

中国重汽 (000951.SZ) 出海延续增长，中长期成长性依然亮眼

2026年04月06日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

邓健全（分析师）

赵悦媛（分析师）

游泽晨（联系人）

dengjianquan@kysec.cn

zhaoyueyuan@kysec.cn

youzechen@kysec.cn

证书编号：S0790525090003

证书编号：S0790525100003

证书编号：S0790126030005

日期	2026/4/3
当前股价(元)	24.44
一年最高最低(元)	24.96/16.30
总市值(亿元)	287.14
流通市值(亿元)	287.14
总股本(亿股)	11.75
流通股本(亿股)	11.75
近3个月换手率(%)	97.45

● 国产重卡龙头地位稳固，出海景气向上助力业绩提升

重汽集团是国产重卡龙头，业务主要以重卡制造为主，产品矩阵完善，市场份额领先，2025年市占率为26.7%。作为重汽集团的重卡核心资产，2025年重汽A实现重卡销量17.4万辆，市场份额为15.2%。当前重卡出海景气度向上，公司有望率先受益，实现业绩提升。我们预计2026-2028年公司的营收分别为649.3、711.3、773.6亿元，归母净利润分别为19.7、23.1、26.7亿元，当前股价对应PE为14.6、12.4、10.7倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 以旧换新+置换周期开启催化内需复苏，出口区域切换带动高景气延续

(1) 国内：在以旧换新政策和国五替换周期的影响下，新能源重卡放量迅速，存量置换释放稳定需求，预计2026-2029年重卡内销中枢将维持在90万以上；

(2) 海外：受俄罗斯报废税、关税提升等因素影响，2025年我国对俄出口大幅萎缩，东南亚、非洲等地出口增长带动非俄地区占比提升。展望未来，东南亚、非洲需求依然旺盛，俄罗斯销量有望复苏，中东、欧洲等地突破在即，后续出口销量可观。

● 新能源转型成功，份额位居行业前列

在政策和经济适用性的推动下，国内新能源重卡发展迅速。公司较早布局新能源赛道，在核心技术上实现自主可控，并积极推进新能源平台建设和产能升级，2025年在新能源重卡市场份额达到11.7%，位居行业前列。

● 出海增长延续，打开中长期成长空间

重汽集团出口重卡以中高端品牌为主，盈利能力更强。随着出口在公司业务占比提升，公司整体单车盈利能力有望提升，打开中长期成长空间。

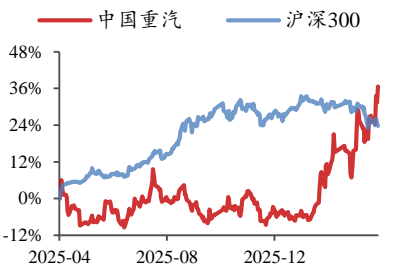
● 风险提示：宏观经济运行不及预期、行业竞争加剧、海外拓展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	44,929	57,737	64,933	71,126	77,358
YOY(%)	6.8	28.5	12.5	9.5	8.8
归母净利润(百万元)	1,480	1,666	1,972	2,314	2,673
YOY(%)	37.0	12.6	18.4	17.4	15.5
毛利率(%)	8.7	7.8	7.9	8.1	8.2
净利率(%)	3.3	2.9	3.0	3.3	3.5
ROE(%)	11.4	13.8	13.9	14.1	14.0
EPS(摊薄/元)	1.26	1.42	1.68	1.97	2.28
P/E(倍)	19.4	17.2	14.6	12.4	10.7
P/B(倍)	1.9	1.8	1.6	1.4	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、 国产重卡龙头，业绩增长稳健	4
1.1、 深耕重卡行业，从地方制造厂到国产重卡龙头	4
1.2、 业绩增长稳健，费用管控优秀	5
2、 以旧换新刺激内需释放，出口区域切换带动高景气持续	7
2.1、 国内：新一轮以旧换新政策落地+置换周期开启带动重卡内需释放	7
2.2、 出海：出口区域切换，非俄贡献提升带动出口景气延续	9
3、 龙头地位稳固，出海提速，高股息率夯实红利价值	10
3.1、 重卡龙头地位稳固，新能源转型成功	10
3.2、 出海表现亮眼，盈利能力稳步提升	15
3.3、 分红率较高，红利价值凸显	19
4、 盈利预测与投资建议	20
4.1、 盈利预测及假设	20
4.2、 估值分析与投资评级	21
5、 风险提示	21
附：财务预测摘要	22

图表目录

图 1： 公司发展历史悠久，前身济南汽车制造总厂成立于 1930 年	4
图 2： 公司属于山东重工集团体系，另有控股子公司济南车桥	5
图 3： 2022 年以来公司营收增长稳健	5
图 4： 2022 年以来公司归母净利润稳步提升	5
图 5： 重卡业务贡献主要营收	6
图 6： 配件业务毛利率高于重卡业务	6
图 7： 济南车桥营收稳定增长，2022 年以来在公司配件业务占比基本稳定在 80%左右	6
图 8： 2022 年以来济南车桥净利润及净利率稳中有进	6
图 9： 公司销售管理费用率降低，研发费用率提升	7
图 10： 毛利率承压，费用率降低，净利率逐步改善	7
图 11： 政策刺激下，新能源重卡增长迅速	9
图 12： 2000 年以来国产重卡销量情况	9
图 13： 国产重卡出口中枢不断上移	9
图 14： 亚非拉系目前国产重卡出口主要区域	9
图 15： 重汽集团产品矩阵	11
图 16： 2022 年以来重汽集团重卡销量稳步提升	11
图 17： 2018 年以来重汽集团在重卡市场份额居前	11
图 18： 重汽 A 重卡销量自 2022 年以来逐年提升	12
图 19： 2018 年以来重汽 A 在重卡市场份额有所提高	12
图 20： 2025 年以来油气价比稳定在 1.5 以上	12
图 21： 国产天然气重卡销量持续增长	12
图 22： 重汽集团天然气重卡销量稳健	13
图 23： 重汽集团在天然气市场份额仅次于一汽解放	13
图 24： 国内新能源/天然气重卡渗透率提升迅速	13
图 25： 公司豪沃系列纯电动牵引车型	14

图 26: 公司汕德卡系列氢燃料牵引车型	14
图 27: 公司研发费用整体有所提升	14
图 28: 公司研发费用率低于可比公司	14
图 29: 重汽集团新能源重卡销量迅速增长.....	15
图 30: 重汽集团在新能源重卡市场份额逐步提高.....	15
图 31: 重汽集团出口销量迅速增长	16
图 32: 重汽集团在重卡出口市场占据近半壁江山.....	16
图 33: 2023 年以来重汽 A 出口销量提升, 在出口总量中占比稳定	16
图 34: 重汽 A 出口市占率在 2022 年之后逐步回升.....	16
图 35: 重汽集团已经建立了完善的国际销售网络.....	17
图 36: 中国重汽重卡出口单车均价显著低于欧美主流品牌.....	18
图 37: 重汽 A 向集团及其关联方销售金额总体增长.....	19
图 38: 重汽 A 出口占比提升, 单车净利润逐渐改善.....	19
图 39: CAPEX 高峰期已过, 后续资本开支压力小.....	19
图 40: 经营状况稳健, 现金储备充分	19
图 41: 近年来公司分红率稳步提升	20
表 1: 表 1: 近年来中央层面部分重卡政策梳理.....	8
表 2: 2025 年提前报废老旧营运柴油货车补贴标准.....	8
表 3: 2025 年新购营运货车补贴标准	9
表 4: 2024 年出口国家以俄罗斯为主, 2025 年出口地区以非洲、东南亚国家为主	10
表 5: 公司新能源建设项目基本情况	15
表 6: 重汽集团覆盖国家地区、经销商网络、服务网点、KD 工厂数量	17
表 7: 重汽集团进入的不同重卡市场之间差异较大.....	17
表 8: 重汽旗下牵引车型与奔驰相似配置车型对比.....	18
表 9: 公司各业务板块营收及毛利率预测	20
表 10: 公司估值低于可比公司均值	21

1、国产重卡龙头，业绩增长稳健

1.1、深耕重卡行业，从地方制造厂到国产重卡龙头

深耕重卡行业，从地方制造厂成长为国产重卡龙头。公司历史可追溯至1930年成立的济南汽车制造总厂，数十年发展使其在重卡制造生产领域积累了丰富的经验，逐渐成长为国产重卡龙头企业；1960年，生产制造了中国第一辆重型汽车黄河牌JN150，填补了国内空白；2004年公司借壳登陆深交所，完成上市；2007年重汽香港以红筹形式在港股上市；2009年，中国重汽（香港）有限公司与德国曼公司正式签约，引入国际先进技术；2013年，中国重汽与德国曼公司强强合作的SITRAK品牌正式启动，逐步打造重卡高端化品牌；2016年，公司首款智能重卡面世，开启智能化重卡时代；2020年，智能网联（新能源）重卡项目投产、首台车辆正式下线；2023年，与采埃孚集团在上海签署新一轮战略合作框架协议。

