

全球化专题之重卡： 海外有望再造一个国内市场

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师：杨惠冰

执业证书编号：S0600523070004

联系邮箱：yanghb@dwzq.com.cn

2024年5月8日

- **复盘：本轮上行周期中，出口成为板块复苏的重要增量，独联体/非洲/东南亚/中东为主要市场。**
- ✓ **2021年起重卡出口爆发式增长，20-23年由6.1万辆增长至27.6万辆，CAGR 65.4%，成为本轮重卡上行周期的重要增量。规模来看，独联体/非洲/东南亚为前三大出口市场，销量分别13.6/6.4/4.3万辆，占比分别45.7%/21.6%/14.4%，合计占比81.7%。趋势来看，独联体/中东是出口增速最快市场，23年出口销量分别同比+245%/+159%。**
- **展望：海外整体/可触达市场规模分别154+/56+万辆，产值角度，海外有望再造一个国内市场。**
- ✓ **市场总量：销量视角下，当前海外重卡市场总规模达154+万辆，其中可触达市场规模56+万辆；产值视角下，当前海外重卡市场总产值1.26万亿元，其中可触达市场产值4千亿元。**
- ✓ **分区域来看：1) 难触达市场：欧洲/北美/东亚/南亚市场，规模95-100万辆，欧美/日系/印度本土品牌占据主导地位；2) 可触达&慢开拓市场：拉美/澳洲，规模17-18万辆，当前中国品牌市占率不高，受制出口政策/中国品牌布局时间等，可触达但预计释放开发速度较慢。3) 可触达&高潜力市场：东南亚/中东，规模13-15万辆，自主品牌当前市占率不高，可触达且增长潜力大；4) 已开拓市场：独联体/非洲，规模23-24万辆，中国品牌市占率较高，随市场扩容+份额进一步提升而增长。**
- ✓ **未来3~5年出口空间展望：海外整体市占率由17.9%提升至26.2%，其中优势市场独联体/非洲市占率80%/85%，开拓中的可触达市场东南亚/中东市占率60%，缓慢开拓的可触达市场拉美/澳洲/东亚市占率40%/50%/20%，欧洲/北美/南亚市场则分别2%/2%/5%，测算重卡出口未来3~5年总量可达40万辆左右，累计有45.7%的增长空间。**

- **核心受益：按海外市场整车以及零部件市占率维度，中国重汽+一汽解放/潍柴动力等受益较大。**
- ✓ **中国重汽重卡出口市占率领跑行业。** 23年主要重卡车企中，中国重汽/陕西重汽/一汽解放/东风汽车/北汽福田重卡出口市占率分别为43.7%/20.5%/16.2%/5.9%/7.2%，中国重汽位列第一。
- ✓ **23年内外销拉动下，重卡龙头中国重汽以及解放/潍柴等业绩出现明确拐点向上。** 2023年内销+出口共同拉动公司重卡销量高增长，产能利用率提升，同时公司加快产品优化升级，海外出口+国内大马力/燃气化转型驱动结构改善，利润释放更大弹性。**销量端**，23年公司重卡销量22.7万台，同比+43.9%，其中内销/外销分别9.69/13.01万台，同比分别+40.0%/+46.9%；**利润端**，23年公司归母净利率6.22%，同比+3.4pct，重卡营业利润率5.8%，同比+0.6pct，盈利改善。
- **投资建议：海外出口是本轮上行周期的重要构成，中国重汽/一汽解放/潍柴动力（陕重汽）/福田汽车等均受益。** 类比乘用车/大中客板块，海外出口是本轮汽车迅速走出周期底部，迎来向上拐点的重要支撑。**1) 海外市场空间广阔：**重卡海外市场规模154+万辆，其中自主重卡可触达市场规模56+万辆，海外市场空间广阔；**2) 自主品牌产品力优势明显，积极推动海外布局：**可靠耐用+性价比优势赋能，自主重卡在东南亚/拉美/中东等地有望持续上行。**重汽为首，多品牌加速布局，多点开花：**中国重汽以成熟渠道体系为核心竞争力，适配海外不同市场进行渠道和产品线的完善布局，陕汽/解放/福田等头部品牌共同发力，多点开花，海外市占率有望持续提升。
- **风险提示：**国内货运市场复苏不及预期；海外经济复苏不及预期；行业竞争加剧；海外出口方面面临地缘政治不确定等。

海外市场总规模约154+万辆，可触达市场约56+万辆

- **总体情况：海外重卡市场总规模约154+万辆，其中中国品牌可触达市场约56+万辆。**综合考虑当地竞争格局，假设市场规模不变，给定3~5年后市占率，测算得3~5年后出口量可达40万辆，中汽协口径下，2023年我国重卡出口量27.6万辆，3~5年累计有45.7%的增长空间。

图：海外各区域市场情况总览

| 区域 | 市场规模 | 竞争格局 | 自主重卡可触达程度 | 预测3~5年后市占率 | 3~5年后出口规模 |
|-----------|---------------|------------------------------------------|--------------------|-------------------|-----------------------|
| 欧洲 | 30-35万辆 | 欧系品牌垄断 | 难触达 | 3.0% | 约1万辆 |
| 北美 | 约30万辆 | 欧美四大品牌戴姆勒+帕卡+沃尔沃+纳威司达垄断 | 难触达 | 3.0% | 约1万辆 |
| 东亚 | 约11万辆 | 日韩品牌为主，国际品牌主要为戴姆勒+塔塔 蒙古部分进口中国品牌 | 部分可触达 | 20.0% | 约2.2万辆 |
| 南亚 | 25+万辆 | 印度市场为主，本土品牌塔塔+Ashok Leyland+Eicher主导 | 难触达 | 5.0% | 1.3+万辆 |
| 东南亚 | 9-10万辆 | 日系主导，欧系次之，中国品牌替代日系二手车，占据一定份额 | 可触达，开拓中 | 60.0% | 5.5-6万辆 |
| 独联体 | 15+万辆 | 中国品牌主导，23年市占率达60%+，本土品牌次之 俄罗斯进口政策有所收紧 | 可触达，已开拓 | 80.0% | 12+万辆 |
| 中东 | 4-5万辆 | 进口欧美系为主，中国品牌凭借性价比优势占据一定市场 | 可触达，开拓中 | 60.0% | 2.5-3万辆 |
| 非洲 | 8-9万辆 | 中国品牌实现对欧系二手车替代，市占率50%+，市场持续扩容 | 可触达，已开拓 | 85.0% | 7+万辆 |
| 拉美 | 12+万辆 | 墨西哥+巴西市场为主，欧美系品牌占主要份额 巴西市场准入门槛较高 | 可触达，开拓前期 | 40.0% | 4.8+万辆 |
| 澳洲 | 5-6万辆 | 当前中国品牌市占率低，有突破可能 | 可触达，开拓前期 | 50.0% | 2.5-3万辆 |
| 合计 | 154+万辆 | 欧洲+北美+南亚+东亚难触达，其余市场为中国品牌出海空间 | 可触达市场合计56万辆 | 海外市占率26.2% | 2030E出口量约40+万辆 |



■ **一、复盘：独联体/亚非拉贡献爆发的核心增量**

■ **二、展望：海外有望再造一个国内重卡市场**

■ **三：利好：重汽/潍柴/解放/福田等均受益**

■ **四：投资建议与风险提示**

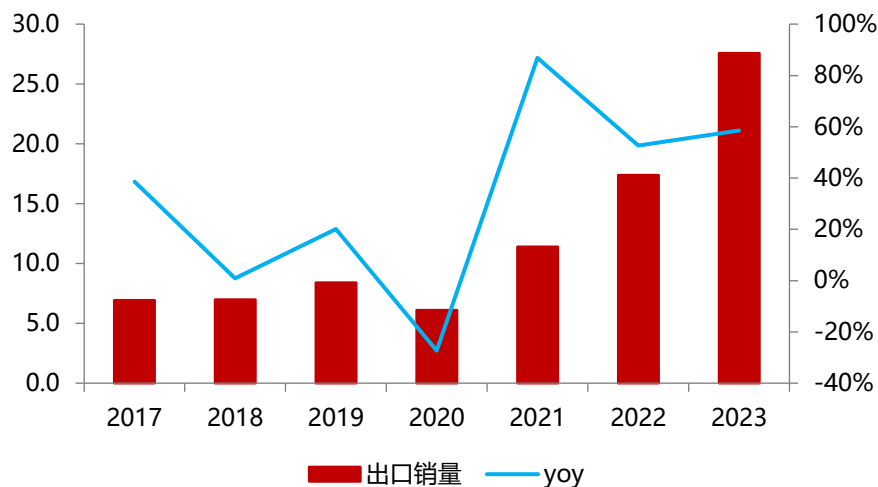
一、复盘：出口爆发，独联体及亚非市场为主

本部分核心回答以下问题：

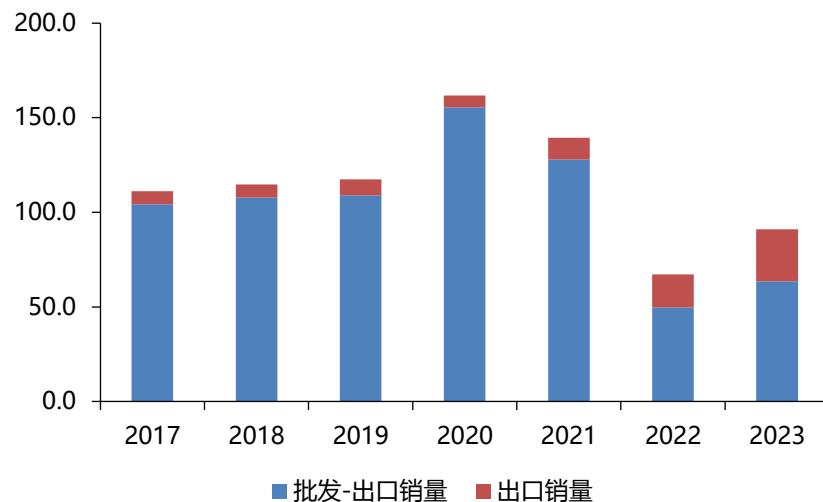
- ✓ 出口对我国重卡总量的意义几何？
- ✓ 出口有哪些重点市场值得关注？

- **2021年起重卡出口爆发：**据中汽协，2021/2022/2023年，我国重卡出口分别11.4/17.4/27.6万辆；2020-2023年重卡出口量累计增加21.5万辆，2020-2023年 CAGR 65.4%。
- **出口是本轮重卡上行周期的重要增量。**2023年，我国重卡出口/批发-出口销量分别27.6/63.5万辆，同比分别+58.6%/+27.6%，出口拉动整体销量增长。拆分增量来看，2023年我国重卡批发销量增长23.9万辆，其中内销增长13.7万辆，出口增长10.2万辆。

图：2017年至今国内重卡出口销量（万辆）及增速（%）



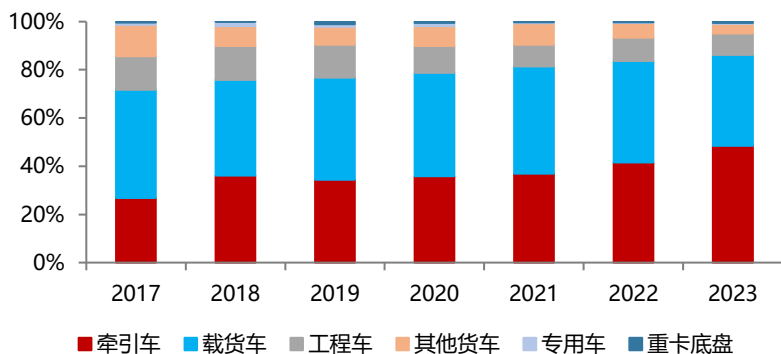
图：2017年至今国内重卡分结构销量（万辆）



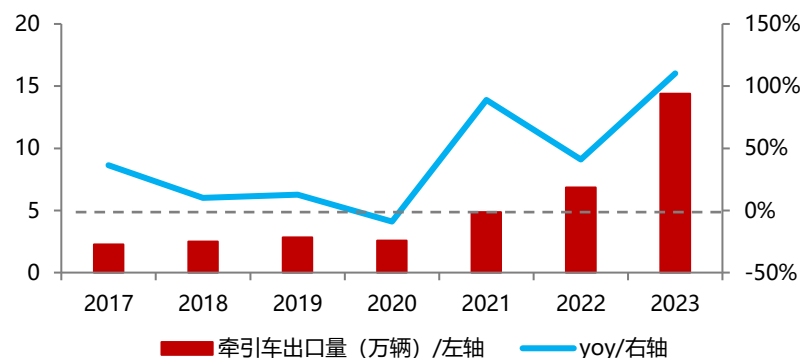
产品类别：出口产品以牵引车及载货车为主

- **出口产品以牵引车及载货车为主。**我们将重卡海关出口车型划分为牵引车/载货车/工程车/专用车/其他货车/重卡底盘，23年出口产品中牵引车/载货车分别14.4/11.2万辆，分别占出口总量的48.5%/37.8%；工程车/其他货车/专用车/重卡底盘分别2.6/1.2/0.98/1.9万辆，分别占出口总量的8.8%/4.0%/0.3%/0.6%。
- **趋势来看，近3年牵引车出口销量增长最快。**23年牵引车/载货车/工程车+重卡底盘出口销量同比增速分别为110.3%/62.1%/68.2%；20-23年出口销量CAGR分别为77.6%/54.1%/49.4%。

