应付票据及应付账款	92159	89559	101206	109414
合同负债	13914	16286	17269	18413
其他流动负债	47025	48611	49177	49914
流动负债合计	154839	158199	172395	183483
长期借款	8517	8417	8367	8347
应付债券	7117	10062	12926	15830
其他非流动负债	51448	53061	53111	53211
非流动负债合计	67081	71540	74403	77387
负债合计	221921	229739	246798	260870
股本	8727	8727	8727	8727
资本公积	11218	11268	11268	11268
留存收益	64342	71160	79214	88790
归属母公司股东权益	86696	93578	101632	111207
少数股东权益	35262	38492	42222	46427
股东权益合计	121959	132070	143854	157635
负债和股东权益合计	343879	361809	390651	418505
现金流量表 (单位: 百万元)				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流量	26094	20071	32589	29178
净利润	14278	15912	18373	20715
折旧摊销	12726	5277	6299	5455
营运资金变动	-5648	-1784	7025	1907
其他	4738	666	892	1100
投资活动现金流量	-28911	-16748	-10166	-12492
资本支出	-6600	-5023	-4112	-3501
投资变动	-22460	-13361	-6185	-9032
其他	149	1637	131	41
筹资活动现金流量	-13838	-327	-3757	-4091
债权融资	-8801	5226	3972	4102
股权融资	0	40	0	0
其他	-5037	-5592	-7728	-8193
现金净流量	-16666	3220	18667	12595

利润表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	215691	232190	251672	271751
营业成本	167305	180218	194295	209247
营业税金及附加	707	929	1007	1087
销售费用	12485	14396	15352	16305
管理费用	10259	10681	11325	11957
研发费用	8299	8823	9060	9783
财务费用	231	-88	1	-206
资产减值损失	-1068	-164	-95	-70
投资收益	421	232	126	54
公允价值变动损益	123	0	0	0
营业利润	17428	19040	22047	24920
营业外收支净额	-106	130	90	38
利润总额	17322	19171	22137	24958
所得税	3044	3259	3763	4243
净利润	14278	15912	18373	20715
少数股东损益	2874	3230	3730	4205
归属母公司股东净利润	11403	12682	14644	16510
主要指标				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标				
毛利率	22.4%	22.4%	22.8%	23.0%
净利率	5.3%	5.5%	5.8%	6.1%
净资产收益率	13.2%	13.6%	14.4%	14.8%
资产回报率	3.3%	3.5%	3.7%	3.9%
投资回报率	8.5%	8.8%	9.4%	9.6%
成长能力指标				
营业收入增长率	0.8%	7.6%	8.4%	8.0%
EBIT 增长率	28.5%	11.6%	16.0%	11.8%
归母净利润增长率	26.5%	11.2%	15.5%	12.7%
每股指标 (元)				
每股收益	1.31	1.46	1.68	1.89
每股净资产	9.95	10.74	11.66	12.76
每股经营现金流	2.99	2.30	3.74	3.35
每股股利	0.72	0.70	0.76	0.80
营运能力指标				
总资产周转率	0.64	0.66	0.67	0.67
应收账款周转率	7.90	8.19	9.36	9.35
存货周转率	4.55	4.92	4.98	4.98
偿债能力指标				
资产负债率	64.5%	63.5%	63.2%	62.3%
流动比率	1.19	1.24	1.30	1.35
速动比率	0.88	0.90	0.96	1.01
估值指标				
P/E	11.55	10.38	8.99	7.98
P/B	1.52	1.41	1.30	1.18
EV/EBITDA	3.04	4.31	3.17	2.70

资料来源: Wind, 上海证券研究所

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

股票投资评级：	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
行业投资评级：	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。