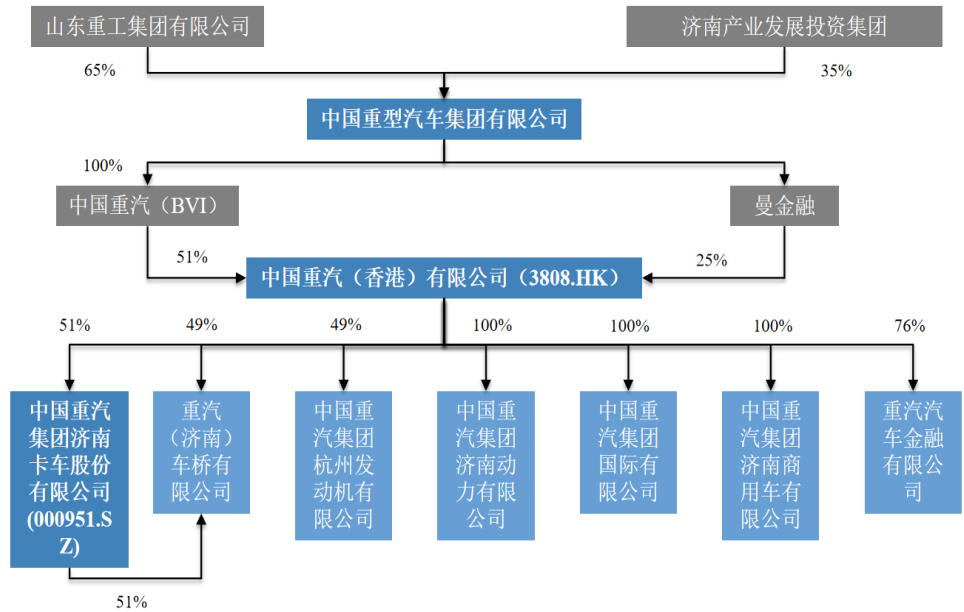
图1：公司发展历史悠久，前身济南汽车制造总厂成立于1930年



资料来源：公司官网、开源证券研究所

山东省国资委系实控人，另有控股子公司济南车桥。截至2025年中期，公司控股股东是港股重汽，持股比例51%。港股重汽的控股股东是中国重汽（BVI），持有股份51%，第二大股东是曼金融，持股比例为25%。重汽集团通过全资持有中国重汽（BVI）的方式，实现对港股重汽和公司的实际控制。重汽集团由山东重工集团和济南产业发展投资集团分别持有65%和35%的股份，其中山东重工系的实控人系山东省国资委，穿透后公司实际控制人是山东省国资委。公司另有控股子公司济南车桥，对其持股51%，其生产的各类车桥产品在优先满足公司需求的基础上对外进行供应。

图2：公司属于山东重工集团体系，另有控股子公司济南车桥

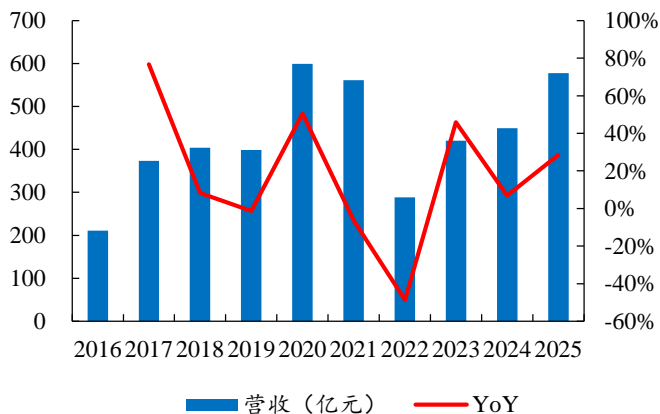


资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所（截至 2025 年中期）

1.2、业绩增长稳健，费用管控优秀

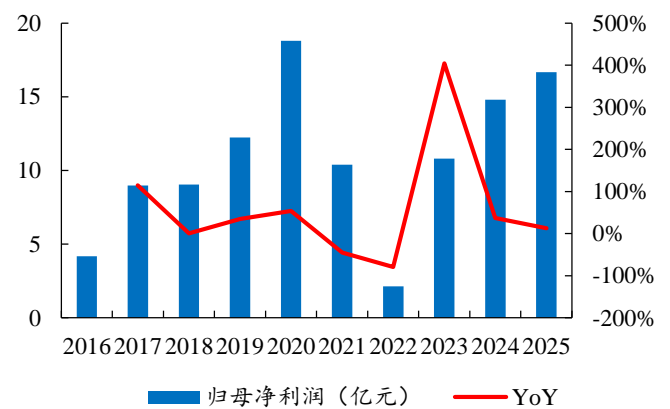
重卡行业复苏，业绩增长稳健。2016-2025 年公司业绩保持较高增速，营收由 211.2 亿元增长至 577.4 亿元，CAGR 为 11.8%，归母净利润由 4.2 亿元提升至 16.7 亿元，CAGR 为 16.6%。受益于以旧换新政策刺激和出口销量增长，重卡行业逐步复苏，2025 年公司累计实现营收 577.4 亿元，同比+28.5%，归母净利润为 16.7 亿元，同比+12.6%。

图3：2022 年以来公司营收增长稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022 年以来公司归母净利润稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

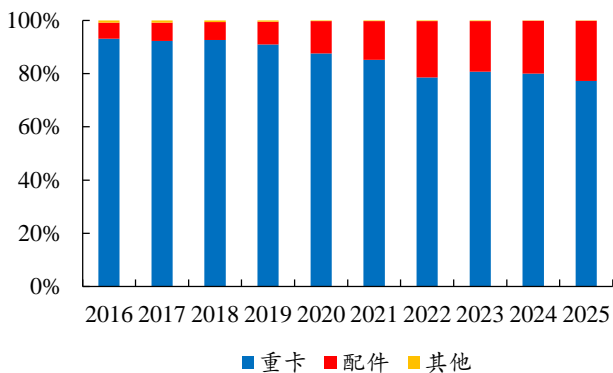
重卡业务贡献主要营收。从业务结构来看，公司业务主要由重卡制造销售和配件销售组成，2025 年二者在总营收中占比分别为 77.3%/22.6%。

(1) 重卡业务：公司业绩基本盘，占据营收大头，主要分为内销和出口两部分，内销部分是指重汽 A 直接面向国内市场销售重卡产品，出口则通过重汽 A 向重汽 H 旗下的重汽国际供应产品再对外销售，这部分收入在财务报表上计入国内

收入。受原材料价格上涨、行业竞争加剧、产品结构调整（新能源产品占比提升，但新能源重卡单车盈利能力不如传统重卡）等因素影响，重卡业务毛利率阶段性回落，2025年毛利率为6.7%，同比-0.5pct。随着公司出口占比提升、规模效益释放，重卡板块盈利性或将边际改善。

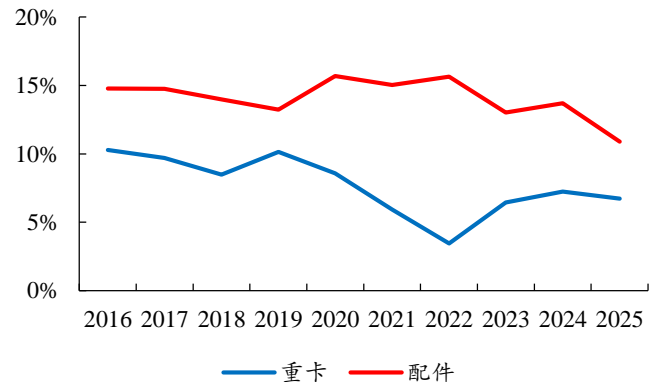
(2) 配件业务：公司第二大业务，主要涵盖车桥等零部件和重卡后市场配件销售等业务，其中车桥业务主要通过公司控股子公司济南车桥进行。2016-2021年，济南车桥在公司零配件业务收入中占比超100%，主要原因是彼时济南车桥向公司进行零部件供应的比例较高，这部分业务在济南车桥口径确定为收入，在合并报表口径做了相应抵消。2022年，受重汽A以外集团其他企业订单增加影响，济南车桥在公司配件业务收入中占比回落至85.3%，随后年份一直稳定在80%上下。2025年配件业务毛利率为10.9%，济南车桥对公司贡献净利润7.8亿元。随着更高价值量的电驱桥等零部件销售占比提升，济南车桥净利率有所提升，2025年济南车桥的净利率达到14.8%，预计后续公司配件业务毛利率有望改善。

图5：重卡业务贡献主要营收



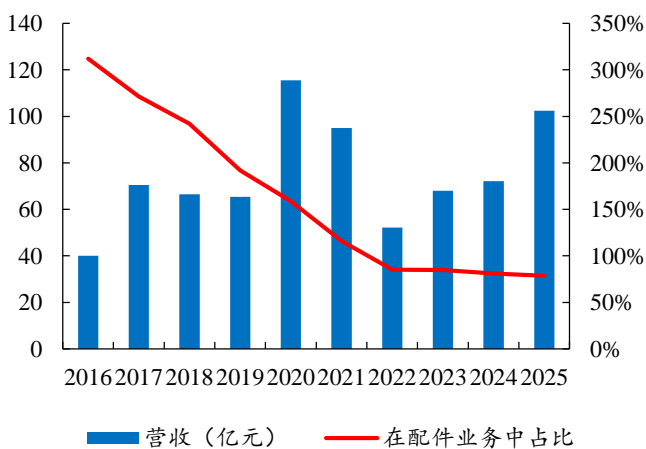
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：配件业务毛利率高于重卡业务



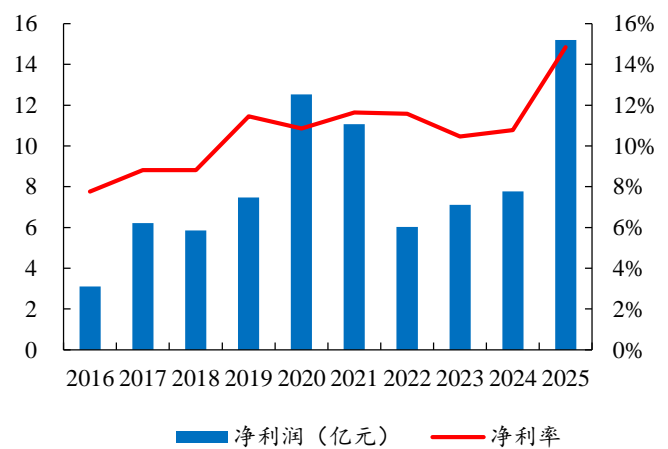
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：济南车桥营收稳定增长，2022年以来在公司配件业务占比基本稳定在80%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

