



潍柴动力 (000338.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

重卡链业务复苏，新业态多元发展

公司简介

潍柴动力是重卡行业发动机龙头，得益于本轮国内复苏、出海爆发、天然气价格走低带来的重卡行业向上周期，重卡有关业务回暖向上；此外，大缸径发动机、凯傲、林德液压、农机、燃料电池等新业态多元发展，为公司补充新增量。

投资逻辑

二十载砥砺前行，动力龙头迈向多元装备龙头，股权激励计划彰显信心。公司多年以来逐步收购湘火炬、博杜安、凯傲、林德液压、雷沃等，成为重卡链巨头，并拓展至大缸径发动机、叉车、液压、农机等领域。2023年10月公司发布股权激励，目标2024-2026年营收分别不低于2102/2312/2589亿元，销售利润率不低于8/9/9%，彰显公司强烈信心。

内需底部复苏+天然气结构性渗透+出口持续高景气，公司重卡主业有望迎来3-5年持续上行阶段。1) 内需方面，2017-2021年内需销量长期高居百万辆以上，经历7-8年时间将逐渐进入置换高峰期，将支撑重卡内恢复至80-90万辆中枢。2) 出海方面，2023年公司重卡出口5.2万辆，同比+51%，凭借性价比等产品优势，出口销量进入持续上行通道。3) 结构性方面，公司2023年气体机市占率达64.66%（上险口径计算），且气体机价值量相比柴油机更高，公司有望从油气价差持续高位中受益。4) 中国重卡综合产品力领先，在亚非拉等地区市占率还有显著提升空间。

多元业态开花结果，为公司创造新增量。1) 大缸径发动机依托更高性价比、更短交付周期快速抢占市占率，同时下游数据中心等需求持续扩容，前景空间好。2) 凯傲叉车+智能物流两手发力，有望伴随订单结构优化及电动化进程持续改善盈利。3) 林德液压2023年国内实现营业收入9.8亿元，同比+52%，收入持续向上，市场空间广阔。4) 农机业务受2022年底法规切换阶段性影响市场需求，行业稳步复苏，雷沃盈利能力有望持续改善。

盈利预测、估值和评级

我们预测公司24-26年归母净利润115.9/133.2/157.0亿元，对应PE为11.5/10.0/8.5X。我们将中国重汽、一汽解放、三一重工、中集车辆、福田汽车作为可比公司，可比公司24年平均PE为18.5，考虑公司作为行业龙头，格局地位稳固，给予2024年15XPE，目标价19.92元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

重卡行业复苏不及预期；重卡出海不及预期；天然气价格波动；新业态发展不及预期。

汽车组

分析师：陈传红 (执业S1130522030001)

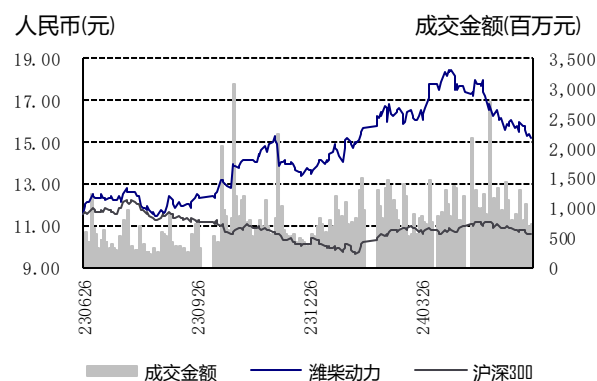
chenchuanhong@gjzq.com.cn

分析师：陆强易 (执业S1130524050001)

luqiangyi@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：15.25元

目标价 (人民币)：19.92元



公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 175,158 | 213,958 | 236,189 | 259,348 | 283,251 |
| 营业收入增长率 | -13.95% | 22.15% | 10.39% | 9.81% | 9.22% |
| 归母净利润(百万元) | 4,905 | 9,014 | 11,592 | 13,317 | 15,695 |
| 归母净利润增长率 | -47.00% | 83.77% | 28.60% | 14.88% | 17.85% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.562 | 1.033 | 1.328 | 1.526 | 1.799 |
| 每股经营性现金流净额 | -0.28 | 3.15 | 2.75 | 3.76 | 4.26 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 6.70% | 11.36% | 13.66% | 14.77% | 16.27% |
| P/E | 18.11 | 13.21 | 11.48 | 9.99 | 8.48 |
| P/B | 1.21 | 1.50 | 1.57 | 1.48 | 1.38 |

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

| | |
|----------------------------------------------|----|
| 一、公司概况：重卡行业龙头，业绩稳定向上..... | 4 |
| 1.1 发展历程：二十载砥砺前行，动力龙头迈向多元装备龙头..... | 4 |
| 1.2 股权结构：股东背景强，子公司产业链布局全面..... | 4 |
| 1.3 核心业务：深耕重卡产业链，逐步拓展新业态..... | 5 |
| 1.4 财务情况：2023 年收入、利润迅速回升，期间费用率长期维持稳定..... | 5 |
| 1.5 股权激励：业绩目标超市场预期，彰显公司强烈信心..... | 6 |
| 二、重卡业务：出海爆发+天然气结构性机遇，重卡行业底部复苏，陕重汽业绩迅速回暖..... | 7 |
| 2.1 重卡行业底部回升，中长期维持复苏趋势..... | 7 |
| 2.2 重卡出口量持续强劲，2024 年有望稳定增长..... | 9 |
| 2.3 天然气价格维持低位，天然气重卡销量火爆..... | 9 |
| 2.4 陕重汽盈利修复，市占率回升，ASP 稳步提高..... | 11 |
| 三、新业态：多元业务开花结果，为公司创造新增量..... | 13 |
| 3.1 大缸径发动机：ASP 高，前景空间广..... | 13 |
| 3.2 凯傲：叉车+智能物流两手发力，整体业绩稳定增长..... | 14 |
| 3.3 林德液压：液压和发动机共振向上，前景空间广阔..... | 15 |
| 3.4 雷沃：农机高端化趋势明显，市场空间广阔..... | 16 |
| 3.5 氢燃料电池：战略布局氢能赛道，构筑新能源商用车产业链..... | 18 |
| 四、盈利预测与投资建议..... | 18 |
| 4.1 盈利预测..... | 18 |
| 4.2 投资建议及估值..... | 20 |
| 五、风险提示..... | 20 |

图表目录

| | |
|---------------------------------|---|
| 图表 1：潍柴动力发展历程..... | 4 |
| 图表 2：潍柴动力股权结构（截至 2024Q1）..... | 4 |
| 图表 3：主营收入构成（2023 年）..... | 5 |
| 图表 4：营业总收入及增速..... | 5 |
| 图表 5：归母净利润及增速..... | 5 |
| 图表 6：期间费用情况..... | 6 |
| 图表 7：2024-2026 年股权激励业绩考核目标..... | 6 |
| 图表 8：营业收入、销售利润率考核目标..... | 6 |
| 图表 9：利润总额考核目标及归母净利润未来估计..... | 6 |
| 图表 10：中国重卡销量年度走势（批发口径）..... | 7 |
| 图表 11：中国重卡销量年度走势（上险口径）..... | 7 |
| 图表 12：中国重卡销量季度走势（批发口径）..... | 7 |
| 图表 13：潍柴动力营收和 YOY 走势..... | 8 |
| 图表 14：中国重汽营收和 YOY 走势..... | 8 |
| 图表 15：一汽解放营收和 YOY 走势..... | 8 |



| | |
|--------------------------------------------------|----|
| 图表 16: 福田汽车营收和 YOY 走势..... | 8 |
| 图表 17: 重卡企业毛利率比较..... | 8 |
| 图表 18: 中国重卡出口年度走势 (万辆) | 9 |
| 图表 19: 中国重卡出口季度走势..... | 9 |
| 图表 20: 中国进口管道天然气增量梳理 (亿方) | 10 |
| 图表 21: 柴油、液化天然气价格走势..... | 10 |
| 图表 22: 中国天然气重卡终端销量和渗透率走势..... | 10 |
| 图表 23: 天然气发动机和柴油发动机区别..... | 11 |
| 图表 24: 中国重金属铈价格走势 (元/克) | 11 |
| 图表 25: 潍柴动力天然气发动机销量和市占率 (上险口径) | 11 |
| 图表 26: 陕重汽营业总收入及 YOY 走势..... | 12 |
| 图表 27: 陕重汽净利润走势..... | 12 |
| 图表 28: 陕重汽重卡销量和市占率走势 (批发口径) | 12 |
| 图表 29: 陕重汽重卡 ASP 走势..... | 13 |
| 图表 30: 潍柴动力大缸径发动机 M33、M55 部分产品示意图..... | 13 |
| 图表 31: 大缸径发动机下游应用场景..... | 14 |
| 图表 32: 凯傲营业收入及 YOY 走势..... | 14 |
| 图表 33: 凯傲净利润及 YOY 走势..... | 14 |
| 图表 34: 叉车和服务部门收入及 YOY 走势..... | 15 |
| 图表 35: 叉车销量及 ASP 走势..... | 15 |
| 图表 36: 供应链解决方案收入及 YOY 走势..... | 15 |
| 图表 37: 叉车收入、供应链解决方案收入占比..... | 15 |
| 图表 38: 液压动力总成系统产品..... | 16 |
| 图表 39: 林德液压 (中国) 营业收入及 YOY 走势..... | 16 |
| 图表 40: 营业收入、净利润走势..... | 17 |
| 图表 41: 大中型拖拉机销量及大马力销量和占比..... | 17 |
| 图表 42: 轮式谷物收获机械销量及大喂入量销量和占比..... | 17 |
| 图表 43: 公司主要产品 2022、2023H1 市占率及排名..... | 18 |
| 图表 44: 潍柴氢燃料电池发动机系统部分产品..... | 18 |
| 图表 45: 公司收入分拆预测 (亿元) | 19 |
| 图表 46: 公司费用率预测..... | 19 |
| 图表 47: 可比公司估值比较 (市盈率法, 截至 2024 年 6 月 24 日) | 20 |



一、公司概况：重卡行业龙头，业绩稳定向上

1.1 发展历程：二十载砥砺前行，动力龙头迈向多元装备龙头

公司成立于 2002 年 9 月，2004 年于香港上市，2007 年回 A 股深交所上市，主要从事整车及关键零部件、叉车生产及仓库技术服务、农业装备等的研发、制造及销售业务。依托于完整的全球化布局，以及不断拓展的业务范围，公司成为国内动力总成和重卡整车整机龙头，2023 年实现营业收入 2139.6 亿元，归母净利润 90.1 亿元。

集团发展历程大致可分为三个阶段：1) 2002-2011 年，聚集重卡发动机领域，专注重型柴油发动机业务发展，并购湘火炬，获得陕重汽、法士特变速箱、汉德车桥等优质企业，实现包含发动机、变速箱、车桥的动力总成完整产业链，并分别于港交所和 A 股深交所上市。2) 2012-2017 年，战略收购凯傲和德马泰克，拓展叉车生产和仓库技术服务业务领域，形成智能物流产业链。3) 2018-至今，谭旭光新任中国重汽集团董事长，潍柴和重汽深度合作，实现业务协同发展，收购巴拉德氢能和雷沃重工，布局新能源和农机装备领域，形成经营业务多元化的“新业态”。

图表1：潍柴动力发展历程

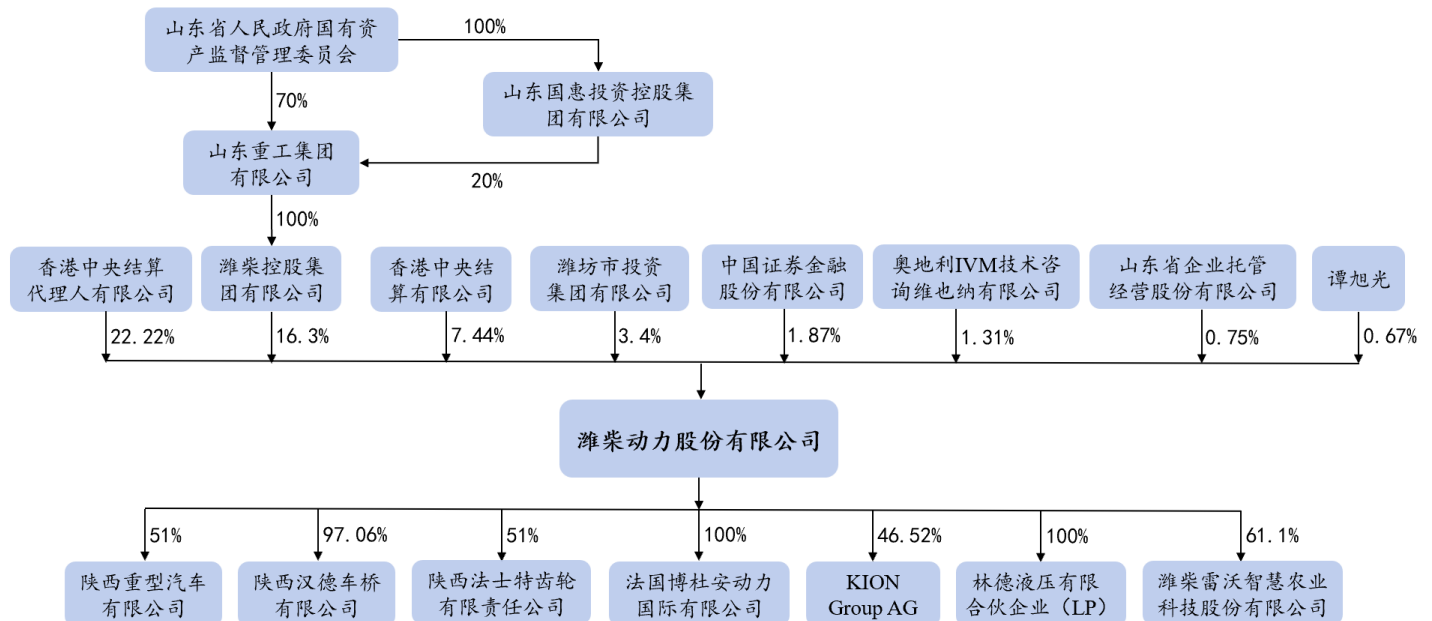


来源：公司官网，iFind，国金证券研究所

1.2 股权结构：股东背景强，子公司产业链布局全面

公司实际控制人是山东省人民政府国有资产监督管理委员会，控股比例为 14.67%。公司属于山东地方国有企业，股东背景强，国资控股保障了公司的经营稳定。自 2002 年公司成立，谭旭光便担任董事长，并带领公司不断发展壮大，主导了多项并购项目，使公司业务领域不断拓展，形成多元化业务形态。公司主要参控股公司覆盖动力总成、整车整机、智能物流、农业装备等板块，子公司产业链布局全面。

