



中国重汽 (000951.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

内需底部+海外增量，重卡龙头迎中期景气上行

公司简介

中国重汽A是国内重卡行业龙头企业，是中国重汽H的重要控股子公司，旗下经营豪沃、黄河等品牌。得益于重卡行业持续复苏及出口爆发，公司业绩将迎来新的增长点。

投资逻辑：

重卡龙头，H股股权激励强化业绩增长预期：1) 2023年营业总收入和归母净利润分别为420.7和10.8亿元，同比+45.96%/+405%。2) 2024年1月23日，集团层面推出《建议采纳限制性股票激励计划》，预期2024年-2026年利润总额为71亿元/87亿元/107亿元，YOY为3.30%/22.76%/22.22%；归母净利润为57/70/85亿元，为公司的长期发展注入动力。

内需复苏、出海增长、天然气重卡爆发驱动行业复苏，重卡行业市场格局稳固，AMT（自动换挡变速箱）重卡销售火爆：1) 2023年中国重卡销量为91万量（批发口径），销量YOY+36%。2) 2024年1-5月中国重卡累计海关出口总量为14.32万辆，同比+12.81%，出口占比33.08%。3) 油气价差扩大，天然气重卡销量火爆。2023年，天然气重卡行业销量达15.19万辆（终端销量），同比+307%，实现近年来的最高值，渗透率为24.79%，同比+17pcts。天然气重卡相对柴油重卡单车价格提升推动公司盈利提升。4) 中国重卡行业市场集中度较高，公司与潍柴动力同属山东重工旗下企业，两者强强联合将进一步提高公司及集团的市场份额。5) AMT重卡销售火爆，公司较早开始研发自动档变速器，具有先发优势，有望进一步增强公司重卡车型的竞争力，提高市场份额。

整车出口龙头，出海空间大：1) 公司作为较早出海的重卡龙头企业，产品通过中国重汽（H股）控股子公司中国重汽集团国际有限公司出口，未来出海空间较大。中国重汽集团出口量在国内位居自主品牌前列，其中重卡出口量连续19年保持第一。2) 公司深耕海外多年，海外布局成熟，2023年末中国重汽集团在全球范围内拥有广泛的服务网络，已覆盖超过110个国家和地区，拥有经销商网络200余家，建立了约26个境外合作KD生产工厂。3) 出口产品高端化兼具性价比优势，有持续量价提升空间。

盈利预测、估值和评级

我们预测，2024/2025/2026年公司实现营业收入508.9/616.6/706.9亿元，归母净利润15.51/20.40/25.05亿元，对应EPS为1.32/1.74/2.13元。重卡行业内需仍处于复苏初期，叠加出海高潜力，考虑到公司作为重卡整车龙头企业，给予2024年14XPE，目标价18.5元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

行业复苏不及预期；天然气价格波动；出口销量不及预期；重卡电动化进展超预期等。

汽车组

分析师：陈传红 (执业 S1130522030001)

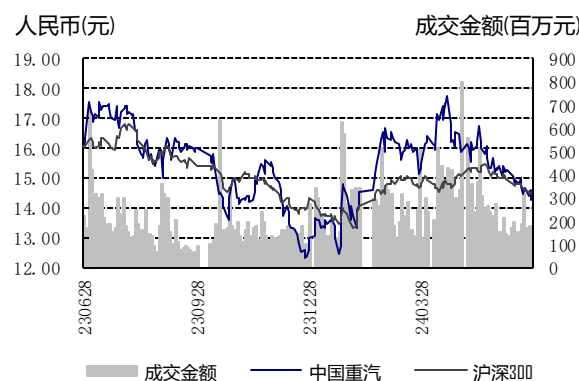
chenchuanhong@gjzq.com.cn

分析师：陆强易 (执业 S1130524050001)

luqiangyi@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.25 元

目标价 (人民币)：18.50 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	28,822	42,070	50,889	61,657	70,693
营业收入增长率	-48.62%	45.96%	20.96%	21.16%	14.66%
归母净利润(百万元)	214	1,080	1,551	2,040	2,505
归母净利润增长率	-79.41%	405.52%	43.60%	31.49%	22.81%
摊薄每股收益(元)	0.182	0.920	1.321	1.736	2.132
每股经营性现金流净额	5.98	1.80	2.61	3.01	3.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.56%	7.34%	10.02%	12.36%	14.11%
P/E	81.58	14.53	10.79	8.21	6.68
P/B	1.27	1.07	1.08	1.01	0.94

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司概况：重卡龙头，业绩改善.....	4
1.1 股权结构：重汽集团由山东重工控股，A 股隶属于 H 股.....	4
1.2 重汽 A 产品矩阵：豪沃、黄河系列整车.....	4
1.3 财务情况：盈利稳定，费用管控能力强.....	5
1.4 股权激励：H 股股权激励，强化 A 股业绩增长预期.....	6
二、重卡行业：“内需复苏+出海增长+天然气重卡爆发”驱动行业复苏，市场格局稳固，AMT 重卡销售火爆.....	7
2.1 重卡行业中长期复苏趋势向好.....	7
2.2 油气价差维持高位，天然气重卡带来结构性增长机遇.....	10
2.3 重卡行业市场份额集中，市场格局稳固.....	12
2.4 AMT 重卡销售火爆，市场份额将进一步提升.....	13
三、整车出口龙头，出海空间大.....	15
四、盈利预测与投资建议.....	17
4.1 盈利预测.....	17
4.2 投资建议及估值.....	18
五、风险提示.....	19

图表目录

图表 1：中国重汽集团股权结构.....	4
图表 2：中国重汽集团整车产品矩阵.....	4
图表 3：中国重汽（A 股）主营收入构成（2023 年）.....	5
图表 4：中国重汽（A 股）总营业收入及增速.....	5
图表 5：中国重汽（A 股）归母净利润及增速.....	5
图表 6：中国重汽（A 股）销售、管理及 SG&A 费用率.....	6
图表 7：中国重汽（H 股）限制性股票激励计划（2024 年-2026 年）.....	6
图表 8：营业收入（亿元）和销售利润率目标.....	7
图表 9：归母净利润预计 24-26E 分别为 57/70/85 亿元（根据股权激励方案）.....	7
图表 10：中国重卡销量年度走势（批发口径，万辆）.....	8
图表 11：中国重卡销量年度走势（上险口径，万辆）.....	8
图表 12：中国重卡销量季度走势（批发口径，万辆）.....	8
图表 13：中国重卡出口年度走势（万辆）.....	9
图表 14：中国重卡出口季度走势（万辆）.....	9
图表 15：以潍柴旗下陕重汽举例，ASP 呈现稳步上行趋势.....	10
图表 16：中国进口管道天然气增量梳理（亿方）.....	10
图表 17：柴油、液化天然气价格走势.....	11
图表 18：气柴价格比走势.....	11
图表 19：天然气重卡终端销量及渗透率.....	11
图表 20：中国重汽 HOWO 相同型号柴油与天然气重卡价格对比.....	12
图表 21：中国重卡行业市场集中度变化情况（批发口径）.....	12



图表 22: 国内重卡行业整车格局变化 (上险口径)	13
图表 23: 国内重卡行业发动机格局变化 (上险口径)	13
图表 24: 国内牵引车匹配 AMT 占比	14
图表 25: 欧美牵引车匹配 AMT 发展趋势	14
图表 26: 中国重汽第 7 代 S-AMT16 变速器	14
图表 27: 2022-2023 年中国重卡企业出口销量 (万辆)	15
图表 28: 中国重汽集团海外布局发展	15
图表 29: 中国重汽集团成熟的全球销售版图	16
图表 30: 中国重汽(A 股)与奔驰相似配置牵引车型对比	16
图表 31: 中国重汽集团海外重卡单车均价	17
图表 32: 中国重汽集团高端产品出口占比 (%)	17
图表 33: 中国重汽(H 股)与重汽国际的关联方交易 (整车或零配件)	17
图表 34: 公司收入、利润分拆预测 (亿元)	18
图表 35: 公司费用率预测	18
图表 36: 可比公司估值比较 (市盈率法, 截至 2024 年 6 月 27 日)	18

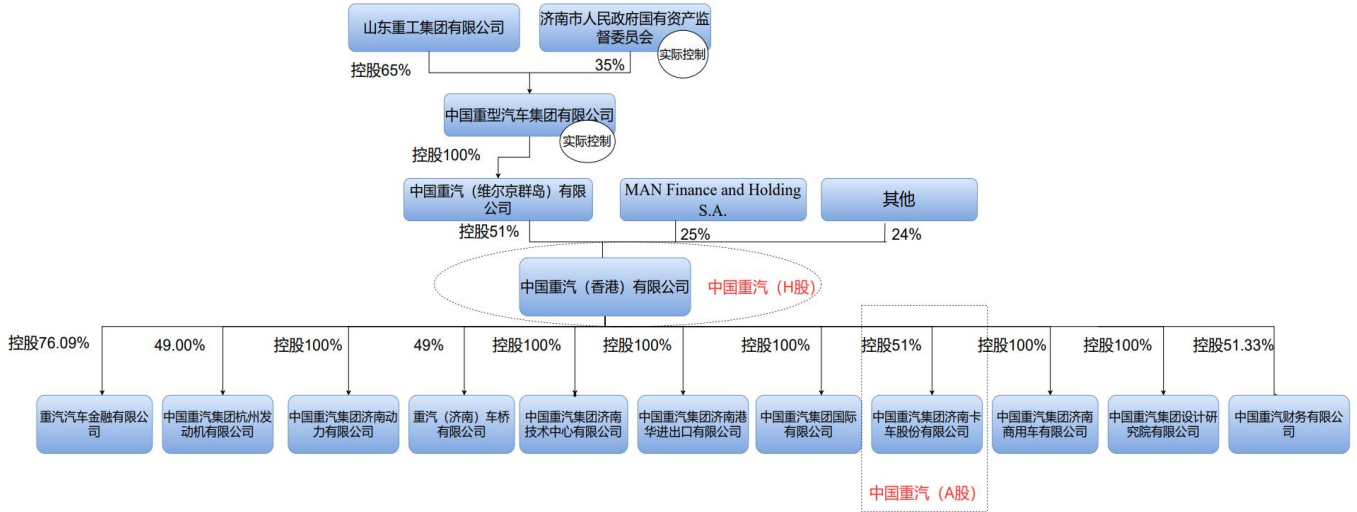


一、公司概况：重卡龙头，业绩改善

1.1 股权结构：重汽集团由山东重工控股，A股隶属于H股

中国重汽（A股）由国有资本控股并吸引外资参股。济南市人民政府国有资产监督管理委员会为公司实际控制人，国有资本控股确保了公司经营的稳健和有序发展。公司由中国重汽（香港）有限公司51%控股，股权结构较为集中。中国重汽（香港）有限公司由中国重汽（维尔京群岛）有限公司控股，德国曼公司作为第二大股东，凭借其卓越的卡车和发动机技术，为公司带来了核心技术的显著优势。