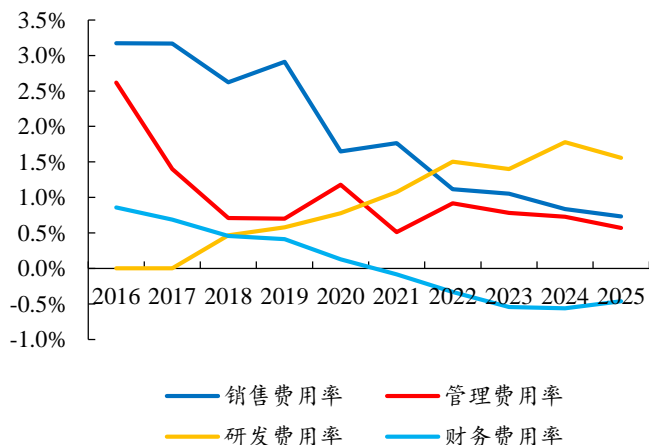
图8：2022年以来济南车桥净利润及净利率稳中有进



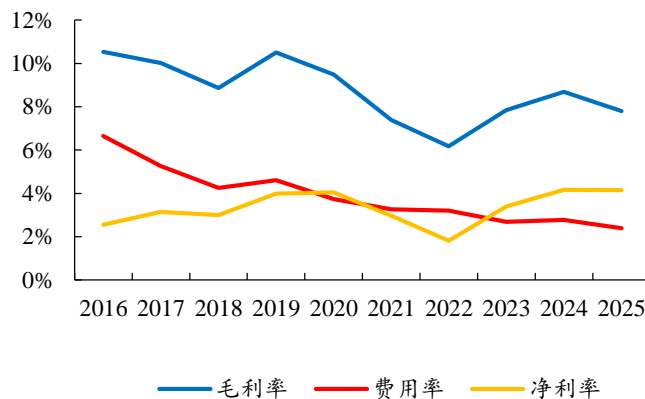
数据来源：Wind、开源证券研究所

费用管控优秀，净利率有望改善。自2018年以来重汽集团进行了围绕“聚焦主业、降本增效”的改革，剥离了与整车业务不相关的业务，强化费用管控能力，2018

年至 2024 年公司销售管理两项费用率合计降低 1.8pct，研发费用率由 0.5%提升至 1.8%。在行业竞争、原材料上涨等因素导致毛利率承压的背景下，费用管控能力的提升对公司尤为重要。2025 年公司毛利率为 7.8%，同比-0.9pct，净利率为 4.2%，基本保持稳定。随着出口业务占比增多和新能源重卡单车盈利能力逐步提升，后续公司净利率有望改善。

图9：公司销售管理费用率降低，研发费用率提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：毛利率承压，费用率降低，净利率逐步改善


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、以旧换新刺激内需释放，出口区域切换带动高景气持续

2.1、国内：新一轮以旧换新政策落地+置换周期开启带动重卡内需释放

国内重卡销量与政策变化及存量置换呈现较强的关联性。（1）2008 年受四万亿政策刺激，基建、物流需求提升，进而带动重卡持续放量，2010 年重卡销量达到阶段性顶峰，实现销量 102 万辆，同比+59.9%；（2）2017 年受治超新政出台，国五排放标准全面实施，叠加上一轮高峰期(2010-2012 年)购置的重卡进入替换周期，行业需求进一步复苏，带动 2017 年国内重卡销量来到 106 万辆，同比+55.8%；（3）2020 年受国三强制淘汰及国五升级国六的影响，国内重卡销量进一步提升至历史高点，实现销量 156 万辆，同比+43.8%；（4）2025 年“以旧换新”补贴范围扩大至国四及以下车辆并首次将天然气重卡纳入补贴，补贴标准依照报废车辆类型、提前报废时间和新购置车辆动力类型等实施差异化设定。购新能源重卡最高补 14 万，国六、天然气重卡最高补 11 万。在政策的刺激下，新能源重卡快速增长，同比+170.5%至 19.6 万，推动重卡内销增长至 82 万。

新一轮以旧换新政策落地及国五置换周期开启将带动内需稳定释放。2026 年以旧换新政策确定延续，并强调优先支持电动货车更新，各地补贴细则预计也将在 2026 年一季度前后陆续出台；国七预期逐步明确，后续有望出台实施；此外，随着 2017-2021 年行业高峰期购入的重卡逐步进入国五替换周期，预计国内重卡销量有望稳定释放。

表1：表 1：近年来中央层面部分重卡政策梳理

出台时间	文件名称	出台机构	相关内容
2017年11月	《关于治理车辆超限超载联合执法常态化制度化工作的实施意见（试行）》	交通运输部、公安部	规范治超执法检查 and 处罚行为，建立联合执法常态化制度化机制。界定联合执法对象主要为车货总质量超限的违法行为；明确超限检测站驻站联合执法模式；推动高速公路入口称重劝返；提出"十不准"执法纪律要求
2020年	《关于加快推进京津冀及周边地区、汾渭平原国三及以下排放标准营运柴油货车淘汰工作的通知》	交通运输部、生态环境部等五部门	采取经济补偿、限制使用、严格超标排放监管等综合措施，加快淘汰国三及以下排放标准营运柴油货车；中央财政采取"以奖代补"方式支持引导重点地区完成淘汰100万辆目标任务
2021年4月21日	《关于重型柴油车国六排放标准确认工作的通知》	工业和信息化部装备工业发展中心	明确自2021年7月1日起停止生产、销售不符合国六标准要求重型柴油车产品，推动重型柴油车全面进入国六时代。
2023年8月25日	《汽车行业稳增长工作方案（2023—2024年）》	工信部、财政部、交通运输部、商务部、海关总署、金融监管总局、国家能源局	研究探索推广区域货运重卡零排放试点；组织开展公共领域车辆全面电动化先行区试点，加快城市物流配送等领域新能源汽车推广应用；鼓励地方综合运用经济、技术等手段推动国三及以下排放标准商用车淘汰报废。
2024年3月7日	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	国务院	加快淘汰国三及以下排放标准营运类柴油货车；加大政策支持力度，组织开展全国汽车以旧换新促销活动；持续实施好老旧营运车船更新补贴，支持老旧柴油货车更新，为后续货车报废更新政策提供顶层设计框架
2025年3月	《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》	交通运输部、国家发展改革委、财政部	补贴范围首次扩围至国四及以下排放标准营运货车；提前报废并新购国六重卡最高补11万元，新能源重卡最高补14万元；补贴资金央地共担（9:1），东部、中部、西部中央承担比例分别为85%、90%、95%；首次将天然气重卡纳入补贴范围
2025年12月29日	《关于2026年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	国家发展改革委、财政部	继续支持报废国四及以下排放标准营运货车更新为低排放货车，首次明确"优先支持更新为电动货车"；补贴标准仍按交规划发〔2024〕17号资金总体按9:1央地共担，东部、中部、西部中央承担比例分别为85%、90%、95%

资料来源：国家发展改革委、财政部、交通运输部、公安部等、开源证券研究所

表2：2025年提前报废老旧营运柴油货车补贴标准

车辆类型	提前报废时间	补贴标准（万元/辆）
中型	满1年（含）不足2年	1.0
	满2年（含）不足4年	1.8
	满4年（含）以上	2.5
重型	满1年（含）不足2年	1.2
	满2年（含）不足4年	3.5
	满4年（含）以上	4.5

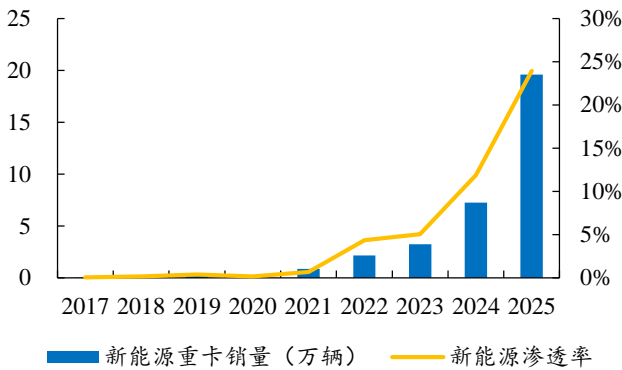
资料来源：国家发展改革委、财政部、交通运输部、开源证券研究所

表3: 2025年新购营运货车补贴标准

车辆类型	新购国六排放标准营运柴油货车补贴标准 (万元/辆)	新购新能源营运货车补贴标准 (万元/辆)
中型	2.5	3.5
重型	2轴	4.0
	3轴	5.5
	4轴及以上	6.5

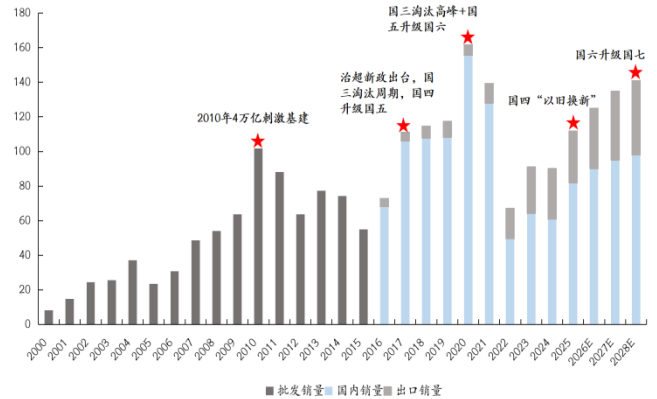
资料来源: 国家发展改革委、财政部、交通运输部、开源证券研究所

图11: 政策刺激下, 新能源重卡增长迅速



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2000年以来国产重卡销量情况

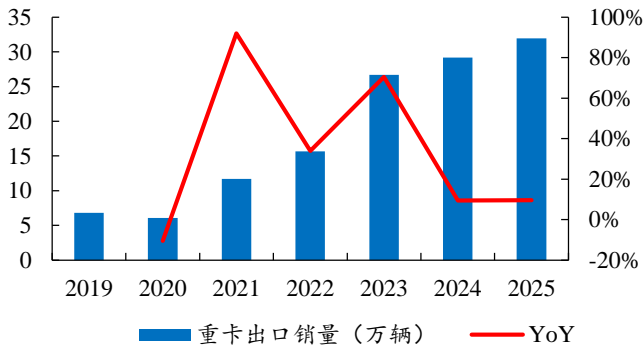


数据来源: Wind、中汽协、海关总署、开源证券研究所 (单位: 万辆)