图表2：潍柴动力股权结构（截至 2024Q1）



来源：公司财报，国金证券研究所



1.3 核心业务：深耕重卡产业链，逐步拓展新业态

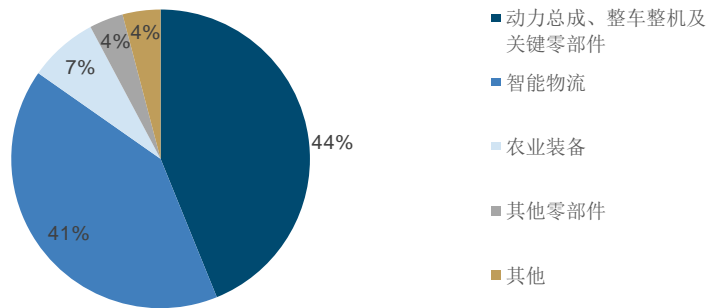
集团核心业务大致可分为4个方面：1) 动力总成、整车整机及关键零部件，主要包括潍柴各系列发动机、陕重汽重卡、法士特变速箱、汉德车桥等产品。2) 智能物流，主要是控股公司凯傲的叉车生产及供应链物流解决方案业务。3) 农业装备，主要是子公司雷沃的农机等农业装备业务。4) 其他业务，包括大缸径发动机，林德液压总成，以及氢燃料清洁能源和燃料电池新能源等业务。公司在深耕重卡产业链的基础上，积极拓展新业务新领域，实现业务多元化，增强了整体抗风险能力。

1.4 财务情况：2023年收入、利润迅速回升，期间费用率长期维持稳定

1.4.1 主营收入构成：以整车与零部件以及智能物流板块为主

公司主营业务构成目前以动力总成、整车及关键零部件+智能物流板块为主，截至2023年其对公司营业总收入合计贡献85%左右。2023年公司各业务收入占比分别为：动力总成、整车整机及关键零部件(43.85%)、智能物流(40.88%)、农业装备(7.49%)、其他零部件(3.67%)、其他(4.1%)。

图表3：主营收入构成（2023年）

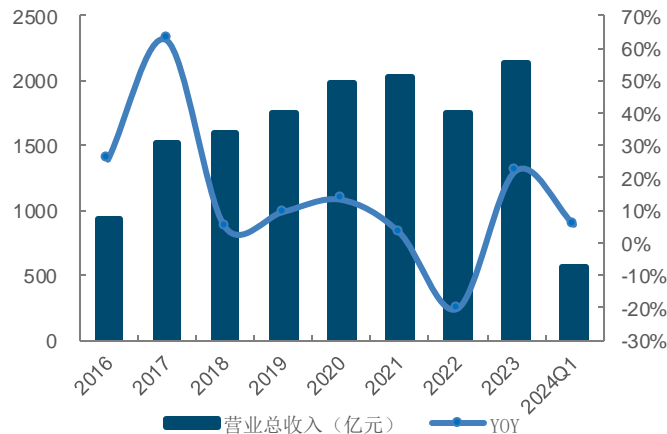


来源：公司年报，国金证券研究所

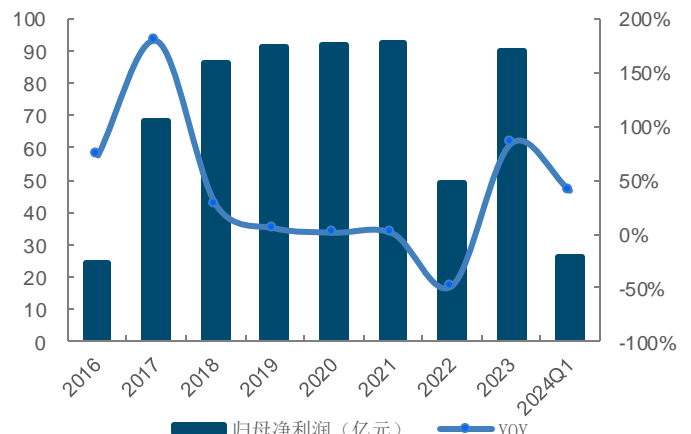
1.4.2 收入和利润：2023年收入、利润迅速回升，接近历史最高水平

从周期看：2016年重卡行业进入复苏周期，叠加房地产火热等宏观经济向好的因素，重卡行业进入新的上升周期，营业总收入和归母净利润在2016-2019年飞速膨胀，期间营业总收入CAGR达到24.0%，归母净利润CAGR高达60.0%。2020-2021年收入和利润增速逐渐放缓，期间营业总收入CAGR为8.05%，归母净利润CAGR为0.82%。2022年，宏观经济相对疲软，重卡行业走向下行，重卡内需达到近10年低点，公司收入和利润均迅速下滑并触底，公司营业总收入为1751.58亿元，同比-20.46%，归母净利润49.05亿元，同比-48.33%。而2023年，重卡行业周期性复苏，叠加出海、天然气价格走低等因素，公司收入和利润迅速回升，接近历史最高水平，实现高增长，公司营业收入为2139.58亿元，同比+22.15%，归母净利润90.14亿元，同比+83.77%；2024Q1重卡行情持续，营收和归母净利润保持增长，实现营收563.8亿元，同比+5.51%，归母净利润26.0亿元，同比+40.07%。

图表4：营业总收入及增速



图表5：归母净利润及增速



来源：iFind，国金证券研究所

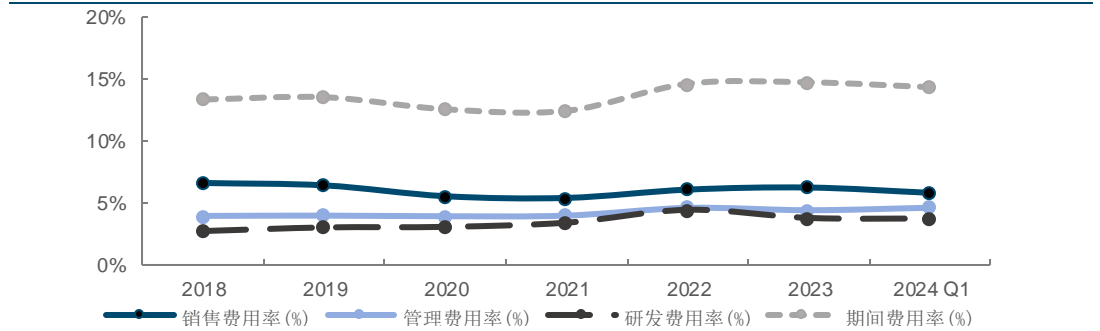
来源：iFind，国金证券研究所



1.4.3 期间费用：期间费用长期稳定，成本控制较好

从期间费用率看，2018年以来均维持在13%-15%左右，2023年为期间费用率为14.71%，2024Q1为14.33%，达到比较稳定的水平。从期间费用组成看，近年来公司销售费用率维持在5%-7%的水平，管理费用率控制在4%左右，而研发费用率有一定的上升趋势，表明公司在研发方面加大投入。

图表6：期间费用情况



来源：iFinD，国金证券研究所

1.5 股权激励：业绩目标超市场预期，彰显公司强烈信心

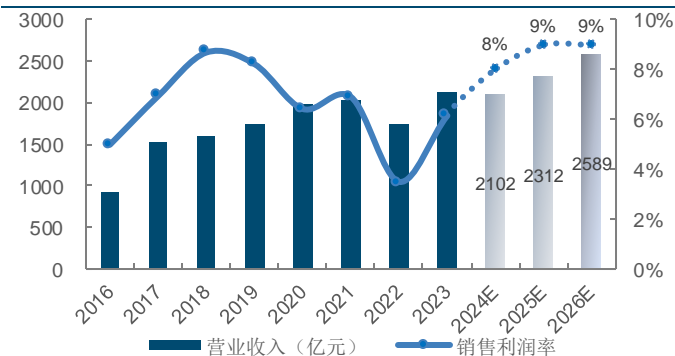
2023年10月，公司发布股权激励计划，最终确定限制性股票授予日为2023年12月8日，授予登记数量为7827万股，占目前公司股本总额的0.9%；激励对象包括高管、核心技术人员等693人，占公司截至2023年底员工总数89162的0.78%；授予价格为人民币6.264元/股。公司制定业绩考核目标：2024-2026年营收分别不低于2102亿元、2312亿元、2589亿元，销售利润率（利润总额/营业收入）分别不低于8%、9%、9%，换算成利润总额将分别不低于168亿元、208亿元、233亿元。若公司实现业绩考核目标，意味着2024-2026年销售利润率相较2023年分别至少+1.9/+2.9/+2.9pct，利润总额相较2023年分别至少增长27.9%/58.2%/77.2%。假设公司归母净利润在2024-2026年同比增速与利润总额同比增速相同（即2024-2026年YOY分别为27.9%/23.7%/12.0%），得到归母净利润在24-26年将分别不低于115亿元、143亿元、160亿元。公司超市场预期的业绩考核目标显示了公司强烈的信心。

图表7：2024-2026年股权激励业绩考核目标

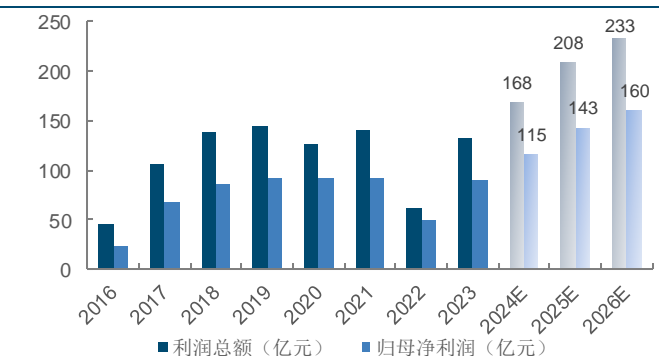
| 解除限售期 | 业绩考核条件 |
|----------|--------------------------------------------------------------------------|
| 第一个解除限售期 | 2024年营业收入不低于2,102亿元，2024年销售利润率不低于8%，且上述指标都不低于当年同行业平均业绩水平，并不低于授予时所处的行业水平。 |
| 第二个解除限售期 | 2025年营业收入不低于2,312亿元，2025年销售利润率不低于9%，且上述指标都不低于当年同行业平均业绩水平，并不低于授予时所处的行业水平。 |
| 第三个解除限售期 | 2026年营业收入不低于2,589亿元，2026年销售利润率不低于9%，且上述指标都不低于当年同行业平均业绩水平，并不低于授予时所处的行业水平。 |