图表1：中国重汽集团股权结构



来源：iFind，国金证券研究所

1.2 重汽A产品矩阵：豪沃、黄河系列整车

中国重汽集团是中国领先的卡车制造商之一，专注于研发和生产重型卡车、中型卡车、轻型卡车及其关键总成和零部件。集团以整车制造为核心，拥有豪曼、黄河、汕德卡等多个重卡品牌。旗下重汽H股拥有汕德卡、豪曼等重卡品牌。重汽A股为重汽H股子公司，其重卡品牌包括豪沃、黄河系列。豪瀚由济宁商用车生产，重汽A股仅负责销售。

图表2：中国重汽集团整车产品矩阵



来源：iFind，商用车网，国金证券研究所

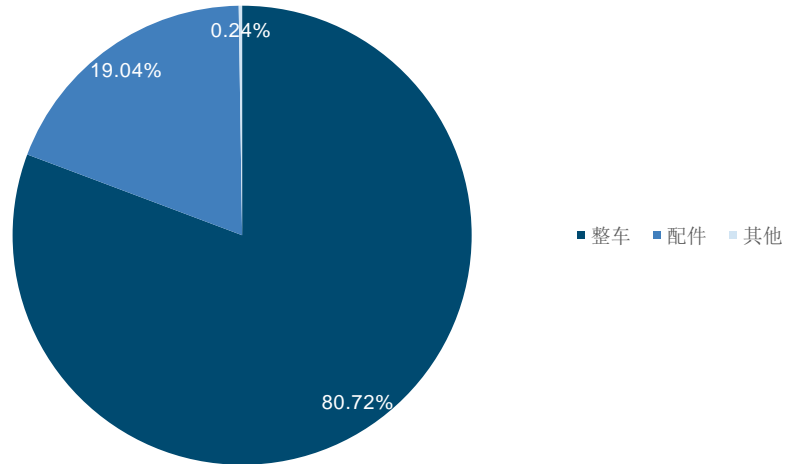


1.3 财务情况：盈利稳定，费用管控能力强

1.3.1 主营收入构成：以整车、配件为主

中国重汽（A股）主要通过三个业务部门运营，分别为整车、配件、其他产品。其中整车部门是主营收入的主要组成部分，2023年占比80.72%，其余两个部门占比分别为19.04%、0.24%。

图表3：中国重汽（A股）主营收入构成（2023年）



来源：iFinD，国金证券研究所

1.3.2 收入和利润：跟随行业周期波动，行业上行期业绩弹性大

公司作为我国重卡行业的龙头企业，营收整体跟随行业周期性波动，行业上行期业绩弹性大。从营业总收入来看，2016年至2023年由211.19亿元增长至420.7亿元，CAGR为10.35%。从归母净利润来看，2016年至2023年由4.18亿元增长至10.8亿元，CAGR为14.52%。其中，2022年由于宏观经济、地产相对疲软等原因，重卡行业达到近8年的业绩最低点，营业总收入为288.22亿元，同比-48.62%；归母净利润2.14亿元，同比-79%。而2023年，重卡行业底部复苏，叠加出海增长、天然气价格走低带来的结构性因素等，公司的营业总收入和归母净利润实现高增长，营业总收入同比+45.96%，归母净利润同比+405%。2024Q1营业总收入和归母净利润仍保持增长，实现营收114.27亿元，同比24.02%，归母净利润2.74亿元，同比+22.32%。

图表4：中国重汽（A股）总营业收入及增速



图表5：中国重汽（A股）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

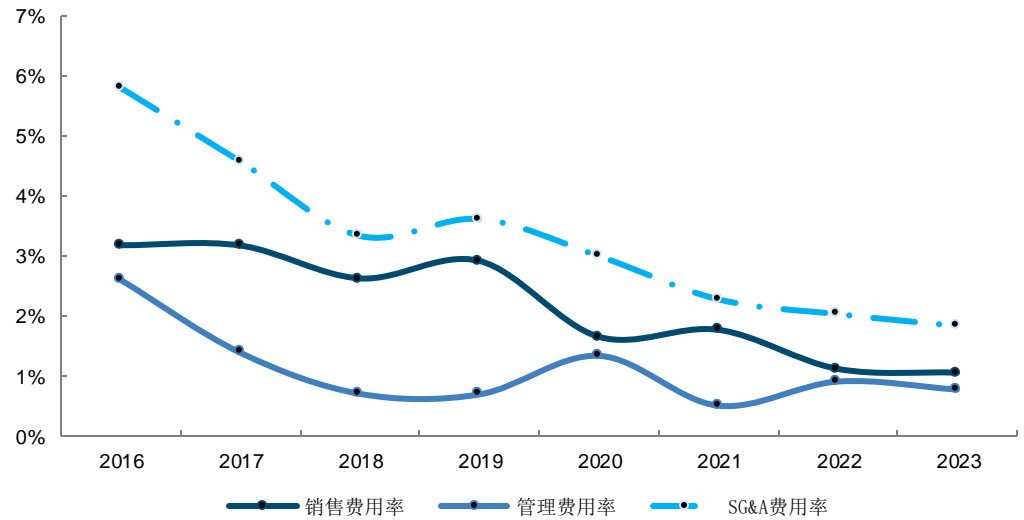
1.3.3 SG&A 费用率：整体呈下降趋势，费用控制能力强

2016年至2023年，公司的SG&A费用率随着业务的增长，呈下降趋势，由2016年的5.79%大幅下降至2023年的1.83%。其中，销售费用率由2016年3.17%下降至2023年1.05%；



管理费用率由 2016 年 2.62% 下降至 2023 年 0.78%。表明公司具有较强的成本控制能力，为公司盈利的持续上升建立了较好的基础。

图表6: 中国重汽 (A 股) 销售、管理及 SG&A 费用率



来源: iFinD, 国金证券研究所

1.4 股权激励: H 股股权激励, 强化 A 股业绩增长预期

2024 年 1 月 23 日, 中国重汽 (H 股) 推出《建议采纳限制性股票激励计划》, 宣布董事会及薪酬委员会已批准建议采纳限制性股票激励计划, 该计划为一项仅由本公司现有股份拨付的股份计划。计划的业绩目标为: 2024 年-2026 年经营收入不低于 948 亿元/1091 亿元/1255 亿元; 销售利润率不低于 7.5%/8%/8.5%。由此可以算出 2024 年-2026 年预期利润总额为 71 亿元/87 亿元/107 亿元; YOY 为 3.30%/22.76%/22.22%。我们假设利润总额反应至归母净利润的比例为 80%, 则公司 24/25/26 年归母净利润目标为 57/70/85 亿元。计划旨在优化薪酬体系, 确保集团能够吸引并留住顶尖人才, 进而提升整体的人才竞争力; 将高级管理层、员工与股东的利益紧密相连, 共同追求集团整体利益的最大化; 激励本集团的管理团队及核心员工, 其中涵盖部分 A 股的管理层和技术骨干, 激发他们的积极性和创新能力, 为集团的长期发展注入动力。

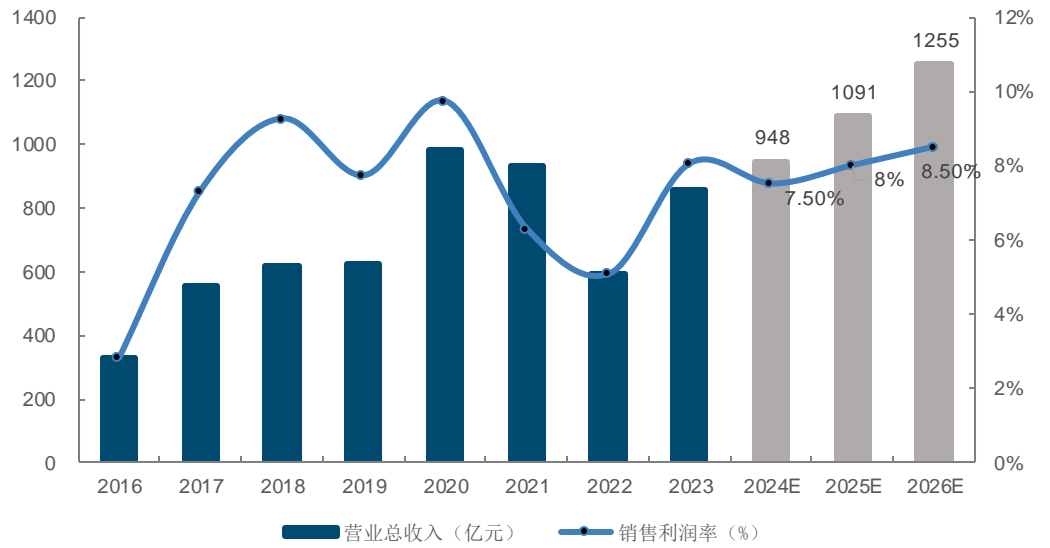
图表7: 中国重汽 (H 股) 限制性股票激励计划 (2024 年-2026 年)