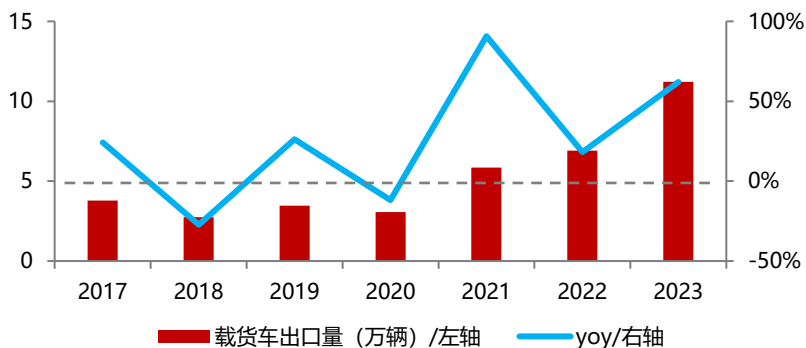
图：17-23年重卡分产品出口占比



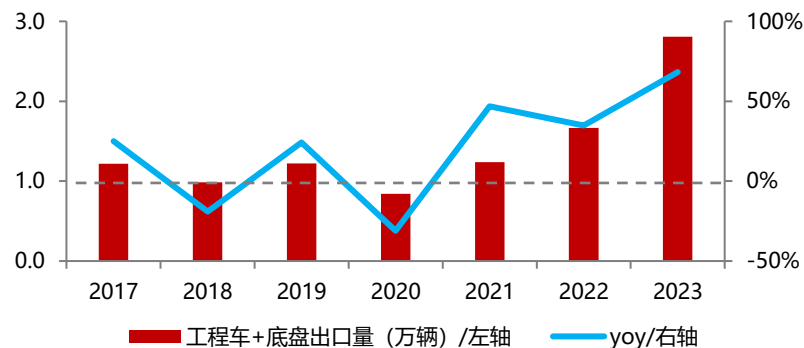
图：17-23年牵引车出口销量及同比增速（万辆）



图：17-23年载货车出口销量及同比增速（万辆）



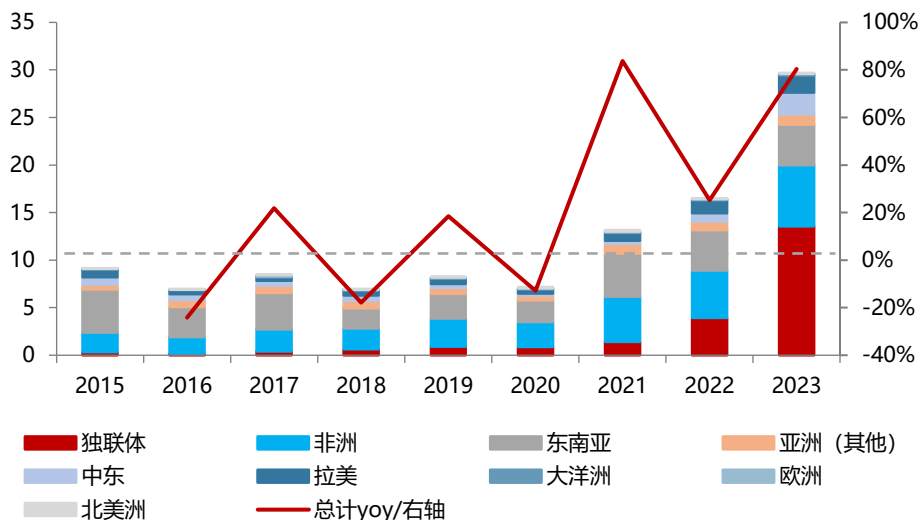
图：17-23年工程车+重卡底盘出口销量及同比增速（万辆）



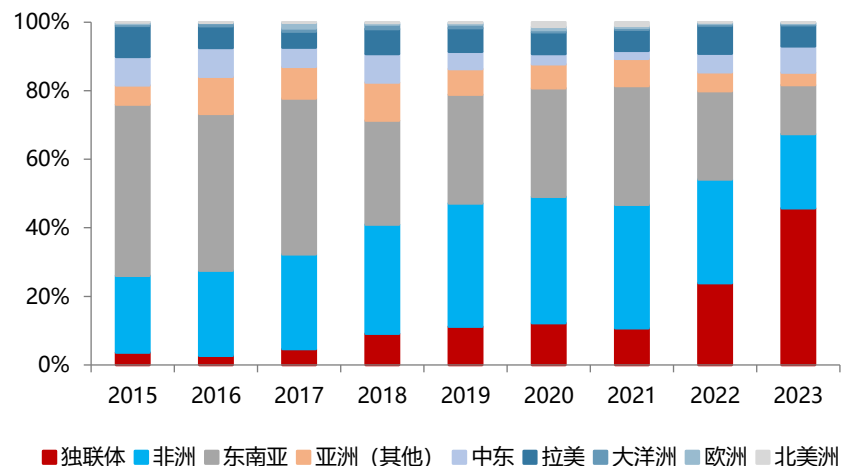
区域流向：独联体/非洲/东南亚为出口主要市场

- **分区域来看，独联体/非洲/东南亚是出口主要市场。**23年我国重卡出口量达29.7万辆，前三大市场分别为独联体/非洲/亚洲，销量分别13.6/6.4/4.3万辆，占比分别45.7%/21.6%/14.4%，合计占比达81.7%。细分来看，独联体以俄罗斯为主，23年出口量11.3万辆，占出口独联体销量的83%。
- **趋势来看，独联体/中东是出口增速最快的市场。**23年独联体/中东出口销量分别同比+245%/+159%，20-23年独联体/中东出口销量CAGR分别+149%/+120%。此外，23年出口大洋洲/拉美/非洲/欧洲销量分别同比+53%/+34%/+29%/+28%。

图：15-23年重卡分区域出口销量（万辆）及合计同比增速（%）



图：15-23年重卡分区域出口销量占比（%）



国别流向：俄罗斯是最主要的出口流向国

- 分国别来看，21-23年我国重卡出口销量CR10国家合计占比维持在60%以上。21/22/23年国内重卡出口TOP10国家销量分别为8.1/10.2/19.9万辆，分别占比61.7%/61.9%/67.1%。
- 俄罗斯是最主要的出口流向国。2022年起，俄罗斯成为我国重卡出口第一流向国，22/23年流向俄罗斯销量分别3.0/11.3万辆，占出口总量的18.4%/37.9%，大幅领先于第二流向国份额。

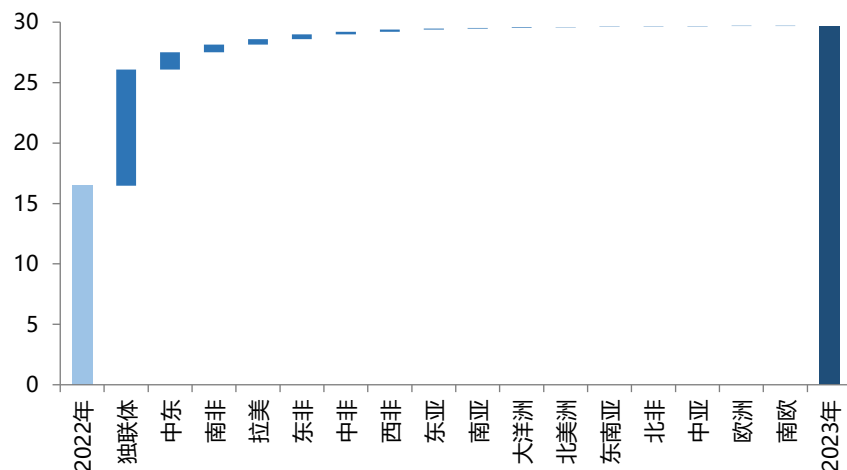
图：21-23年重卡出口TOP10国家销量（辆）及占比（%）

| 2021年 | | | 2022年 | | | 2023年 | | |
|----------------|--------------|--------------|----------------|---------------|--------------|----------------|---------------|--------------|
| TOP10国家 | 销量 | 销量占比 | TOP10国家 | 销量 | 销量占比 | TOP10国家 | 销量 | 销量占比 |
| 越南 | 23366 | 17.8% | 俄罗斯 | 30235 | 18.4% | 俄罗斯 | 112579 | 37.9% |
| 菲律宾 | 11510 | 8.8% | 越南 | 19040 | 11.6% | 菲律宾 | 13012 | 4.4% |
| 尼日利亚 | 10145 | 7.7% | 菲律宾 | 9896 | 6.0% | 沙特阿拉伯 | 12178 | 4.1% |
| 蒙古 | 7756 | 5.9% | 尼日利亚 | 8214 | 5.0% | 乌兹别克斯坦 | 11871 | 4.0% |
| 俄罗斯 | 6866 | 5.2% | 坦桑尼亚 | 8050 | 4.9% | 坦桑尼亚 | 10098 | 3.4% |
| 吉布提 | 5320 | 4.0% | 印度尼西亚 | 6606 | 4.0% | 印度尼西亚 | 9505 | 3.2% |
| 印度尼西亚 | 5160 | 3.9% | 蒙古 | 6543 | 4.0% | 越南 | 9015 | 3.0% |
| 加纳 | 3737 | 2.8% | 乌兹别克斯坦 | 4672 | 2.8% | 尼日利亚 | 7263 | 2.4% |
| 坦桑尼亚 | 3665 | 2.8% | 吉布提 | 4439 | 2.7% | 蒙古 | 7233 | 2.4% |
| 乌兹别克斯坦 | 3637 | 2.8% | 阿联酋 | 4154 | 2.5% | 墨西哥 | 6528 | 2.2% |
| TOP10合计 | 81162 | 61.7% | TOP10合计 | 101849 | 61.9% | TOP10合计 | 199282 | 67.1% |

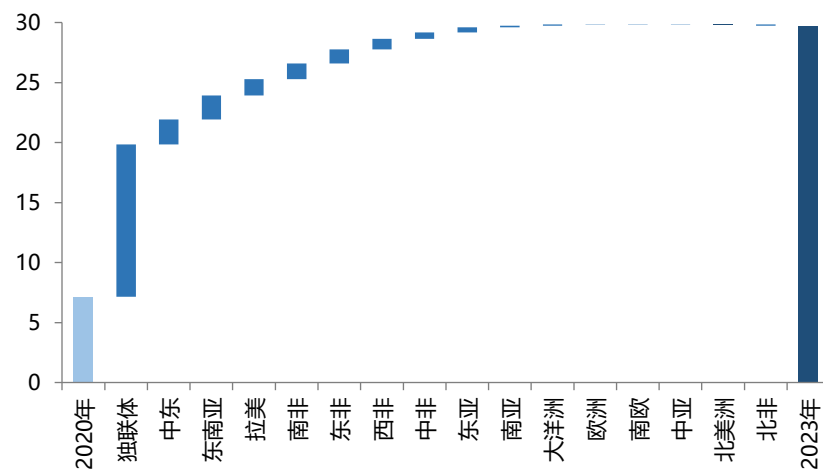
增量来源：23年增长主要由独联体拉动

- **拆分增量来看，23年出口增长主要由独联体拉动。**23年我国重卡出口量增长13.2万辆，前三大增量市场独联体/非洲/中东分别增长9.6/1.4/1.4万辆，合计贡献了94%的增量，其中独联体贡献了72%的增量，而出口规模较大的亚洲市场则维持稳定。
- **近3年出口前三大增量市场分别为独联体/非洲/亚洲。**20-23年我国重卡出口累计增长22.5万辆，前三大增量市场独联体/非洲/亚洲分别增长12.7/3.8/2.6万辆，合计贡献了84.5%的增量，其中独联体贡献了56%的增量。

图：2022-2023年分地区重卡出口增量（万辆）



图：2020-2023年分地区重卡出口增量（万辆）



二、展望：海外有望再造一个国内重卡市场

本部分核心回答以下问题：

- ✓ 海外市场的真实空间有多大？其中我国可触达的市场空间有多大？
- ✓ 不同市场呈现何种格局？未来出口的重点增量在哪里？

海外市场总规模约154+万辆，可触达市场约56+万辆

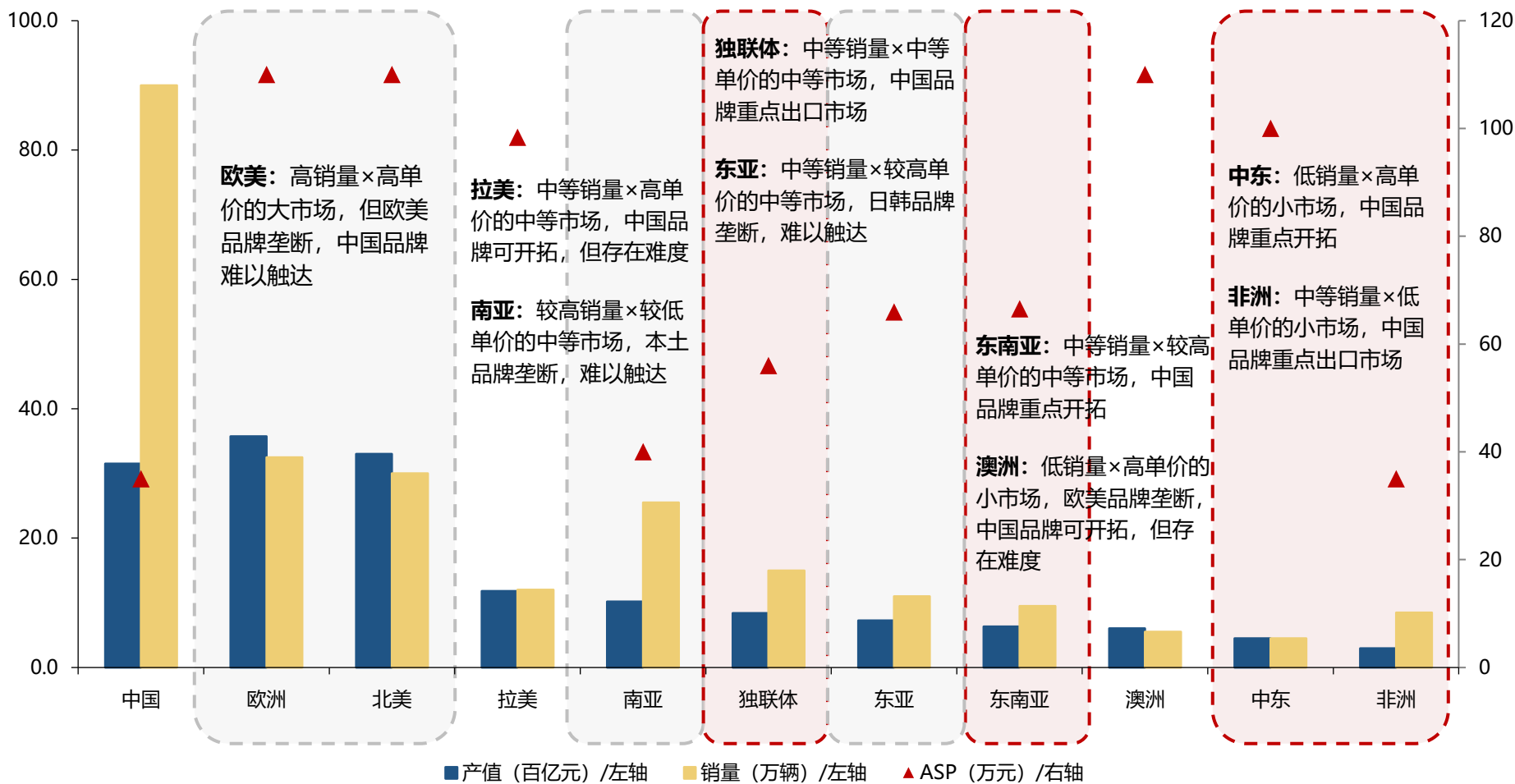
- **总体情况：海外重卡市场总规模约154+万辆，其中中国品牌可触达市场约56+万辆。**综合考虑当地竞争格局，假设市场规模不变，给定3~5年后市占率，测算得3~5年后出口量可达40万辆，中汽协口径下，2023年我国重卡出口量27.6万辆，3~5年累计有45.7%的增长空间。