来源：公司公告，国金证券研究所

图表8：营业收入、销售利润率考核目标



图表9：利润总额考核目标及归母净利润未来估计



来源：公司公告，iFinD，国金证券研究所；注：2024-2026年数据来源于股权激励方案

来源：公司公告，iFinD，国金证券研究所；注：2024-2026年数据依据股权激励方案得来

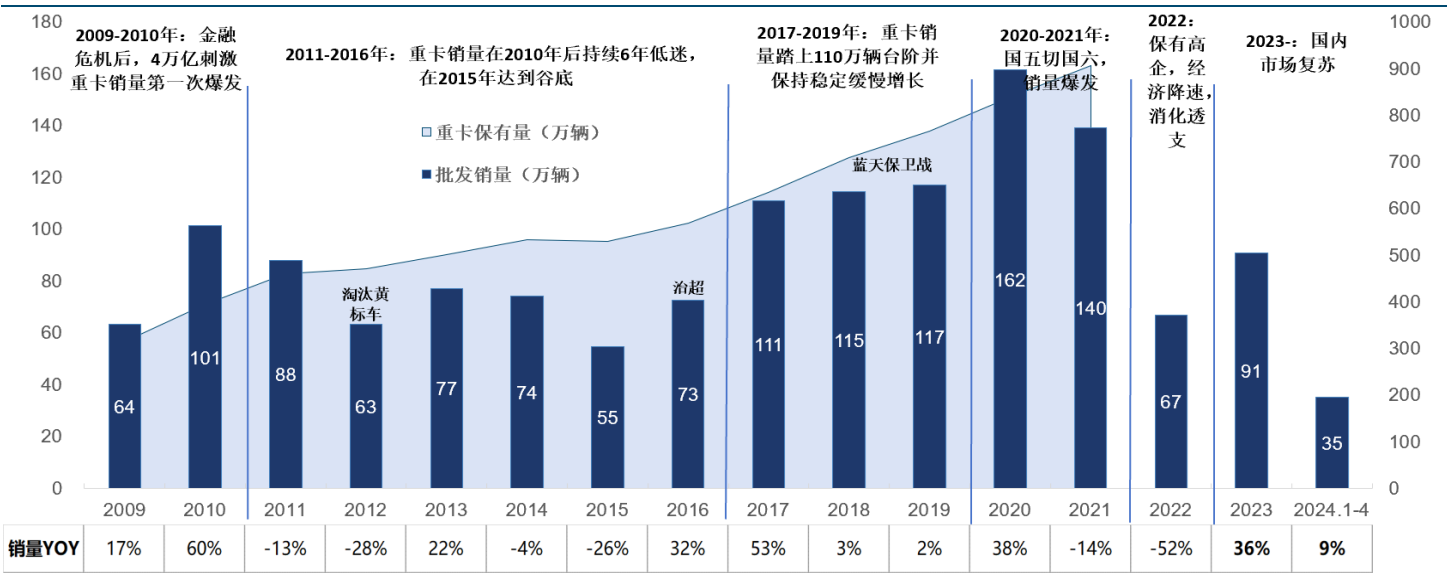


二、重卡业务：出海爆发+天然气结构性机遇，重卡行业底部复苏，陕重汽业绩迅速回暖

2.1 重卡行业底部回升，中长期维持复苏趋势

重卡行业周期属性较强，受宏观经济因素影响较大。自2016年重卡行业进入一轮复苏周期，叠加房地产火热等宏观经济向好的因素以及治超、国五切国六等政策的影响，重卡行业进入上升周期，至2020年中国重卡销量高达162万辆（批发口径）。2022年，宏观经济相对疲软，重卡行业下行，中国重卡销量达到近10年的相对低点，仅有67万辆（批发口径），同比-52%。而2023年，重卡行业周期性复苏，叠加出海超预期、天然气价格走低等因素，中国重卡销量迅速恢复，达到91万辆（批发口径），同比+36%。2024年1-4月，中国重卡销量维持回升状态，销量35万辆（批发口径），同比+9%。从季度数据看，2023Q1以来重卡销量从周期底部开始复苏，且每季度均保持正增长，24Q1同比+12.88%。在重卡行业周期下行过后，目前重卡行业底部回升趋势明显，内需保持稳定，叠加经济逐步复苏、国四重卡逐渐进入自然淘汰期、天然气重卡高景气、重卡出海持续爆发等因素，我们认为中国重卡行业在中长期将维持稳定复苏趋势。

图表10：中国重卡销量年度走势（批发口径）



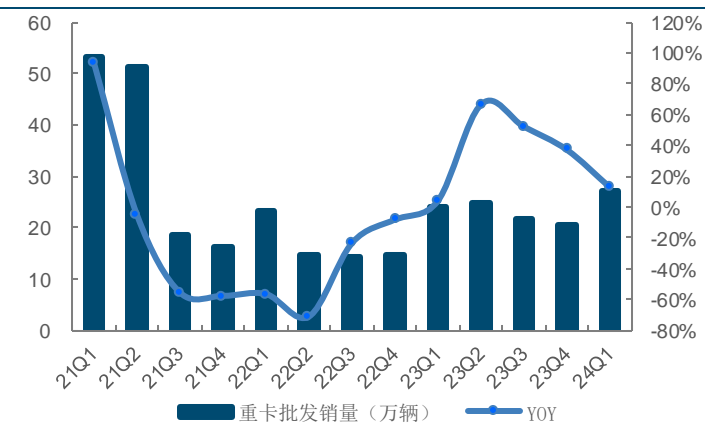
来源：国家统计局，中汽协，国金证券研究所

图表11：中国重卡销量年度走势（上险口径）



来源：交强险，国金证券研究所

图表12：中国重卡销量季度走势（批发口径）



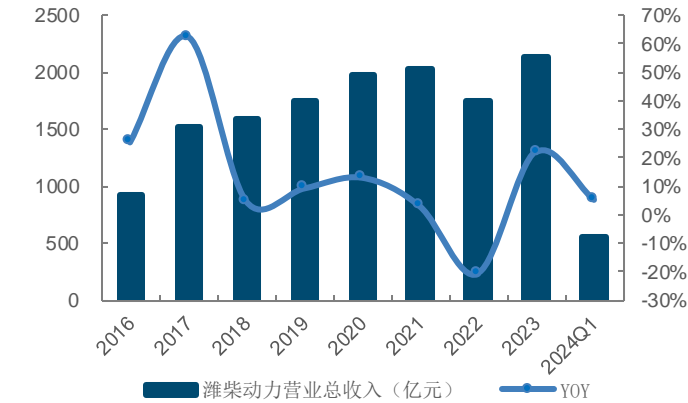
来源：中汽协，国金证券研究所

从重卡同业营收表现来看，重卡企业营收走势均基本符合宏观经济形势和重卡行情周期性波动。潍柴动力、中国重汽、一汽解放、福田汽车四家重卡A股上市企业均在重卡行业下行的2022年出现营收下滑，同比分别-20.46%、-48.62%、-61.18%、-15.51%；而在重卡行业周期性复苏的2023年均实现营收回升，同比分别+22.15%、+45.96%、+66.71%、+20.78%，因此重卡企业是典型的周期性企业，受周期影响比较大。此外，从营收规模上，潍柴动力是重卡行业当之无愧的龙头，营收规模保持其它重卡上市企业的3倍左右。从

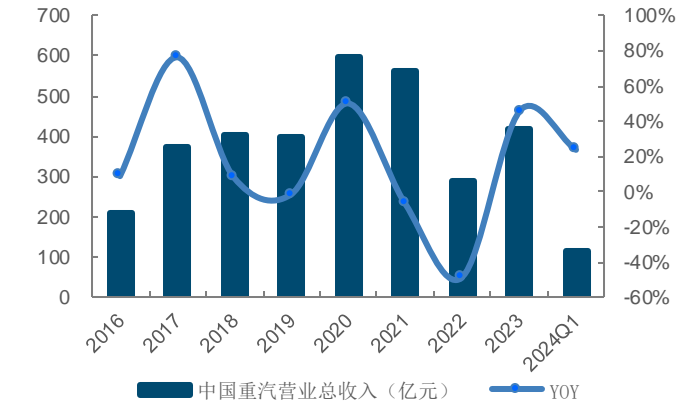


长期看，潍柴动力营收增长趋势最好，且其周期波动最小，这主要是因为潍柴动力重卡业务外新业务的发展有助于为公司平抑重卡周期波动。

图表13: 潍柴动力营收和 YOY 走势



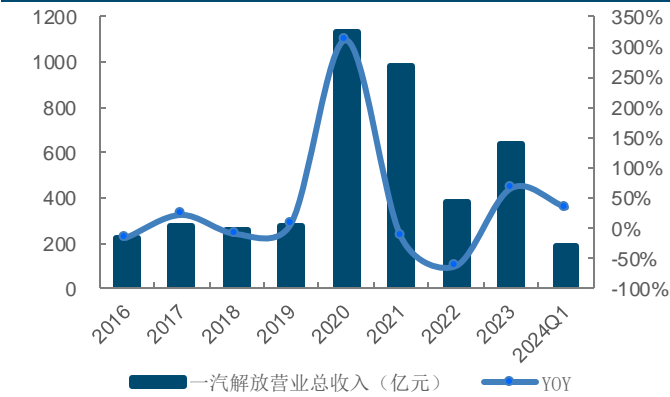
图表14: 中国重汽营收和 YOY 走势



来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

图表15: 一汽解放营收和 YOY 走势



图表16: 福田汽车营收和 YOY 走势

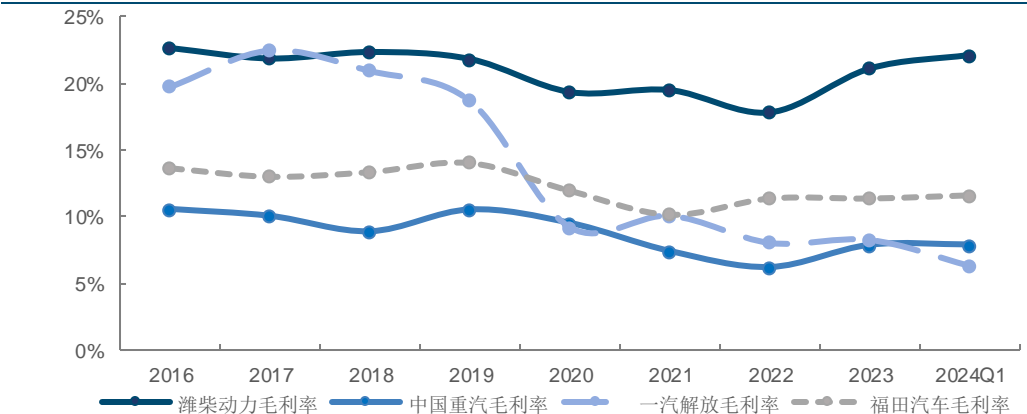


来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

重卡企业毛利率走势也基本符合重卡行情周期性波动。2022 年重卡行业下行，中国重卡销量下降至 67 万辆（批发口径）的低点，由于规模效应，潍柴动力、中国重汽和一汽解放毛利率均有所降低，而福田汽车由于拥有轻卡和客车业务毛利率未出现下降。2023 年重卡行业复苏，中国重卡销量迅速恢复至 91 万辆（批发口径），潍柴动力、中国重汽和一汽解放均因为规模效应出现毛利率的回升。此外，潍柴动力毛利率长期保持 20% 左右，远高于另外三家重卡企业的 10% 左右（一汽解放 2020 年以前为一汽轿车数据）。潍柴动力毛利率更高的原因主要在于其不仅进行商用车整车的研发、生产和销售，还进行毛利率更高的发动机业务，尤其是天然气发动机和大缸径发动机，且其重卡外的新业务毛利率也比较高，如 2023 年叉车生产及仓库技术服务毛利率达 24.33%。