2.2、出海: 出口区域切换, 非俄贡献提升带动出口景气延续

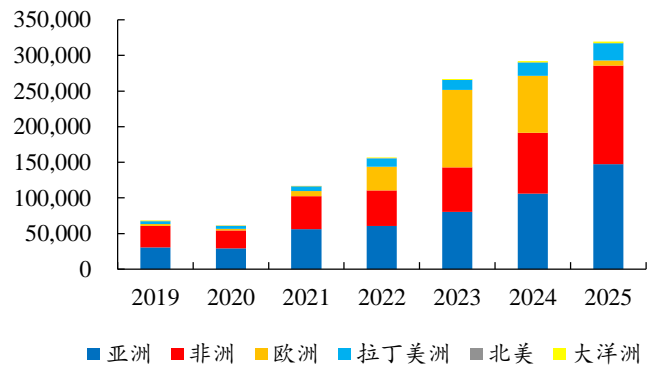
重卡出口增速亮眼, 亚非拉系主要出口市场。2025年国产重卡出口销量32万, 同比增长约10%。分洲际来看, 出口地区以亚洲、非洲、拉丁美洲为主, 2025年分别出口14.7万/13.8万/2.4万, 在当年出口总量中占比分别为46.1%/43.3%/7.6%。

图13: 国产重卡出口中枢不断上移



数据来源: 海关总署、开源证券研究所

图14: 亚非拉系目前国产重卡出口主要区域



数据来源: 海关总署、开源证券研究所 (单位: 辆)

俄罗斯出口大幅萎缩, 东南亚、非洲等地弥补缺口。2025年以来受报废税上调等因素影响, 国产重卡出口俄罗斯的数量大幅下跌, 2025全年仅出口5677辆, 同比-92.8%, 较2024年下滑超7万辆。受“一带一路”沿线国家及东南亚等地物流基建需求释放影响, 国产重卡在东南亚、非洲等地的出口量大幅上涨, 同比增速均超50%, 对冲了对俄出口下滑的影响。

表4：2024年出口国家以俄罗斯为主，2025年出口地区以非洲、东南亚国家为主

2024年			2025年		
出口国家	出口数量	出口占比	出口国家	出口数量	出口占比
俄罗斯	78865	27.0%	越南	33404	10.5%
沙特阿拉伯	19101	6.5%	沙特阿拉伯	25834	8.1%
越南	18302	6.3%	印度尼西亚	23625	7.4%
印度尼西亚	14689	5.0%	尼日利亚	10597	3.3%
菲律宾	11442	3.9%	菲律宾	14351	4.5%
坦桑尼亚	10101	3.5%	坦桑尼亚	8681	2.7%
尼日利亚	9711	3.3%	阿联酋	16600	5.2%
南非	6357	2.2%	几内亚	15528	4.9%
墨西哥	6213	2.1%	吉布提	9440	3.0%
阿联酋	6123	2.1%	哈萨克斯坦	9209	2.9%
其他	110929	38.0%	其他	152348	47.7%

数据来源：海关总署、开源证券研究所（单位：辆）

俄罗斯市场企稳，非俄市场持续放量，看好出口景气度延续。（1）俄罗斯：2025年俄罗斯市场处于消化库存的状态，当前库存量已逐步触底，2026年销量有望复苏；

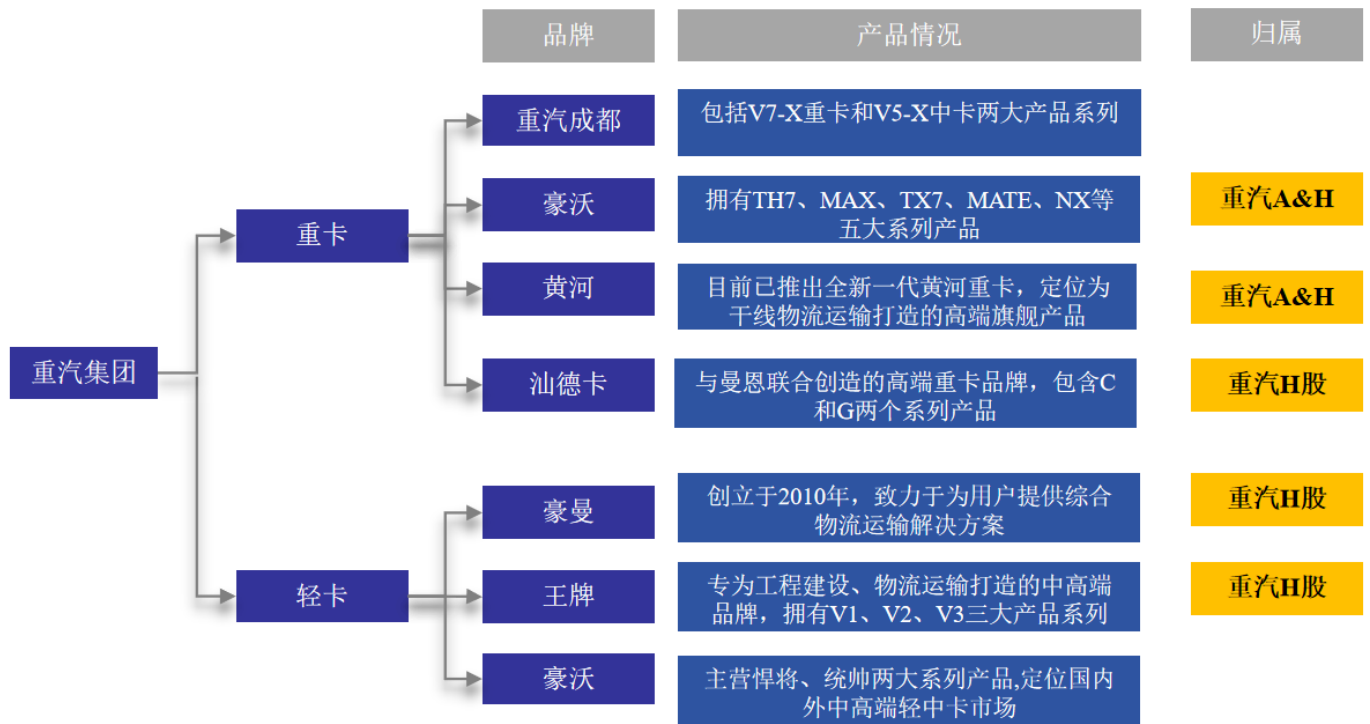
（2）东南亚及非洲：当前东南亚及非洲等地正处于经济建设高速发展期，房地产+基建+物流全方位发力，重卡需求依旧旺盛，出口景气度中长期或将持续；（3）南美、欧洲、中东等地：过去国产重卡在燃油发动机等核心零部件方面较外资企业薄弱，在上述市场难以与欧美外资企业进行竞争。现在国产重卡产品力逐步提升、在新能源细分品类上具备技术及产业链优势，性价比凸显，且随着国内企业出海进程的加深，国外消费者对中国品牌已经建立了初步信任，新能源重卡的推广应用又符合欧洲等地新能源转型的迫切需求，预计后续国产重卡在欧洲、南美、中东等高端市场有望实现份额突破。我们认为，在各个地区的共同驱动下，出口高景气度有望延续，国产重卡出口放量可期。

3、龙头地位稳固，出海提速，高股息率夯实红利价值

3.1、重卡龙头地位稳固，新能源转型成功

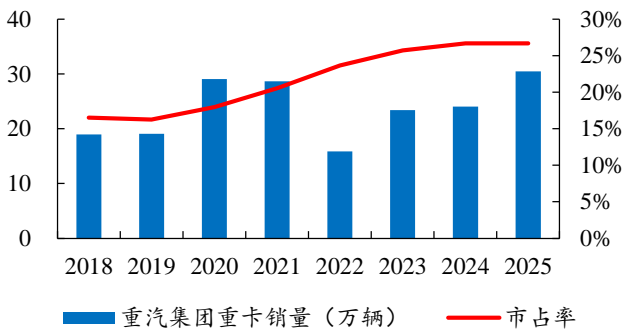
双动力战略支持，市场份额稳定提升。公司较早进入重卡行业，2009年通过股权合作的方式引进了德国MAN公司的TGA系列整车及D20、D26、D08三种先进发动机技术，精准卡位发动机、变速箱、车桥等核心零部件环节，形成技术壁垒，帮助打造汕德卡等高端品牌。在掌握MAN高端技术的同时，中国重汽通过集团协同，与潍柴动力开展深度合作，补齐大众市场及重载市场，在天然气重卡研发上形成合力，丰富产品线，拓展客户覆盖面。2025年中国重汽重卡总销量为30.5万辆，市占率为26.7%，较2018年提升10.1pct，位居国产重卡销量第一。

图15: 重汽集团产品矩阵



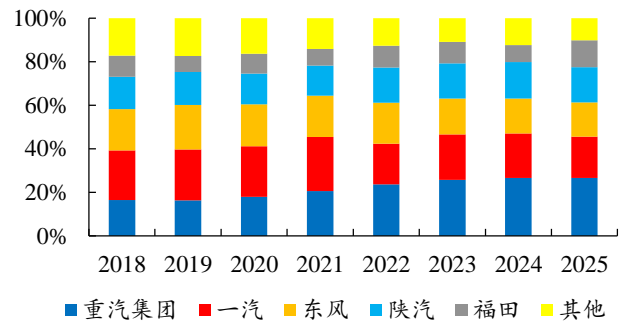
资料来源: 公司官网、开源证券研究所

图16: 2022年以来重汽集团重卡销量稳步提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

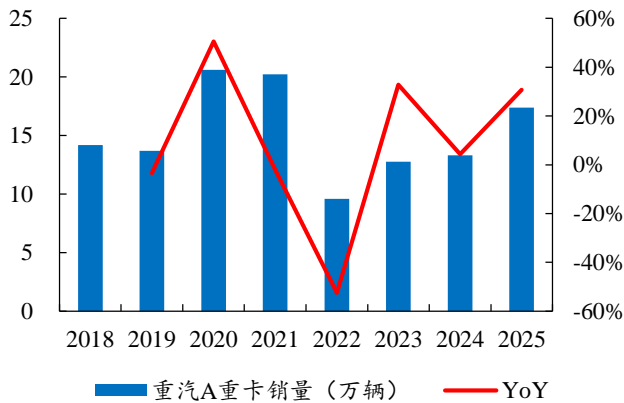
图17: 2018年以来重汽集团在重卡市场份额居前



数据来源: Wind、开源证券研究所

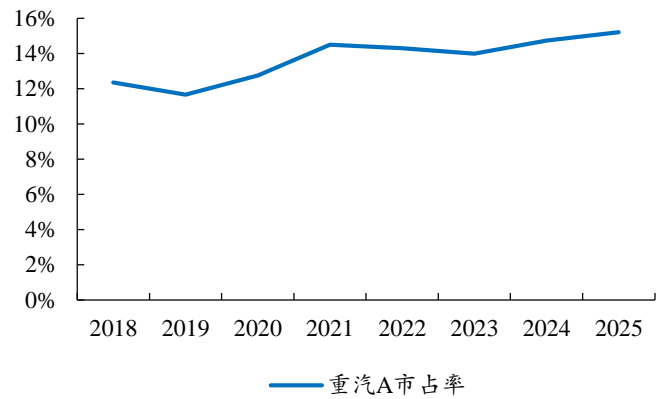
重汽 A: 集团核心重卡资产, 市场份额同步提升。作为重汽集团的重卡核心资产, 重汽 A 的重卡年销量通常在集团总销量的 55%-75%之间。近年来, 随着重卡行业景气度向上, 重汽 A 的重卡销量与重汽集团同步提升, 2025 年重汽 A 实现重卡批发销量 17.4 万辆, 占集团批发总销量的 50.6%, 在国内重卡市场份额为 15.2%, 较 2018 年累计+2.9pct。