图：海外各区域市场情况总览

| 区域 | 市场规模 | 竞争格局 | 自主重卡可触达程度 | 预测3~5年后市占率 | 3~5年后出口规模 |
|-----------|---------------|------------------------------------------|--------------------|-------------------|-----------------------|
| 欧洲 | 30-35万辆 | 欧系品牌垄断 | 难触达 | 3.0% | 约1万辆 |
| 北美 | 约30万辆 | 欧美四大品牌戴姆勒+帕卡+沃尔沃+纳威司达垄断 | 难触达 | 3.0% | 约1万辆 |
| 东亚 | 约11万辆 | 日韩品牌为主，国际品牌主要为戴姆勒+塔塔 蒙古部分进口中国品牌 | 部分可触达 | 20.0% | 约2.2万辆 |
| 南亚 | 25+万辆 | 印度市场为主，本土品牌塔塔+Ashok Leyland+Eicher主导 | 难触达 | 5.0% | 1.3+万辆 |
| 东南亚 | 9-10万辆 | 日系主导，欧系次之，中国品牌替代日系二手车，占据一定份额 | 可触达，开拓中 | 60.0% | 5.5-6万辆 |
| 独联体 | 15+万辆 | 中国品牌主导，23年市占率达60%+，本土品牌次之 俄罗斯进口政策有所收紧 | 可触达，已开拓 | 80.0% | 12+万辆 |
| 中东 | 4-5万辆 | 进口欧美系为主，中国品牌凭借性价比优势占据一定市场 | 可触达，开拓中 | 60.0% | 2.5-3万辆 |
| 非洲 | 8-9万辆 | 中国品牌实现对欧系二手车替代，市占率50%+，市场持续扩容 | 可触达，已开拓 | 85.0% | 7+万辆 |
| 拉美 | 12+万辆 | 墨西哥+巴西市场为主，欧美系品牌占主要份额 巴西市场准入门槛较高 | 可触达，开拓前期 | 40.0% | 4.8+万辆 |
| 澳洲 | 5-6万辆 | 当前中国品牌市占率低，有突破可能 | 可触达，开拓前期 | 50.0% | 2.5-3万辆 |
| 合计 | 154+万辆 | 欧洲+北美+南亚+东亚难触达，其余市场为中国品牌出海空间 | 可触达市场合计56万辆 | 海外市占率26.2% | 2030E出口量约40+万辆 |

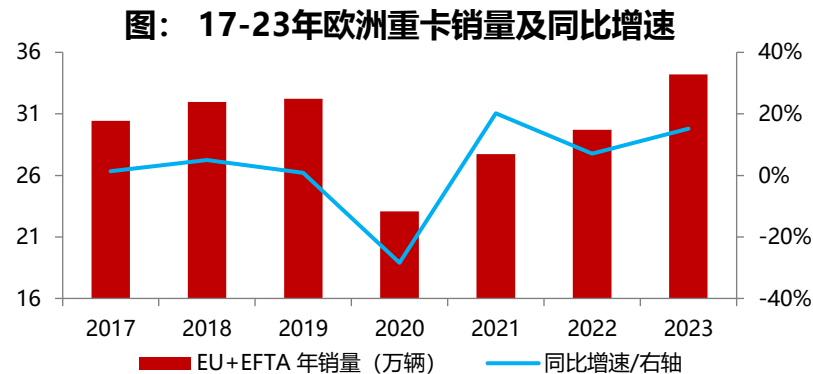
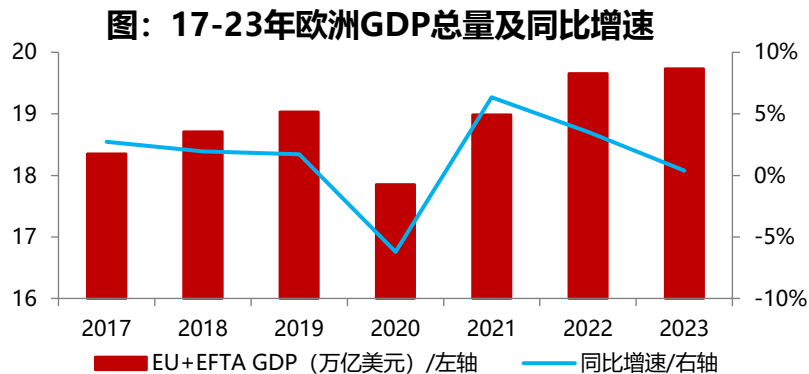
海外总产值1.26万亿元，可触达市场约0.41万亿元

- 产值视角下，全球重卡市场规模1.58万亿元，其中中国市场规模0.32万亿元，海外市场规模1.26万亿元；剔除欧美/日韩/南亚以外，海外可触达市场产值约0.41万亿元。



欧洲-总量：市场规模30-35万辆，更新需求为主

- **市场规模：**根据ACEA数据及我们测算，欧洲（EU+EFTA国家）市场规模约30-35万辆。
- **需求特征：**1) 单车对应GDP较高；2) 重卡生命周期长，报废率低；3) 重卡销量以报废更新为主，23年销量34.2万辆中，测算新增运力/报废更新需求分别2.6/31.6万辆。



图：欧洲重卡销量测算模型

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EU+EFTA GDP (万亿美元) | 18.4 | 18.7 | 19.0 | 17.9 | 19.0 | 19.7 | 19.7 | 19.9 | 20.2 |
| yoy | 2.7% | 2.0% | 1.7% | -6.2% | 6.3% | 3.5% | 0.4% | 0.7% | 1.6% |
| 单车对应GDP (万美元) | 299.7 | 299.6 | 300.5 | 279.9 | 288.7 | 297.6 | 297.6 | 297.6 | 300.0 |
| 保有量 (万辆) | 612.4 | 624.5 | 633.3 | 637.7 | 657.6 | 660.7 | 663.3 | 667.9 | 673.1 |
| 报废率 | | 3.2% | 3.8% | 2.9% | 1.2% | 4.1% | 4.8% | 4.5% | 4.5% |
| 保有量变化量 (万辆) | | 12.2 | 8.8 | 4.4 | 19.8 | 3.1 | 2.6 | 4.6 | 5.2 |
| 报废量 (万辆) | | 19.8 | 23.4 | 18.6 | 7.9 | 26.6 | 31.6 | 29.8 | 30.1 |
| EU+EFTA 年销量 (万辆) | 30.4 | 32.0 | 32.2 | 23.1 | 27.7 | 29.7 | 34.2 | 34.5 | 35.2 |

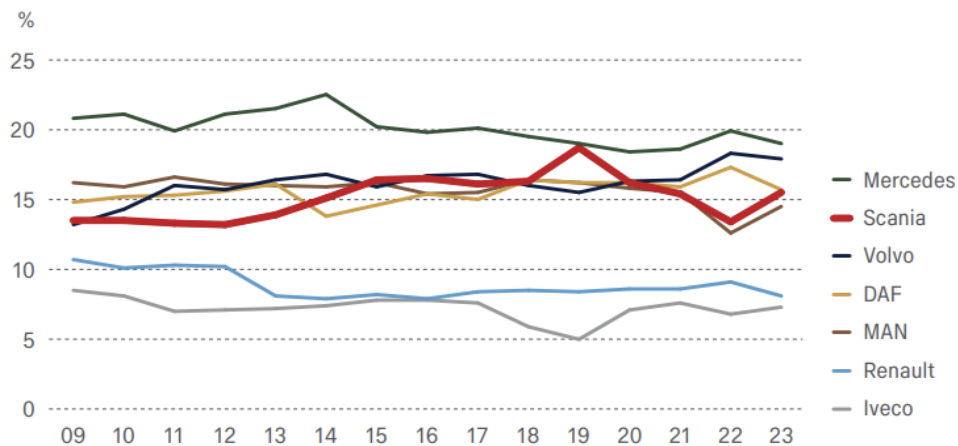
数据来源：Wind, Scania年报, ACEA, 世界银行, 东吴证券研究所

注：(1) EU+EFTA GDP及销量口径包括英国/挪威/瑞士/冰岛，不包含马耳他；(2) 红色字体为客观历史数值，蓝色字体为假设值，黑色字体为公式测算值，下同

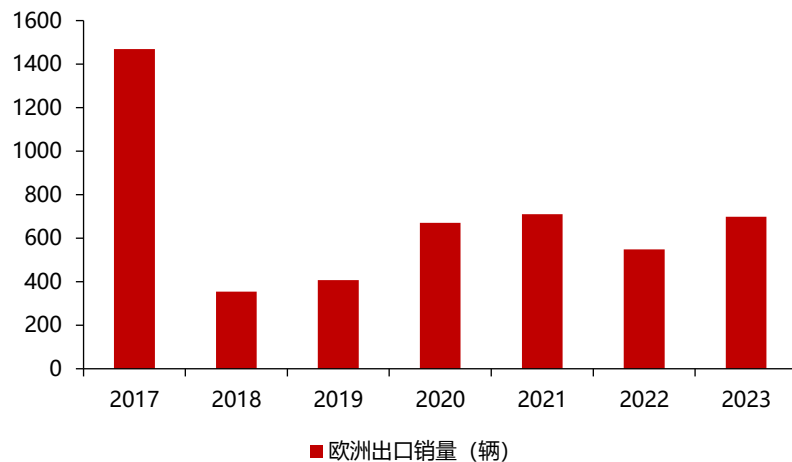
欧洲-格局：欧系品牌占据95%份额，格局稳固

- **市场格局：欧系品牌占据垄断地位，23年7大欧系品牌合计市占率约95%**。其中戴姆勒、沃尔沃市占率位于15%-20%区间，DAF、斯堪尼亚、MAN市占率稳定在15%左右，雷诺、依维柯市占率位于5%-10%区间。09年至今欧洲市场格局稳固，7大欧系品牌始终占据90%以上市场份额，海外品牌突破困难。
- **中国品牌**：23年出口欧洲销量不足1000辆，长周期来看没有明显增长趋势，中国品牌突破欧洲市场难度大。

图：09-23年欧盟+EFTA重卡分品牌市占率



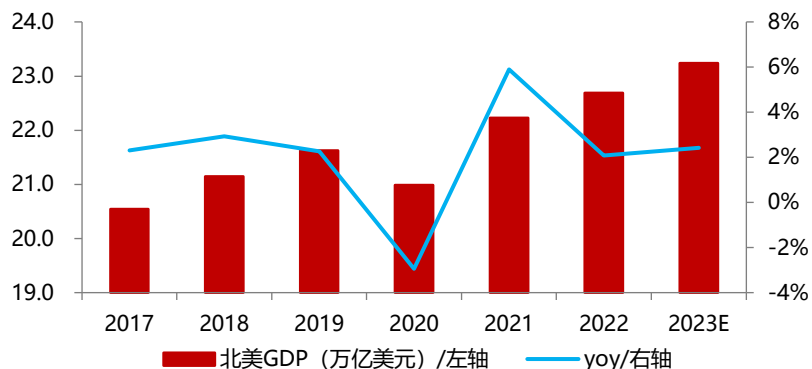
图：17-23年中国出口欧洲重卡销量（辆）



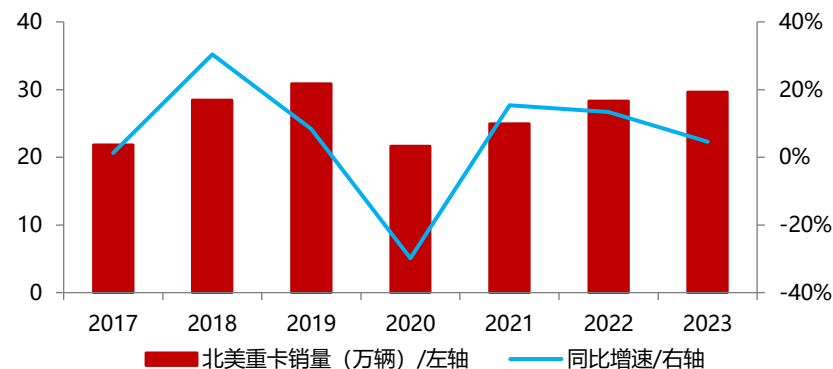
北美-总量：稳态规模30万辆，更新需求为主

- **市场规模：稳态销量规模30万辆左右。** 17-23年北美GDP总量CAGR 2.1%，重卡销量CAGR 5.2%。
- **需求特征：** 1) 北美重卡单车对应GDP数值较高； 2) 经济慢增长下新增运力需求不大，重卡销量以**报废更新需求为主**，测算23年总销量29.7万辆中，新增运力/报废更新需求分别7.6/22.0万辆； 3) 5年平均报废率7.2%，略低于我国平均报废率。

图：17-23年北美GDP总量及同比增速



图：17-23年北美重卡销量及同比增速

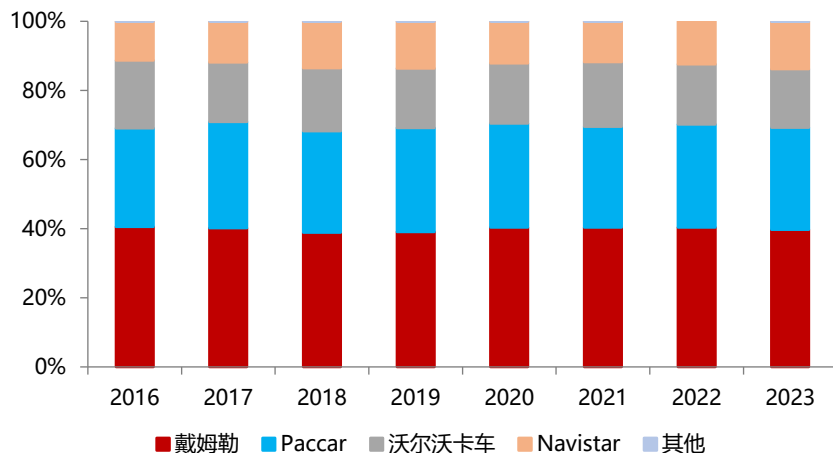


图：北美重卡销量测算模型

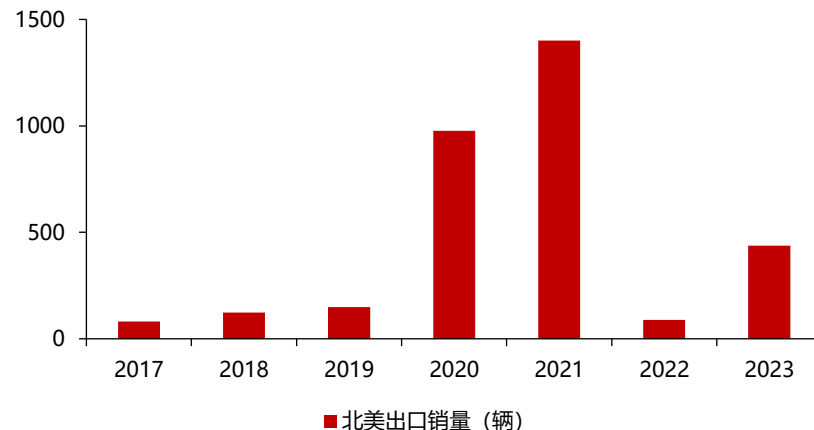
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 北美GDP (万亿美元) | 20.5 | 21.1 | 21.6 | 21.0 | 22.2 | 22.7 | 23.3 | 23.6 | 24.0 |
| yoy | 2.3% | 2.9% | 2.3% | -2.9% | 5.9% | 2.1% | 2.5% | 1.6% | 1.7% |
| 单车对应GDP (万美元) | 738.1 | 738.1 | 738.1 | 738.1 | 738.1 | 738.1 | 738.1 | 738.1 | 738.1 |
| 保有量 (万辆) | 278.3 | 286.5 | 293.0 | 284.4 | 301.1 | 307.4 | 315.0 | 320.1 | 325.6 |
| 报废率 | 5.7% | 7.3% | 8.5% | 10.3% | 2.9% | 7.3% | 7.2% | 7.2% | 7.2% |
| 保有量变化量 (万辆) | 6.3 | 8.2 | 6.5 | -8.6 | 16.8 | 6.3 | 7.6 | 5.1 | 5.5 |
| 报废量 (万辆) | 15.6 | 20.3 | 24.4 | 30.3 | 8.2 | 22.1 | 22.0 | 22.6 | 22.9 |
| 终端销量 (万辆) | 21.8 | 28.5 | 30.9 | 21.7 | 25.0 | 28.4 | 29.7 | 27.7 | 29.7 |