图表17: 重卡企业毛利率比较



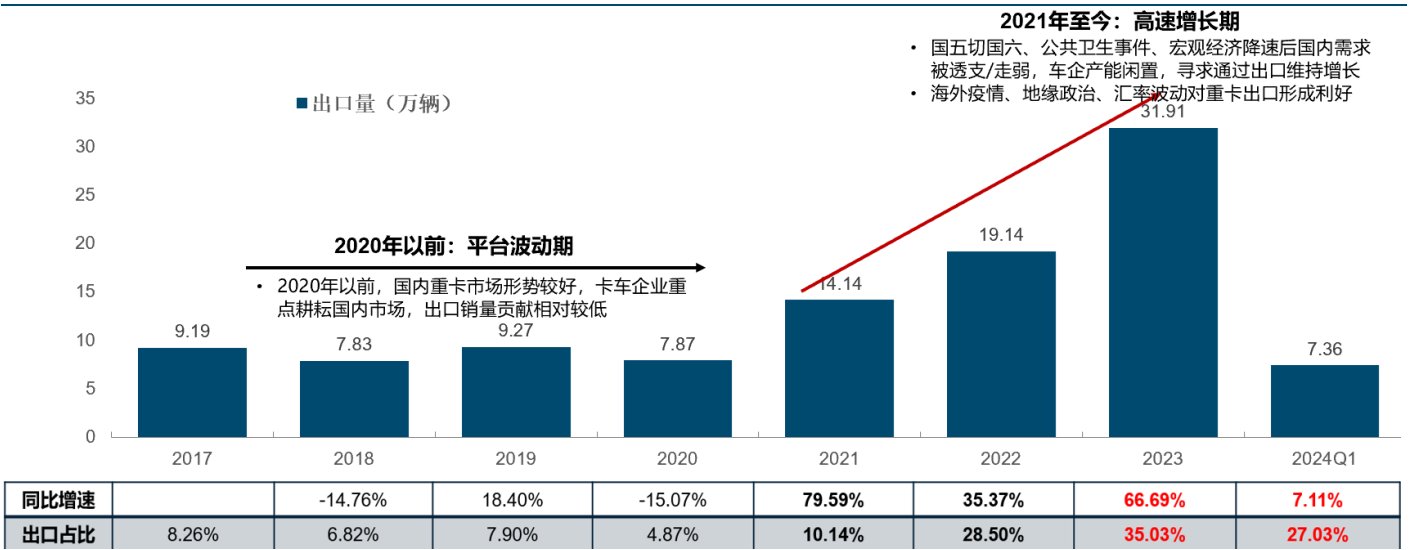
来源: iFinD, 国金证券研究所



2.2 重卡出口量持续强劲，2024 年有望稳定增长

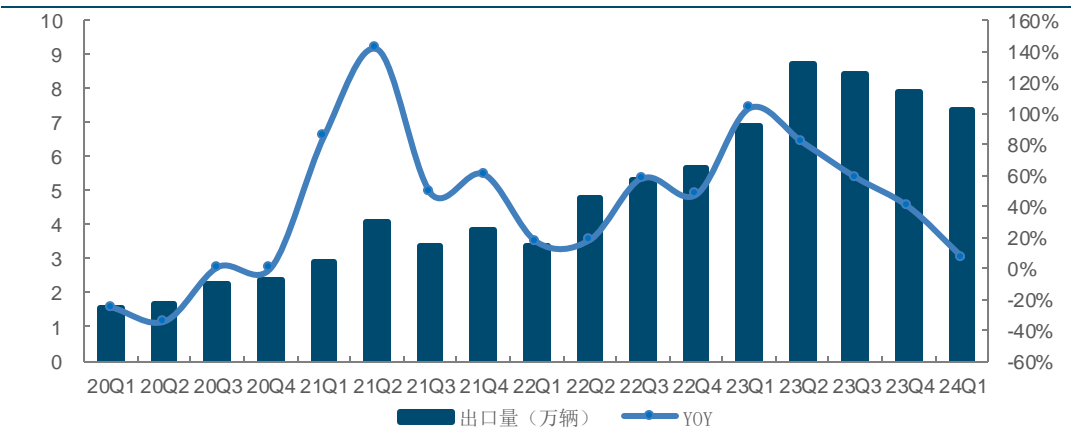
2021 年以来，在海外各国经济政策刺激下的重卡需求增加以及地缘政治等因素影响下，国内重卡出口量迅速攀升。2023 年海关总署口径下实现重卡出口 31.91 万辆，同比+66.69%，出口占比高达 35.03%，同比+6.53pct。2024Q1 重卡出口量为 7.36 万辆(海关总署口径)，同比+7.11%，仍保持较高增长，同时出口占比 27.03%。从季度数据看，自 2021Q1 以来重卡出口量实现高速增长，24Q1 出口量相比 20Q1 提升了 373.3%。凭借性价比等产品优势，预计 2024 年国内重卡出口量仍将持续强劲，实现持续稳定增长。对于潍柴动力而言，重卡出海的强劲表现不仅利于子公司陕重汽重卡的出口，而且将带动母公司重卡配套发动机销量的高增长，有助于潍柴整体业绩的快速增长。

图表18：中国重卡出口年度走势（万辆）



来源：海关总署，中汽协，国金证券研究所；注：由于数据获取的原因，出口占比采用海关出口数据/中汽协销量数据。

图表19：中国重卡出口季度走势



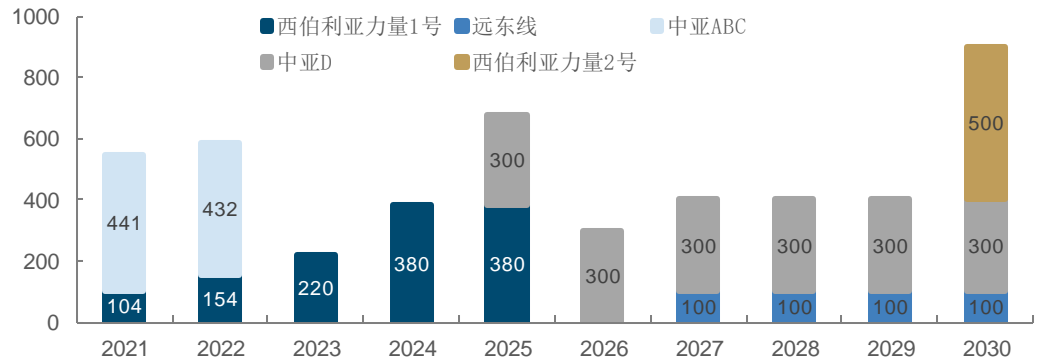
来源：海关总署，国金证券研究所

2.3 天然气价格维持低位，天然气重卡销量火爆

中国进口管道天然气增量中长期向好，国内天然气供给上量。自俄乌战争后，管道天然气供给状况有明显好转。国家能源局表示，基于本土天然气产量增加和中俄东线管道天然气供应增加，2020-2023 西伯利亚力量1号输气量分别为 41/104/154/220 亿立方米，中国的天然气供应预计将增加。“西伯利亚力量-2 号”中蒙俄天然气管道项目，输气能力为 500 亿立方米/年，在价格达成一致后将签署建设协议。气源亚马尔半岛，探明天然气储量 10.4 万亿立方米，全球排名第 5。因此，国内天然气中长期供给将继续保持上升趋势。而在国内天然气需求角度，国内宏观经济相对低迷，工业企业用气需求相对较低。



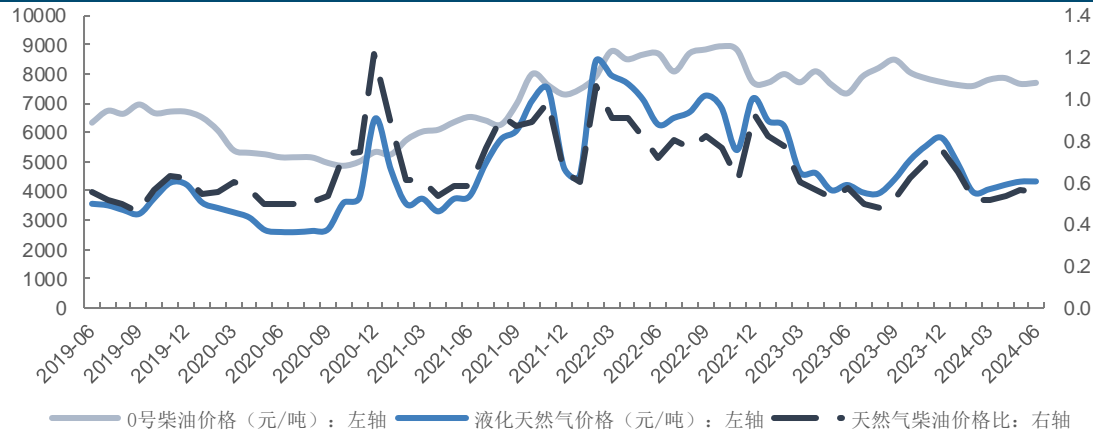
图表20: 中国进口管道天然气增量梳理 (亿方)



来源: 财联社、环球网、参考消息网等互联网资料, 国金证券研究所

在国内天然气供给上量、需求低迷的双重影响下, 中国天然气价格和汽柴价格比在 2023 年以来均持续走低。截止至 2024 年 6 月 10 日, 天然气价格为 4304.4 元/吨, 0 号柴油价格为 7713.6 元/吨, 气柴价格低至 0.56。随着天然气柴油价格差异的扩大, 天然气重卡的生命周期成本优势和长期使用性价比逐渐显现, 促使终端客户购买天然气重卡。我们认为中长期国内天然气价格将保持相对低位, 汽柴价格比将维持较大差异, 天然气卡车的销量有望持续火爆。

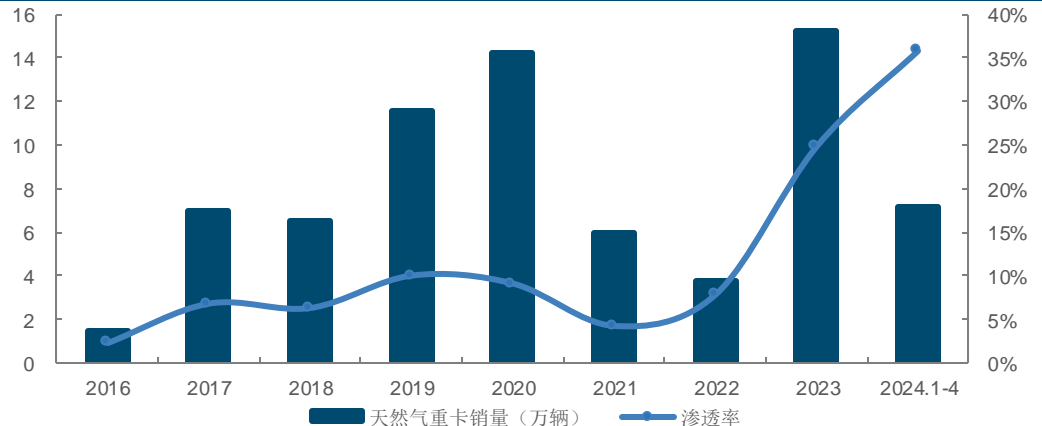
图表21: 柴油、液化天然气价格走势



来源: iFinD, 国金证券研究所

由于 2023 年以来天然气价格的持续走低, 天然气重卡销量大幅回升, 渗透率提高。2023 年国内天然气重卡销量达到 15.2 万台 (终端销量), 是 2016 年以来的最高值, 同比+307%; 渗透率达到 24.79% (根据终端销量计算), 同比+17pct。2023 年 1-4 月天然气重卡销量达到 7.16 万台, 同比+64.37%; 渗透率高达 26.44%, 同比+15.28pct。我们认为 2024 年天然气重卡销量和渗透率有望进一步提高。

图表22: 中国天然气重卡终端销量和渗透率走势



来源: 交强险, 国金证券研究所

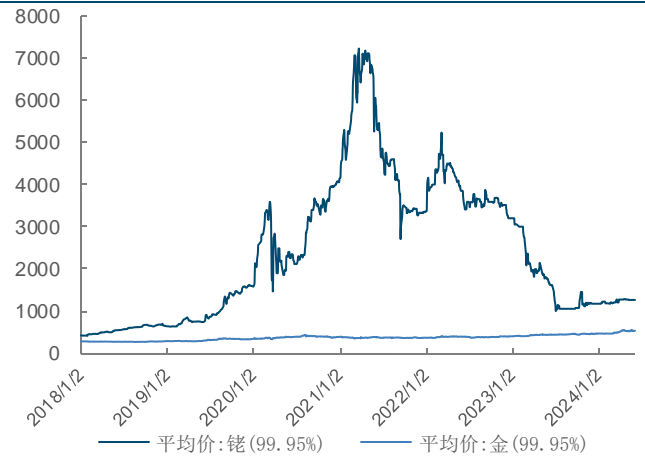


价格方面，天然气发动机和天然气重卡的价值量均比柴油款更高。天然气发动机相比柴油发动机，主要由于额外需要一套点火系统，并且在后处理系统中需要使用更多昂贵的铈等稀缺金属元素，从而导致天然气发动机比柴油发动机价值量更高。从贵金属铈的价格走势可以看到，尽管波动较大，但其价格长期十分昂贵，远高于金。而从整车角度，除了天然气发动机更加昂贵这一因素外，天然气重卡还额外需要天然气储罐等装置，因此天然气重卡拥有比柴油重卡更高的价值量。

图表23：天然气发动机和柴油发动机区别

| | 天然气发动机 | 柴油发动机 |
|----------|--------------------------|----------|
| 燃料供给系统 | 燃气供给系统（电磁切断阀、稳压器、燃料计量阀等） | 燃油供给系统 |
| 点火方式 | 点燃（点火控制单元） | 压燃 |
| 相位转速信号采集 | 信号发生器（相位传感器） | 油泵及飞轮 |
| 燃料空气混合 | 混合器、节气门 | 无 |
| 排温 | 高（增压器、排气管等优化） | 低 |
| 后处理装置 | 三元催化器（更多铂、铈、钯等稀缺贵金属） | SCR后处理系统 |
| 电控系统 | 伍德沃德系统 | BOSCH |
| 整车 | 天然气储罐 | 无 |

图表24：中国重金属铈价格走势（元/克）

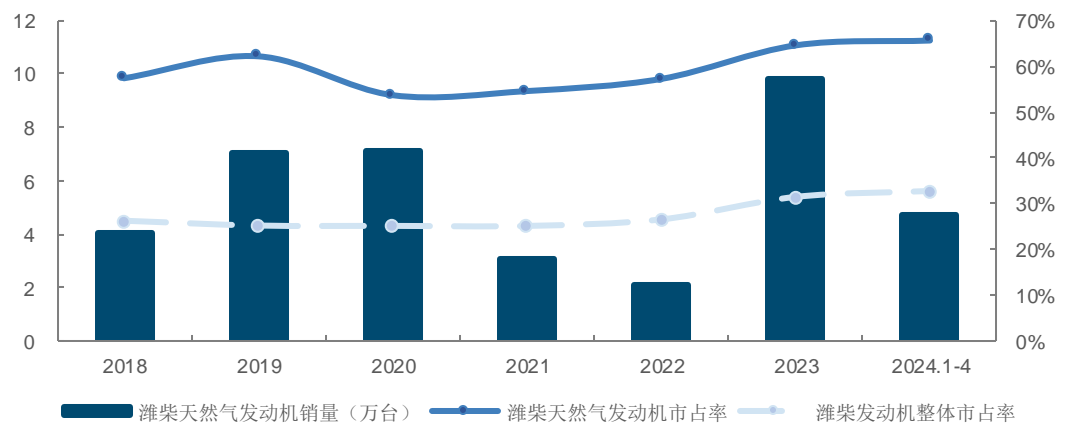


来源：LNG168 物联网，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

潍柴动力深耕天然气发动机多年，天然气发动机长期市占率高达 60%左右。2023 年潍柴动力天然气发动机销量为 98225 台（上险口径），同比+362%；天然气发动机市占率高达 64.66%（根据上险数据计算），同比+7.27pct。2024 年 1-4 月天然气发动机销量 47075 台（上险口径），同比+137.86%，天然气发动机市占率高达 65.71%。而潍柴动力所有类型发动机市占率在 2023 年以来得益于天然气结构性机遇，由之前稳定的 25%左右上升至 30%左右（根据上险数据计算），在 2023 年和 2024 年 1-4 月分别为 31.5%和 32.7%。可见，潍柴天然气发动机的市占率远远高于其发动机整体的市占率水平。而天然气发动机相比柴油发动机具有更高的附加值和价值量，单台发动机的收入和毛利率都更高。因此，在天然气价格持续相对低位导致的天然气重卡销量持续爆发下，潍柴动力的发动机业务将得益于本轮重卡复苏周期中的天然气发动机结构性机遇，实现收入和盈利的双增长。