图18: 重汽A重卡销量自2022年以来逐年提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

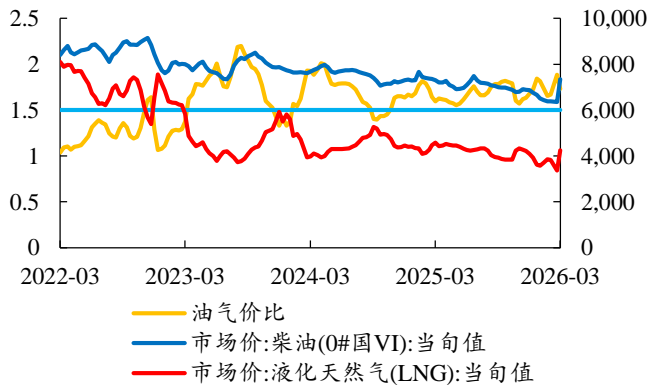
图19: 2018年以来重汽A在重卡市场份额有所提高



数据来源: Wind、开源证券研究所

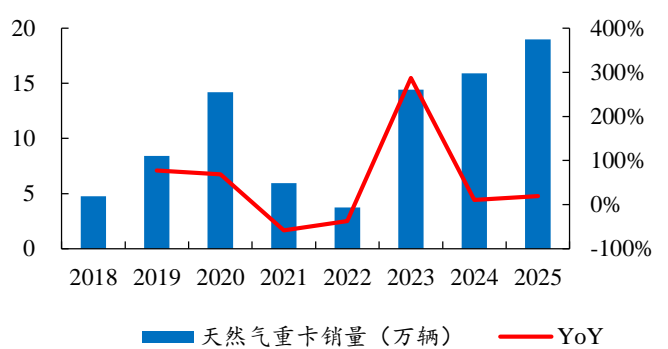
受益于补贴政策变化和油气价比提升，天然气重卡销量增长。2025年以旧换新补贴首次将天然气重卡纳入补贴范围，降低了天然气重卡购置成本。2025年以来油气价比稳定在1.5以上，进一步带动了天然气重卡销量增长。2025年国产天然气重卡批发销量19.0万辆，同比+19.5%。

图20: 2025年以来油气价比稳定在1.5以上



数据来源: Wind、开源证券研究所

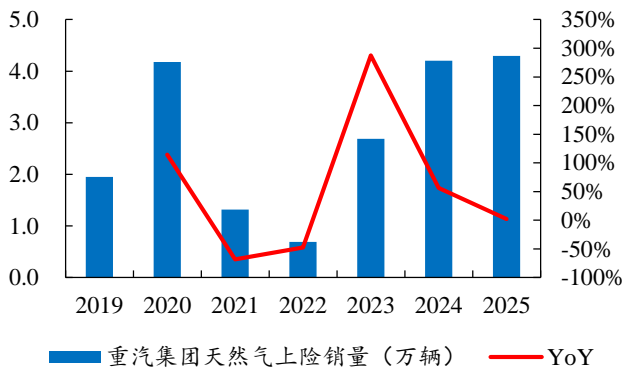
图21: 国产天然气重卡销量持续增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

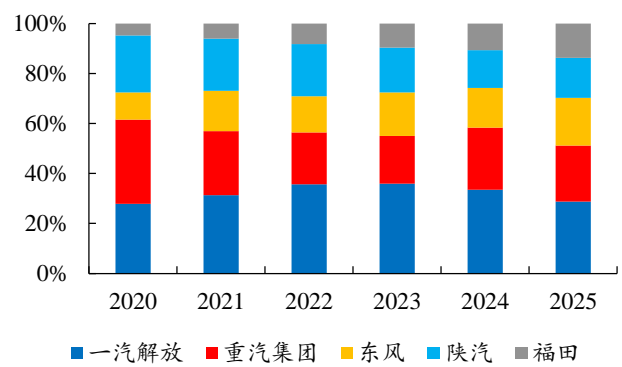
深度绑定潍柴，天然气领域份额领先。公司与潍柴进行深度合作，通过一体化开发设计发挥其发动机优势，产品经济性能、质量好，在市场广受认可。2025年重汽集团天然气重卡上险销量为4.3万辆，在天然气细分领域份额为21.6%，仅次于一汽解放。

图22: 重汽集团天然气重卡销量稳健



数据来源: 第一商用车网、开源证券研究所

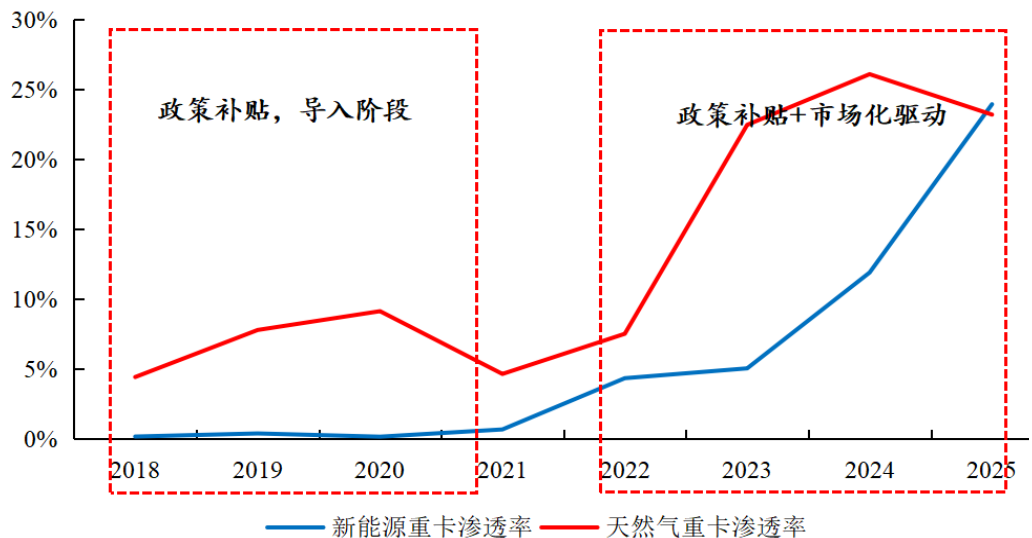
图23: 重汽集团在天然气市场份额仅次于一汽解放



数据来源: 第一商用车网、开源证券研究所

政策及经济适用性推动, 新能源重卡迅速放量。从TCO角度来看, 天然气重卡和充电重卡较传统重卡具备更低的全生命周期成本。从政策端来看, 政府鼓励购置新能源重卡, 2025年“以旧换新”政策给予新能源重卡最高14万的补贴额度, 2026年“以旧换新”政策延续并强调优先支持电动货车更新。在政策及经济适用性的双重助力下, 我国新能源重卡增长迅速, 2025年新能源重卡及天然气重卡分别实现销量19.6万/19万, 渗透率分别提升至23.9%/23.2%。

图24: 国内新能源/天然气重卡渗透率提升迅速



数据来源: Wind、开源证券研究所

紧抓新能源发展机遇, 前瞻性布局新能源赛道。公司2014年就已经前瞻性的布局了氢燃料电池研发, 2017年下线第一台氢燃料卡车, 2018年山东重工重组中国重汽后进一步加大新能源方向上的投入, 并确立了以纯电为主, 混动、氢燃料共同发力的技术路线, 目前纯电系列产品已覆盖牵引、自卸、搅拌等细分场景, 并同步布局快充与换电模式, 缓解用户里程焦虑。

图25: 公司豪沃系列纯电动牵引车型



资料来源: 公司官网

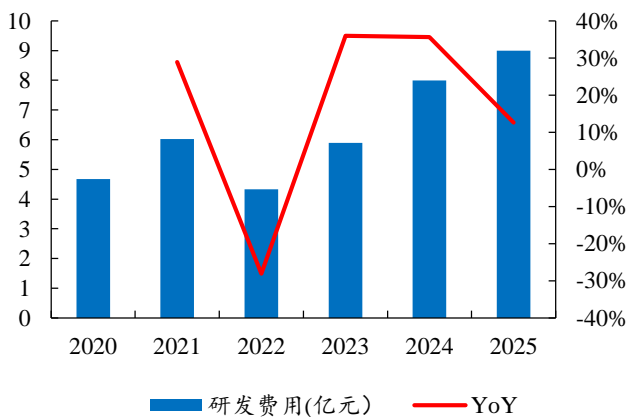
图26: 公司汕德卡系列氢燃料牵引车型



资料来源: 公司官网

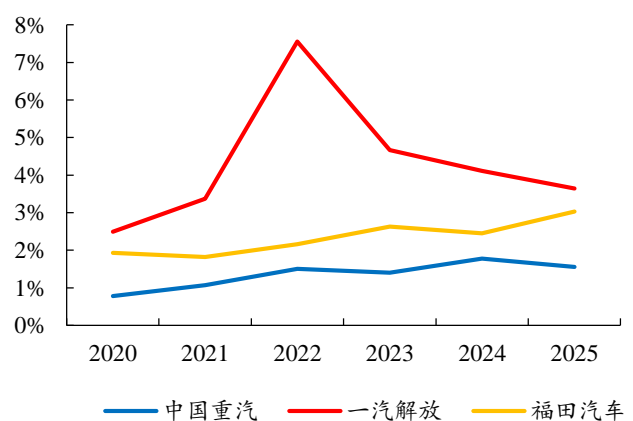
研发费用率稳中有升，核心技术全面实现自主可控。公司坚持核心技术自主可控，在电驱桥、整机电控等方面已实现全面自研。在研发投入方面，公司2020年以来研发费用率保持在1%以上，虽低于可比公司，但由于公司营收体量较大，研发投入的绝对金额仍然较高且呈现提升趋势，2025年公司研发投入合计9亿元，同比+12.6%，资金主要投向新能源系列车型的产品开发与技术提升，以提升产品竞争力。