归属期	本公司业绩目标	将归属的激励股份之百分比
自本次授予日起 24 个月	2024 年经营收入不低于人民币 948 亿元。销售利润率不低于 7.5%。	30%
自本次授予日起 36 个月	2025 年经营收入不低于人民币 1,091 亿元。销售利润率不低于 8%。	30%
自本次授予日起 48 个月	2026 年经营收入不低于人民币 1,255 亿元。销售利润率不低于 8.5%。	40%

来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 销售利润率=利润总额/营业收入

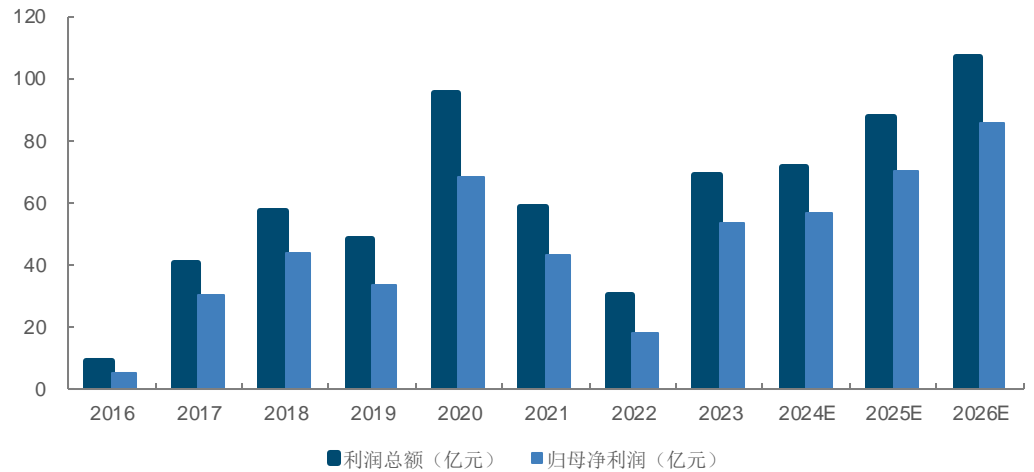


图表8: 营业收入 (亿元) 和销售利润率目标



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

图表9: 归母净利润预计 24-26E 分别为 57/70/85 亿元 (根据股权激励方案)



来源: iFinD, 公司公告, 国金证券研究所

二、重卡行业：“内需复苏+出海增长+天然气重卡爆发”驱动行业复苏，市场格局稳固，AMT 重卡销售火爆

2.1 重卡行业中长期复苏趋势向好

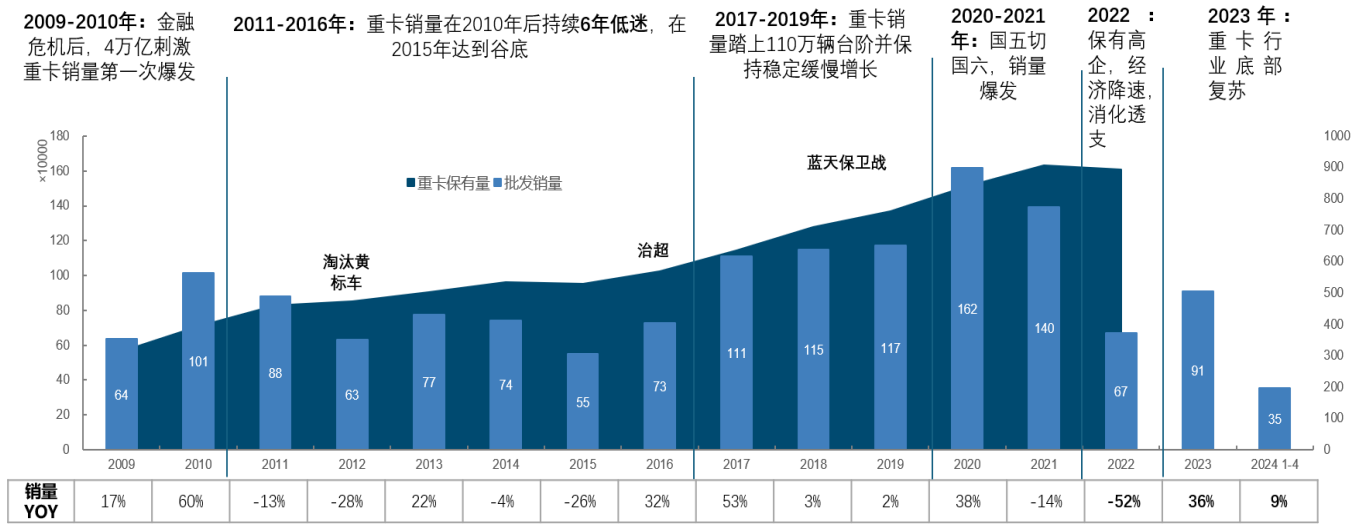
中国重卡销量自 2022 年行业进入下行周期以来，已经历经近 2 年的深度调整。目前来看，重卡行业中长期复苏趋势向好体现在中国内部需求的缓慢复苏和出海的增长两个方面。

第一、内需的缓慢复苏。从更新置换需求来看，在正常更替方面，重卡的平均淘汰年限为九至十年，当前中国重卡行业的保有量为近 900 万辆（统计局口径），因此，重卡行业稳定的置换中枢是在 90 万至 100 万辆。而 2022 年批发销量仅有 67 万辆（含出口），上险口径销量仅为 48 万辆。而 2017 年和 2018 年中重卡行业经历 103 万和 104 万辆的终端销量高点（上险口径），伴随着新购车用户逐渐进入一个淘汰高峰之后，重卡行业将进入底部复苏阶段。**从重卡保有量新增需求来看，**重卡销量与宏观经济高度相关，呈现强周期性，2022 年下行周期深度调整最为显著。随着宏观经济结构调整，影响销量表现的核心驱动已由房地产和基建主导的工程需求转变为制造和消费主导的物流需求，整体消费推动的物流需求相对稳定，且在政府政策的加持下，消费的复苏将推动中国货运需求净



值的提升。从年度数据来看，2023年中国重卡销量为91万辆（批发口径），销量YOY+36%。从季度数据看，2023年Q1以来重卡销量持续复苏，24年Q1同比+13%。