- **市场格局：戴姆勒/帕卡/沃尔沃/纳威司达四大欧美系品牌垄断市场。** 23年戴姆勒/帕卡/沃尔沃/纳威司达市占率分别39.7%/29.6%/16.9%/13.7%，合计占据近100%市场。**趋势来看，四大品牌垄断格局长期稳固，16-23年，戴姆勒/沃尔沃两大欧系品牌市占率分别小幅下滑0.9/2.7pct，帕卡/纳威司达两大美系品牌市占率分别小幅提升1.1/2.5pct。**
- **中国品牌：**23年出口北美销量不足1000辆，长周期来看没有明显增长趋势，中国品牌突破北美市场难度大。

图：16-23年北美重卡分品牌市占率



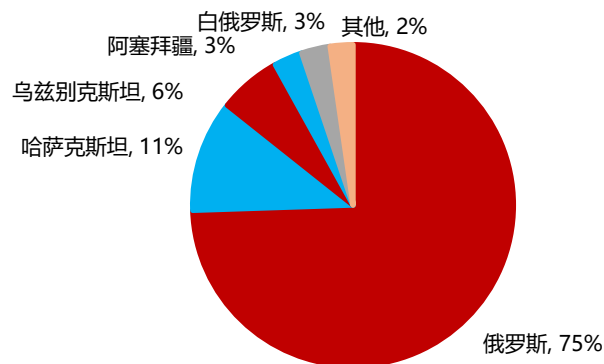
图：17-23年中国出口北美重卡销量（辆）



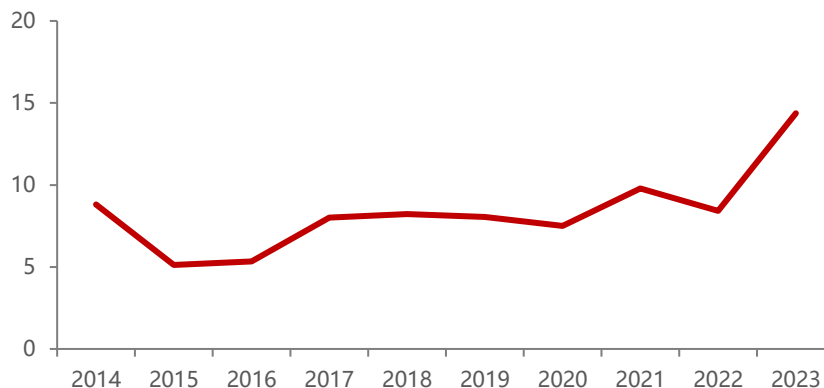
独联体-总量：市场规模15-20万辆，有扩容趋势

- **市场规模：**独联体国家经济体量上以俄罗斯为主，俄罗斯卡车市场具有扩容趋势，我们测算独联体市场总量15-20万辆左右。
- **需求特点：**1) 经济总量规模相对稳定，报废更新需求为主；2) 单车对应GDP较低；3) 重卡生命周期5-7年，报废更新率平均值和我国接近。

图：2022年独联体国家GDP构成



图：14-23年俄罗斯卡车市场规模（万辆）

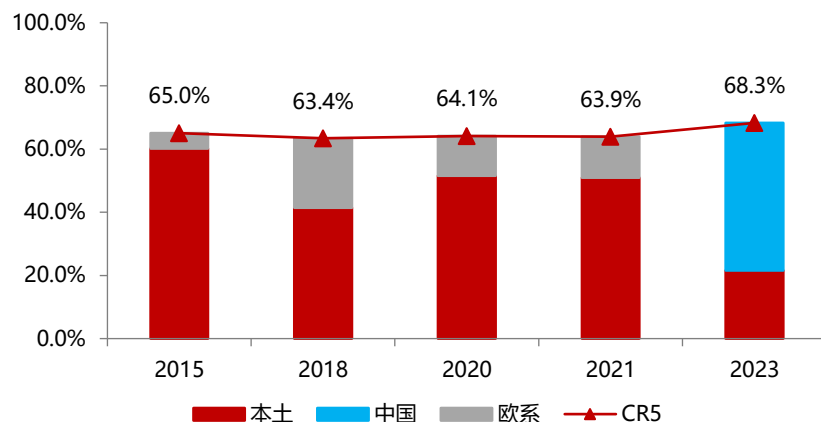


图：独联体重卡销量测算模型

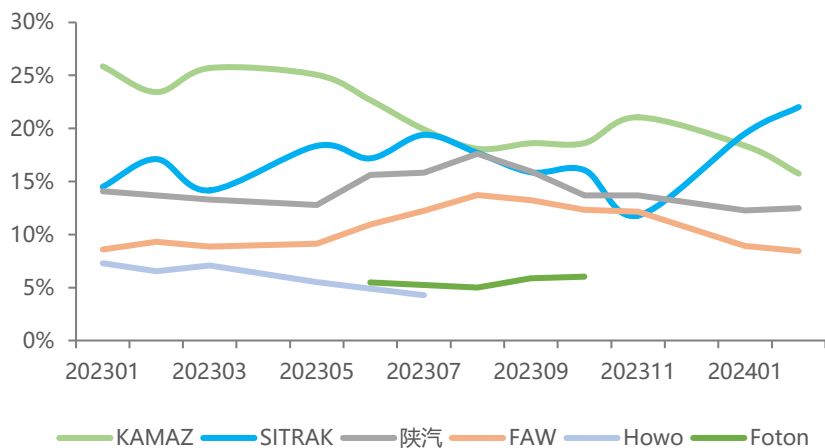
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 独联体GDP (亿美元) | 18821 | 19332 | 18868 | 19912 | 19759 | 20360 | 20769 | 21132 |
| yoy | 3.1% | 2.7% | -2.4% | 5.5% | -0.8% | 3.0% | 2.0% | 1.7% |
| 单车对应GDP (万美元) | 90.7 | 92.6 | 94.6 | 96.7 | 98.9 | 101.1 | 102.0 | 103.0 |
| 保有量 (万辆) | 207.5 | 208.7 | 199.4 | 205.9 | 199.9 | 201.4 | 203.6 | 205.2 |
| 报废率 | 4.5% | 4.4% | 8.9% | 2.0% | 8.8% | 6.9% | 7.0% | 7.0% |
| 保有量变化量 (万辆) | 1.3 | 1.2 | -9.3 | 6.5 | -6.0 | 1.5 | 2.2 | 1.5 |
| 报废量 (万辆) | 9.3 | 9.1 | 18.6 | 4.0 | 18.2 | 13.8 | 14.1 | 14.3 |
| 年度销量 (万辆) | 10.6 | 10.3 | 9.3 | 10.5 | 12.2 | 15.3 | 16.3 | 15.8 |

- 以俄罗斯为例看独联体市场格局：
- 中国品牌实现对本土/欧系品牌替代。2015年，俄罗斯市场前5大重卡品牌中，本土品牌市占率达60.2%，欧系品牌达4%，而2023年前5大重卡品牌中本土品牌市占率21.6%，无欧系品牌，中国品牌市占率跃升至46.7%。
- 2024Q1中国品牌市占率达62.6%。2022-2024Q1，中国品牌市占率由30.5%提升至62.6%；其中以重汽/陕汽/一汽为主，2024Q1市占率分别24.1%/12.4%/9.7%。

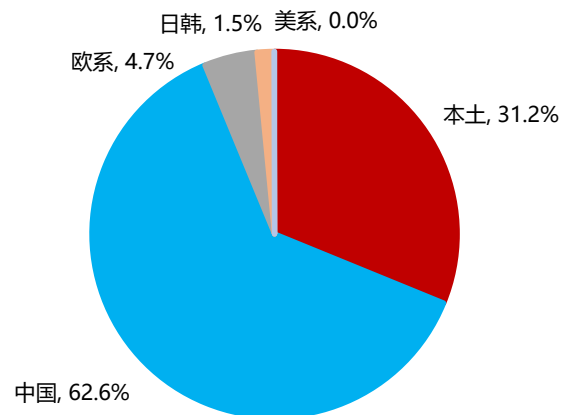
图：2015-2023年俄罗斯前5大品牌分派系市占率



图：2023年至今俄罗斯前6大品牌市占率



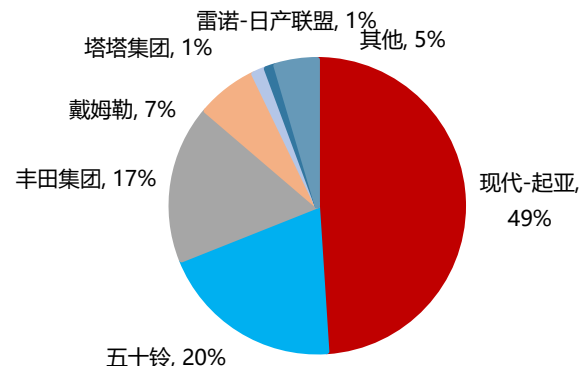
图：2024Q1俄罗斯分系别重卡市占率



亚洲-东亚：市场规模约11万辆，日韩品牌为主

- **市场规模：**据我们测算，23年东亚市场重卡规模约11万辆，其中可触达市场（蒙古&朝鲜）规模约1.35万辆，随GDP增长而快速扩容。
- **市场格局：**日韩市场本土品牌为主，中国品牌突破较为困难。以卡车市场整体竞争格局来看，23年日韩卡车市场中，现代-起亚/五十铃/丰田分别占据49.0%/20.0%/17.3%的份额，CR3达86.3%；其他系别品牌以欧系的戴姆勒/印度的塔塔集团为主。

图：2023年日韩卡车市场分品牌市占率

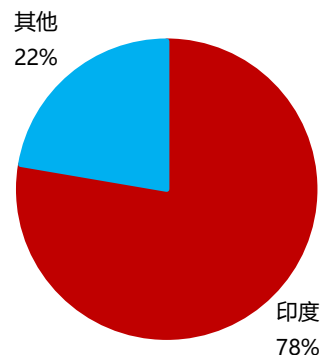


图：东亚重卡销量测算模型

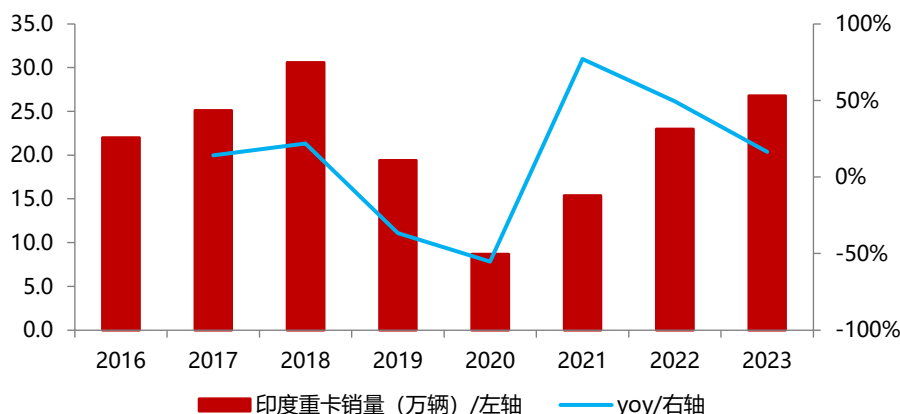
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| GDP (亿美元) | | | | | | | | | |
| 日韩 | 61,104 | 61,850 | 62,025 | 60,016 | 61,836 | 62,707 | 63,836 | 64,410 | 64,926 |
| 蒙古&朝鲜 | 467 | 462 | 471 | 450 | 452 | 458 | 485 | 515 | 548 |
| 单车对应GDP (万美元) | | | | | | | | | |
| 日韩 | 700 | 700 | 700 | 700 | 700 | 700 | 700 | 700 | 700 |
| 蒙古&朝鲜 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 保有量 (万辆) | | | | | | | | | |
| 日韩 | 87.3 | 88.4 | 88.6 | 85.7 | 88.3 | 89.6 | 91.2 | 92.0 | 92.8 |
| 蒙古&朝鲜 | 11.7 | 11.6 | 11.8 | 11.2 | 11.3 | 11.5 | 12.1 | 12.9 | 13.7 |
| 保有量变化量 (万辆) | | | | | | | | | |
| 日韩 | 1.8 | 1.1 | 0.3 | -2.9 | 2.6 | 1.2 | 1.6 | 0.8 | 0.7 |
| 蒙古&朝鲜 | -4.1 | -0.1 | 0.2 | -0.5 | 0.1 | 0.2 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| 报废率 | | | | | | | | | |
| 日韩 | 8.7% | 9.2% | 10.5% | 9.0% | 9.0% | 9.0% | 9.0% | 9.0% | 9.0% |
| 蒙古&朝鲜 | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% |
| 报废量 (万辆) | | | | | | | | | |
| 日韩 | 7.43 | 8.00 | 9.29 | 7.97 | 7.72 | 7.95 | 8.06 | 8.21 | 8.28 |
| 蒙古&朝鲜 | 0.95 | 0.70 | 0.69 | 0.71 | 0.67 | 0.68 | 0.69 | 0.73 | 0.77 |
| 年销量 (万辆) | | | | | | | | | |
| 日韩 | 9.19 | 9.06 | 9.54 | 5.10 | 10.32 | 9.20 | 9.67 | 9.03 | 9.02 |
| 蒙古&朝鲜 | -3.14 | 0.59 | 0.91 | 0.17 | 0.73 | 0.84 | 1.35 | 1.48 | 1.60 |
| 总销量 (万辆) | 6.05 | 9.65 | 10.45 | 5.28 | 11.04 | 10.03 | 11.03 | 10.51 | 10.61 |

- **市场规模：**南亚经济体以印度为主，23年印度GDP占南亚的78%。16年至今剔除特殊年份，印度重卡销量中枢约25万辆。
- **市场格局：**印度本土品牌占据主要市场，中国品牌突破较为困难。从23年印度中重卡市场来看，3大本土品牌塔塔/Ashok Leyland/Eicher市占率分别49.4%/31.2%/15.9%，CR3达96.6%。