图27: 公司研发费用整体有所提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图28: 公司研发费用率低于可比公司



数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 福田汽车 2025 年报尚未披露, 故采用 2025Q1-3 的研发费用率进行替代

积极进行产能升级，保障产品及时交付。2020 年公司以非公开发行的方式募集资金，并将部分资金用于智能网联(新能源)重卡项目建设，规划迁建产能 16 万辆，建成后将有效保障公司新能源重卡交付。该项目一期工程现已完成，年产能为 10 万辆，主要生产“黄河”品牌高端重卡和全新一代豪沃 TH7 重卡。

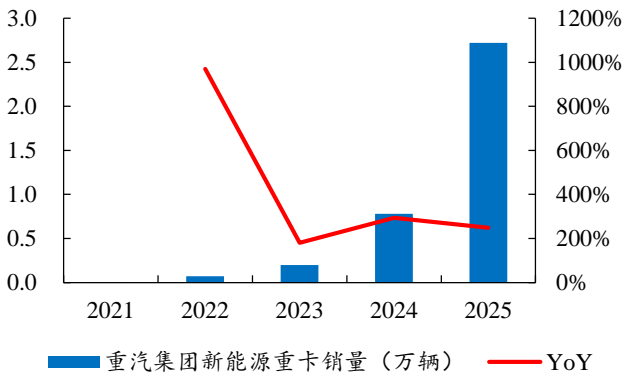
表5：公司新能源建设项目基本情况

项目名称	投资金额 (亿元)	地址	实施目的	项目收益
智能网联(新能源)重卡项目	86.98	山东省济南市莱芜区	一方面将大力提升整车新产品和工艺流程中的能源效率,提高企业的自动化、柔性化、智能化水平;另一方面,将形成新的场地、物流、生产设施、产品平台,使公司产品在安全性、经济性和舒适性上与国际先进水平同步,提升公司在市场中的竞争能力	预计项目建成后税后内部收益率为12.93%,税后投资回收期7.35年,经济效益良好

资料来源：公司公告、开源证券研究所

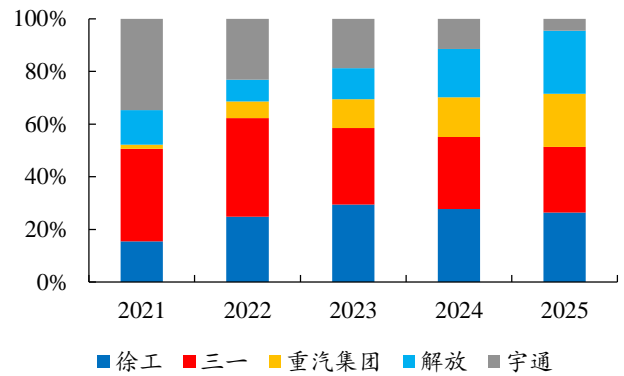
依托新能源技术平台，在新能源领域奋起直追。经过多年积淀，公司打造了新能源技术平台蓝立方，通过专用平台设计，将高效节能的电驱桥技术、轻量化材料结构、自研智能软硬件等核心优势融入整车产品开发，提升产品的轻量化、安全性、舒适性水平，增强用户满意度。在新能源技术平台的支撑下，叠加公司多年深耕形成的制造底蕴，公司在新能源重卡领域销量不断突破，2025年重汽集团新能源重卡销量2.7万辆，同比+248.2%，细分市场份额提升至11.7%，同比+2.2pct。

图29：重汽集团新能源重卡销量迅速增长



数据来源：第一商用车网、开源证券研究所

图30：重汽集团在新能源重卡市场份额逐步提高

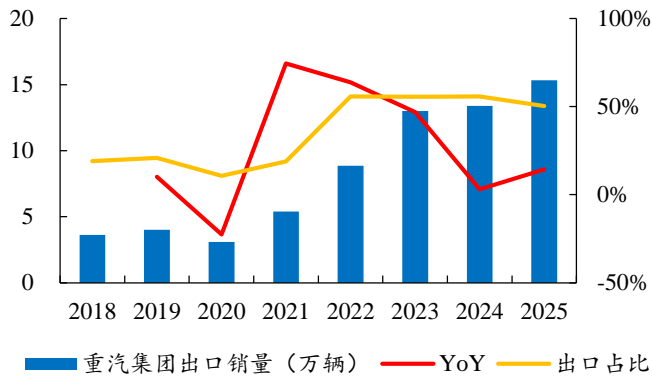


数据来源：第一商用车网、开源证券研究所

3.2、出海表现亮眼，盈利能力稳步提升

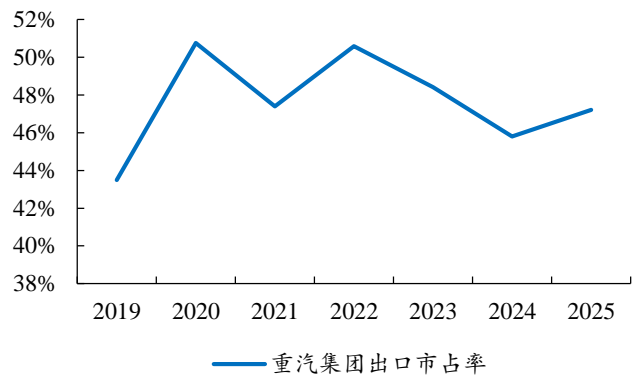
顺应整车出海浪潮，出海表现亮眼。早在2004年，重汽集团就已开始国际化布局，并成为全国首批进行散件出口和技术授权的卡车企业。经过二十多年的经营，重汽集团在品牌认知、本土化运营等方面积攒了丰富经验，在新一轮整车出海浪潮中，重汽集团把握机遇，不断实现在海外市场的突破。2025年重汽集团出口销量达到15.3万，在总销量中占比超50%，在国产重卡出口市场份额为47.2%，占据近半壁江山。

图31：重汽集团出口销量迅速增长



数据来源：重汽H年报、开源证券研究所

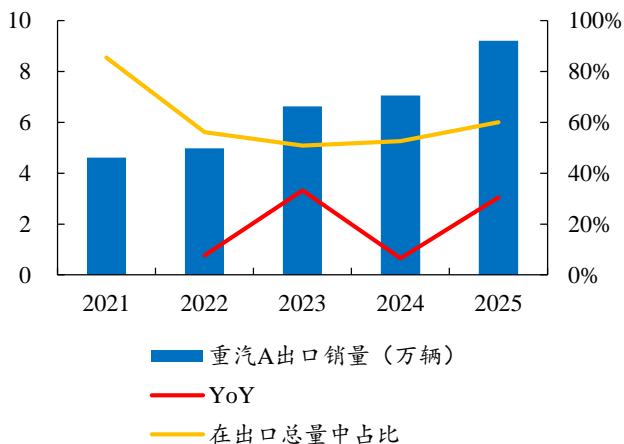
图32：重汽集团在重卡出口市场占据近半壁江山



数据来源：海关总署、重汽H年报、开源证券研究所

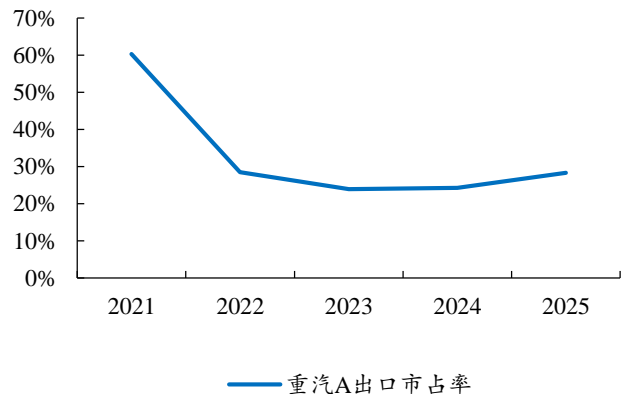
重汽 A：受益于海外业务进入高景气周期，出口销量增长显著。公司全力协助集团拓展海外市场，其重卡产品通过集团旗下重汽国际进行出口。我们将重汽 A 批发销量-重汽 A 零售销量拟合为重汽 A 的出口销量，则 2025 年集团通过重汽 A 实现出口销量 9.2 万辆，同比+30.4%，占出口总量的 60%。

图33：2023 年以来重汽 A 出口销量提升，在出口总量中占比稳定



数据来源：Wind、第一商用车网、重汽H年报、开源证券研究所

图34：重汽 A 出口市占率在 2022 年之后逐步回升



数据来源：Wind、第一商用车网、海关总署、开源证券研究所

全球布局完善，非洲、东南亚等地是主要市场。重汽集团高度重视国际化业务，在全球范围内建立了丰富的营销网络和服务网点，并采用 KD 工厂的方式在部分地区进行生产交付。截至 2025 年年报披露日，集团已经在 150 多个国家设立了 140 多个海外代表处和办事机构，发展了 260 多家经销网络，建立了 34 个海外 KD 合作工厂，形成了基本覆盖亚洲、欧洲、南美洲、非洲、中东等地的营销网络。从出口分布来看，非洲、东南亚等地是目前中国重汽的主要出口市场，二者在 2025 年集团出口总量中占比超 70%。此外，中东、澳洲等高端市场出口不断取得进展，后续欧洲市场也有望迎来突破。