图表10：中国重卡销量年度走势（批发口径，万辆）



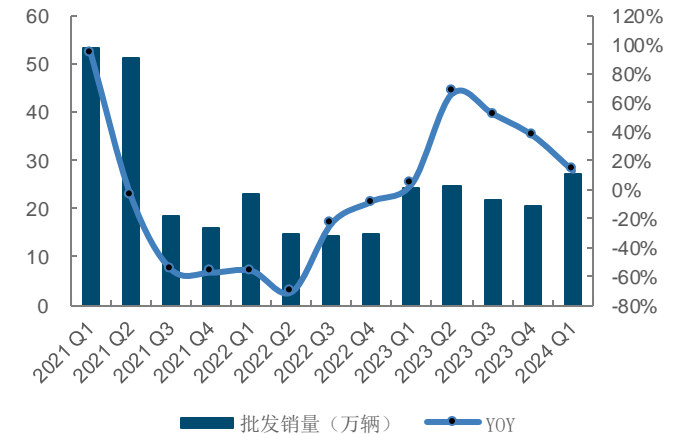
来源：国家统计局，中汽协，国金证券研究所

图表11：中国重卡销量年度走势（上险口径，万辆）



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，万辆）

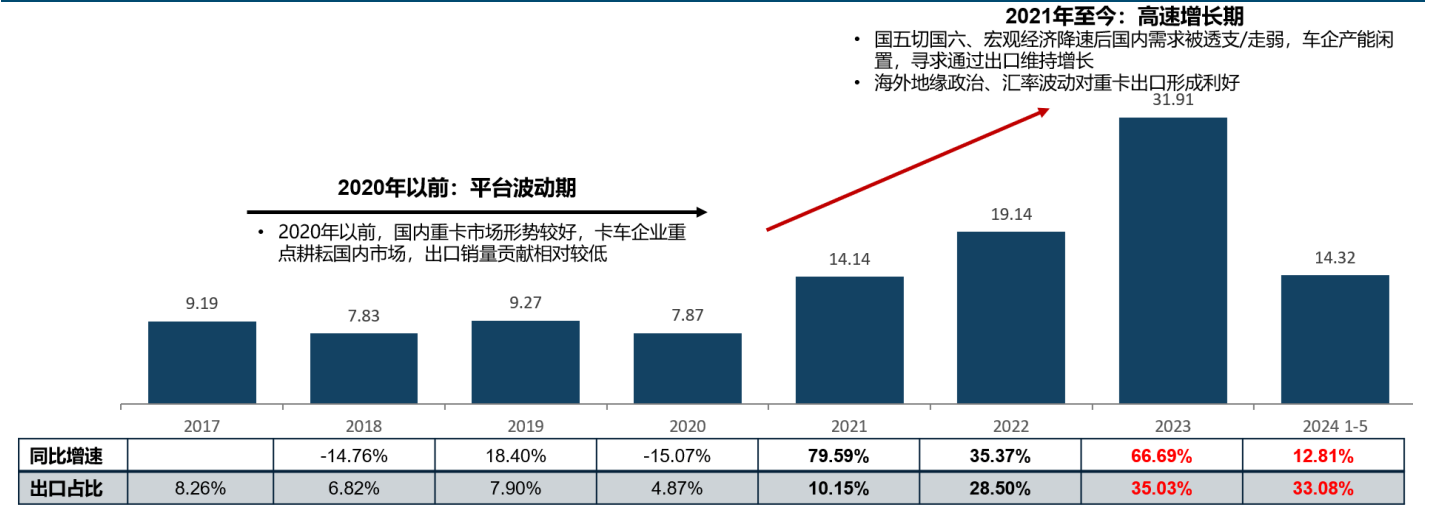


来源：中汽协，国金证券研究所

第二，出海量价的中长期增长机遇。量的方面：2020年之前，由于国内重卡市场环境利好，卡车企业普遍深耕国内市场，因此出口销量在整体业绩中的占比相对较低。而2021年以来，由于国内经济相对中长期的疲软，叠加地缘政治、汇率波动对重卡出口形成利好，重卡车企加大了对海外的布局力度，新开拓了众多海外市场，重卡出海的销量节节攀升。海关总署数据显示，2023年中国重卡出口总量已达到31.91万辆，同比+66.71%；出口占比35.03%，同比+6.53pcts。2024年1-5月累计出口总量为14.32万辆，同比+12.81%。分季度来看，2020年以来中国重卡出口量实现了高速增长，2024年Q1出口量相较于2020Q1增长了373.3%。

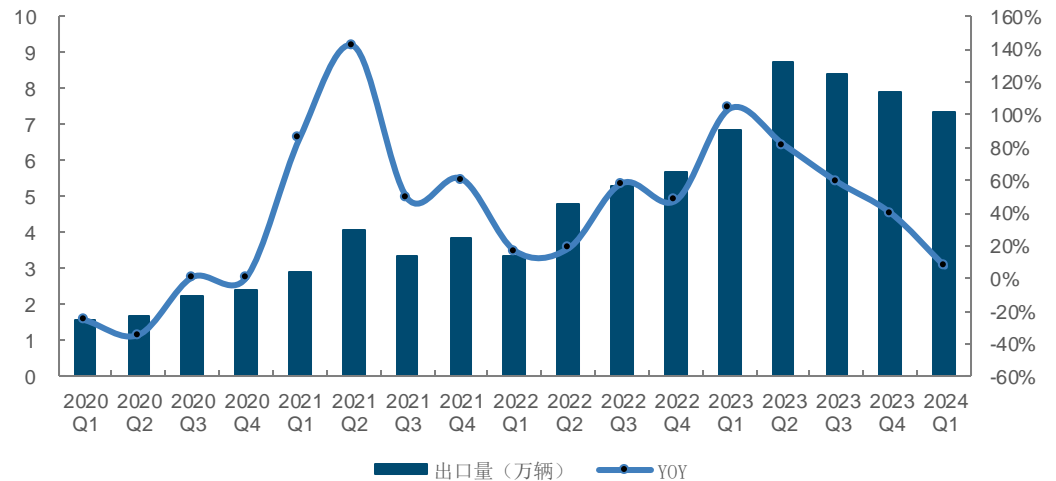


图表13: 中国重卡出口年度走势 (万辆)



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14: 中国重卡出口季度走势 (万辆)

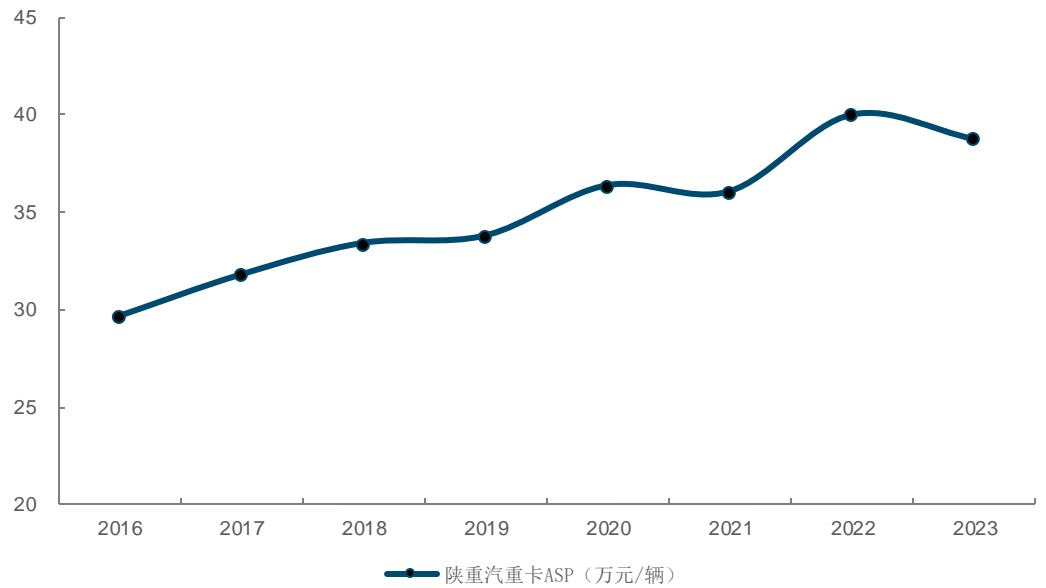


来源: 海关总署, 国金证券研究所

价的维度: 2016 以来随着重卡品质和竞争力的提高, 重卡 ASP 稳步上升。以潍柴旗下陕重汽举例, 陕重汽重卡 ASP 从 2016 年 29.7 万元增长至 2023 年 38.8 万元, 增长了 30.6%。当前重卡出口主要面向亚非拉地区, 此类区域对于排放法规要求相对较松, 主要出口车型为国二国三国四的车辆, 单车售价相对偏低。而参考欧美及中国行业发展历程, 排放法规升级是必然趋势, 海外相关车型的 ASP 必将迎来中长期稳步上行。



图表15：以潍柴旗下陕重汽举例，ASP呈现稳步上行趋势

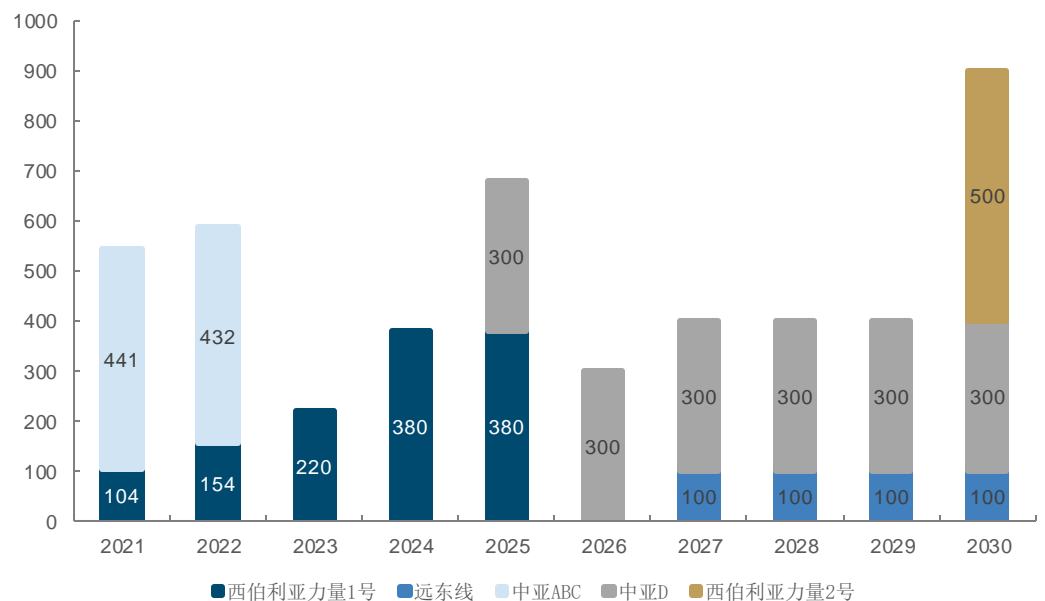


来源：潍柴动力公司年报，iFind，国金证券研究所

2.2 油气价差维持高位，天然气重卡带来结构性增长机遇

自俄乌战争之后，管道天然气的供应状况已经显著改善。据国家能源局的消息，由于本土天然气产量的增长和中俄东线管道天然气供应的增加，中国在过去几年的天然气供应量有了显著提升。具体来说，从2020年至2023年，通过“西伯利亚力量1号”输送的天然气量分别为41亿立方米、104亿立方米、154亿立方米和220亿立方米，预计中国的天然气供应将持续增加。此外，备受关注的“西伯利亚力量-2号”中蒙俄天然气管道项目，其输气能力为每年500亿立方米，该项目预计很快完成前期工作，并且签署建设合同。这一项目的气源来自亚马尔半岛，该地区探明的天然气储量高达10.4万亿立方米，位居全球第五。项目的推进将进一步增强中国的天然气供应能力，促进能源结构的优化和升级。