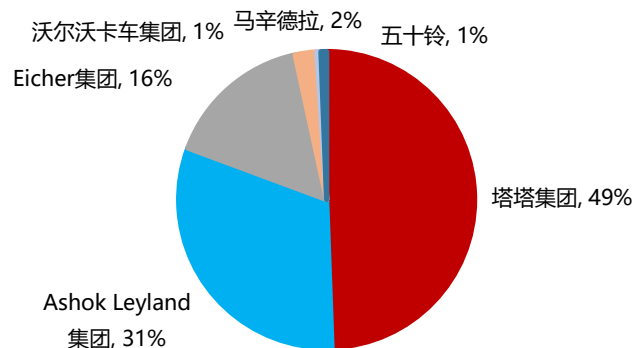
图：2023年南亚国家GDP构成



图：16-23年印度重卡销量及同比增速

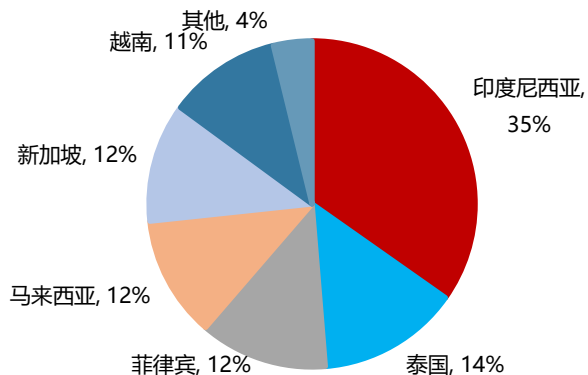


图：2023年印度中重卡市场分品牌市占率

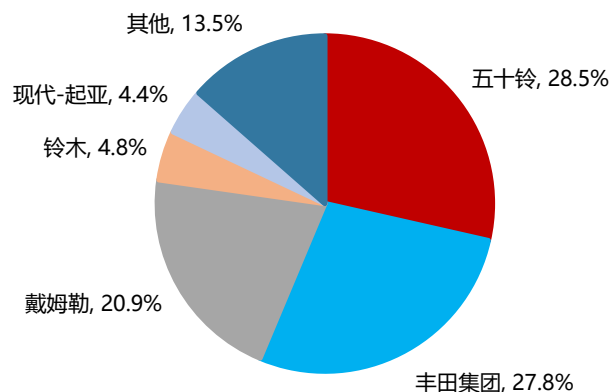


- **市场情况：**按经济体量来看，东南亚市场中印尼规模最大，泰国/菲律宾/马来西亚等中小市场众多。据我们测算，**东南亚市场重卡规模约9万辆**，随东南亚经济发展，市场将持续扩容。
- **市场格局：**日系/欧系品牌占据主要份额，国内自主重卡有望实现持续突破。23年国内自主重卡出口东南亚4.3万辆。在高端产品中，国内重汽汕德卡产品价格跟日系品牌相当，但性能更为突出，中低端产品凭借性价比优势远胜于日系竞品。

图：2022年东南亚分国家GDP构成



图：2023年东南亚卡车分品牌市占率

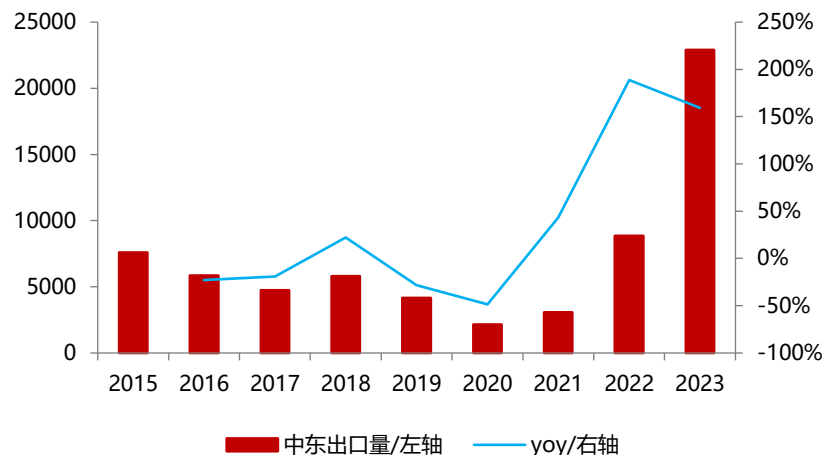


图：东南亚重卡销量测算模型

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 东南亚GDP:亿美元 | 29368 | 30690 | 29504 | 30577 | 32287 | 33599 | 35043 | 36580 |
| yoy | 5.2% | 4.5% | -3.9% | 3.6% | 5.6% | 4.1% | 4.3% | 4.4% |
| 单车对应GDP:万美元 | 230 | 240 | 230 | 240 | 250 | 260 | 270 | 280 |
| 保有量 (万辆) | 127.7 | 127.9 | 128.3 | 127.4 | 129.1 | 129.2 | 129.8 | 130.6 |
| 报废率 | 6.5% | 6.5% | 6.5% | 6.5% | 6.5% | 6.5% | 6.5% | 6.5% |
| 保有量变化量 (万辆) | 0.8 | 0.2 | 0.4 | -0.9 | 1.7 | 0.1 | 0.6 | 0.9 |
| 报废量 (万辆) | 8.2 | 8.3 | 8.3 | 8.3 | 8.3 | 8.4 | 8.4 | 8.4 |
| 年度销量 (万辆) | 9.0 | 8.5 | 8.7 | 7.5 | 10.0 | 8.5 | 9.0 | 9.3 |

- **市场规模：**中东地区以沙特/阿联酋为主，据我们测算，中东市场规模约4-5万辆。
- **需求特征：**1) 以以色列为参考，随经济发展，单车对应GDP增长较快；2) 报废年限3-5年，报废率偏高。
- **竞争格局：**中东地区缺乏工业体系，以进口为主，中东重卡进口欧美系为主，中国品牌出口量快速增长，23年出口中东2.3万辆，已经占据一定市场，**中国品牌重卡凭借性价比优势有望持续替代欧美品牌。**以重汽为例，23年出口沙特销量约1万辆，市占率约30%，未来目标做到50%。

图：15-23年重卡出口中东销量（辆）及同比增速



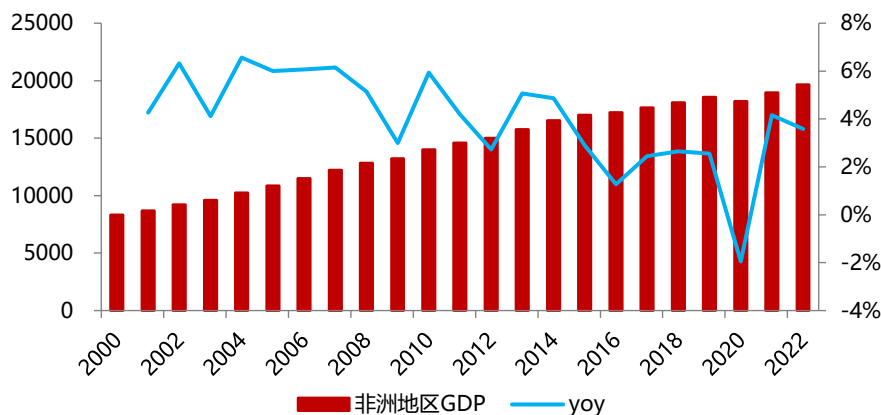
图：中东重卡销量测算模型

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中东GDP:亿美元 | 33784 | 34516 | 34918 | 33611 | 35141 | 37246 | 37954 | 39282 | 40657 |
| yoy | 1.8% | 2.2% | 1.2% | -3.7% | 4.6% | 6.0% | 1.9% | 3.5% | 3.5% |
| 单车对应GDP:万美元 | 163.3 | 180.5 | 201.5 | 214.7 | 260.0 | 293.8 | 330.0 | 370.0 | 415.0 |
| 保有量 (万辆) | 206.8 | 191.2 | 173.3 | 156.6 | 135.2 | 126.8 | 115.0 | 106.2 | 98.0 |
| 报废率 | 12.0% | 10.0% | 12.0% | 12.0% | 16.0% | 10.0% | 13.0% | 12.0% | 12.0% |
| 保有量变化量 (万辆) | | -15.6 | -17.9 | -16.8 | -21.4 | -8.4 | -11.8 | -8.8 | -8.2 |
| 报废量 (万辆) | | 20.7 | 22.9 | 20.8 | 25.0 | 13.5 | 16.5 | 13.8 | 12.7 |
| 年度销量 (万辆) | | 5.1 | 5.1 | 4.0 | 3.7 | 5.1 | 4.7 | 5.0 | 4.5 |

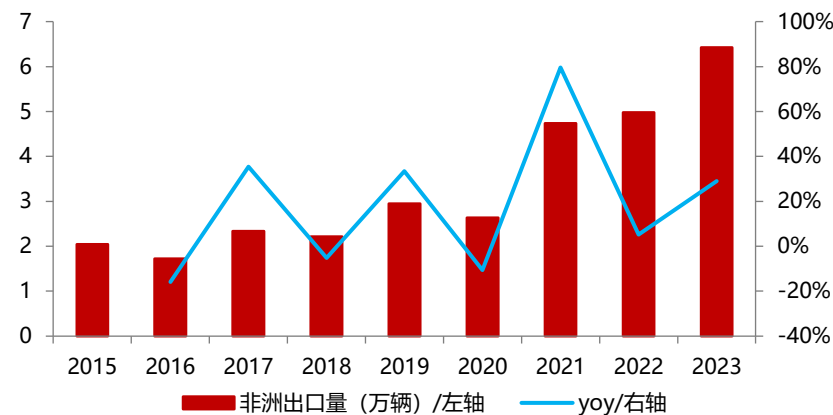
非洲：市场规模8-9万辆，持续扩容，中国品牌主导

- **市场规模：**非洲市场规模8-9万辆，随经济总量增长，市场规模有望持续提升。
- **竞争格局：**之前以欧洲7-8年车龄二手车为主，中国品牌重卡凭借性价比优势逐步替代，当前已占据50%以上市场份额，23年中国品牌重卡出口非洲销量达6.4万辆，同比+29.0%。

图：非洲GDP总量（亿美元）以及同比变化



图：15-23年重卡出口非洲销量（万辆）及同比增速



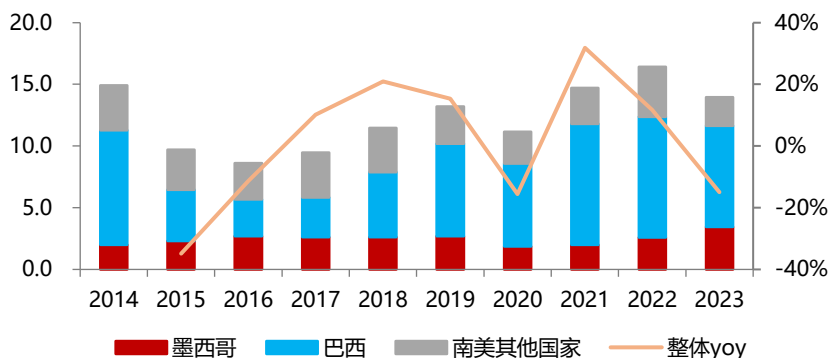
图：非洲重卡销量测算模型

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 非洲GDP:亿美元 | 17642 | 18109 | 18572 | 18208 | 18964 | 19643 | 20347 | 21120 | 21986 |
| yoy | 2.4% | 2.6% | 2.6% | -2.0% | 4.2% | 3.6% | 2.9% | 3.8% | 4.1% |
| 单车对应GDP:万美元 | 170.0 | 170.0 | 170.0 | 170.0 | 170.0 | 170.0 | 170.0 | 170.0 | 170.0 |
| 保有量 (万辆) | 103.8 | 106.5 | 109.2 | 107.1 | 111.6 | 115.5 | 119.7 | 124.2 | 129.3 |
| 报废率 | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| 保有量变化量 (万辆) | | 2.7 | 2.7 | -2.1 | 4.4 | 4.0 | 4.1 | 4.5 | 5.1 |
| 报废量 (万辆) | | 3.1 | 3.2 | 3.3 | 3.2 | 3.3 | 3.5 | 3.6 | 3.7 |
| 年度销量 (万辆) | | 5.9 | 5.9 | 1.1 | 7.7 | 7.3 | 7.6 | 8.1 | 8.8 |

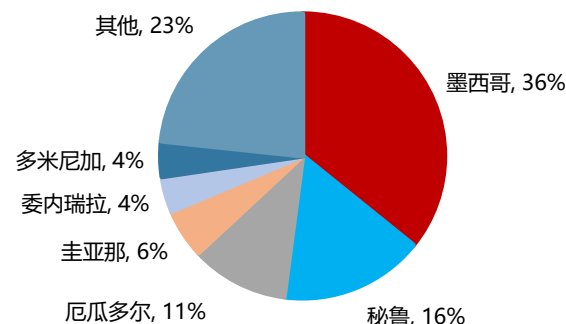
拉美-规模：市场规模约14+万辆，欧美系主导

- **市场规模：预计拉美市场规模14+万辆，以巴西和墨西哥为主。**2023年拉美重卡市场规模13.9万辆，其中墨西哥+巴西约11.6万辆，占总规模的83.5%，**巴西是最大市场。**
- **竞争格局：中国品牌以墨西哥等非巴西市场为主，市占率持续提升，但巴西大市场由欧美品牌垄断。**2023年，中国品牌出口拉美1.8万辆，其中墨西哥占36%，其余为分散出口至各拉美小国，据我们测算，**2020-2023年，中国品牌拉美市占率由4.0%提升至13.1%。**2023年，巴西市场前6大品牌斯堪尼亚/曼/戴姆勒/沃尔沃/依维柯/帕卡合计占据99%的市场份额，由欧美品牌垄断，突破较为困难。