图表25：潍柴动力天然气发动机销量和市占率（上险口径）



来源：交强险，国金证券研究所

2.4 陕重汽盈利修复，市占率回升，ASP 稳步提高

2.4.1 陕重汽营收反弹，利润扭亏

陕西重型汽车有限公司（简称“陕重汽”）是潍柴动力的子公司，由潍柴动力控股 51%。陕重汽主要从事生产及销售汽车及主要汽车零部件（不包括柴油机）及提供进出口服务。陕重汽的绝大多数重卡配套潍柴发动机，配套份额较高且稳定。

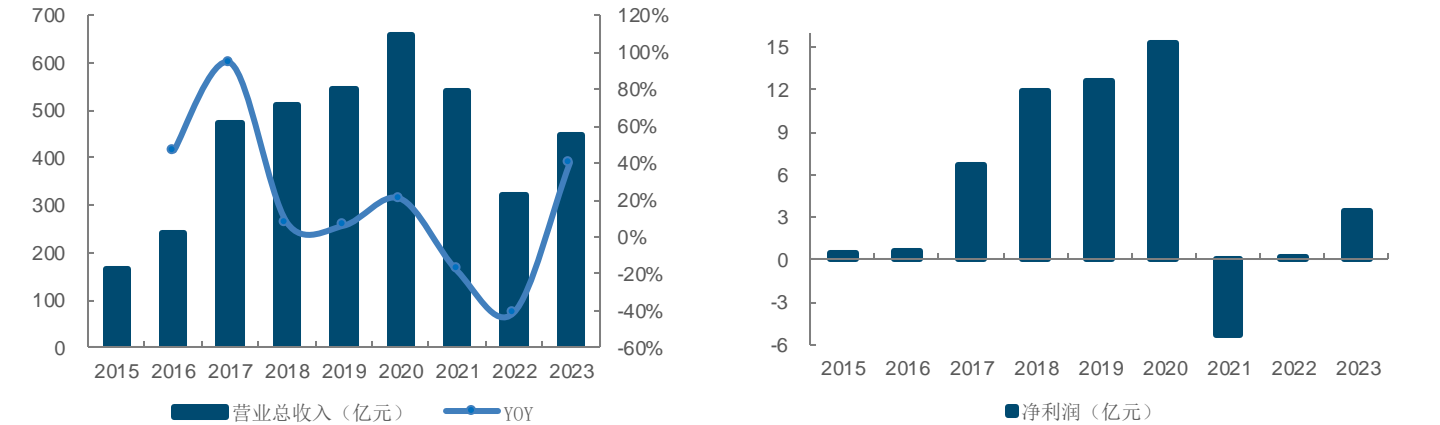
从营业收入看，在 2016-2020 年的重卡行业上升周期，陕重汽营业收入稳定增长，2020



年营业收入达到了近年来峰值，为 658 亿元。在 2021-2022 年重卡行业下滑的情况下，陕重汽营业收入在 2022 年跌至 320 亿元的低位，同比-40.8%。2023 年重卡行业复苏，陕重汽营业收入增至 450 亿元，同比+40.53%。从净利润看，在 2016-2020 年的行业上升周期，陕重汽净利润稳定扩张，2020 年净利润达到峰值，为 15.28 亿元。在 2021-2022 年重卡行业下滑的情况下，陕重汽净利润在 2021 年跌至-5.36 亿元，2022 年迅速扭亏实现微利，净利润为 0.18 亿元。2023 年重卡行业复苏，陕重汽净利润实现进一步恢复，达到 3.37 亿元。中长期重卡行业保持复苏的趋势下，陕重汽的盈利有望实现进一步修复。

图表26: 陕重汽营业总收入及 YOY 走势

图表27: 陕重汽净利润走势



来源: 公司年报, iFinD, 国金证券研究所

来源: 公司年报, iFinD, 国金证券研究所

2.4.2 受益于天然气结构性机遇，陕重汽销量和市占率有所回升

在重卡行业 2016-2020 年的上升周期、2021-2022 年低迷周期、2023 年复苏周期，陕重汽的重卡销量跟随行业周期波动。2023 年陕重汽销量迅速回升至 11.6 万辆，同比+45%。而陕重汽重卡的市占率总体维持在 12-14% 浮动（根据批发口径计算），而近两年受益于天然气结构性机遇，陕重汽市占率有所回升，2023 年市占率为 12.7%，同比+0.8pct。预计 2024 年天然气价格继续保持低位，陕重汽销量和市占率有望进一步提高。

图表28: 陕重汽重卡销量和市占率走势（批发口径）



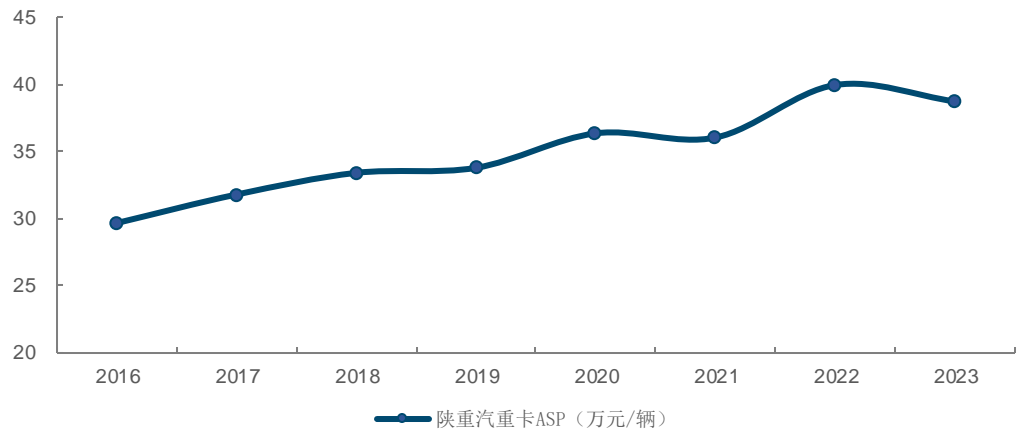
来源: 公司年报, 中汽协, 国金证券研究所

2.4.3 ASP 稳步提升，接近 40 万元/辆

2016-2023 年，随着重卡品质和竞争力的提高，陕重汽重卡 ASP 从 2016 年的 29.7 万提升至 2023 年的 38.8 万元，增长了约 30.8%。随着公司研发的持续投入和产品的不断升级，以及天然气重卡渗透率的提高，陕重汽 ASP 预计未来将稳步提升。



图表29：陕重汽重卡 ASP 走势



来源：公司年报，iFinD，国金证券研究所

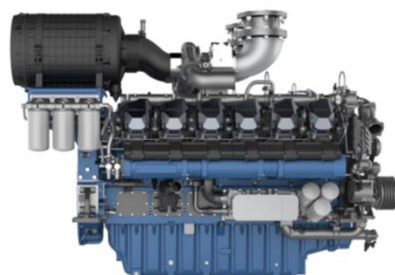
三、新业态：多元业务开花结果，为公司创造新增量

3.1 大缸径发动机：ASP 高，前景空间广

潍柴动力对大缸径发动机的定义是气缸内径超过 150 毫米的发动机，它是发电机组、海洋巨轮等的动力核心。潍柴于 2009 年收购法国百年船机企业博杜安 100% 股份，自此着手大缸径发动机业务。博杜安公司是一个拥有航海精神的动力供应商，活跃于世界海洋及内陆船舶工业领域。潍柴经过十多年来对博杜安大缸径发动机技术的吸收和消化，从 2019 年开始可以实现量产销售，并持续实现营收高增长。

大缸径发动机大部分市场份额长期以来被卡特彼勒、康明斯、约翰迪尔以及日本三菱等外国品牌占据。与国外品牌相比，潍柴具有明显成本优势和交付时间优势。潍柴大缸径发动机型号主要包括 M33、M55 等，公司产品具有高可靠性和高经济性，主要聚焦于大型发电及船舶动力等领域。2023 年公司大缸径发动机业务的海外市场占比约 67%，但国内市场的潜力巨大，尤其考虑国家安全政策在大数据中心备用电源方面有很大潜力。凭借产品力的提升以及成本和交付时间优势，公司市占率有望快速提升。

图表30：潍柴动力大缸径发动机 M33、M55 部分产品示意图



12M33 系列发电用发动机



16M55 系列发电用发动机

来源：公司官网，国金证券研究所

大缸径发动机销量增速快，平均单价高，前景空间广阔。2023 年 M 系列大缸径高功率密度发动机销售 8100 余台，同比+38%。此外，大缸径发动机排量大，因此单价较高。潍柴大缸径发动机下游应用场景聚焦于大型发电领域，包括数据中心发电机组、备用应急电源、油气田电驱钻机发电机组等，随着人工智能迅猛发展和数据算力爆发式增长，未来数据中心等需求将持续扩容，因此大缸径发动机增量市场广阔，前景空间好。此外，凭借更优性价比及更快交付节奏，潍柴大缸径产品市占率有望持续提升，带来更多收入和盈利。



图表31：大缸径发动机下游应用场景



来源：潍柴资讯，国金证券研究所

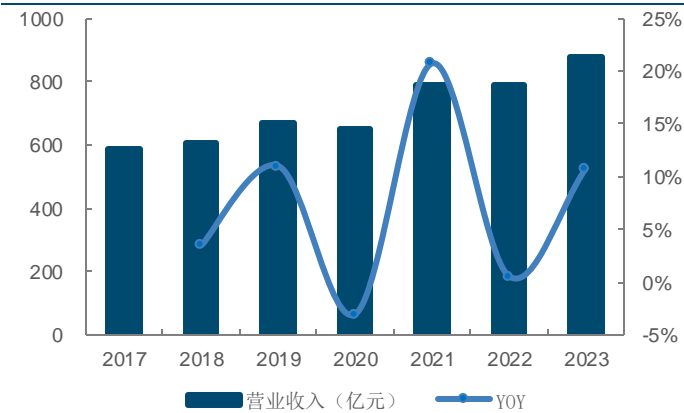
3.2 凯傲：叉车+智能物流两手发力，整体业绩稳定增长

3.2.1 整体业绩：营业收入稳定增长，利润迅速回暖

2012年潍柴动力收购凯傲25%股权，2014年潍柴拥有凯傲33%股权，凯傲正式并表，后续潍柴陆续增资，截至2023年拥有46.52%股份。凯傲是国际顶尖的叉车制造企业，主要经营叉车研发、生产、销售业务。2016年，凯傲收购国际顶尖的仓储自动化系统供应商德马泰克，开始深耕供应链解决方案业务。

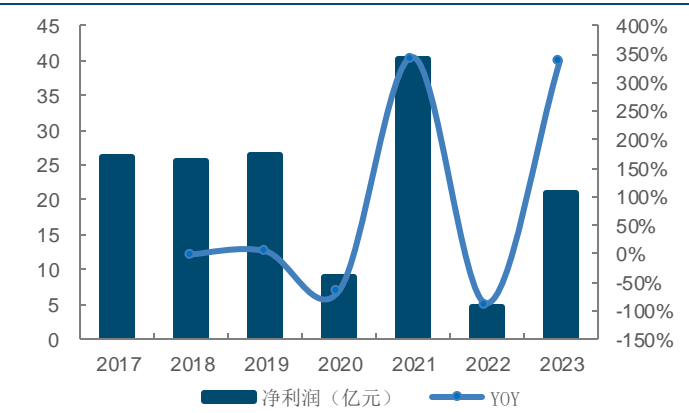
从凯傲整体业绩看，凯傲营业收入稳健攀升，利润有所波动。2023年凯傲实现营业收入875.21亿元，同比+10.77%，相对2017年增长了49.63%，CAGR达到6.95%。利润端则有所波动，2022年受供应链解决方案业务的部分不良订单影响，净利润仅4.78亿元，同比-88.12%；2023年问题订单得到有效处理，盈利能力迅速修复，实现净利润20.88亿元，同比+336.94%。