图表16：中国进口管道天然气增量梳理（亿方）



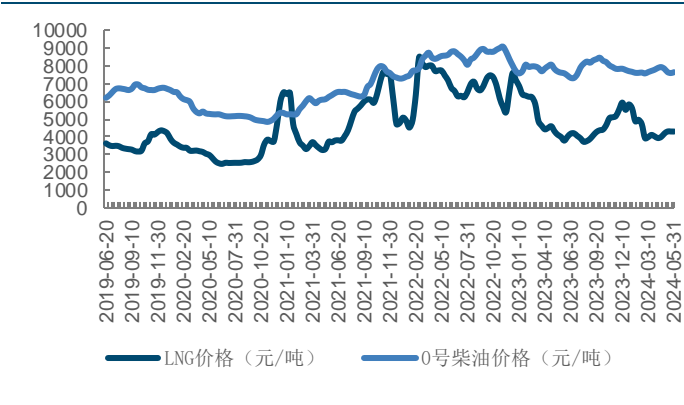
来源：财联社、环球网、参考消息网等互联网资料，国金证券研究所

而国内因为经济相对低迷，整个工业制造业企业用气也相对较低。因此在由俄乌冲突带来的俄罗斯廉价天然气供给，和国内需求不振的供需状况下，天然气价格经历了显著的



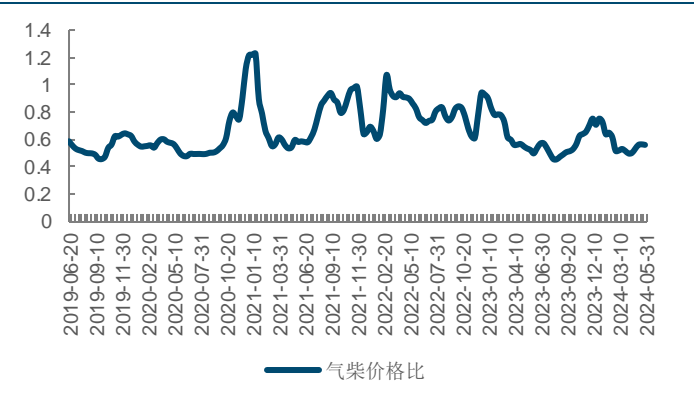
下滑趋势。到 2024 年 5 月，中国液化天然气（LNG）市场的平均价格已降至 4299 元/吨，与去年同期相比下降了 6%。与此同时，柴油价格同步于国际的油价维持在高位，2024 年 5 月达到 7679 元/吨，导致了油气价差进一步扩大，气柴比平均值由 2024 年 1 月的 0.72 下降到 2024 年 5 月的 0.56。因此，从经济效益的角度来看，天然气重卡具有显著的优势。尽管初期购置成本较高，但天然气价格更低，用户在一年内通过节省的柴油费用即可收回成本差异，因此近期天然气重卡销量火爆。2023 年，天然气重卡行业销量达 15.19 万辆（终端销量），同比+307%，实现近年来的最高值；渗透率为 24.79%（根据终端销量计算），同比+17pct。2024 年 1-5 月累计天然气重卡销量已达到 9.26 万辆，渗透率为 36.47%。

图表17：柴油、液化天然气价格走势



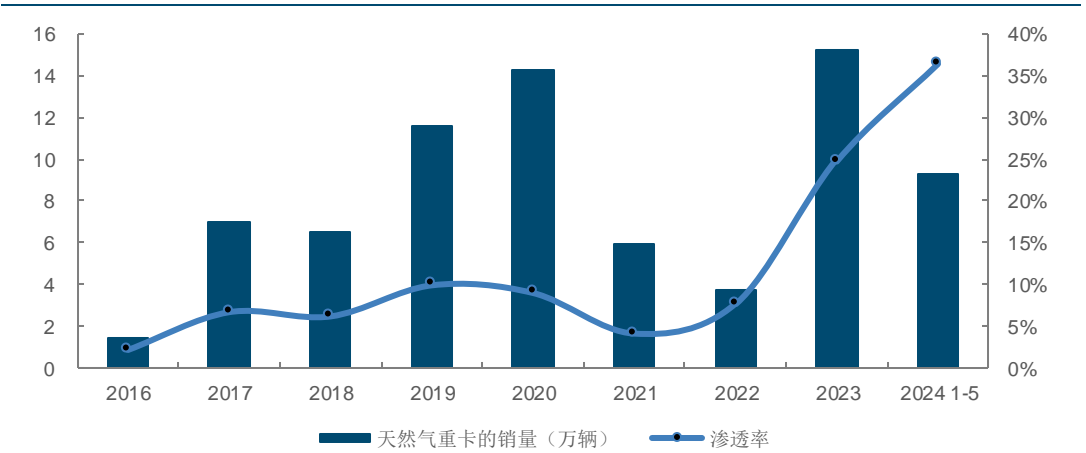
来源：iFind, 国金证券研究所

图表18：气柴价格比走势



来源：iFind, 国金证券研究所

图表19：天然气重卡终端销量及渗透率



来源：交强险, 国金证券研究所

天然气重卡结构性机会对于整车企业而言，在于单车售价的提升，以及高景气背景下毛利率的优化。单车售价方面天然气重卡相对柴油重卡均价普遍贵 8-10 万元，不考虑毛利率净利率优化的情况下，天然气重卡的热销会带动公司收入端及毛利绝对值有显著增长。再考虑到 2023 年下半年开始的天然气重卡热销，天然气重卡毛利率相对柴油重卡有一定提升，进一步推动公司盈利上行。



图表20：中国重汽 HOWO 相同型号柴油与天然气重卡价格对比

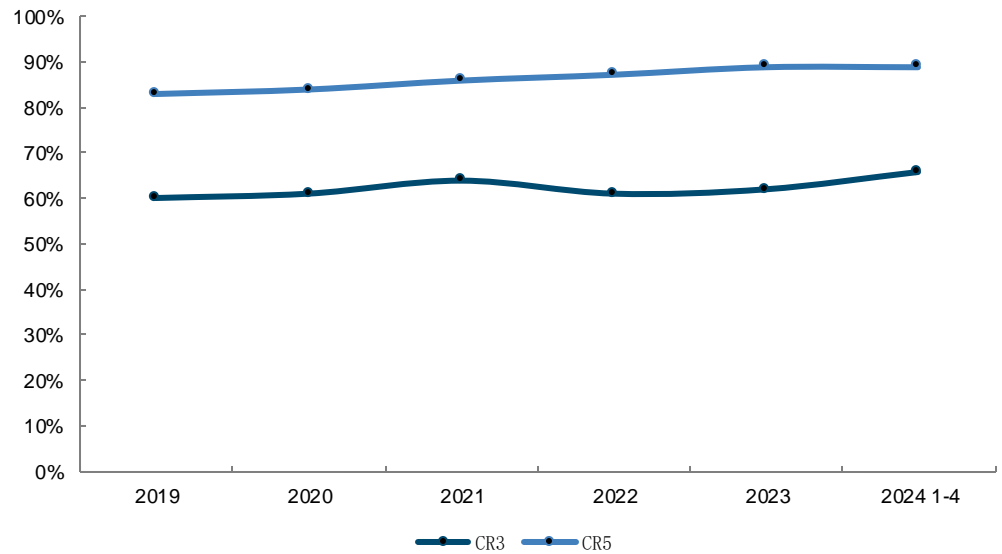
		
产品	中国重汽 HOWO T7H 重卡 440 马力 6X4 牵引车(国六)	中国重汽 HOWO T7H 重卡 440 马力 4X2 LNG 牵引车(国六)
厂商指导价	37.50 万元	44.64 万元

来源：卡车之家, 国金证券研究所

2.3 重卡行业市场份额集中，市场格局稳固

中国重卡行业市场集中度较高，市场格局长期稳定。2019-2023 年，我国重卡企业的 CR3/CR5 始终保持在 60%/80%以上（批发口径），并且市场份额稳步提升，2024 年 1-4 月 CR3 和 CR5 分别达到了 66%和 89%（批发口径）。因此重卡行业市场格局较为稳定。

图表21：中国重卡行业市场集中度变化情况（批发口径）

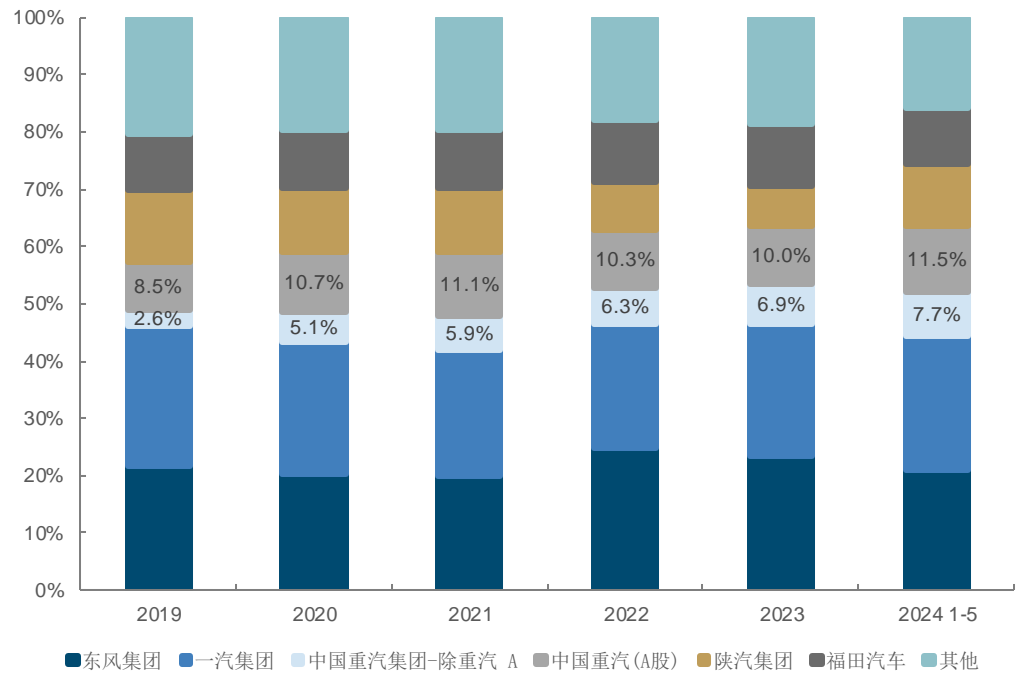


来源：中汽协, 国金证券研究所

从整车角度来看，当前国内重卡行业存在较高的进入壁垒，中国重汽（A 股）的市场份额不断扩大。截至 2024 年 5 月东风集团、一汽集团、中国重汽集团、陕汽集团、福田汽车五大巨头占据重卡行业主导地位，其市场份额总和高达 84.2%（上险口径）。特别是中国重汽集团的市场份额显著提升，从 2019 年的 11.1%提升至 2024 年 1-5 月的 19.2%。其中中国重汽（A 股）市场份额由 8.5%增长至 11.5%。