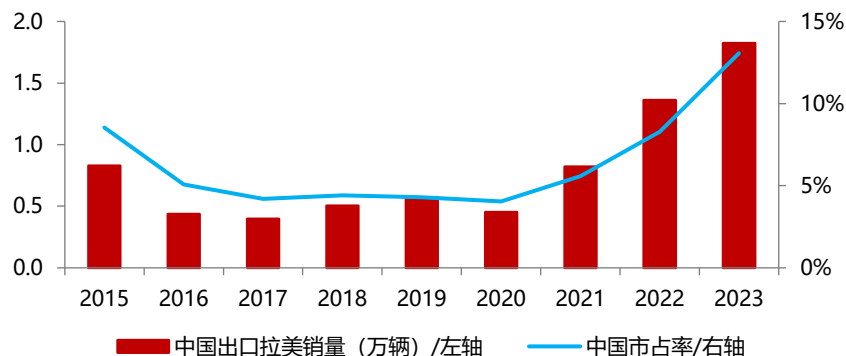
图：2014-2023年拉丁美洲重卡行业销量（万辆）及同比增速



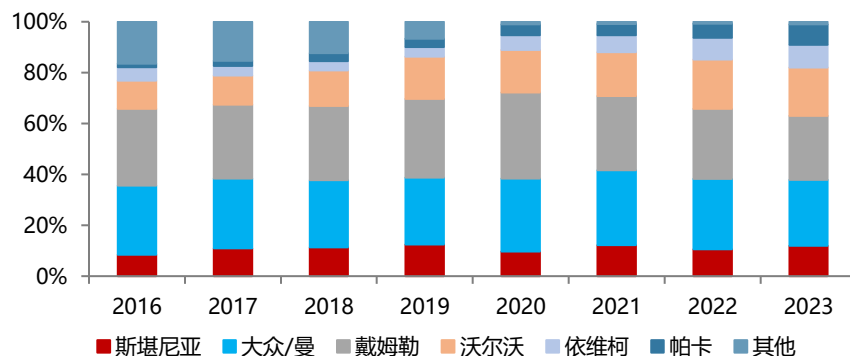
图：2023年重卡出口拉美分国家销量占比



图：2015-2023年重卡出口拉美销量（万辆）及同比增速

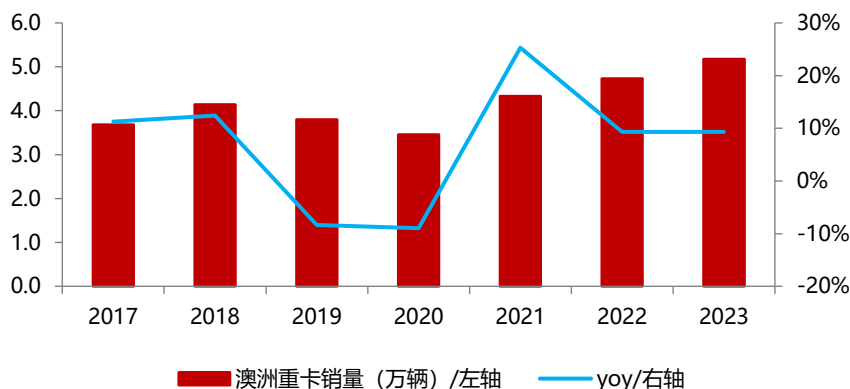


图：2016-2023年巴西市场卡车分品牌销量占比

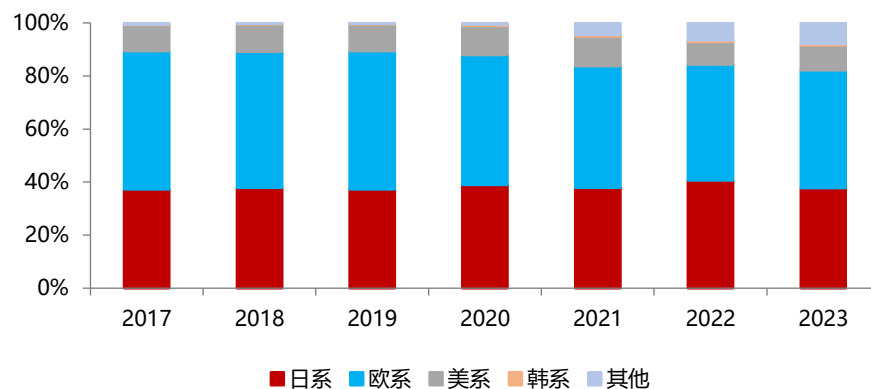


- **市场规模：**23年澳大利亚重卡销量5.2万辆，同比+9.3%，21年起澳洲市场持续扩容。
- **市场格局：日系/欧系为主，其他系别缓慢开拓。**23年，日系/欧系/美系品牌于澳大利亚销量分别2.0/2.3/0.5万辆，市占率分别37.8%/44.4%/9.3%，中国品牌市占率较低。17-23年，日系+欧美品牌市占率由99.3%下降至91.5%，其他系别缓慢开拓。

图：17-23年澳洲重卡销量（万辆）及同比增速



图：17-23年澳洲重卡分品牌市占率



图：澳洲重卡销量测算模型

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 澳大利亚GDP (亿美元) | 14,216 | 14,629 | 14,948 | 14,898 | 15,212 | 15,862 | 16,147 | 16,383 | 16,719 |
| yoy | 2.3% | 2.9% | 2.2% | -0.3% | 2.1% | 4.3% | 1.8% | 1.5% | 2.1% |
| 单车GDP (万美元) | 274.3 | 272.6 | 259.9 | 254.4 | 294.8 | 292.0 | 292.0 | 292.0 | 292.0 |
| 保有量 (万辆) | 51.8 | 53.7 | 57.5 | 58.6 | 51.6 | 54.3 | 55.3 | 56.1 | 57.3 |
| 报废率 | 11.1% | 4.5% | -0.1% | 4.2% | 19.3% | 3.9% | 7.7% | 7.8% | 8.0% |
| 保有量变化量 (万辆) | -2.3 | 1.8 | 3.9 | 1.0 | -7.0 | 2.7 | 1.0 | 0.8 | 1.2 |
| 报废量 (万辆) | 6.0 | 2.3 | -0.1 | 2.4 | 11.3 | 2.0 | 4.2 | 4.3 | 4.5 |
| 销量 (万辆) | 3.7 | 4.1 | 3.8 | 3.5 | 4.3 | 4.7 | 5.2 | 5.1 | 5.6 |

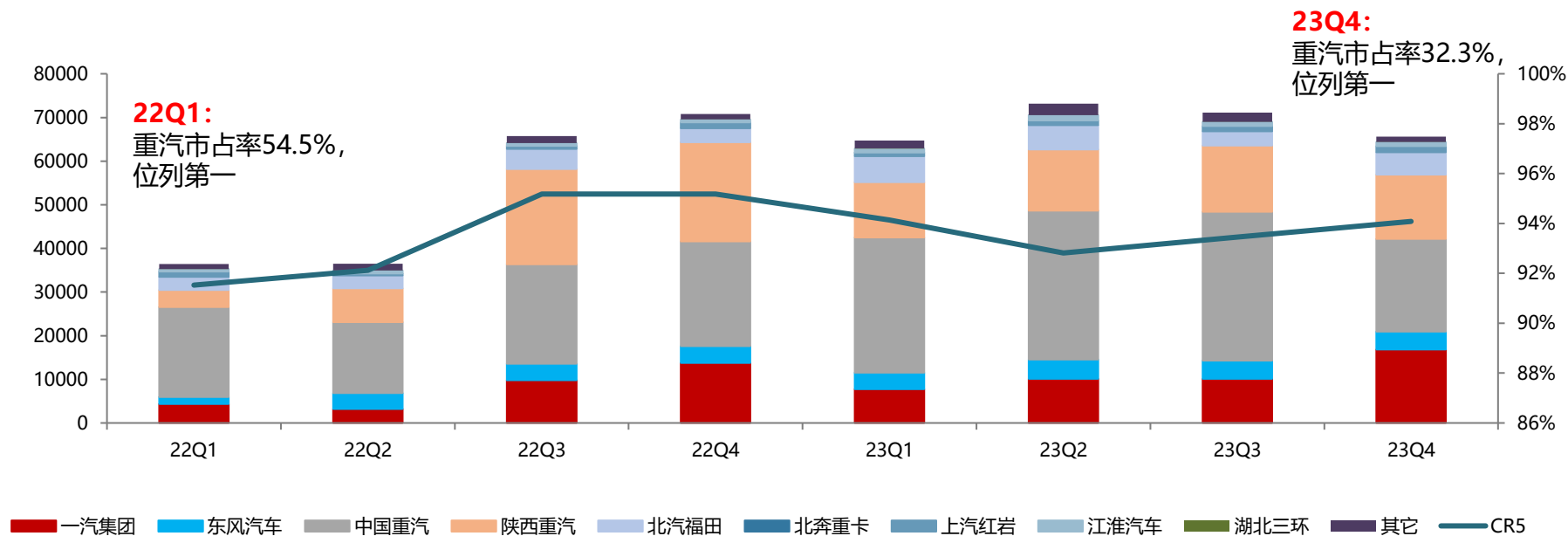
三、利好：重汽/潍柴/解放/福田等均受益

本部分核心回答以下问题：

- ✓ 中国品牌出口格局如何？
- ✓ 哪些车企核心受益？

- **分企业来看，重卡出口格局集中度较高：**据中汽协数据，22/23年国内重卡分别出口21.0/27.6万辆，CR5重卡分别出口19.8/25.8万辆，占比94.0%/93.6%。
- **中国重汽重卡出口市占率行业领先：**23年重卡出口主要车企中，中国重汽/陕西重汽/一汽解放/东风汽车/北汽福田重卡出口市占率分别为43.7%/20.5%/16.2%/5.9%/7.2%。

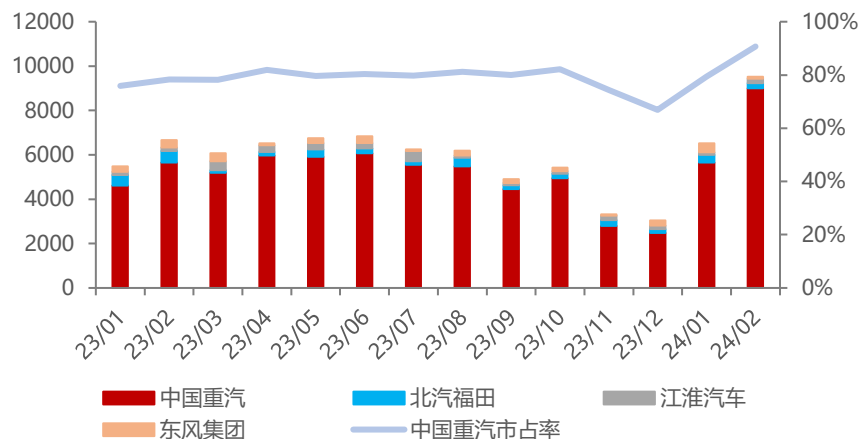
图：国内主要车企重卡出口销量（辆）



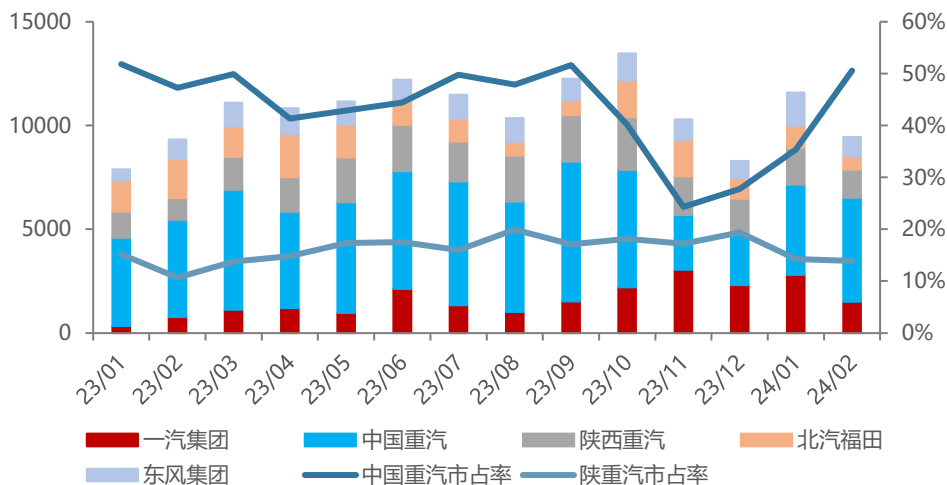
分车企：重汽/陕重汽分别在整车/底盘出口具备显著优势

- **中国重汽重卡整车出口市占率断崖式领先：**23年国内重卡整车出口7.5万辆，其中中国重汽重卡整车出口5.9万辆，占比78.9%，位列行业第一。
- **中国重汽、陕重汽半挂牵引车出口市占率较高：**23年国内半挂牵引车出口13.6万辆，其中重汽、陕重汽分别出口5.9/2.2万辆，占比分别43.5%/16.5%，CR2合计占比60.0%。
- **陕重汽重卡底盘出口市占率行业第一：**23年国内重卡底盘出口6.5万辆，其中陕重汽重卡底盘出口3.4万辆，占比52.5%。

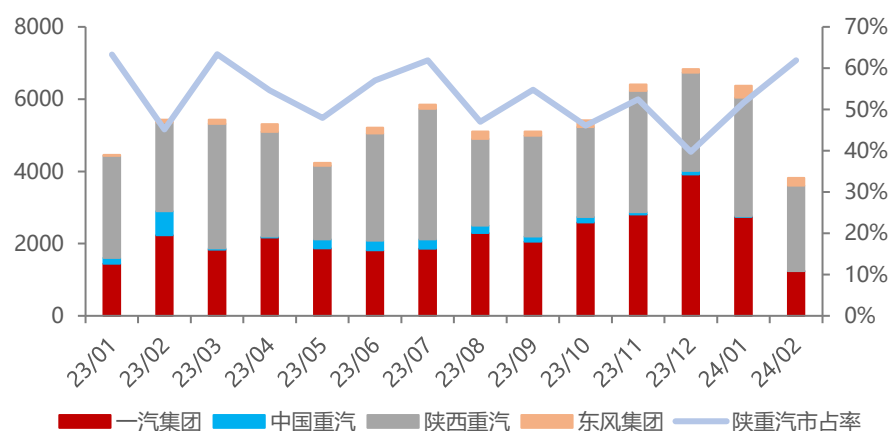
图：国内重点车企重卡整车出口销量（辆）及市占率（%）



图：国内重点车企半挂牵引车出口销量（辆）及市占率（%）



图：国内重点车企重卡底盘出口销量（辆）及市占率（%）



- 中国重汽设置了亚俄部、美洲部、亚欧部、非洲部、东南亚一部、东南亚二部六个部门负责海外市场的市场开拓、销售及售后服务网络的规划、组织与实施。
- **工厂及渠道建设方面：**中国重汽产品远销非洲、俄罗斯等国家和地区。目前，中国重汽已在海外14个国家和地区建立22个境外KD工厂，在90多个国家和地区发展各级经销商近300家，服务及配件网点近500个。
- **出口国家布局：**主要布局非洲、东南亚等国家及地区，在东南亚地区更多出口在菲律宾、马来西亚、越南等国家，在非洲则主要布局塞内加尔、安哥拉、埃塞俄比亚等国家。

图：中国重汽出口渠道建设

| 部门设置 | 主要负责区域 | 办事处 |
|-------|----------------------------|--------------------------------------------------------|
| 亚俄部 | 俄罗斯、中亚五国、蒙古、阿塞拜疆、乌克兰等16个国家 | 下设俄罗斯、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、蒙古、阿塞拜疆、乌克兰共6个海外代表处 |
| 美洲部 | 美洲区域 | 下设墨西哥、秘鲁、玻利维亚、哥伦比亚、中美洲、加勒比、智利、厄瓜多尔、巴西、乌拉圭、巴拉圭11个海外办事处 |
| 亚欧部 | 南亚、西亚、北非和欧洲部分区域 | 下设沙特、巴基斯坦、孟加拉、阿联酋、伊拉克5个海外代表处以及爱尔兰、科威特和印度3个海外直管办事处 |
| 非洲部 | 非洲地区 | 下设塞内加尔、安哥拉、埃塞俄比亚、坦桑尼亚、南非、加纳、尼日利亚、肯尼亚、阿尔及利亚、埃及共10个海外代表处 |
| 东南亚一部 | 越南、菲律宾 | 下设越南、菲律宾两个代表处 |
| 东南亚二部 | 东南亚、东北亚、大洋洲区域 | 下设马来西亚、印度尼西亚、老挝、缅甸4个代表处 |

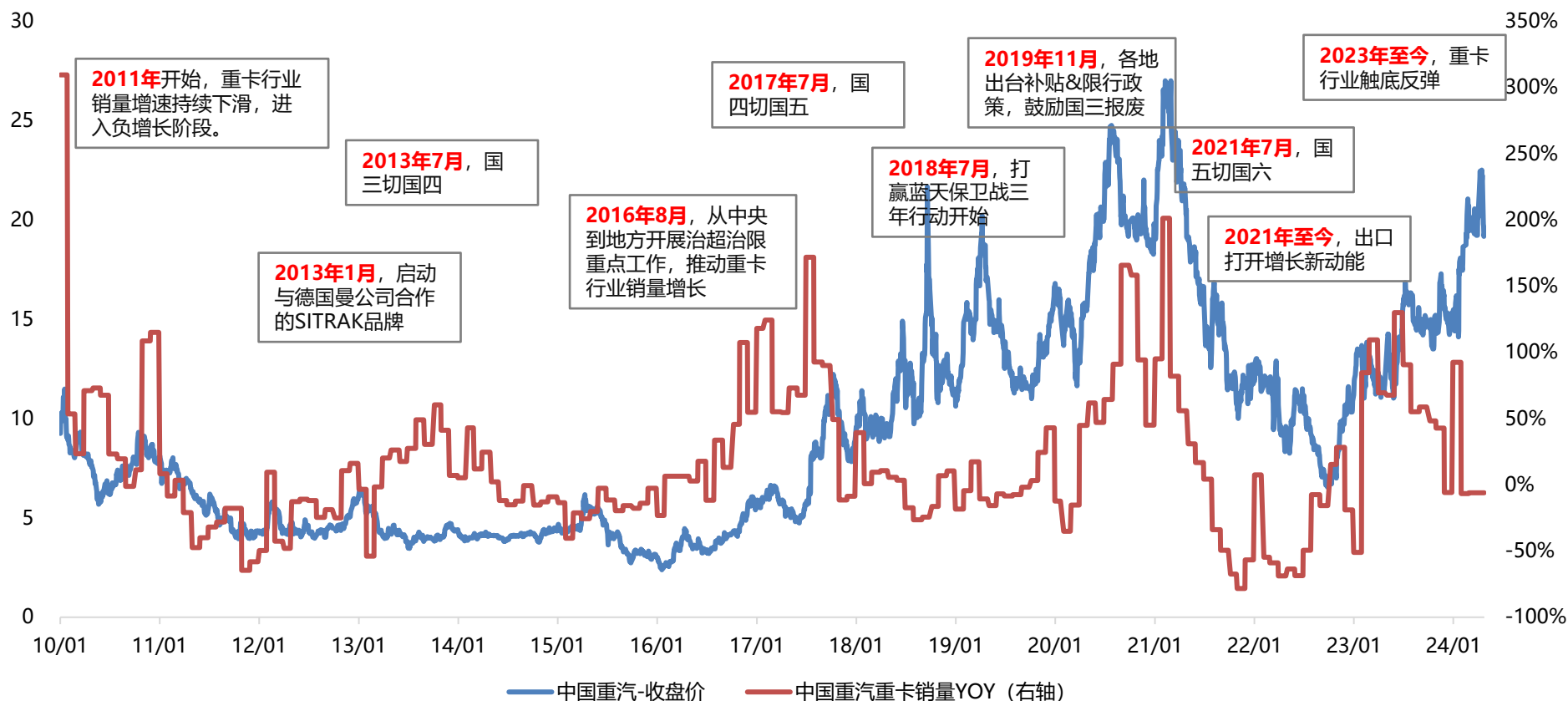
图：中国重汽出口布局



◆ 风险提示：海外经济复苏低于预期，地缘政治风险

中国重汽股价复盘：行业及公司销量为核心变量

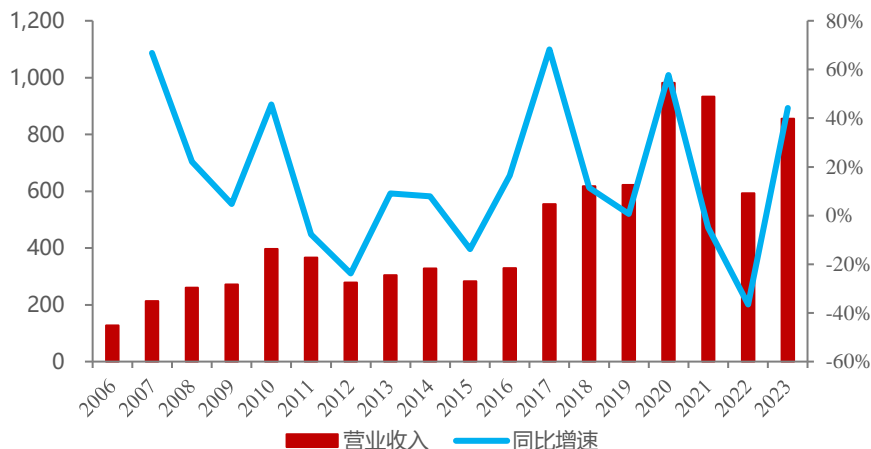
- 2010年国内大规模基建拉动重卡需求，2011-2012年行业进入下行周期。
- 2013H1国标切换&2016H2起治超分别带来的行业销量阶段性增长带动股价上行。
- 2020-2021H1国标切换&新车置换+基建兴起等多因素刺激下销量高增带来股价上行。
- 2021H2开始行业下行，2023年触底反弹，21年起出口爆发打开公司销量增长新动能。



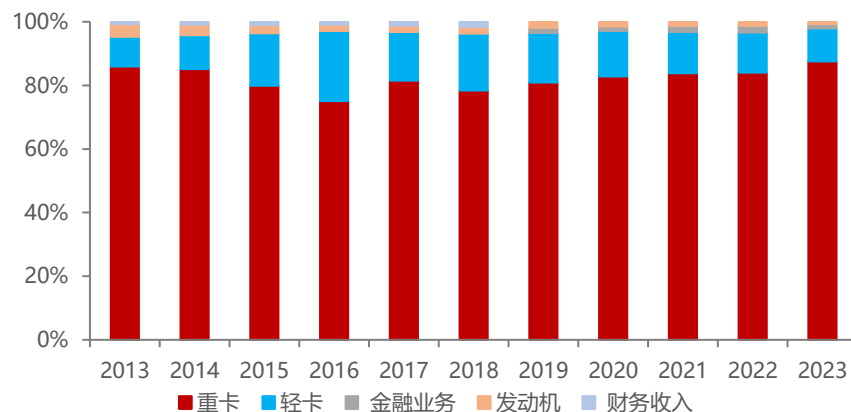
◆ 风险提示：海外经济复苏低于预期，地缘政治风险

- **营收整体呈增长趋势，22年业绩受行业影响有所下滑，23年营收稳步恢复。**06-23年公司营收从127.67亿元增长至854.98亿元，增幅接近7倍；受行业周期性波动影响，22年公司营收明显下滑；面对国内市场下滑，23年公司深耕细分市场，加快产品结构升级，营收迅速恢复至854.98亿元，同比+44.2%。
- **重卡是核心业务，13-23年重卡业务占比始终保持在70%以上。**公司拥有重卡、轻卡、发动机以及金融四大业务板块，目前已经形成了以重卡为主，轻卡和其他车辆为辅，并掌握多种发动机、变速箱等关键技术的行业头部企业。23年公司重卡/轻卡/发动机/金融业务营收分别为748.31/88.28/6.20/12.20亿元，分别占比87.5%/10.3%/0.7%/1.4%。
- **公司重卡收入和行业周期保持同步。**11-15年公司业绩随重卡行业下行而承压，后受益于行业回暖而迅速增长；20-21年行业处于上行周期，公司业绩显著增长，22年营收又因行业周期性下行而明显失速。

图：2006年至今中国重汽营业收入（亿元）及同比增速



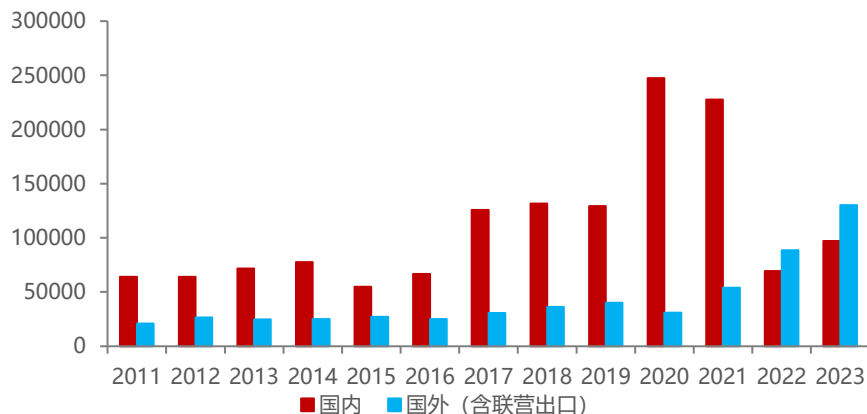
图：2013-2023年中国重汽年度分业务营收占比



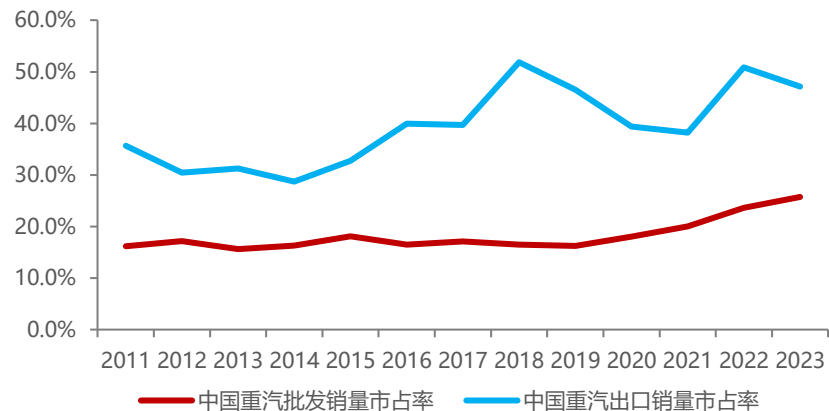
◆ 风险提示：海外经济复苏低于预期，地缘政治风险

- **总量维度：**2011年起，重汽批发销量跟随行业变动，15-16/21-22年行业历经两轮下行周期，公司整体销量也受到影响；长期维度来看，11-23年公司重卡销量由13.0万辆增长至22.7万辆，销量中枢持续上移；批发销量市占率持续提升，**23年公司重卡市占率25.7%，为国内龙头。**
- **结构维度：出口是公司重要α。**23年公司重卡出口/内销分别为13.0/9.7万辆，出口占销量的57.3%；市占率维度，23年公司出口市占率47.1%，是行业龙头；自21年起重卡出口销量快速增长，是拉动重汽总销量增长的重要动力，重卡出海已经成为公司成长第二曲线。

图：2011年至今中国重汽重卡内销+出口销量（辆）



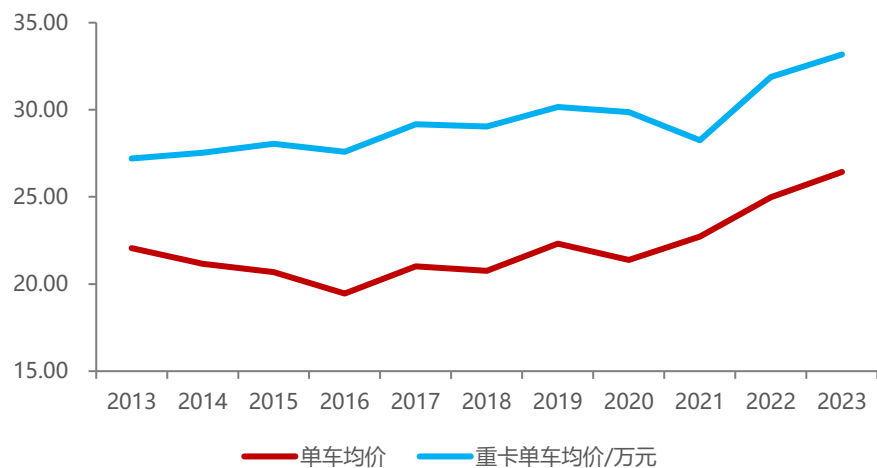
图：2011年至今中国重汽市占率（%）



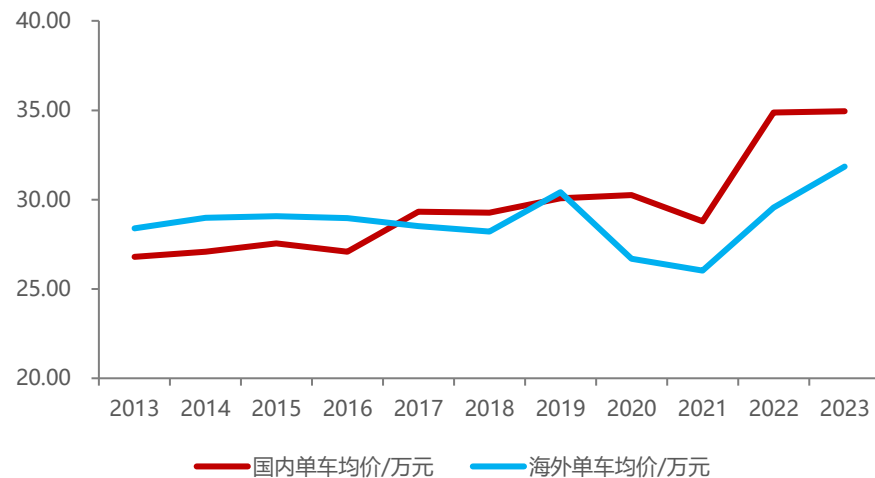
◆ 风险提示：海外经济复苏低于预期，地缘政治风险

- **公司重卡高端化稳步推进，高端产品支撑价格中枢。**集团产品性价比较高，加之具有较强的规模效应与渠道管理能力，尽管集团销量承压，重卡均价仍具韧性。随着未来新开发技术配套应用，公司高端产品竞争力与话语权将进一步增强，价格中枢有望随着市场需求一同上行，释放更大业绩弹性。
- **国内国外双轮驱动，海外市场量价齐升。**2023年公司国内单车均价34.95万元，同比基本持平，在激烈市场竞争中保持韧性；海外单车均价达31.84万元，同比+2.29万元。随着海外渠道、营销布局持续优化，规模效应将带动降本增效，集团海外市场份额有望扩展，开启业绩成长新空间。

图：公司重卡单车均价（万元）



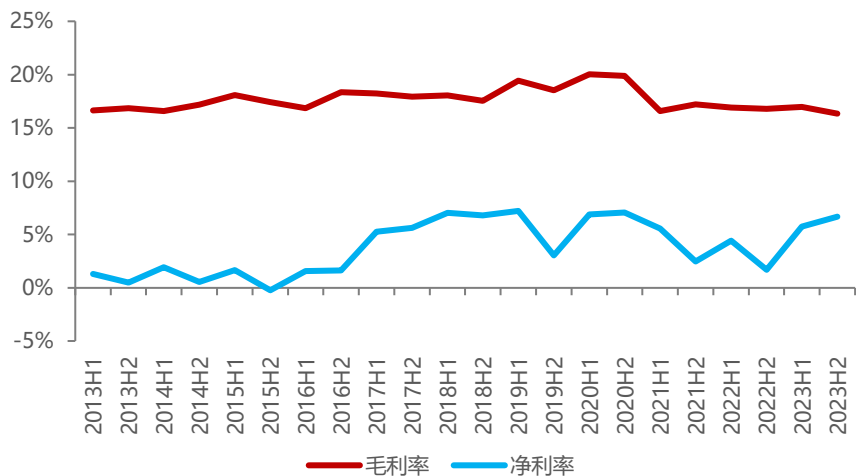
图：中国重汽集团重卡国内与海外单车价格对比（万元）



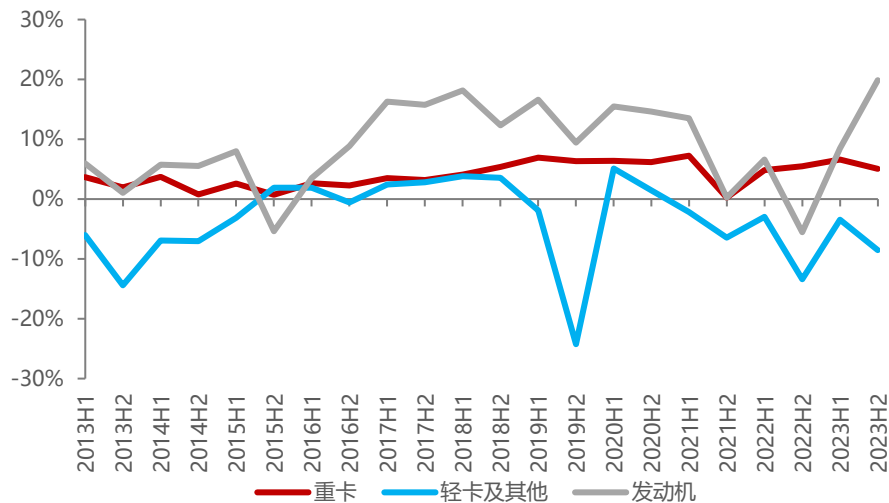
◆ 风险提示：海外经济复苏低于预期，地缘政治风险

- **公司毛利率跟随销量周期小幅波动**，21年受销量下降影响，毛利率下滑幅度较大，近年来受市场竞争加剧影响集团重卡销量继续承压，毛利率小幅度下滑；**净利率自13H1以来波动较大**，2015H2最低达到-0.2%、2019H1达到最高+7.2%，今年以来公司高端产品出海顺利，释放业绩弹性，净利率环比提升较大。
- **经营利润率分业务看亦受销量周期影响**，13H1以来重卡业务经营利润率中枢有所抬升，21年受行业销量周期波动、原材料价格上涨等因素综合影响，降幅较大；发动机业务经营利润率波动较大，今年以来环比提升明显；轻卡及其他业务近年来利润率基本为负，主要系市场竞争剧烈投入较大所致。

图：2013-2023年半年度毛利率&净利率



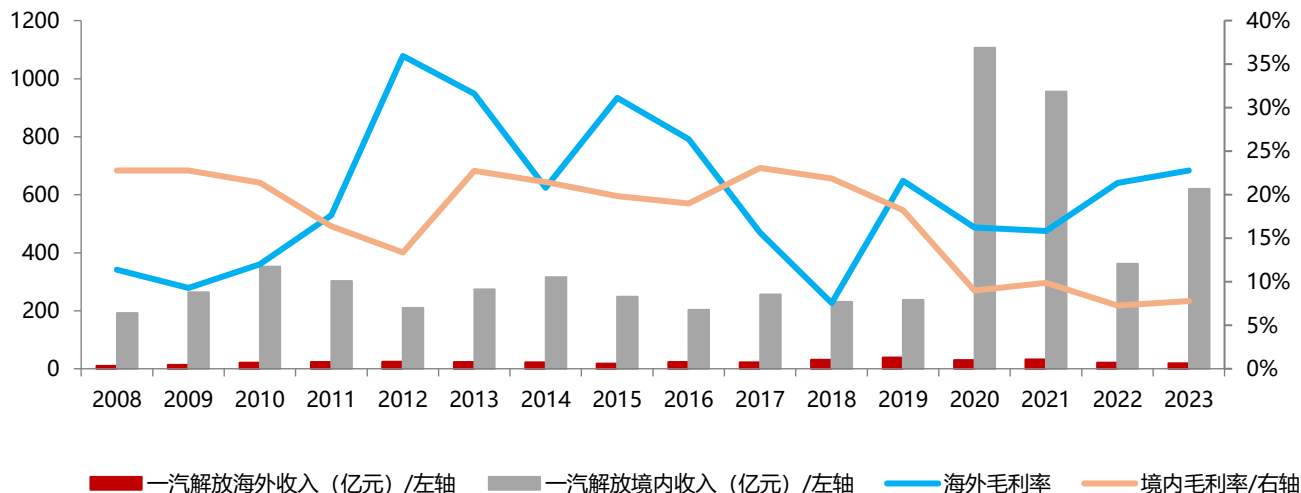
图：2013年至今中国重汽半年度分业务经营利润率



◆ 风险提示：海外经济复苏低于预期，地缘政治风险

- 一汽解放重卡产品主要出口到中东、非洲、东南亚、俄罗斯等国家地区，海外收入和毛利率长期呈现长期增长趋势。2008-2023年，一汽解放海外收入由9.8亿元提升至19.4亿元，海外业务毛利率由11.4%提升至22.8%。
- 境内营收和毛利率随行业销量周期性变动。2008-2023年，一汽解放大陆业务营业收入从192.6亿元增长到619.7亿元，长期来看保持稳步增长。近年来受行业周期性波动影响大陆业务毛利率小幅度下滑，2021-2023年公司毛利率由9.9%下降至7.8%。
- 2020年以来公司海外收入毛利率始终高于公司境内业务毛利率，已经成为公司利润增长的重要来源之一。

图：2008-2023年一汽解放海内外收入及毛利率

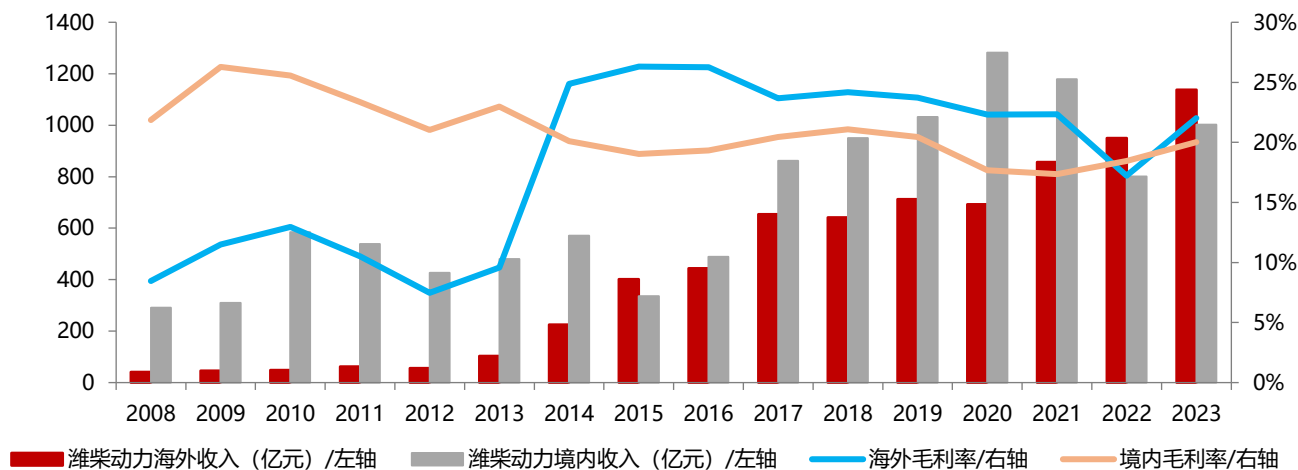


◆ 风险提示：海外经济复苏低于预期，地缘政治风险

数据来源：wind，东吴证券研究所预测

- **公司持续拓展产品海外市场，海外收入及毛利率显著提升。**旗下陕重汽紧抓国家“一带一路”机遇，在肯尼亚、阿尔及利亚、尼日利亚、沙特、哈萨克斯等15个“一带一路”沿线国家建成了本地化工厂，产品销往世界100多个国家和地区，出口量连续多年位居行业前茅。2008-2023年，潍柴动力海外收入由40.8亿元提升至1137.5亿元，海外业务毛利率由8.5%提升至22.0%。
- **境内业务营收长周期逐步提升，毛利率保持行业领先。**2008-2023年潍柴动力境内业务营业收入从290.5亿元增长到1002.1亿元，保持稳步高速增长。2008-2023年公司境内业务毛利率基本保持在20%以上，处于行业领先水平。
- **2023年公司海外业务营收和毛利率均超过国内业务，成为公司营收和利润的重要来源。**2023年潍柴动力海内外收入分别为1002.1/1137.5亿元，海内外毛利率分别为20.0%/22.0%。

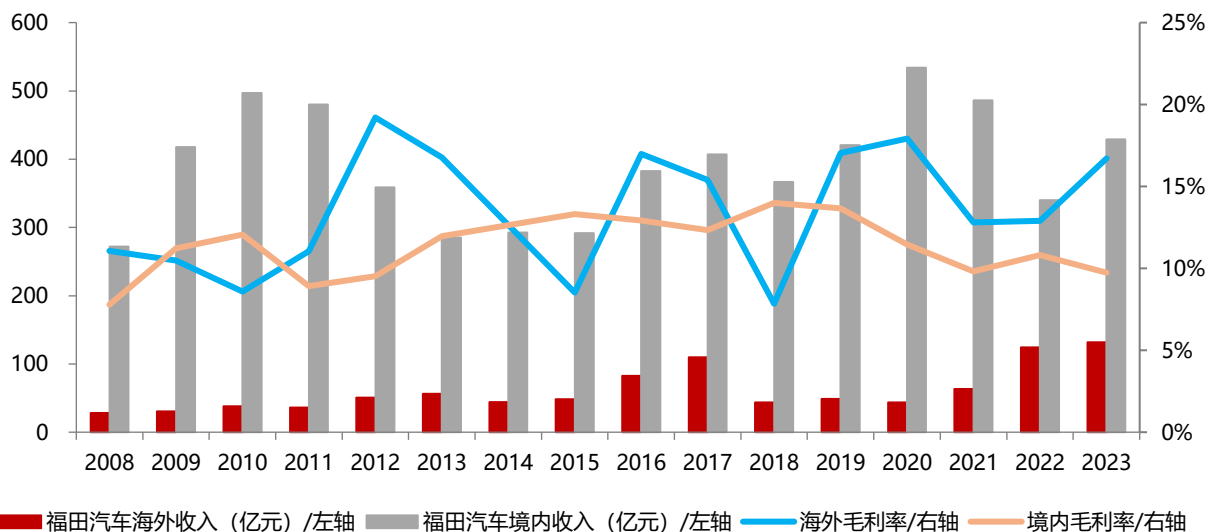
图：2008-2023年潍柴海内外收入及毛利率



◆ 风险提示：海外经济复苏低于预期，地缘政治风险

- 产品出口到亚太、中南美、非洲、独联体等110多个国家和地区，海外业务营收和毛利率保持长期增长。2008-2023年，福田汽车海外收入由28.5亿元提升至131.9亿元，海外业务毛利率由11.1%提升至16.7%。
- 针对海外市场，福田汽车采用“2+3+N”的战略。公司以中国、德国为两大运营中心，突破欧盟、日韩、北美3个发达国家和地区，并在俄罗斯、泰国、巴西、印度、墨西哥等地实施产业化，包括研发、采购、制造、销售和服务等汽车全价值链业务。
- 除受行业销量波动影响外，公司境内业务营收稳步增长，毛利率保持长期向上。2008-2023年福田汽车境内业务营业收入从272.2亿元增长到429.1亿元，2008-2023年公司境内业务毛利率从7.8%上升至9.7%。

图：2008-2023年福田海内外收入及毛利率



◆ 风险提示：海外经济复苏低于预期，地缘政治风险

- **行业维度：**受益于新一轮重卡向上周期，海外出口保持高位，国内市场燃气重卡渗透率提升以及潜在刺激政策三大因素共振，行业销量有望持续增长；
- **公司维度：**中国重汽/一汽解放/潍柴动力（陕重汽）/福田汽车等中国品牌车企凭借国内/海外市场成熟渠道/品牌影响力，逐步开拓海外市场，2024~2025年销量/盈利有望持续周期向上。

表：2020-2025E潍柴动力/中国重汽H/一汽解放/福田汽车营收&归母净利润及增速

| 潍柴动力 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|----------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|
| 营收/亿元 | 1974.91 | 2035.48 | 1751.58 | 2139.58 | 2362.59 | 2505.33 |
| Yoy | 13.3% | 3.07% | -13.95% | 22.15% | 10.42% | 6.04% |
| 归母净利润/亿元 | 92.07 | 92.54 | 49.05 | 90.14 | 115.88 | 133.71 |
| Yoy | | 0.51% | -47.00% | 83.77% | 28.56% | 15.39% |
| 中国重汽H | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
| 营收/亿元 | 985.09 | 936.41 | 595.07 | 861.50 | 1015.18 | 1170.94 |
| Yoy | | -4.94% | -36.45% | 44.77% | 17.84% | 15.34% |
| 归母净利润/亿元 | 68.51 | 43.22 | 17.97 | 53.18 | 68.13 | 78.13 |
| Yoy | | -36.91% | -58.43% | 196.01% | 28.11% | 14.67% |
| 一汽解放 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
| 营收/亿元 | 1136.8 | 987.5 | 383.3 | 639.0 | 760.9 | 918.2 |
| Yoy | | -13.13% | -61.18% | 66.71% | 19.08% | 20.67% |
| 归母净利润/亿元 | 26.7 | 39.0 | 3.7 | 7.6 | 10.1 | 17.3 |
| Yoy | | 45.97% | -90.57% | 107.48% | 32.18% | 71.42% |
| 福田汽车 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
| 营业收入/亿元 | 577.65 | 549.74 | 464.47 | 596.25 | 634.87 | 698.38 |
| Yoy | | -4.83% | -15.51% | 28.37% | 6.48% | 10.00% |
| 归母净利润/亿元 | 1.55 | (50.61) | 0.65 | 9.09 | 13.41 | 16.62 |
| Yoy | -19.27% | | | 1298.46% | 47.49% | 23.98% |

投资建议与风险提示

投资建议：海外出口是本轮上行周期的重要构成，中国重汽/一汽解放/潍柴动力（陕重汽）/福田汽车等均受益。

- **类比乘用车/大中客板块，海外出口是本轮汽车迅速走出周期底部，迎来向上拐点的重要支撑。**
- **1) 海外市场空间广阔：**重卡海外市场规模154+万辆，其中自主重卡可触达市场规模56+万辆，海外市场空间广阔；
- **2) 自主品牌产品力优势明显，积极推动海外布局：**可靠耐用+性价比优势赋能，自主重卡在东南亚/拉美/中东等地有望持续上行。
- **3) 重汽为首，多品牌加速布局，多点开花：**中国重汽以成熟渠道体系为核心竞争力，适配海外不同市场进行渠道和产品线的完善布局，陕汽/解放/福田等头部品牌共同发力，多点开花，海外市占率有望持续提升。

风险提示

- **国内货运市场复苏不及预期。**若国内货运市场持续低迷，运价维持低位，重卡经济性不足，则国内总体终端需求不振，影响重卡公司销量收入。
- **海外经济复苏不及预期及地缘政治风险。**若海外经济复苏不及预期，则影响海外终端需求，若核心市场发生地缘政治问题，则会影响中国出口当期销量。
- **行业竞争加剧。**若行业竞争加剧，则行业销售价格可能下探，影响行业销售收入及利润。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500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），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园