图表32：凯傲营业收入及YOY走势



来源：公司年报，国金证券研究所

图表33：凯傲净利润及YOY走势



来源：公司年报，国金证券研究所

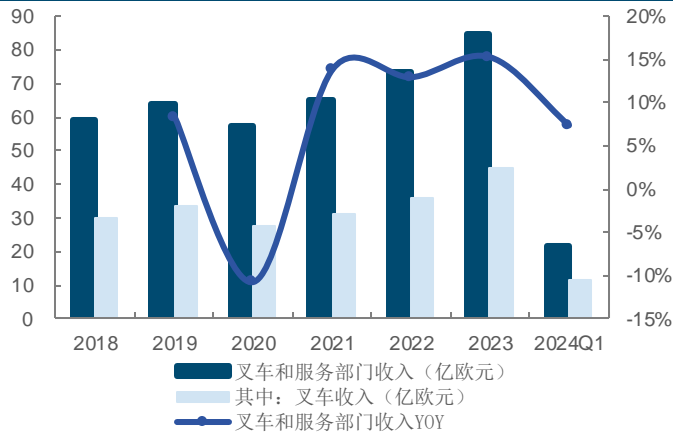
3.2.2 叉车业务：近3年销量和ASP同步稳定增长，盈利能力迅速提高

叉车业务是凯傲传统的优势业务，贡献了凯傲集团较大比重的业绩和收入。从收入端看，叉车和服务部门2023年营业收入为84.64亿欧元，在凯傲集团收入比重超过74%。叉车和服务部门业务收入多年来保持稳定增长，尤其是在2021年以来营业收入快速攀升，2023年同比+15.25%，且近3年都维持在13-15%左右的高增速，盈利能力迅速提高。

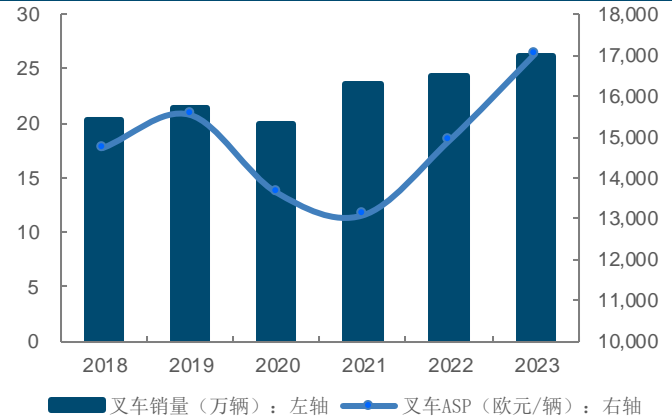
凯傲叉车和服务部门分为叉车销售和服务两种业务，服务业务包含后市场服务和租赁业务等。2023年叉车销售实现收入44.65亿欧元，同比+23.24%。从叉车销量看，凯傲叉车产品销量在2021年以来稳定提高，2023年销量为26.2万辆，同比+7.8%；从ASP看，凯傲叉车产品ASP在2021年下降至1.31万欧元/辆，2022年以来则迅速回升，2023年ASP增长至1.7万欧元/辆，同比+14.3%。销量和ASP近两年来同步增长，使得叉车销售业务盈利能力迅速提高。ASP和销量增长的主要原因分别是近两年材料、能源和物流成本的上涨，以及亚太地区销量的提高。随着未来进一步发展亚太地区，以及凯傲本身叉车产品力的提高，叉车业务的业绩有望进一步增长。



图表34：叉车和服务部门收入及 YOY 走势



图表35：叉车销量及 ASP 走势



来源：凯傲财报，国金证券研究所

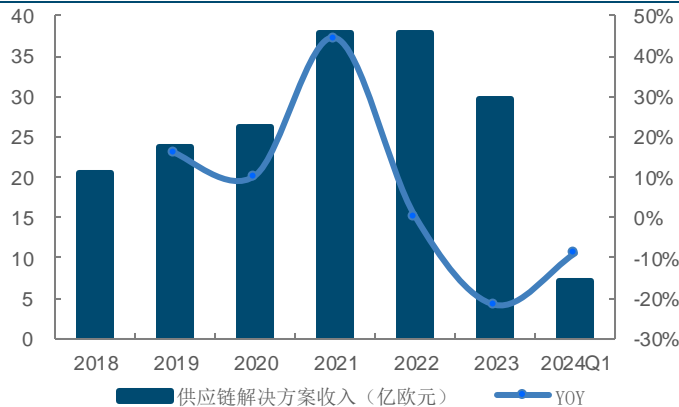
来源：凯傲财报，公司年报，国金证券研究所

3.2.3 供应链解决方案：贡献业绩增量，随着市场疲软 2023 年收入有所回落

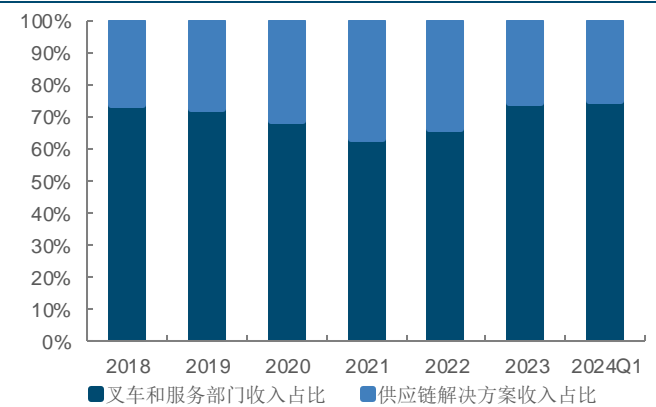
2016 年凯傲收购德马泰克 100% 股份，德马泰克主要为智能物流业务提供供应链解决方案。供应链解决方案业务 2018 年以来营业收入增速明显，从 2018 年 20.52 亿欧元攀升至 2022 年 37.89 亿欧元，增长 84.66%，CAGR 达 16.57%。此外，凯傲的供应链解决方案业务收入增速总体上快于其叉车和服务部门，因此供应链解决方案收入在凯傲集团总营业收入的占比近年来有所提升，供应链解决方案收入占比从 2018 年的 25.67% 提升至 2021 年的 36.72%，为凯傲集团贡献了增量业绩。

经过几年的强劲增长后，全球仓库自动化解决方案市场疲软。2023 年客户对供应链解决方案的需求有所下降，该业务在美洲和 EMEA 地区的订单量下降。因此，2023 年凯傲供应链解决方案收入回落至 29.68 亿欧元，同比-21.67%。供应链解决方案收入占比也有所回落，2023 年为 25.96%。随着 2021 年之前全球供应链解决方案快速增长的影响逐渐减弱，智慧物流需求将逐步释放，凯傲供应链解决方案收入有望逐步实现回升，为凯傲贡献更多的增量业绩。

图表36：供应链解决方案收入及 YOY 走势



图表37：叉车收入、供应链解决方案收入占比



来源：凯傲财报，国金证券研究所

来源：凯傲财报，国金证券研究所

3.3 林德液压：液压和发动机共振向上，前景空间广阔

2012 年潍柴动力收购林德液压 70% 股份，并逐渐增资至控股 100%。林德液压提供以工程机械为核心配套领域的高端液压件及系统解决方案，是国际一流的高端液压技术领导者。2019 年，液压传动变速箱 CVT 的成功开发，填补了中国 CVT 技术短板，掌控了农机动力总成关键核心技术，实现中国制造 CVT 动力总成零的突破；挖掘机液压系统则打破了跨国公司对于挖掘机液压技术的垄断，实现了高端液压元件国产化。林德液压中国工厂投产后，具备了生产世界先进液压件的能力。液压和发动机实现业务共振、同频发展，“潍柴发动机+德国林德液压”液压动力总成在工程机械液压动力总成产品方面实现了差异化的优势，尤其是在挖掘机动力总成系统和农机动力总成系统方面。



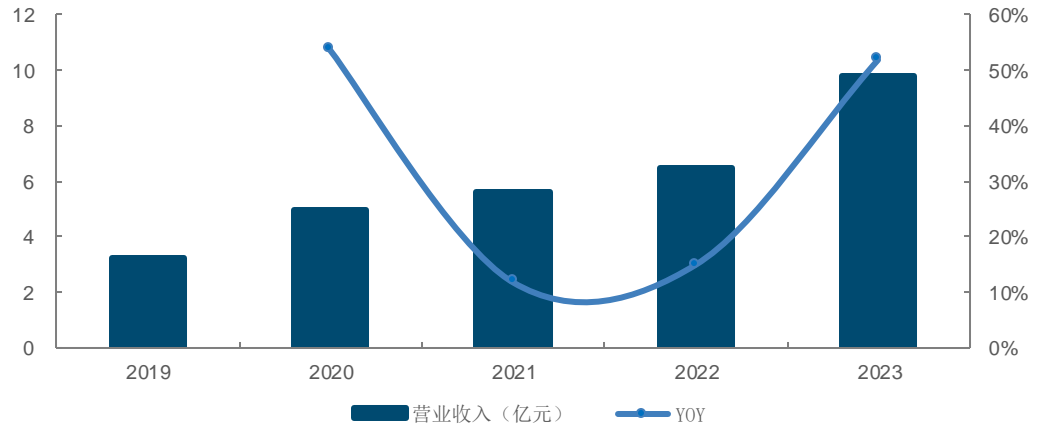
图表38：液压动力总成系统产品

| 液压动力总成系统 | 图示 | 目标机型 | 发动机 | 液压主泵 |
|----------|-----------------------------------------------------------------------------------|---------|---------|----------------|
| 挖掘机动力总成 |  | 13-16 吨 | WP4.1 | HPR135 |
| | | 20-28 吨 | WP6/WP7 | HPR210/HPR125D |
| | | 30-38 吨 | WP9 | HPR165D |
| | | 40-49 吨 | WP12 | HPR210D |
| 农机动力总成 |  | 玉米收割机 | WP6 | HPV75/105 |
| | | 青贮机 | WP7 | HPV75/105 |
| | | 联合收割机 | WP7 | HPV75/105 |
| | | 喷药机 | WP7 | HPV75/105 |
| | | 拖拉机 | WP6 | K 系列 |

来源：公司官网，国金证券研究所

从营业收入角度，林德液压2023年实现营业收入9.8亿元，同比+52%，相比2019年3.25亿元增长201.4%，CAGR高达31.8%，增速可观。且2019年以来，林德液压营业收入YOY长期维持高水平，2021、2022年在行业下滑时营业收入YOY仍有11%-15%，在2023年则迅速调整至52%。林德液压业绩快速增长的原因主要在于中国液压市场的需求快速扩张，中国目前是仅次于美国的全球第二大液压市场。然而，目前中国工程机械行业装配的液压动力总成仍被外国品牌占据，液压动力总成国产化替代空间巨大，约有200-250亿元的市场容量，未来高端高压液压的国产化替代将为公司提供重要的发展机遇。此外，林德液压产品的部件国产化程度加深之后，成本会大幅降低。成本的降低以及潜在的市场空间，有望进一步提高林德液压利润和产品竞争力，为潍柴动力贡献更多液压业务方面的业绩。

图表39：林德液压（中国）营业收入及YOY走势



来源：公司年报，国金证券研究所

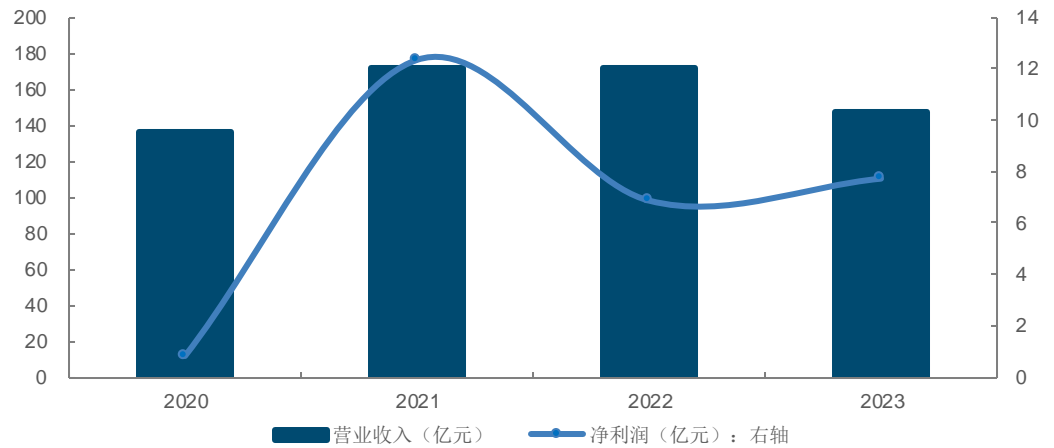
3.4 雷沃：农机高端化趋势明显，市场空间广阔

2022年潍柴动力收购雷沃重工，进入农机领域。收购后潍柴动力持有潍柴雷沃智慧农业科技股份有限公司（简称潍柴雷沃）61.1%股份，潍柴发动机总成等系列产品能够为潍柴雷沃带来增量资源，实现同频发展。潍柴雷沃坚持科技创新驱动，主要聚焦于高端农机产品，产品具有高附加值。2023年发布潍柴雷沃P3404-8V大马力智能拖拉机，整车全电控操纵，综合作业效率提升30%，综合燃油消耗降低10%。实现240hp-340hp大马力CVT系列拖拉机产业化突破，大喂入量收获机械、电驱精量播种机等关键核心技术快速突破，引领农机装备向大型化、高端化、智能化升级。发布中国首个系统性CVT拖拉机智慧农业应用场景解决方案，向智慧农业科技系统服务商转型。