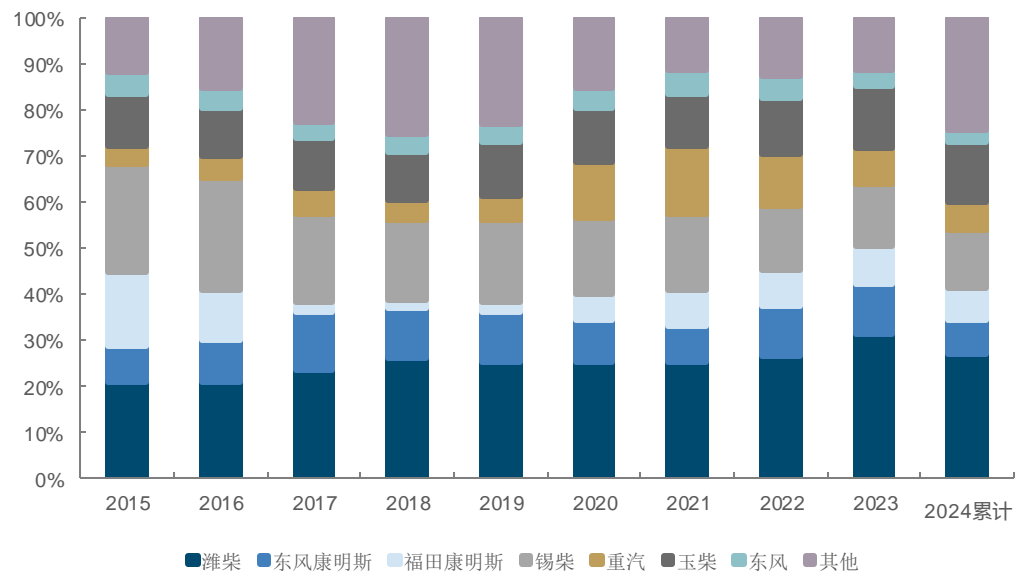
图表22：国内重卡行业整车格局变化（上险口径）



来源：交强险, 国金证券研究所

从发动机角度来看，潍柴动力已然成为重卡发动机龙头企业，中国重汽集团与其强强联合，将进一步提高公司和集团的市场份额。发动机在决定舒适性、经济性和动力性等重卡综合性能方面发挥着至关重要的作用，在重卡成本中的占比较高。潍柴动力近年来已成为重卡发动机龙头企业，2023年国内重卡发动机占有率为31.5%（上险口径）。潍柴动力与中国重汽集团经过四年的深入研发与精心打磨，于2022年联合推出了备受行业瞩目的T系列发动机，包括标志性的WP15T。中国重汽全系列整车搭载潍柴动力T系列所具备的大马力、高端技术配置，旨在为新时代的高效物流市场带来具有卓越性能与技术创新性的运输解决方案。这将会进一步巩固公司和集团海内外市占率。

图表23：国内重卡行业发动机格局变化（上险口径）



来源：交强险, 国金证券研究所

2.4 AMT 重卡销售火爆，市场份额将进一步提升

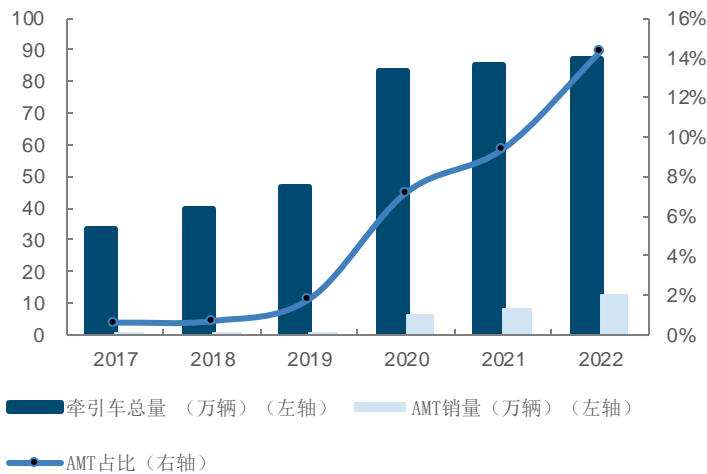
AMT 重卡优势显著，市占率有望进一步提升。AMT 重卡，是指采用了 AMT 变速箱的重型卡



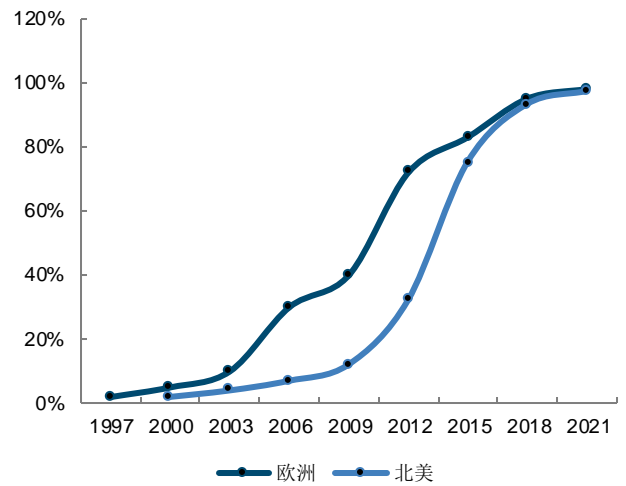
车，它实质上是在传统的手动机械变速箱基础上集成了先进的电控系统。与 MT（手动变速箱）相比，AMT 重卡（自动变速箱）的优势主要体现在操作的便捷性、动力增强、安全性的提升以及运输成本的降低等方面。同时，相较于驾驶员的手动换挡操作，AMT 变速箱能够实现更为精准的换挡时机和更高的换挡效率。通过与发动机 ECU 动力数据的实时交换，AMT 系统能够确保发动机的工作状态始终维持在最佳、高效的区间，从而最大程度地提升车辆的行驶性能。2020 年我国国内 AMT 重卡销量升至 6 万台，占比 7%。我们认为 AMT 重卡将成为未来我国重卡市场新的增长点，市场份额将进一步提升。

欧美国家 AMT 重卡已成为主流产品。在北美和欧洲地区，由于用户对产品舒适性的高度追求以及受到相关法规的推动，AMT 重卡的占比呈现出迅猛的增长态势，并逐渐成为市场上的主流配置。2021 年，北美及欧洲地区的 AMT 产品销量将占据超过 95% 的市场份额。

图表24：国内牵引车匹配 AMT 占比



图表25：欧美牵引车匹配 AMT 发展趋势



来源：中汽研，国金证券研究所

来源：中汽研，国金证券研究所

中国重汽集团是较早研发自动挡变速器的企业，具有先发优势。2006 年底，公司启动 AMT 项目，次年即完成工程样机研发，随后与整车进行匹配测试。2008 年，中国重汽成功实现国产自动挡变速器的产业化，填补市场空白。其 AMT 产品设计独特，主副箱结构先进，转矩范围广，涵盖 8 至 16 档，适用于各类货车及新能源货车。目前中国重汽 AMT 变速器已经升级至第 7 代 S-AMT16，并且已完成 AMT 变速器与黄河、汕德卡、豪沃、HOWO 轻型货车等多款车型的匹配，并率先在全国推出与天然气发动机的动力匹配系统。集团凭借先发优势，有望进一步增强公司和重卡车型的竞争力，提高市场份额。

图表26：中国重汽第 7 代 S-AMT16 变速器



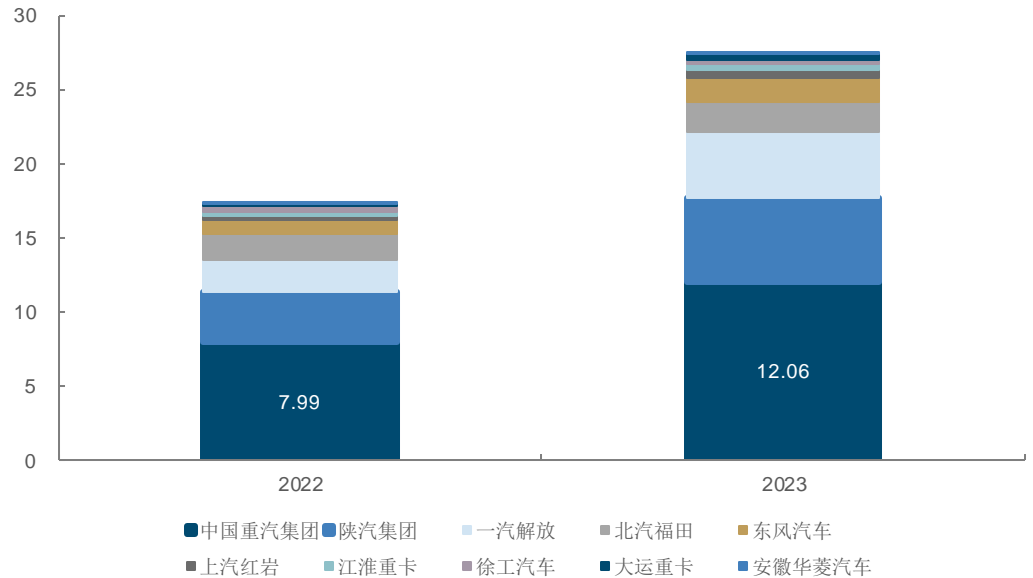
来源：懂车帝，国金证券研究所



三、整车出口龙头，出海空间大

公司作为较早出海的重卡龙头企业，未来出海空间较大。近年来，中国卡车的出口量激增，中国重汽集团作为重卡行业的领军者之一，具有传统商用车行业二十年的经验优势，在海外的布局早已开启。中国重汽集团出口量在国内位居自主品牌前列，其中重卡出口量连续 19 年保持第一。2023 年集团重卡出口销量 12.06 万台，占据近半重卡出口份额，同比+51%。