表6: 重汽集团覆盖国家地区、经销商网络、服务网点、KD工厂数量

	覆盖国家和地区	经销商网络	服务和配件网点	KD工厂
2020	110 多个	约 256 家	约 516 个	12
2021	110 多个	约 300 多家	520 多个	26
2022	90 多个	约 240 多家	约 470 个	28
2023	110 多个	200 多家		26
2024	110 多个	200 多家		29
2025	150 多个	260 多家		34

数据来源: 重汽H财报、开源证券研究所

图35: 重汽集团已经建立了完善的国际销售网络



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

表7: 重汽集团进入的不同重卡市场之间差异较大

地区	市场特征
东南亚	东南亚多国积极推进公路、港口等基建项目, 推动工程类重卡需求增长。东盟内部贸易一体化和电商发展带动跨境物流需求, 牵引车和物流用车市场潜力大。此前市场长期由日系品牌主导, 中国品牌现已在多数国家实现突破, 并在越南等市场取得领先, 但在泰国等国家销量仍较低
非洲	重卡以欧美品牌新车及二手车为主, 中国品牌增长迅速, 坦桑尼亚、尼日利亚等地是重点市场。坦桑尼亚政府大力推进交通基建, 对自卸车、牵引车需求旺盛, 该国矿产丰富, 矿业开发活动持续活跃, 带动矿区运输、物料搬运等需求市场。尼日利亚是西非最大经济体, 人口众多, 随着经济增长和基础设施改善, 运输、物流、农业、建筑等重卡需求持续增长。
中东	市场规模约4万, 市场进入难度低, 欧美品牌及二手车主导, 受益于中国重卡物美价廉、中国企业承接大批基建项目催化工程车辆需求释放, 中国品牌近年来销量逐步上涨
澳新	右舵高端市场, 无本土重卡产业, 欧美品牌主导
欧洲	技术、法规等壁垒高, 中重卡产业成熟, 欧美品牌主导, 欧盟“fit for 55”节能减排力度大, 对新能源商用车需求高
独联体	2023-2024 年是中国重卡出口第一大市场, 随着俄罗斯本土重卡企业恢复生产, 加之报废税上涨及市场需求下滑, 2025 年出口量大幅下滑

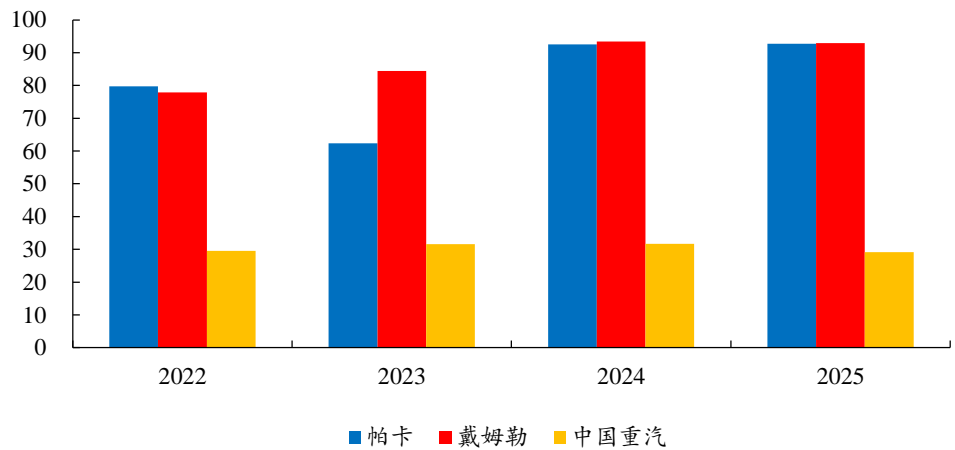
地区 **市场特征**

中南美 贸易壁垒低，与中国贸易关系相对良好，无本土重卡品牌，欧美品牌主导，中国品牌已经进入多数国家

资料来源：KERUI 智库、焦点卡车资讯、开源证券研究所



出口单价较竞品更低，性价比优势明显。凭借成本及全产业链优势，中国重汽可以以显著低于外资企业的价格进行出口。2025 年中国重汽重卡出口单车均价为 29.2 万元，显著低于欧美主流重卡品牌帕卡及戴姆勒（2025 年二者单车均价分别为 92.7 万元/92.9 万元）。经过多年发展，公司的重卡产品在性能、实用性、安全性等方面较欧美主流品牌差距缩小，更低的出口单价下公司产品性价比优势明显，在非洲、东南亚等地区的发展中国家和新兴国家得以实现销量增长。

图36：中国重汽重卡出口单车均价显著低于欧美主流品牌



数据来源：重汽 H 年报、帕卡年报，戴姆勒年报、开源证券研究所 注：按照 2026 年 3 月 30 日汇率进行外币折算

表8：重汽旗下牵引车型与奔驰相似配置车型对比

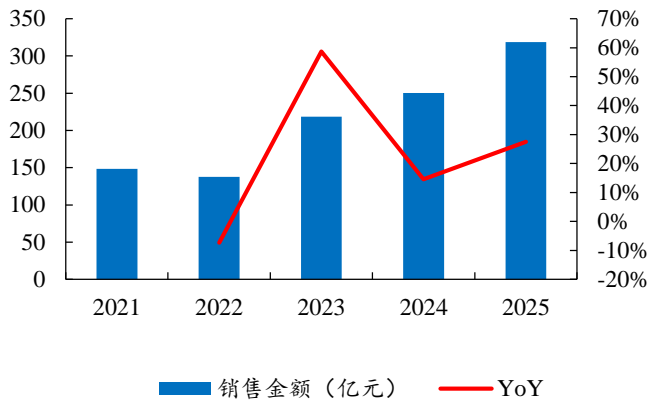
产品名称	奔驰 Actros 重卡 530 马力 6X4 AMT 自动挡牵引车(液缓)		中国重汽 HOWO TH7 重卡 550 马力 6X4 牵引车(国六)	
图片				
厂商指导价	67 万元		37.98 万元	
整车总量	8.87 吨		8.8 吨	
发动机型号	奔驰 OM471LA.6CB-01		潍柴 WP13.550E62	
变速箱型号	采埃孚 TX2621		中国重汽 HW25716XSTL	
前进档位	12 档		16 档	
最大输出功率	390.3kW		405kW	

资料来源：卡车之家、开源证券研究所

出口盈利性更强，出口向上有望增厚公司利润。重汽集团出口重卡以汕德卡、豪沃等中高端品牌为主，且海外市场对价格的接受度更高，出口相较内销往往具备更强的盈利弹性。我们测算，2025 年经重汽 A 出口的重卡销量在重汽 A 总销量占比为 52.9%，较 2021 年提升显著，推动单车净利润提升至 0.79 万元/辆。随着出口占比的提升，公司业务结构有望优化，单车盈利能力预计会进一步改善，从而增厚公

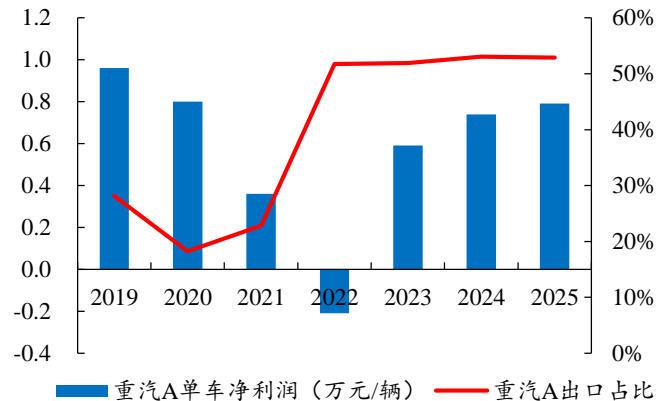
司整体利润。

图37：重汽A向集团及其关联方销售金额总体增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图38：重汽A出口占比提升，单车净利润逐渐改善

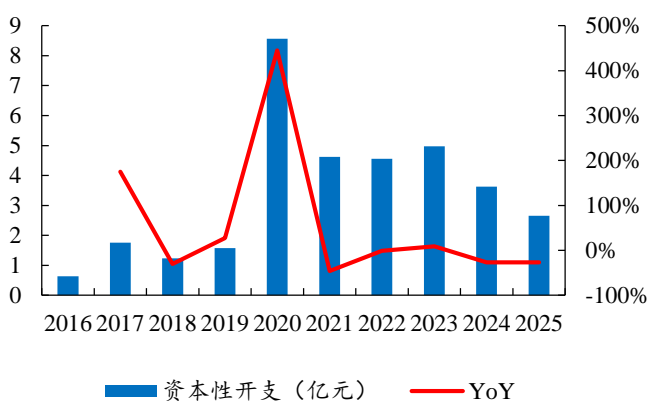


数据来源：海关总署、重汽H公告、开源证券研究所

3.3、分红率较高，红利价值凸显

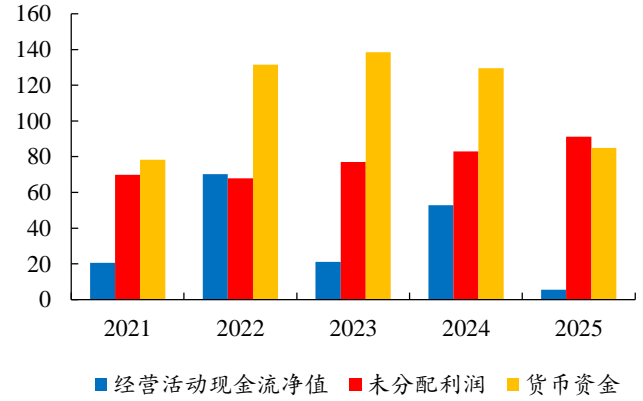
重资产投入期已过，现金储备充足。公司CAPEX高峰在2020年，主要系当年投入大量资金进行智能网联（新能源）重卡迁建项目所致。近年来公司资本开支显著减少，公司规划产能基本能够满足生产需求，后续资本开支压力较小。2025年公司经营活动现金流净额显著减少，全年产生经营活动现金流净额5.6亿元，同比-89.3%，主要系以票据方式进行的回款增加所致，随着后续回款陆续到账，公司经营现金流将得到有效补充。此外，公司在货币资金及未分配利润上储备充足，具备较强的持续分红能力。