法规切换短期影响市场需求，中长期不利影响将减弱。2023年潍柴雷沃营业收入146.93亿元，同比-14.4%，净利润7.72亿元，同比+12.44%。2023年营业收入降低的主要原因之一是2022年底非道路移动机械法规切换而提前透支部分市场需求，导致2023年农业设备行情弱势。潍柴雷沃2023年1月已全部完成对原国三生产线的改进，以满足国四产品生产需求；且从长期来看，国三升国四需要农机企业加大研发投入，对农机企业的资金实力和技术储备提出更高要求，长期看有利于雷沃等具备技术优势的头部企业，行业集中度进一步提升。因此，中长期来看法规切换的不利影响将逐渐减弱，潍柴雷沃农业设备的销量、收入和利润等有望逐步回升。



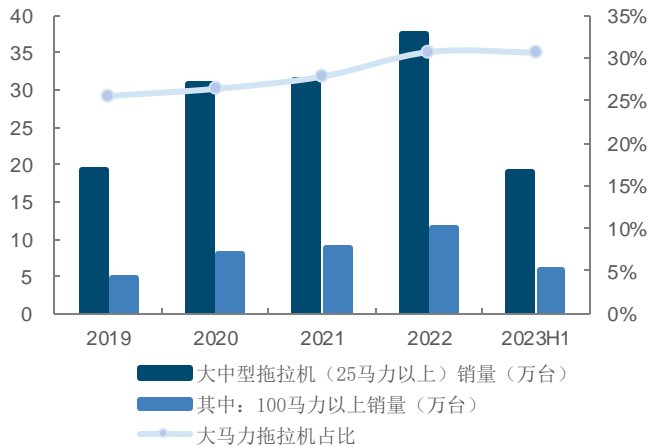
图表40: 营业收入、净利润走势



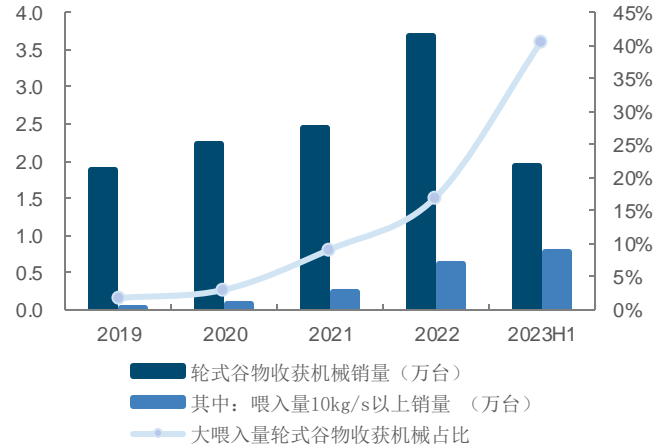
来源: 潍柴雷沃招股说明书, 公司年报, 国金证券研究所; 注: 2022年雷沃并表前数据来源于潍柴雷沃招股说明书, 并表后来源于潍柴动力年报

从农业装备整体行情看, 未来中长期农业机械行业仍为刚需行业, 大规模、机械化、智能化农业种植趋势明显, 行业集中度有望进一步提升, 利于头部农机企业。虽然国三升级国四导致市场整体规模短期下滑, 但从中长期来看, 考虑到国家对粮食安全战略高度重视、坚持“牢牢守住十八亿亩耕地红线”、土地流转加速和规模化生产的背景下, 农业机械行业仍为刚需行业。从农业设备销量来看, 近年来高端农业设备销量增速明显。2022年国内大中型拖拉机(25马力以上)销量37.5万台, 同比+20.0%, 2023H1销量为18.9万台; 2022年国内轮式谷物收获机械销量3.7万台, 同比+50.0%, 2023H1销量为1.9万台。从客户产品需求来看, 产品结构有所升级。2022年国内大中型拖拉机(100马力以上)销量11.5万台, 同比+32.7%, 且大马力拖拉机占比达到了30.8%, 同比+2.96%pct; 2022年国内轮式谷物收获机械(喂入量10kg/s以上)销量6239台, 同比+179.3%, 且大喂入量轮式谷物收获机械占比达到了16.9%, 同比+7.85% pct, 2023H1大喂入量轮式谷物收获机械占比更是达到了40.4%。因此农业装备行业机械化、高端化的趋势明显, 前景可观。

图表41: 大中型拖拉机销量及大马力销量和占比



图表42: 轮式谷物收获机械销量及大喂入量销量和占比



来源: 潍柴雷沃公告, 国金证券研究所

来源: 潍柴雷沃公告, 国金证券研究所

潍柴雷沃四类主要产品的市占率处于行业前列, 均排名前2。潍柴雷沃主要从事农业装备的研发、生产和销售, 其主要产品包括轮式谷物收获机械、玉米收获机械、拖拉机、履带式谷物收获机械和其他农业机械等。其中轮式谷物收获机械近两年市占率约60%, 在行业中占据重要龙头地位, 其它产品市占率也均维持在20-30%左右。

总之, 农业机械领域市场广阔, 行业集中度逐步上升。潍柴雷沃聚焦于高端农机、智能农机, 市占率高且有望进一步上升, 收入和利润有较好的上涨空间, 能较好的做到对潍柴动力重卡业务以外新业态的补充。



图表43：公司主要产品 2022、2023H1 市占率及排名

| 产品 | 2022 | | 2023H1 | |
|-----------|--------|------|--------|------|
| | 市占率 | 行业排名 | 市占率 | 行业排名 |
| 轮式谷物收获机械 | 58.94% | 1 | 61.66% | 1 |
| 玉米收获机械 | 20.90% | 1 | - | - |
| 拖拉机 | 24.22% | 2 | 24.22% | 2 |
| 履带式谷物收获机械 | 27.06% | 2 | 21.96% | 2 |

来源：潍柴雷沃公告，国金证券研究所

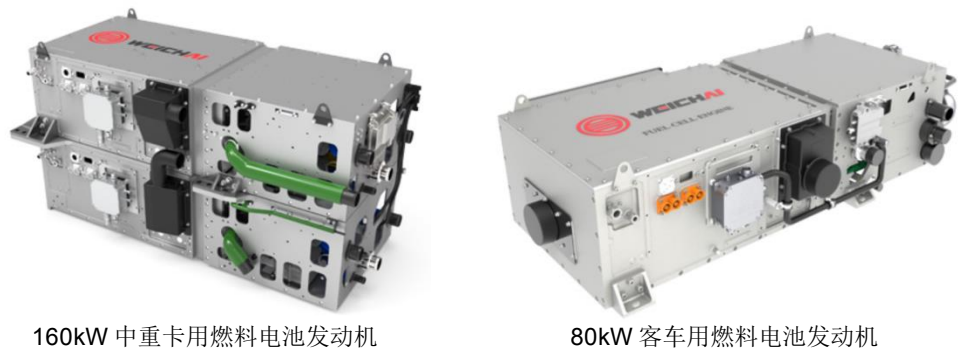
3.5 氢燃料电池：战略布局氢能赛道，构筑新能源商用车产业链

潍柴早在 2010 年就开始布局新能源商用车，2016 年收购以气体能源为核心的燃料电池研发和生产企业弗尔赛 33.5% 的股份，2018 年 5 月与英国锡里斯在固态氧化物燃料电池领域展开全面合作，同年 11 月认购质子交换膜燃料电池的开创者巴拉德动力系统公司 19.9% 股份，2019 年战略收购具有新能源商用车用电控、电机、燃料电池 DC/DC 变换器等产品技术能力的德国 ARADDEX 公司 80% 股权。至此，潍柴拥有了燃料电池商用车动力系统的全部开发和集成能力，成功构筑起“电池+电机+电控”为一体的新能源动力系统集成优势。

根据中国《节能与新能源汽车产业技术路线图》，我国规划到 2030 年燃料电池汽车保有量达到 100 万辆，加氢站超过 1000 座。此外，由于加氢站数量相对较少，行驶路径较为固定的商用车燃料电池应用可能会率先放量。

当前潍柴动力已全面完成商用车氢燃料电池的核心技术布局，目前燃料电池发动机产品已覆盖客车、轻卡、中重卡车型，功率涵盖 50-200kW，产品广泛适用于港口牵引、城建渣土、短途自卸、城市物流、城市公交、市政环卫等应用场景。叠加在整车上的传统优势，潍柴有望在未来氢能基础设施规模成型后抢先受益。

图表44：潍柴氢燃料电池发动机系统部分产品



160kW 中重卡用燃料电池发动机

80kW 客车用燃料电池发动机

来源：公司官网，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

随着 2022 年以来重卡行业国内逐渐底部复苏，天然气快速渗透，出口持续高增，公司重卡相关动力链及整车业务将迎来持续向好。重卡之外的业务以凯傲、大缸径、农机等为代表的业务盈利能力持续改善，我们预测，2024/2025/2026 年公司实现营业收入 2361.9/2593.5/2832.5 亿元，同比+10.4%、+9.8%、9.2%，毛利率分别为 22.4%/22.0%/22.0%。其中：

1) 发动机：收入=（重卡发动机销量+其他发动机销量+psi）×发动机整体 ASP=（Σ（国内重卡行业销量×客户市占率×公司重卡发动机供应份额）+Σ其它各类型发动机销量+psi）×发动机整体 ASP。考虑重卡行业国内底部复苏趋势，以及天然气快速渗透，我们预计 24-26 年中国重卡行业销量分别回升至 93、98、105 万辆。预计 24-26 年发动机整体 ASP 保持 6 万/台，发动机收入分别为 484.59、531.70、586.48 亿元，同比+10.6%、+9.7%、10.3%，毛利率提升至 29.5%/28.5%/28.5%。

2) 法士特变速箱：2021 年及之前法士特重型变速箱销量曾达 110 万多台，2022 年由于重卡行业不景气法士特变速箱销量有所下滑；随着重卡行业逐渐复苏，我们预计 24-26 年分别法士特变速箱销量分别为 90、100、110 万台，收入分别为 155.7、175.0、192.5



亿元，同比+8.2%、+12.4%、10.0%。

3) 陕重汽：中长期重卡行业保持复苏的趋势下，陕重汽有望跟随着行业实现销量回升，同时随着公司产品的不断升级，以及天然气重卡渗透率的提高，预计陕重汽 ASP 将小幅上升。我们预计 24-26 年陕重汽收入分别为 460.88、504.58、540.62 亿元，同比+2.5%、+9.5%、7.1%。

4) 凯傲：受益于订单结构调整，电动化带来的 ASP 及利润率双升，预计凯傲盈利持续改善。我们预计 24-26 年凯傲收入分别为 962.73、1059.00、1164.90 亿元，同比+10.0%、+10.0%、10.0%，毛利率持续改善至 25%左右。

5) 潍柴雷沃：收入=拖拉机销量×拖拉机 ASP+核心收获机械销量×核心收获机械 ASP+其他农业机械及配件收入。受 2022 年底法规切换阶段性影响市场需求，农业设备行业正处于稳步复苏通道，雷沃市占率有望进一步提高。我们预计 24-26 年潍柴雷沃收入分别为 198.00、223.20、248.00 亿元，同比+34.8%、+12.7%、11.1%，毛利率提升至 14.6%/14.7%/14.8%。

图表45：公司收入分拆预测（亿元）

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总收入 | 2035.48 | 1751.58 | 2139.58 | 2361.89 | 2593.48 | 2832.51 |
| YOY | 3.1% | -13.9% | 22.2% | 10.4% | 9.8% | 9.2% |
| 毛利率 | 19.5% | 17.8% | 21.1% | 22.4% | 22.0% | 22.0% |
| 其中： | | | | | | |
| 1、母公司： | | | | | | |
| 收入 | 491.21 | 260.80 | 438.30 | 484.59 | 531.70 | 586.48 |
| YOY | -8.2% | -46.9% | 68.1% | 10.6% | 9.7% | 10.3% |
| 毛利率 | 25.8% | 25.2% | 28.0% | 29.5% | 28.5% | 28.5% |
| 股比* | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| 2、法士特： | | | | | | |
| 收入 | 168.64 | 102.60 | 143.85 | 155.70 | 175.00 | 192.50 |
| YOY | -6.3% | -39.2% | 40.2% | 8.2% | 12.4% | 10.0% |
| 股比 | 51% | 51% | 51% | 51% | 51% | 51% |
| 3、陕重汽： | | | | | | |
| 收入 | 540.90 | 320.00 | 449.71 | 460.88 | 504.58 | 540.62 |
| YOY | -17.9% | -40.8% | 40.5% | 2.5% | 9.5% | 7.1% |
| 股比 | 51% | 51% | 51% | 51% | 51% | 51% |
| 4、凯傲 | | | | | | |
| 收入 | 786.25 | 790.10 | 875.21 | 962.73 | 1059.00 | 1164.90 |
| YOY | 20.8% | 0.5% | 10.8% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 毛利率 | 24.2% | 19.0% | 24.3% | 25% | 25% | 25% |
| 股比 | 45.2% | 46.5% | 46.5% | 46.5% | 46.5% | 46.5% |
| 5、雷沃 | | | | | | |
| 收入 | | 171.64 | 146.93 | 198.00 | 223.20 | 248.00 |
| YOY | | | -14.4% | 34.8% | 12.7% | 11.1% |
| 毛利率 | | 13.1% | 14.4% | 14.6% | 14.7% | 14.8% |
| 股比 | | 61.1% | 61.1% | 61.1% | 61.1% | 61.1% |

来源：公司年报，国金证券研究所；*注：表中股比指上市公司潍柴动力对相关公司的持股比例。

费用率方面，重卡行业为重资产行业，规模效应较为明显，行业下行期毛利率会明显下滑，费用率会明显提升，如下表 2022-2023 年公司销售/管理/研发费用率较 2021 年均明显提升。展望 2024-2026 年，行业总量在国内需求复苏、出口持续增长状态下迎来稳步扩张，费用率预计将有明显收缩，其中 2024 年总量预计仅微增同比改善不明显，费用率预计基本和 2023 年持平，待 2025-2026 行业总量抬升后费用率将有显著下行，但考虑到总量仍难高于 2021 年水平，因而相关费用率仍将高于 2021 年。

图表46：公司费用率预测

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 5.4% | 6.1% | 6.3% | 6.3% | 5.9% | 5.8% |
| 管理费用率 | 4.0% | 4.6% | 4.4% | 4.5% | 4.3% | 4.2% |
| 研发费用率 | 3.4% | 4.4% | 3.8% | 3.8% | 3.6% | 3.5% |



来源：公司年报，国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

我们预测公司 24-26 年归母净利润 115.9/133.2/157.0 亿元，对应 PE 为 11.5/10.0/8.5X。我们将中国重汽、一汽解放、三一重工、中集车辆、福田汽车作为可比公司，可比公司 24 年平均 PE 为 18.5，考虑公司作为行业龙头，格局地位稳固，给予 2024 年 15XPE，目标价 19.92 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表47：可比公司估值比较（市盈率法，截至 2024 年 6 月 24 日）

| 股票代码 | 股票名称 | 股价(元) | EPS | | | | | PE | | |
|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 000951 | 中国重汽 | 14.36 | 0.18 | 0.92 | 1.21 | 1.53 | 1.89 | 11.82 | 9.41 | 7.58 |
| 000800 | 一汽解放 | 7.77 | 0.08 | 0.16 | 0.23 | 0.38 | 0.49 | 33.45 | 20.27 | 15.72 |
| 600031 | 三一重工 | 15.98 | 0.50 | 0.53 | 0.70 | 0.92 | 1.13 | 22.83 | 17.37 | 14.14 |
| 301039 | 中集车辆 | 8.95 | 0.55 | 1.22 | 0.79 | 0.91 | 1.06 | 11.29 | 9.80 | 8.43 |
| 600166 | 福田汽车 | 2.24 | 0.01 | 0.11 | 0.18 | 0.24 | 0.29 | 12.35 | 9.48 | 7.68 |
| | 平均值 | | 0.27 | 0.59 | 0.63 | 0.80 | 0.99 | 18.5 | 13.4 | 10.8 |
| 000338 | 潍柴动力 | 15.25 | 0.56 | 1.03 | 1.33 | 1.53 | 1.80 | 11.48 | 9.99 | 8.48 |

来源：wind，国金证券研究所；注：可比公司中三一重工采用国金预测数据，其余采用 wind 一致预测。

五、风险提示

重卡行业复苏不及预期。重卡行业面临复苏节奏低于预期，甚至行业下行的风险。

重卡出海不及预期。海外出口面临地缘政治、国际形势恶化、海运费上涨等的风险。

天然气价格波动。天然气价格上涨，气柴价差缩小，将导致天然气重卡需求减弱，渗透率放缓，影响公司天然气发动机和天然气重卡销量。

新业态发展不及预期。公司各项非重卡新业务面临发展速度不及预期的风险。



附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | | |
|-----------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 主营业务收入 | 203,548 | 175,158 | 213,958 | 236,189 | 259,348 | 283,251 | 货币资金 | 75,043 | 70,842 | 92,857 | 93,202 | 102,189 | 112,610 | |
| 增长率 | | -13.9% | 22.2% | 10.4% | 9.8% | 9.2% | 应收款项 | 35,824 | 39,254 | 41,726 | 46,866 | 51,092 | 55,490 | |
| 主营业务成本 | -163,947 | -144,011 | -168,842 | -183,283 | -202,292 | -220,936 | 存货 | 31,585 | 33,374 | 37,930 | 39,167 | 41,567 | 44,187 | |
| %销售收入 | 80.5% | 82.2% | 78.9% | 77.6% | 78.0% | 78.0% | 其他流动资产 | 18,186 | 25,014 | 25,412 | 28,151 | 29,451 | 30,763 | |
| 毛利 | 39,601 | 31,147 | 45,116 | 52,906 | 57,057 | 62,315 | 流动资产 | 160,638 | 168,484 | 197,925 | 207,386 | 224,299 | 243,051 | |
| %销售收入 | 19.5% | 17.8% | 21.1% | 22.4% | 22.0% | 22.0% | %总资产 | 58.0% | 57.4% | 59.2% | 60.2% | 61.7% | 63.2% | |
| 营业税金及附加 | -797 | -481 | -749 | -827 | -882 | -963 | 长期投资 | 20,836 | 20,434 | 23,917 | 24,117 | 24,317 | 24,517 | |
| %销售收入 | 0.4% | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 固定资产 | 39,222 | 45,875 | 51,527 | 50,463 | 50,630 | 51,598 | |
| 销售费用 | -10,903 | -10,661 | -13,410 | -15,232 | -15,820 | -16,712 | %总资产 | 14.2% | 15.6% | 15.4% | 14.6% | 13.9% | 13.4% | |
| %销售收入 | 5.4% | 6.1% | 6.3% | 6.4% | 6.1% | 5.9% | 无形资产 | 44,262 | 47,430 | 48,224 | 49,845 | 51,229 | 52,554 | |
| 管理费用 | -8,056 | -8,092 | -9,457 | -10,629 | -11,385 | -12,010 | 非流动资产 | 116,406 | 125,182 | 136,322 | 137,240 | 139,150 | 141,815 | |
| %销售收入 | 4.0% | 4.6% | 4.4% | 4.5% | 4.4% | 4.2% | %总资产 | 42.0% | 42.6% | 40.8% | 39.8% | 38.3% | 36.8% | |
| 研发费用 | -6,888 | -7,731 | -8,045 | -8,975 | -9,596 | -10,310 | 资产总计 | 277,044 | 293,666 | 334,247 | 344,627 | 363,449 | 384,865 | |
| %销售收入 | 3.4% | 4.4% | 3.8% | 3.8% | 3.7% | 3.6% | 短期借款 | 12,982 | 15,824 | 16,949 | 17,325 | 15,910 | 14,000 | |
| 息税前利润 (EBIT) | 12,958 | 4,181 | 13,456 | 17,244 | 19,373 | 22,320 | 应付款项 | 74,755 | 75,776 | 95,661 | 98,938 | 106,353 | 114,285 | |
| %销售收入 | 6.4% | 2.4% | 6.3% | 7.3% | 7.5% | 7.9% | 其他流动负债 | 27,644 | 28,143 | 33,605 | 36,026 | 39,341 | 42,808 | |
| 财务费用 | 450 | 909 | -560 | -145 | 96 | 510 | 流动负债 | 115,382 | 119,743 | 146,215 | 152,290 | 161,604 | 171,093 | |
| %销售收入 | -0.2% | -0.5% | 0.3% | 0.1% | 0.0% | -0.2% | 长期贷款 | 12,907 | 22,782 | 17,908 | 16,908 | 15,908 | 15,408 | |
| 资产减值损失 | -895 | -1,288 | -1,486 | -388 | -408 | -384 | 其他长期负债 | 45,794 | 47,030 | 57,439 | 53,834 | 54,865 | 56,234 | |
| 公允价值变动收益 | 396 | 1,011 | -363 | -100 | -100 | -100 | 负债 | 174,083 | 189,555 | 221,561 | 223,031 | 232,376 | 242,735 | |
| 投资收益 | 442 | 243 | 746 | 827 | 1,037 | 991 | 普通股股东权益 | 70,907 | 73,184 | 79,335 | 84,845 | 90,172 | 96,450 | |
| %税前利润 | 3.1% | 4.0% | 5.7% | 4.7% | 5.0% | 4.1% | 其中：股本 | 8,727 | 8,727 | 8,727 | 8,727 | 8,727 | 8,727 | |
| 营业利润 | 13,889 | 5,834 | 12,905 | 17,438 | 20,350 | 23,888 | 未分配利润 | 48,385 | 50,330 | 55,184 | 60,980 | 66,307 | 72,585 | |
| 营业利润率 | 6.8% | 3.3% | 6.0% | 7.4% | 7.8% | 8.4% | 少数股东权益 | 32,055 | 30,926 | 33,351 | 36,751 | 40,901 | 45,681 | |
| 营业外收支 | 166 | 251 | 246 | 200 | 200 | 200 | 负债股东权益合计 | 277,044 | 293,666 | 334,247 | 344,627 | 363,449 | 384,865 | |
| 税前利润 | 14,055 | 6,085 | 13,151 | 17,638 | 20,550 | 24,088 | 比率分析 | | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 利润率 | 6.9% | 3.5% | 6.1% | 7.5% | 7.9% | 8.5% | 每股指标 | | | | | | | |
| 所得税 | -2,493 | -403 | -1,940 | -2,646 | -3,082 | -3,613 | 每股收益 | 1.060 | 0.562 | 1.033 | 1.328 | 1.526 | 1.799 | |
| 所得税率 | 17.7% | 6.6% | 14.7% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 每股净资产 | 8.125 | 8.386 | 9.091 | 9.723 | 10.333 | 11.052 | |
| 净利润 | 11,562 | 5,683 | 11,212 | 14,992 | 17,467 | 20,475 | 每股经营现金净流 | 1.670 | -0.277 | 3.150 | 2.746 | 3.761 | 4.261 | |
| 少数股东损益 | 2,307 | 778 | 2,198 | 3,400 | 4,150 | 4,780 | 每股股利 | 0.370 | 0.254 | 0.519 | 0.664 | 0.916 | 1.079 | |
| 归属于母公司的净利润 | 9,254 | 4,905 | 9,014 | 11,592 | 13,317 | 15,695 | 回报率 | | | | | | | |
| 净利率 | 4.5% | 2.8% | 4.2% | 4.9% | 5.1% | 5.5% | 净资产收益率 | 13.05% | 6.70% | 11.36% | 13.66% | 14.77% | 16.27% | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 3.34% | 1.67% | 2.70% | 3.36% | 3.66% | 4.08% | |
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 投入资本收益率 | 7.65% | 2.55% | 7.14% | 8.67% | 9.34% | 10.26% | |
| 净利润 | 11,562 | 5,683 | 11,212 | 14,992 | 17,467 | 20,475 | 增长率 | | | | | | | |
| 少数股东损益 | 2,307 | 778 | 2,198 | 3,400 | 4,150 | 4,780 | 主营业务收入增长率 | 3.07% | -13.95% | 22.15% | 10.39% | 9.81% | 9.22% | |
| 非现金支出 | 11,493 | 12,436 | 13,475 | 10,411 | 11,458 | 12,690 | EBIT 增长率 | 1.85% | -67.73% | 221.80% | 28.16% | 12.35% | 15.21% | |
| 非经营收益 | 135 | -796 | 1,461 | 1,056 | 408 | 242 | 净利润增长率 | 0.51% | -47.00% | 83.77% | 28.60% | 14.88% | 17.85% | |
| 营运资金变动 | -8,613 | -19,743 | 1,340 | -2,493 | 3,489 | 3,780 | 总资产增长率 | 2.32% | 6.00% | 13.82% | 3.11% | 5.46% | 5.89% | |
| 经营活动现金净流 | 14,576 | -2,421 | 27,488 | 23,965 | 32,822 | 37,186 | 资产管理能力 | | | | | | | |
| 资本开支 | -5,683 | -6,563 | -6,910 | -11,238 | -12,810 | -14,820 | 应收账款周转天数 | 30.1 | 41.3 | 38.5 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | |
| 投资 | -115 | -4,314 | 774 | -100 | -100 | -100 | 存货周转天数 | 69.9 | 82.3 | 77.1 | 78.0 | 75.0 | 73.0 | |
| 其他 | 389 | 2,282 | 399 | 827 | 1,037 | 991 | 应付账款周转天数 | 94.7 | 107.9 | 114.2 | 115.0 | 110.0 | 107.0 | |
| 投资活动现金净流 | -5,409 | -8,595 | -5,737 | -10,511 | -11,873 | -13,929 | 固定资产周转天数 | 59.5 | 79.0 | 75.2 | 65.7 | 60.5 | 57.0 | |
| 股权募资 | 14,050 | 1,676 | 92 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | | |
| 债权募资 | -4,114 | 9,728 | -8,492 | -3,801 | -1,215 | -1,110 | 净负债/股东权益 | -48.18% | -36.54% | -53.76% | -50.62% | -55.66% | -60.36% | |
| 其他 | -6,813 | -6,552 | -4,629 | -8,123 | -9,886 | -11,100 | EBIT 利息保障倍数 | -28.8 | -4.6 | 24.0 | 118.9 | -200.8 | -43.7 | |
| 筹资活动现金净流 | 3,123 | 4,852 | -13,029 | -11,924 | -11,101 | -12,210 | 资产负债率 | 62.84% | 64.55% | 66.29% | 64.72% | 63.94% | 63.07% | |
| 现金净流量 | 12,180 | -5,986 | 8,876 | 1,530 | 9,849 | 11,047 | | | | | | | | |

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 2 | 6 | 21 | 31 | 53 |
| 增持 | 0 | 2 | 3 | 8 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.25 | 1.13 | 1.21 | 1.00 |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究