图表27：2022-2023 年中国重卡企业出口销量（万辆）



来源：中国卡车网，国金证券研究所

我们认为中国重汽未来的出海空间大，原因如下：

(1) 深耕海外多年，海外布局成熟。中国重汽集团通过与关联方的深入合作，不仅打造了多层次的分销网络，还进一步完善了售后服务体系，确保提供迅捷且具有市场竞争力的本地化服务。根据公司年报，截至 2023 年末，中国重汽集团在全球范围内拥有广泛的服务网络，已覆盖超过 110 个国家和地区，拥有经销商网络约 200 个，建立了约 26 个境外合作 KD 生产工厂。截至 2022 年末服务网点约 250 个，配件网点约 220 个。覆盖非洲、中东、中南美、中亚和东南亚等区域的发展中国家和主要新兴经济体，以及澳大利亚、爱尔兰、新西兰等国家和中国港、台等部分成熟市场的国际营销网络体系，形成年出口 13 万辆的营销能力。在未来三到五年的战略规划中，中国重汽集团的主要目标市场将聚焦于东南亚、南美和中东等区域。

图表28：中国重汽集团海外布局发展

年份	覆盖国家和地区 (个)	经销商网络 (个)	服务网点 (个)	配件网点 (个)	KD 工厂 (个)	海外重卡销量 (万台)	重卡出口收入 (亿元)
2010		70	200			1.4	
2012	80	86	343	319		2.7	72
2017	90	184	275	246		3.1	87
2018	60	110	231	205		3.6	102
2019	110	253	274	237	12	4.0	122
2020	110	256	277	239	12	3.1	83
2021	110	300			26	5.4	181
2022	90	240+	250+	220+	28	8.9	261
2023	110	200+			26	13.0	411

来源：中国重汽（H 股）年报，国金证券研究所。



图表29：中国重汽集团成熟的全球销售版图



来源：中国重汽集团官网，国金证券研究所

(2) 产品性价比方面显著优于欧洲同类产品。凭借强大的供应链整合能力、规模经济效应以及成本控制，中国重汽集团成功降低了产品价格，使其在市场上更具竞争力。同时，公司在产品布局上与潍柴动力协同打造高端柴油动力，出口产品高端化趋势明显。2023年，中国重汽集团出口高端产品占比高达45.4%，海外重卡单车均价增长至22.37万元，实现了高端产品出口量价齐升。这体现了中国重汽集团出口产品高端化兼具性价比优势。例如，HOWO TH7重卡 犇赢版 510 马力 6X4 牵引车(国六)，其厂商指导价仅为37万，而相似配置的海外品牌奔驰新 Actros 6×4 510 马力公路牵引车价格则高达75.8万。这一显著的价格优势使得中国重汽集团在出口市场上具有极高的竞争力。面对第三世界国家的需求，中国重汽集团有望进一步扩大其市场份额，继续提升在全球重卡市场的地位。

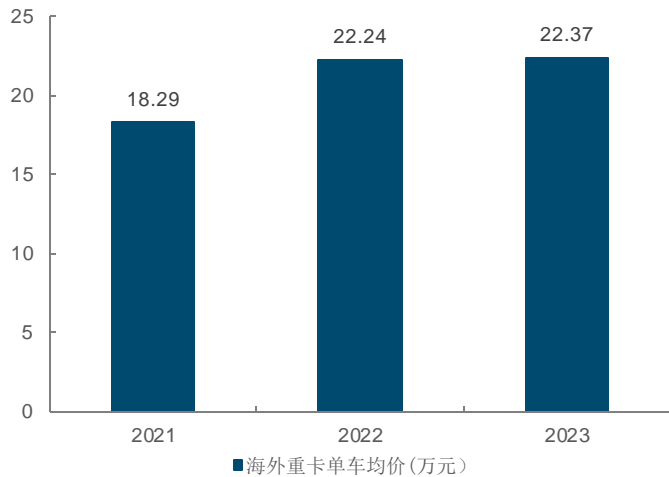
图表30：中国重汽(A股)与奔驰相似配置牵引车型对比

		
产品名	中国重汽 HOWO TH7 重卡 犇赢版 510 马力 6X4 牵引车(国六)	奔驰卡车 新 Actros 6×4 510 马力 公路牵引车 (2651LS)
厂商指导价	37 万	75.8 万
整车重量	8.8 吨	9.13 吨
前进档位	16 档	12 档
发动机型号	潍柴 WP13.510E62	第二代 OM471LA 直列 6 缸柴
最大输出功率	375kW	375kW

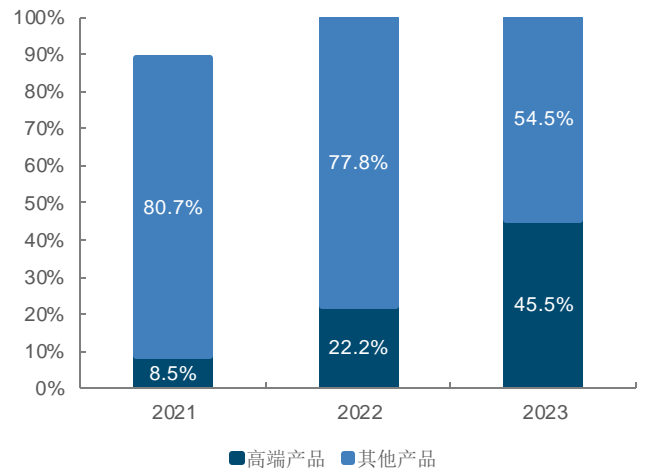
来源：卡车之家，运输人网，国金证券研究所



图表31: 中国重汽集团海外重卡单车均价



图表32: 中国重汽集团高端产品出口占比 (%)

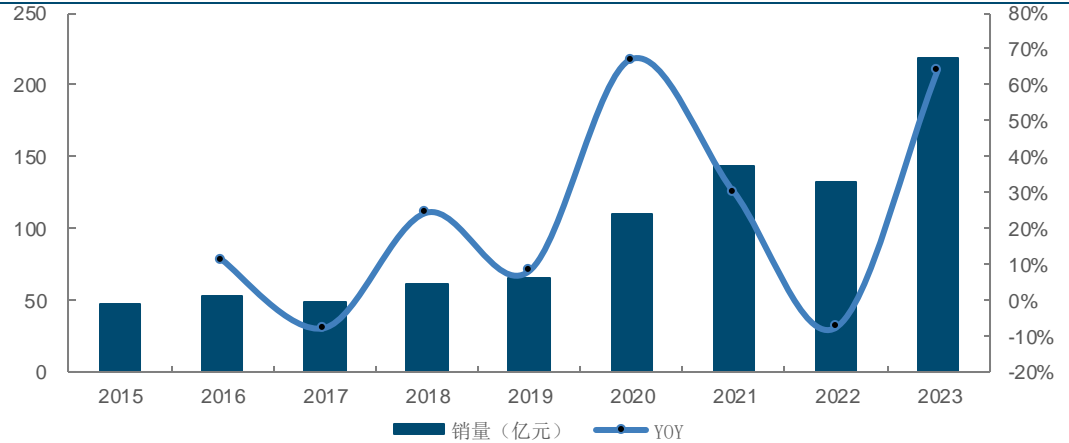


来源: 中国卡车网, 中证网, iFinD, 国金证券研究所; 注: 重卡单车均价=海外营业收入×重卡收入占比/重卡出口量

来源: 中证网, 澎湃新闻, 国金证券研究所

中国重汽(A股)全力协助中国重汽集团控股子公司中国重汽国际公司,拓展海外市场,实现了公司产品的间接出口。2023年集团整车或零配件关联方交易销量为218.4亿元,同比+64%,达到历史新高。公司依托中国重汽集团国际有限公司,有望进一步提高间接出口产品销量,实现公司业绩持续提升。

图表33: 中国重汽(H股)与重汽国际的关联方交易(整车或零配件)



来源: 中国重汽(H股)年报, 国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

2022年以来随着重卡行业长期复苏趋势向好,油气价差带来天然气重卡渗透率提高,公司AMT重卡销量有望进一步提升,叠加出海空间大,公司整体业绩将迎来新的增长点。我们预测,2024/2025/2026年公司实现营业收入508.89/616.57/706.93亿元,同比+21.0%、+21.2%、+14.7%;毛利率为9.5%、9.9%、10.4%。其中:

1) 整车销售业务:伴随着置换需求的释放,行业总量在2024-2026年将持续提升,叠加天然气重卡渗透率提升带动的单车ASP提升,我们预计24-26年整车销售收入分别为405.26、487.31、545.63亿元,同比+19.3%、+20.2%、+12.0%;毛利率由规模效应推动,分别提升至7.6%、8.0%、8.4%。

2) 配件销售业务:公司配件销量与重卡销量有关,由于24-26年公司整车销量持续上升,预计配件销售收入也将持续上升。我们预计24-26年公司配件销售收入分别为102.53、128.16、160.20亿元,同比+28%、25%、25%;毛利率展望稳定分别为17%、17%、17%。



3) 其他销售业务: 2023年其他业务收入为1.1亿元, 我们假设其他业务收入增速为0%, 因此24-26年其他业务收入保持不变, 为1.1亿元。

图表34: 公司收入、利润分拆预测 (亿元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
公司整体						
总收入	560.99	288.22	420.70	508.89	616.57	706.93
YOY	-6.4%	-48.6%	46.0%	21.0%	21.2%	14.7%
毛利	41.42	17.41	20.60	48.38	60.77	73.18
毛利率	7.4%	6.0%	4.9%	9.5%	9.9%	10.4%
整车						
整车收入	477.64	226.43	339.60	405.26	487.31	545.63
YOY	-9.0%	-52.6%	50.0%	19.3%	20.2%	12.0%
毛利	28.36	7.85	21.90	30.95	38.98	45.95
毛利率	5.9%	3.5%	6.4%	7.6%	8.0%	8.4%
配件						
配件收入	81.93	61.11	80.10	102.53	128.16	160.20
YOY	12.7%	-25.4%	30.0%	28.0%	25.0%	25.0%
毛利	12.32	9.56	10.40	17.43	21.79	27.23
毛利率	15.0%	15.6%	13.0%	17.0%	17.0%	17.0%
其他						
其他收入	1.4242	0.67747	1.1	1.1	1.1	1.1
YOY	-12.0%	-52.4%	62.4%	0%	0%	0%

来源: 公司年报, 国金证券研究所

费用率方面, 销售费用率考虑到2024年天然气重卡终端促销活动增加, 预计将有小幅提升, 之后整体展望稳定在1.1%; 管理费用率和研发费用率预计延续2023年水平。

图表35: 公司费用率预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	1.8%	1.1%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%
管理费用率	0.5%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
研发费用率	1.1%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%

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, 2024/2025/2026年公司实现营业收入508.9/616.6/706.9亿元, 归母净利润15.51/20.40/25.05亿元, 对应EPS为1.32/1.74/2.13元。重卡行业内需仍处于复苏初期, 叠加出海高潜力, 考虑到公司作为重卡整车龙头企业, 给予2024年14XPE, 目标价18.5元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表36: 可比公司估值比较 (市盈率法, 截至2024年6月27日)

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000800	一汽解放	7.73	0.23	0.38	0.49	33.28	20.17	15.64
600031	三一重工	16.26	0.70	0.92	1.13	23.23	17.67	14.39
301039	中集车辆	8.70	0.79	0.91	1.06	10.98	9.52	8.20
600166	福田汽车	2.25	0.18	0.24	0.29	12.40	9.53	7.71
000338	潍柴动力	16.15	1.33	1.53	1.80	12.14	10.56	8.97
	平均值		0.65	0.80	0.96	18.19	13.41	10.88
000951	中国重汽	14.25	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和潍柴动力采用国金预测数据, 其余采用wind一致预测。



五、风险提示

行业复苏不及预期：重卡销量与重卡行业复苏高度相关，复苏节奏对公司业绩影响较大。

天然气价格波动：天然气价格升高带来的油气价差减小将导致公司天然气重卡销量及渗透率降低。

出口销量不及预期：公司间接出口销量占比较高，海外需求波动对公司业绩影响较大。

重卡电动化进展超预期：当前电动重卡行业格局较传统重卡有明显区别，若电动化进展加速重汽能否维持当前市场地位有不确定性。



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	56,099	28,822	42,070	50,889	61,657	70,693	货币资金	7,820	13,154	13,855	15,788	18,105	20,570
增长率	-48.6%	46.0%	21.0%	21.2%	14.7%		应收款项	16,214	10,354	12,004	13,453	16,299	18,688
主营业务成本	-51,957	-27,042	-38,768	-46,920	-56,725	-64,826	存货	5,000	3,591	4,096	4,885	5,906	6,749
%销售收入	92.6%	93.8%	92.2%	92.2%	92.0%	91.7%	其他流动资产	758	405	411	428	497	554
毛利	4,142	1,781	3,302	3,969	4,933	5,868	流动资产	29,791	27,504	30,366	34,554	40,807	46,561
%销售收入	7.4%	6.2%	7.8%	7.8%	8.0%	8.3%	%总资产	84.0%	80.0%	81.9%	84.1%	86.1%	87.6%
营业税金及附加	-219	-98	-110	-163	-197	-226	长期投资	0	0	517	517	517	517
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	4,141	5,139	4,703	4,554	4,590	4,612
销售费用	-990	-321	-442	-611	-678	-778	%总资产	11.7%	15.0%	12.7%	11.1%	9.7%	8.7%
%销售收入	1.8%	1.1%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	无形资产	876	850	829	818	807	797
管理费用	-287	-264	-329	-417	-506	-580	非流动资产	5,687	6,868	6,717	6,549	6,575	6,586
%销售收入	0.5%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	%总资产	16.0%	20.0%	18.1%	15.9%	13.9%	12.4%
研发费用	-602	-433	-589	-718	-863	-990	资产总计	35,478	34,372	37,083	41,103	47,382	53,148
%销售收入	1.1%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	短期借款	600	501	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	2,043	665	1,831	2,061	2,688	3,294	应付款项	15,812	15,693	18,332	20,675	24,991	28,560
%销售收入	3.6%	2.3%	4.4%	4.1%	4.4%	4.7%	其他流动负债	3,680	3,151	2,648	3,346	3,847	4,290
财务费用	46	95	229	303	347	396	流动负债	20,093	19,345	20,981	24,021	28,838	32,851
%销售收入	-0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-100	-215	-311	0	0	0	其他长期负债	410	436	378	205	206	207
公允价值变动收益	31	0	0	0	0	0	负债	20,502	19,780	21,359	24,226	29,044	33,058
投资收益	8	20	18	15	15	15	普通股股东权益	13,912	13,740	14,725	15,488	16,508	17,761
%税前利润	0.4%	3.3%	1.0%	0.6%	0.5%	0.4%	其中：股本	1,175	1,175	1,175	1,175	1,175	1,175
营业利润	2,039	578	1,774	2,387	3,060	3,717	未分配利润	6,985	6,791	7,703	8,479	9,499	10,752
营业利润率	3.6%	2.0%	4.2%	4.7%	5.0%	5.3%	少数股东权益	1,063	851	999	1,389	1,829	2,329
营业外收支	48	9	38	40	40	40	负债股东权益合计	35,478	34,372	37,083	41,103	47,382	53,148
税前利润	2,087	586	1,812	2,427	3,100	3,757	比率分析						
利润率	3.7%	2.0%	4.3%	4.8%	5.0%	5.3%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-419	-61	-381	-485	-620	-751	每股指标						
所得税率	20.1%	10.4%	21.0%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.883	0.182	0.920	1.321	1.736	2.132
净利润	1,669	526	1,431	1,941	2,480	3,005	每股净资产	11.841	11.695	12.533	13.183	14.051	15.117
少数股东损益	631	312	351	390	440	500	每股经营现金净流	1.756	5.984	1.799	2.610	3.007	3.331
归属于母公司的净利润	1,038	214	1,080	1,551	2,040	2,505	每股股利	0.300	0.082	0.462	0.660	0.868	1.066
净利率	1.9%	0.7%	2.6%	3.0%	3.3%	3.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.46%	1.56%	7.34%	10.02%	12.36%	14.11%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	总资产收益率	2.93%	0.62%	2.91%	3.77%	4.31%	4.71%
净利润	1,669	526	1,431	1,941	2,480	3,005	投入资本收益率	10.49%	3.95%	9.20%	9.77%	11.73%	13.12%
少数股东损益	631	312	351	390	440	500	增长率						
非现金支出	335	537	728	359	225	238	主营业务收入增长率	-6.40%	-48.62%	45.96%	20.96%	21.16%	14.66%
非经营收益	33	-84	39	-52	-55	-55	EBIT增长率	-39.80%	-67.45%	175.35%	12.54%	30.43%	22.54%
营运资金变动	27	6,052	-84	818	883	725	净利润增长率	-44.79%	-79.41%	405.52%	43.60%	31.49%	22.81%
经营活动现金净流	2,063	7,030	2,113	3,067	3,532	3,913	总资产增长率	-4.42%	-3.12%	7.89%	10.84%	15.27%	12.17%
资本开支	-458	-448	-496	-154	-210	-210	资产管理能力						
投资	0	80	-2,410	0	0	0	应收账款周转天数	30.8	74.8	50.5	50.0	50.0	50.0
其他	8	20	18	15	15	15	存货周转天数	53.2	58.0	36.2	38.0	38.0	38.0
投资活动现金净流	-450	-349	-2,888	-139	-195	-195	应付账款周转天数	69.0	102.9	76.4	76.0	76.0	76.0
股权募资	5,001	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	21.0	56.0	36.5	29.8	25.1	22.3
债权募资	-900	-100	-500	-207	0	0	偿债能力						
其他	-990	-1,407	153	-788	-1,020	-1,253	净负债/股东权益	-48.75%	-86.72%	-88.12%	-93.54%	-98.73%	-102.39%
筹资活动现金净流	3,111	-1,507	-347	-995	-1,020	-1,253	EBIT利息保障倍数	-44.4	-7.0	-8.0	-6.8	-7.8	-8.3
现金净流量	4,724	5,174	-1,122	1,932	2,317	2,466	资产负债率	57.79%	57.55%	57.60%	58.94%	61.30%	62.20%

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	1	4	20	31	57
增持	0	1	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.20	1.17	1.14	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：北京市东城区建国内大街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