图39：CAPEX高峰期已过，后续资本开支压力小



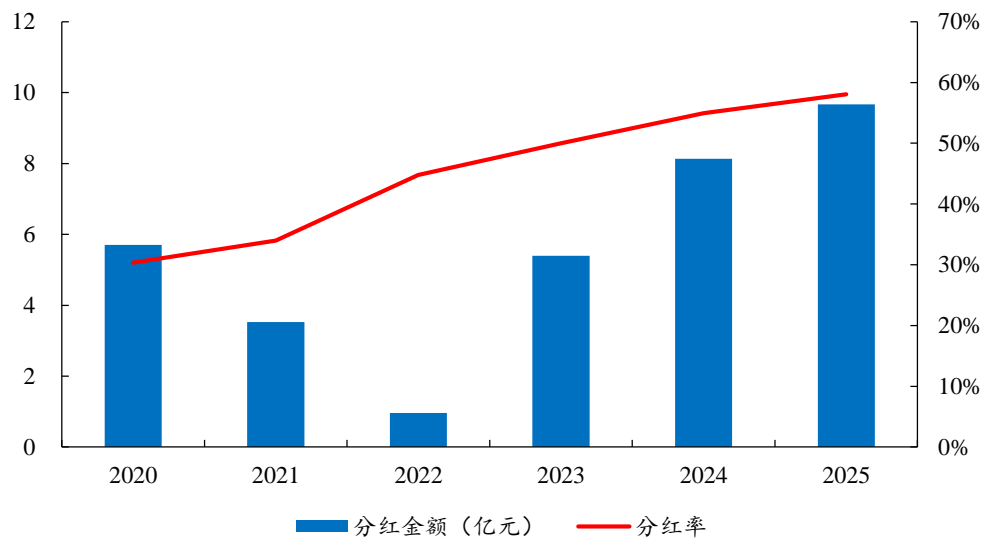
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：经营状况稳健，现金储备充分



数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：亿元）

纯正的红利标的，分红率稳步提升。公司积极进行股东回馈，股利支付意愿较强。2025年末公司拟向全体股东每10股派发现金红利5.12元（含税），2020年至2025年公司累计现金分红33.4亿元，分红率由30%提升至58%。

图41：近年来公司分红率稳步提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测及假设

(1) 受益以旧换新政策+出海景气向上，销量持续增长。国内重卡行业受以旧换新政策刺激和新一轮置换更新周期开启的影响，预计销量将稳步增长。海外方面，非洲、东南亚、中东等地重卡需求依然旺盛，出口景气度有望延续。作为重卡龙头企业，公司在国内及出口市场份额预计将稳步提升，从而带动重卡销量持续增长。

(2) 出口占比提升，高端市场突破，带动单车盈利能力改善。考虑到重卡出口在公司业务占比的提升，以及欧洲、澳洲等高端市场有望迎来突破，预计公司单车盈利能力将逐步改善，推动整车销售毛利率持续向上。预计 2026-2028 年公司整车销售收入分别为 486.5、521.3、565.4 亿元，分别同比+9.1%、+7.1%、+8.5%，毛利率分别为 6.8%、6.8%、6.8%。

(3) 受益集团整体销量增长，配件及其他业务板块迎来催化。集团销量增长将带动公司规模效益进一步释放，并增加公司控股子公司济南车桥的订单需求，催化其业绩成长，配件及其他业务板块毛利率后续或将进一步提升。预计 2026-2028 年公司配件及其他收入分别为 162.8、190.0、208.2 亿元，分别同比+24.0%、+16.7%、+9.6%，毛利率分别为 11.5%、11.6%、11.8%。

表9：公司各业务板块营收及毛利率预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
整车销售收入	359.3	446.1	486.5	521.3	565.4
YOY	5.8%	24.1%	9.1%	7.1%	8.5%
毛利率	7.3%	6.7%	6.8%	6.8%	6.8%
配件及其他收入	90.0	131.3	162.8	190.0	208.2
YOY	10.9%	45.9%	24.0%	16.7%	9.6%
毛利率	14.4%	11.4%	11.5%	11.6%	11.8%
总收入	449.3	577.4	649.3	711.3	773.6

YOY	6.8%	28.5%	12.5%	9.5%	8.8%
毛利率	8.7%	7.8%	7.9%	8.1%	8.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：亿元）

、 估值分析与投资评级

综上，我们预计 2026-2028 年公司的营收分别为 649.3、711.3、773.6 亿元，归母净利润分别为 19.7、23.1、26.7 亿元，当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 14.6、12.4、10.7 倍。公司主营业务为重卡制造销售，考虑主业相似性，选取一汽解放、潍柴动力作为可比公司，根据 2026 年 4 月 3 日收盘价，公司 2026-2027 年 PE 低于可比公司平均，考虑到公司市场份额稳固，新能源转型成功，出海业务成长性较强，分红率稳步提升，看好公司后续发展。首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：公司估值低于可比公司均值

股票代码	可比公司	收盘价（元）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE（倍）		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
000800.SZ	一汽解放	6.61	325.30	14.27	16.16	-	22.8	20.1	-
000338.SZ	潍柴动力	25.10	2,186.81	143.55	162.06	181.51	15.2	13.5	12.0
	可比公司平均						19.0	16.8	-
000951.SZ	中国重汽	24.44	287.14	19.72	23.14	26.73	14.6	12.4	10.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（可比公司盈利预测均来源于 Wind 一致预期，截至 2026 年 4 月 3 日）

5、 风险提示

- （1）宏观经济运行不及预期：重卡行业是强周期性行业，若宏观经济、投资低于预期，则会影响重卡行业整体需求，进而拖累公司业绩；
- （2）行业竞争加剧：新能源重卡等细分品类竞争激烈，若后续重卡行业陷入价格战，可能影响公司整体利润率；
- （3）海外拓展不及预期：公司积极进行出海拓展，若海外经济增长放缓，或导致重卡需求萎缩，进而影响公司业绩表现；

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	30511	37905	40146	49803	53016
现金	12950	8484	14013	17729	24253
应收票据及应收账款	10890	15007	13162	16467	14582
其他应收款	93	104	131	119	149
预付账款	111	257	301	309	334
存货	3454	6204	4640	7220	5667
其他流动资产	3012	7850	7900	7959	8031
非流动资产	10844	12274	12252	12133	11979
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4149	3836	3894	3852	3768
无形资产	808	788	747	706	665
其他非流动资产	5887	7651	7612	7575	7546
资产总计	41355	50179	52399	61936	64995
流动负债	24520	32434	31779	38251	37811
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	19361	26876	25042	31741	29959
其他流动负债	5159	5558	6737	6510	7851
非流动负债	404	358	429	514	616
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	404	358	429	514	616
负债合计	24923	32792	32208	38765	38427
少数股东权益	1106	1225	2056	3001	4049
股本	1175	1175	1175	1175	1175
资本公积	4933	4939	4939	4939	4939
留存收益	9292	10116	11237	12541	14029
归属母公司股东权益	15325	16163	18135	20170	22519
负债和股东权益	41355	50179	52399	61936	64995

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	5277	563	5319	3558	6222
净利润	1869	2398	2803	3259	3722
折旧摊销	457	463	410	450	487
财务费用	-252	-268	-533	-693	-869
投资损失	-9	26	7	11	12
营运资金变动	2576	-2516	2633	532	2870
其他经营现金流	635	459	-1	-1	-1
投资活动现金流	-3814	-8173	-394	-341	-345
资本支出	363	265	388	331	333
长期投资	-3500	-7937	0	0	0
其他投资现金流	49	29	-6	-10	-11
筹资活动现金流	-1138	-1453	604	500	647
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	3	6	0	0	0
其他筹资现金流	-1142	-1458	604	500	647
现金净增加额	324	-9063	5529	3716	6524

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	44929	57737	64933	71126	77358
营业成本	41028	53236	59777	65378	71039
营业税金及附加	176	206	325	356	387
营业费用	375	422	519	533	542
管理费用	327	329	325	356	387
研发费用	799	900	1039	1138	1238
财务费用	-252	-268	-533	-693	-869
资产减值损失	-308	-210	0	0	0
其他收益	10	13	10	10	11
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	9	-26	-7	-11	-12
资产处置收益	0	1	1	1	1
营业利润	2230	2667	3485	4059	4633
营业外收入	114	120	68	71	82
营业外支出	11	3	5	5	5
利润总额	2333	2784	3548	4125	4711
所得税	465	387	745	866	989
净利润	1869	2398	2803	3259	3722
少数股东损益	389	732	831	945	1048
归属母公司净利润	1480	1666	1972	2314	2673
EBITDA	2402	2993	3750	4238	4716
EPS(元)	1.26	1.42	1.68	1.97	2.28

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	6.8	28.5	12.5	9.5	8.8
营业利润(%)	25.7	19.6	30.7	16.5	14.1
归属于母公司净利润(%)	37.0	12.6	18.4	17.4	15.5
获利能力					
毛利率(%)	8.7	7.8	7.9	8.1	8.2
净利率(%)	3.3	2.9	3.0	3.3	3.5
ROE(%)	11.4	13.8	13.9	14.1	14.0
ROIC(%)	9.9	13.2	14.2	14.5	14.4
偿债能力					
资产负债率(%)	60.3	65.3	61.5	62.6	59.1
净负债比率(%)	-76.4	-46.8	-67.3	-74.3	-89.0
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	1.1	0.9	1.1	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.3	1.3	1.2	1.2
应收账款周转率	6.1	4.9	5.1	5.3	5.5
应付账款周转率	4.2	3.7	3.7	3.7	3.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.26	1.42	1.68	1.97	2.28
每股经营现金流(最新摊薄)	4.49	0.48	4.53	3.03	5.30
每股净资产(最新摊薄)	13.04	13.76	15.44	17.17	19.17
估值比率					
P/E	19.4	17.2	14.6	12.4	10.7
P/B	1.9	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.2	7.2	4.5	3.4	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn