



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

内销出口两开花，大国重汽成长可期

买入（首次）

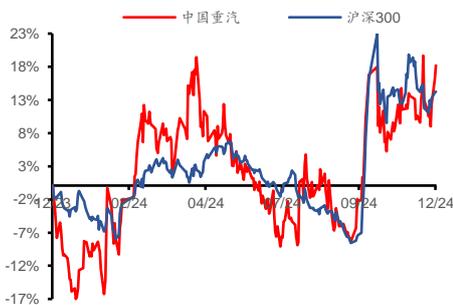
行业： 汽车
日期： 2024年12月04日

分析师： 仇百良
E-mail: qiubailiang@shzq.com
SAC 编号: S0870523100003
分析师： 李煦阳
E-mail: lixuyang@shzq.com
SAC 编号: S0870523100001
分析师： 刘昊楠
E-mail: liuhaonan@shzq.com
SAC 编号: S0870524090002

基本数据

最新收盘价（元）	17.28
12mth A 股价格区间（元）	12.69-18.30
总股本（百万股）	1,174.87
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值（亿元）	203.02

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 投资摘要

公司是重汽集团下辖重卡龙头，重卡销量占集团比重达**56%**。根据第一商用车网，2024年Q1-Q3，重汽集团销量18.74万辆，市场份额达到27.5%，稳居第一。24Q3行业销量下滑明显，受益毛利率显著提升至8.30%，公司单季实现归母净利润3.15亿元，同比+97.88%。

产品矩阵布局完善，品牌策略得当，优秀产品力推动市占率提升紧跟市场需求精准调整产品结构，产品矩阵布局全面。牵引车占据重卡市场半壁江山，重汽及时调整产品结构提升牵引车产品竞争力，实现市场份额提升，24Q1-Q3牵引车销量4.99万辆、市场份额21.43%。**MAN+潍柴双动力链提供更多选择，燃气重卡依靠潍柴配套优势抢占市场。**重汽打造MAN+潍柴双动力链，为客户提供更多选择。潍柴在燃气重卡发动机优势显著，我们认为搭载潍柴动力链有助于重汽抢占燃气市场，重汽燃气重卡销量由23H1的0.75万辆提升至24H1的2.78万辆，市占率从14.02%提升至25.60%。

内销短期波动，24Q4有望受益以旧换新补贴实现反弹，2025年开始自然置换需求有望大量释放。24Q1-Q3重卡行业销量同比下降，我们认为受益于以旧换新补贴，24Q4或将迎来销量反弹。报废更新需求将从2025年开始大量释放，中长期重卡销量有强力支撑。2017-2021年受治超、排放升级等政策影响，我国重卡销量超常规增长，透支大量销量，到2025年车龄最长为8年，从2025年开始进入置换周期，将释放大量的置换需求。

深耕海外先发优势，充分受益出口市场高增

重汽抓住出口市场高增长机遇，凭借先发优势实现出口高增，2023年出口突破**13万辆**，在集团销量占比突破**50%**。多年深耕帮助集团在口碑、品牌认知方面构建先发优势，度过品牌导入期和成长期、步入成熟期，将充分受益当前出口市场的高速增长。

基本盘积极拓展市场份额，高端产品有所突破并且具备高性价比优势。新兴市场和发展中国家经济体崛起将为海外市场带来稳定的需求，重汽在传统优势市场积极扩大市场份额。

高端产品出口占比持续提升，带动出口均价提升，集团出口单车均价由2020年26.68万元提升至24H1的30.53万元。高端品牌突破澳大利亚、墨西哥、沙特等欧美品牌传统优势市场，凭借性价比优势有望在相关市场持续拓展。

重汽A股通过国际公司实现出口，子公司车桥供应集团整车，出口对销量和业绩有较强支撑。公司产品主要出口区域为非洲、东南亚、中亚、中东等市场，这些市场也是中国重卡出口占比较高的区域，重卡出口仍有较大潜力。公司通过车桥公司享受集团出口红利，车桥公司净利贡献超过30%。

■ 投资建议

我们预计公司2024-2026年分别实现营收462.87、527.30、621.89亿元，同比分别+10.02%、+13.92%、+17.94%；分别实现归母净利润12.98、15.73、18.86亿元，同比分别+20.14%、+21.18%、

+19.88%。对应 2024 年 12 月 3 日市盈率分别为 15.64X、12.91X、10.77X。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

销量及市场份额不及预期风险，原材料成本大幅波动风险，宏观经济波动及行业政策不及预期风险，出口销量不及预期风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	42070	46287	52730	62189
年增长率	46.0%	10.0%	13.9%	17.9%
归母净利润	1080	1298	1573	1886
年增长率	405.5%	20.1%	21.2%	19.9%
每股收益（元）	0.92	1.10	1.34	1.60
市盈率（X）	18.79	15.64	12.91	10.77
市净率（X）	1.38	1.34	1.30	1.25

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024 年 12 月 03 日收盘价）

目录

1 业绩优秀的重卡核心标的	5
1.1 重汽集团下辖重卡龙头，重卡销量占集团比重达 56%.....	5
1.2 成本管控较好，24Q3 弱销量实现业绩逆势增长	6
2 产品矩阵布局完善，品牌策略得当，优秀的产品力推动市占率提升	8
2.1 紧跟市场需求精准调整产品结构，产品矩阵布局全面.....	8
2.2 品牌高端化策成效显著	9
2.3 MAN+潍柴双动力链提供更多选择，燃气重卡依靠潍柴配套优势抢占市场	12
2.4 内销短期波动，24Q4 有望受益以旧换新补贴实现反弹，2025 年开始自然置换需求有望大量释放	13
3 深耕海外先发优势，充分受益出口市场高增	15
3.1 深耕海外二十载，出口贡献销量半壁江山.....	15
3.2 基本盘积极拓展市场份额，高端产品有所突破并且具备高性价比优势	16
3.3 重汽 A 股通过国际公司实现出口，子公司车桥供应集团整车，出口对销量和业绩有较强支撑.....	18
4 盈利预测与投资建议.....	20
5 风险提示：	20

图

图 1：重汽集团、重汽 A 股重卡销量情况	5
图 2：行业、集团、A 股重卡销量增速对比.....	6
图 3：集团、A 股重卡市场份额	6
图 4：24Q3 重汽及行业重卡销量（单位：万辆）	6
图 5：公司营收情况（单位：亿元）	6
图 6：公司毛利率、归母净利率、费用率情况.....	6
图 7：公司归母净利润情况（单位：亿元）	6
图 8：公司分业务营收情况	7
图 9：单车营收及毛利情况	7
图 10：半挂牵引车销量（单位：万辆）	8
图 11：四大厂商重卡市场份额.....	8
图 12：五大厂商牵引车市场份额.....	8
图 13：重汽集团牵引车销量情况（单位：万辆）	8
图 14：重汽集团股权结构及各大重卡品牌所属公司.....	10
图 15：重汽集团燃气重卡销量表现	12
图 16：月度重卡销量（单位：万辆）	14
图 17：季度重卡销量（单位：万辆）	14
图 18：自然置换需求将在 2025 年开始迎来高峰（上图：内销情况，下图：自然置换需求测算，单位：万辆）	14
图 19：重汽集团出口销量情况	15
图 20：重汽集团出口销量及份额（单位：万辆）	15

图 21: 重汽全球布局	16
图 22: 重汽集团高端重卡出口情况	17
图 23: 重汽集团重卡海外营收及单车均价	17
图 24: 重汽出口均价与欧美主流厂商均价对比 (单位: 万元/辆)	18
图 25: 戴姆勒三大卡车分部单车营收对比 (单位: 万元)	18
图 26: 重卡出口区域划分	19
图 27: 重卡厂商出口量 (单位: 万辆)	19
图 28: 车桥公司营收情况 (单位: 亿元)	19
图 29: 车桥公司利润情况 (单位: 亿元)	19

表

表 1: 重汽 A 股发展历程	5
表 2: 重汽集团产品矩阵	9
表 3: 重汽集团三大重卡品牌概况	10
表 4: 汕德卡与斯堪尼亚相似配置的产品对比	11
表 5: 汕德卡在各细分市场的表现	12
表 6: 潍柴 4.0 燃气动力产品	13
表 7: 重汽集团海外经销渠道、服务维修、KD 工厂建设	15
表 8: 全球中重卡市场规模概况 (单位: 万辆)	17
表 9: 公司主要出口区域概况	18
表 10: 公司分业务盈利预测	20
表 11: 可比公司估值	20

1 业绩优秀的重卡核心标的

1.1 重汽集团下辖重卡龙头，重卡销量占集团比重达 56%

中国重汽是重汽集团旗下重卡龙头企业，主要从事重卡、重型专用车底盘以及车桥等汽车配件业务，24H1 销售重卡 7.05 万辆，市占率 13.98%。目前公司拥有豪沃、黄河等品牌，下辖车桥（持股 51%）和后市场（持股 100%）两个重要的子公司。

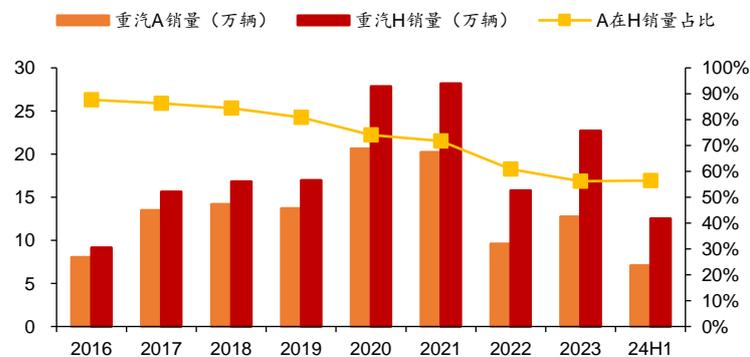
表 1: 重汽 A 股发展历程

年份	事件
2004	重汽集团济南卡车借壳小鸭电器实现 A 股主板上市
2006	向集团收购豪沃项目资产、桥箱公司 51% 股权（现名为车桥公司）、其他土地资产
2007	重汽集团以红筹形式在香港上市，集团将公司控股权过户给重汽 H，重汽 A 成为重汽 H 子公司
2016	出资成立地球村电商公司，后于 2021 年更名为后市场智慧服务有限公司
2017	豪沃第 100 万辆下线
2018	谭旭光上任重汽集团党委书记、董事长
2019	重汽卡车开始装配潍柴产品
2020	重磅推出高端民族自主品牌黄河重卡，莱芜重汽智能网联（新能源）重卡项目开始投产
2022	山东重工得到 65% 重汽集团股权完成过户

资料来源: Wind, 集团官网, 公司公告, 上海证券研究所

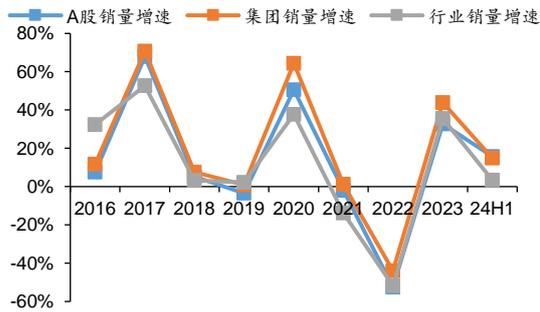
重汽集团和重汽 A 股的重卡销量增速受行业影响较大，集团市占率快速提升至第一名，A 股市占率稳定在 14% 附近。24H1 集团/A 股销量分别为 12.50/7.05 万辆，同比分别+14.81%、15.78%，行业增速仅为 3.30%，近些年集团增速在大多数时期高于行业增速。同时，集团市占率从 2019 年的 14.43% 提升至 2023 年的 24.92%；24H1 集团市占率 24.78%、A 股市占率 13.98%，A 股占集团销量的 56.42%。根据第一商用车网，2024 年 Q1-Q3，重汽集团销量 18.74 万辆，市场份额达到 27.5%，稳居第一。

图 1: 重汽集团、重汽 A 股重卡销量情况



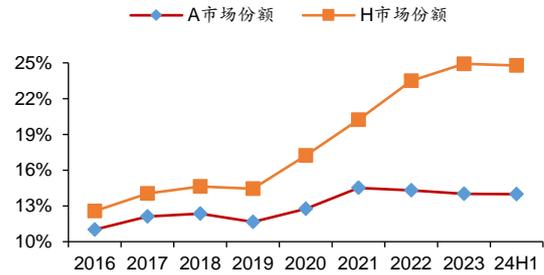
资料来源: Wind, 重汽 H 股、A 股公告, 上海证券研究所

图 2：行业、集团、A 股重卡销量增速对比



资料来源：Wind，重汽 H 股、A 股公告，上海证券研究所

图 3：集团、A 股重卡市场份额

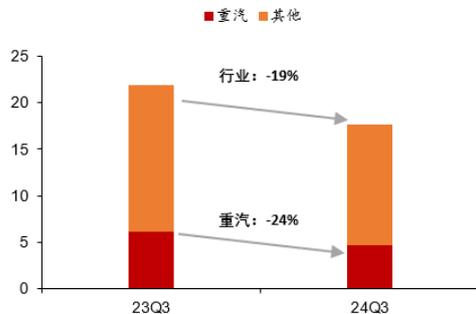


资料来源：Wind，重汽 H 股、A 股公告，上海证券研究所

1.2 成本管控较好，24Q3 弱销量实现业绩逆势增长

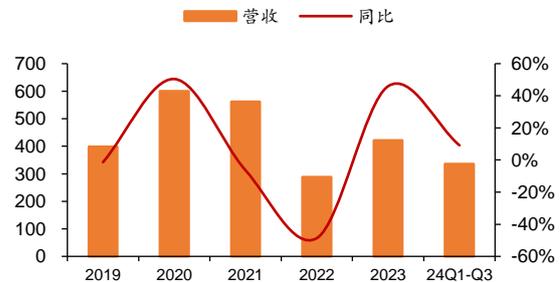
24Q3 行业销量下滑明显，公司营收有所下降，但业绩表现非常亮眼，我们认为毛利率的显著提升是业绩提升的重要原因。根据第一商用车网，24Q3 重卡行业/重汽集团销量分别约为 17.6/4.7 万辆，同比分别-19%/-24%。公司单季实现营收 91.86 亿元，同比-13.15%；实现归母净利润 3.15 亿元，同比+97.88%。24Q3 毛利率提升明显，达到 8.30%，同比增长 1.74 个百分点、环比增长 1.14 个百分点。

图 4：24Q3 重汽及行业重卡销量（单位：万辆）



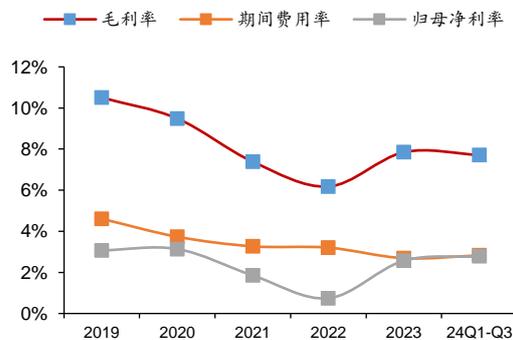
资料来源：第一商用车网，上海证券研究所

图 5：公司营收情况（单位：亿元）



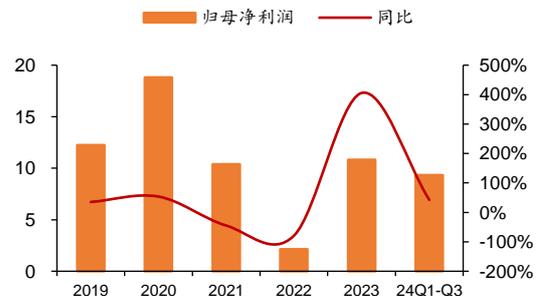
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 6：公司毛利率、归母净利率、费用率情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

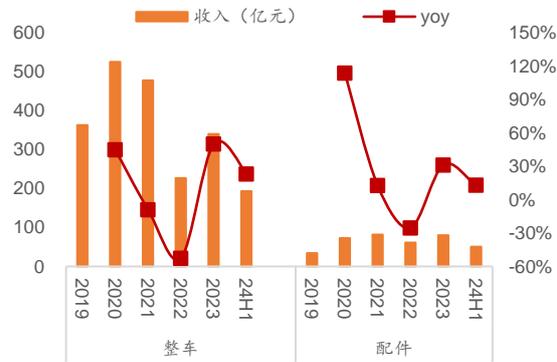
图 7：公司归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

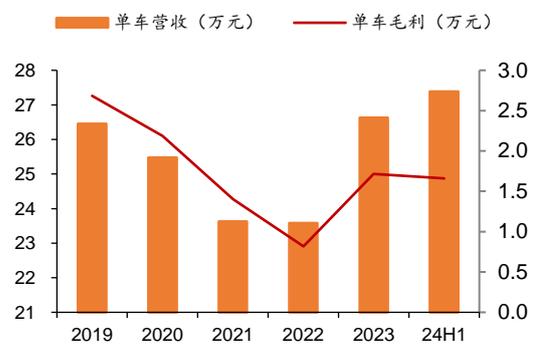
分业务看，整车和配件贡献营收比例约为 8:2，贡献毛利比例约为 6.5:3.5，24H1 整车和配件毛利率分别为 6.06%、12.40%。根据销量测算得到 24H1 单车营收 27.38 万元、单车毛利 1.66 万元，单车营收及毛利自 2023 年开始显著改善。

图 8：公司分业务营收情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 9：单车营收及毛利情况



资料来源：Wind，第一商用车网，上海证券研究所

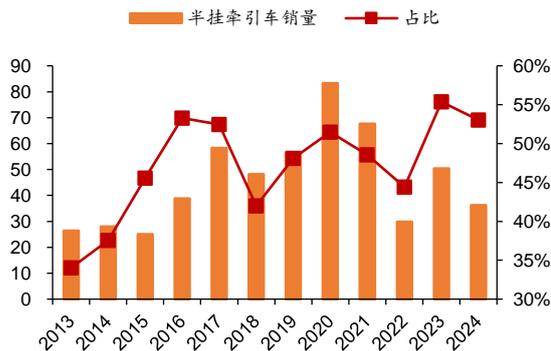
2 产品矩阵布局完善，品牌策略得当，优秀的产品力推动市占率提升

2.1 紧跟市场需求精准调整产品结构，产品矩阵布局全面

牵引车占据重卡市场半壁江山。重卡细分市场结构改变，2013-2016 年间牵引车渗透率从 34.02% 迅速提升至 53.28%，2016 年解放市场份额迅速提升、销量增长 6.08 万辆，其中牵引车贡献增量 4.90 万辆，占比 80.54%。2023 年以来牵引车渗透率维持在 50% 以上的高位。

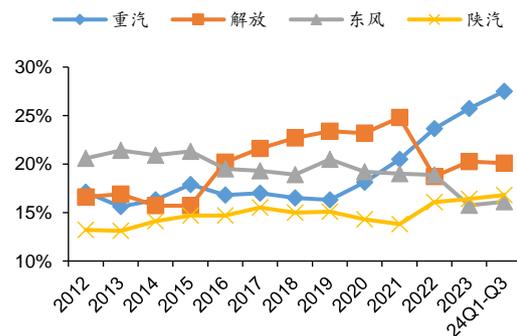
重汽及时调整产品结构提升牵引车产品竞争力，实现市场份额提升。重汽早年以工程车起家，牵引车市占率较低。集团顺应市场需求调整，2016 年牵引车销量实现突破，市场份额为 14.24%，并逐渐提升至 20% 以上的水平，2024 年前三季度牵引车销量 4.99 万辆、市场份额 21.43%。

图 10：半挂牵引车销量（单位：万辆）



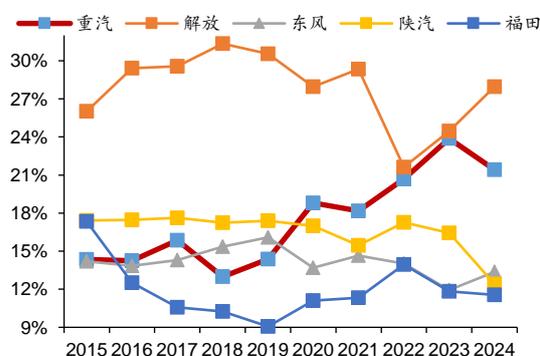
资料来源：Wind，上海证券研究所
注：2024 年为前三季度数据

图 11：四大厂商重卡市场份额



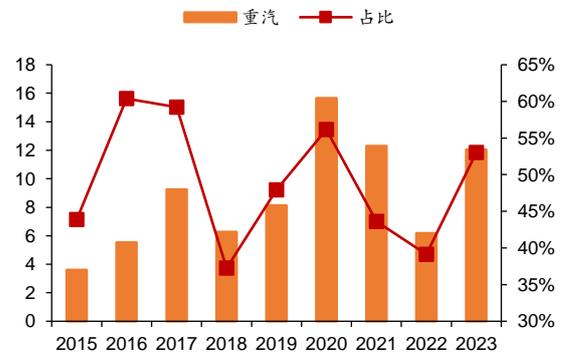
资料来源：Wind，第一商用车网，方得网，上海证券研究所

图 12：五大厂商牵引车市场份额



资料来源：Wind，第一商用车网，上海证券研究所
注：2024 年为前三季度数据

图 13：重汽集团牵引车销量情况（单位：万辆）



资料来源：Wind，第一商用车网，重汽 H 股公告，上海证券研究所

针对细分市场精耕细作，重汽在牵引车、载货车、工程车、专用车等各细分市场均有亮眼表现。

牵引车：24H1，燃气车市占率增幅明显，集团在 15L 燃气车市占率第一，A 股在危险品、集装箱市占率稳居第一；

载货车：24H1，集团在大单桥市占率第一，A 股在车厢可卸车位于行业第一，4×2 宽体产品、4×2 大单桥等多个细分市场增幅位于前列；

工程车：24H1，A 股在 6×4/8×4 搅拌车 350 马力以上市占率保持第一；23 年集团在自卸车市占率保持行业领先，渣土车市占率第一；

专用车：A 股在消防应急、8×4 环卫车、8×4 清障车市占率第一，6×2 危化单车市占率增幅行业第一，并在随车吊短板等细分市场取得突破。

表 2：重汽集团产品矩阵

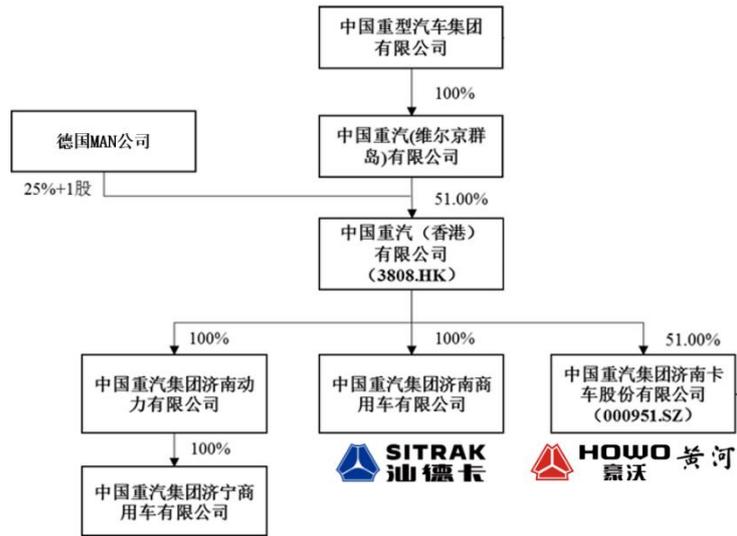
牵引车	载货车	工程车	专用车
			
豪沃： Max/TX/TH7/NX 汕德卡： G7/G7H/G7S/GX/C9H/C7 黄河： X7	豪沃： TX/NX/Max/TH7 汕德卡： G5/G5S/G7/G7H/ G7S/C9H	自卸车 豪沃：TX/NX/TX7/TH7 汕德卡：G7/G7S/G5/G5S 搅拌车 豪沃：TX5/NX 汕德卡：C5H	环卫类 冷藏保温类 危化品类 工程类 建筑类 消防车 罐式车 厢式车 仓栅车 农牧车 除雪车

资料来源：卡车之家，重汽集团官网，上海证券研究所

2.2 品牌高端化策成效显著

集团旗下汕德卡定位高端、进口替代重卡，A 股旗下豪沃定位中端、黄河定位高端豪华，品牌划分明晰。重汽集团的重卡品牌主要分为豪沃、汕德卡、黄河、豪瀚等，其中济南卡车生产豪沃、黄河，济南商用车生产汕德卡，济宁商用车生产豪瀚。

图 14: 重汽集团股权结构及各大重卡品牌所属公司



资料来源: Wind, 重汽集团官网, 2020 年非公开发行反馈意见回复, 上海证券研究所

注: 数据截至 24Q3

表 3: 重汽集团三大重卡品牌概况

品牌	生产主体	定位	概况
	H 股 济南商用车	高端	中国重汽与德国 MAN 公司联合创造的高端重卡品牌, 在中国及全球 50 多个国家和地区均有销售。汕德卡产品包含 C 和 G 两个系列产品, 涵盖了牵引车、载货车、工程车以及各类专用车, 车型种类齐全, 是中国高端重卡行业创领者, 具有高可靠性、高经济性、高舒适性、高安全性、高智能性等特点。2013 年 1 月, 汕德卡首款量产车型-汕德卡 C7H 下线, 标志着中国重卡走进国际先进水平重卡行列。上市十年间来, 产品品质和服务得到广大客户的认可, 市场保有量已然突破了 25 万辆, 持续引领高端重卡行业发展。
	A 股 济南卡车	中端	豪沃品牌是重汽核心重卡品牌之一, 凭借其卓越的产品品质、广泛的品牌影响力成为国内重卡行业的风向标。2004 年 10 月 28 日, 第一台豪沃重卡在济南下线, 标志着我国重型汽车整车技术开始与国际先进重卡技术接轨。2017 年 12 月 13 日, 豪沃重卡累计销量突破 100 万辆。目前, 豪沃重卡拥有 TH7、MAX、TX7、MATE、NX 等五大系列产品, 车型覆盖牵引车、载货车、自卸车、搅拌车、专用车等全部细分领域, 成为国内产品最多、品系最全的商用车品牌。
	A 股 济南卡车	高端	黄河品牌定位于中国重汽高端豪华品牌, 2020 年中国重汽推出全新一代黄河重卡, 定位为干线物流运输打造的高端旗舰产品。2023 年, 国内外四大权威机构分别为中国重汽黄河 X7 低至 0.349Cd 的风阻系数颁发了认证证书或声明。黄河 6×4 重卡车货总重 49 吨挑战单次加满油后行驶的最远距离 4871.18 千米, 突破世界吉尼斯纪录。

资料来源: 重汽集团官网, 2020 年非公开发行反馈意见回复, A 股 2024 年半年报, 上海证券研究所

汕德卡从 2020 年开始实现销量突破，单月破万台，我们认为成功的关键在于：产品硬实力强、价位段下移、细分市场品类全并树立标杆、适应大马力高端化市场需求。

与德国 MAN 技术合作汕德卡发力国产高端重卡进口替代，产品力强、性价比高。汕德卡首款车型于 2013 年下线，汕德卡在产品设计、试验验证、装配工艺、生产管理、产品释放流程等各方面均与德国 MAN 同步，各项性能指标与产品整体可靠性达到国际先进水平；而零部件国产化，制造成本和运营成本相对较低，综合来看汕德卡的性价比远超欧洲同类产品，成为国产高端重卡替代进口卡车的首选车型。

价位段下调叠加 G/C 系列合理区隔，2020 年开始汕德卡销量快速增长。2020 年，在保证配置不变的情况下，汕德卡售价进行了合理下调，让利于消费者。产品线全面拓宽，C 系列高端产品与 G 系列尊享产品形成合理区隔。相似配置的汕德卡 G7S 与斯堪尼亚新 R 系列牵引车对比，竞品厂商指导价相较于汕德卡产品翻倍。

表 4：汕德卡与斯堪尼亚相似配置的产品对比

	斯堪尼亚新 R 系列	汕德卡 G7S
		
厂商指导价	87.80 万	37.00 万
驱动形式	6X2R	6X4
轴距	3550+1355mm	3300+1400mm
牵引总质量	36.67 吨	40 吨
燃料	柴油	柴油
发动机型号	斯堪尼亚 DC13 176	重汽 MC 13H.51-61
排量	13L	13.02L
最大马力	500	510
变速箱型号	斯堪尼亚 G32M	重汽 HW27716XAL
换挡方式	AMT 手自一体	AMT 手自一体

资料来源：卡车之家，上海证券研究所

重卡市场大马力趋势明显，汕德卡大马力市场布局早、产品力强。行业相关数据显示，行业标载物流大马力强增长趋势显著，500+马力以上市占率从 2018 年 24.6% 到 2023 年突破 40%。大马力低油耗高端化重卡已经成为标载物流时代低成本、高效率运输的标配。汕德卡于 2015 年在国内首推匹配 13 升发动机最大 540 马力车型。2020 年与潍柴合作后推出 C9H 和 G7H 等标杆产品，C9H 搭载潍柴 WP15T 发动机，B10 寿命高达 180 万公里，G7H 请务必阅读尾页重要声明

搭载潍柴热效率突破 52.28%的商业化柴油机，综合油耗节约 11%。
汕德卡产品覆盖牵引、载货、专用、自卸等高端重卡市场。

表 5：汕德卡在各细分市场表现

细分	表现
牵引车	拥有 C7H、C9H、G7S 等 C 系、G 系产品，屡次创造国内运营里程碑的新记录
载货车	2022 年 8 月，全新升级汕德卡 G7S 载货车获得行业广泛关注，不断树立载货车标杆
自卸车	2018 年推出中国首款高端自卸车 G7H，抢占自卸车产品新高地
专用车	2014 年首款消防车底盘试制下线，占国内消防车市场 80%+份额（数据截至 2023 年）

资料来源：卡车之友网，上海证券研究所

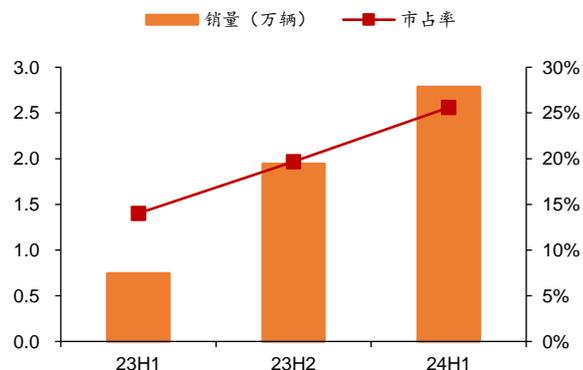
2.3 MAN+潍柴双动力链提供更多选择，燃气重卡依靠潍柴配套优势抢占市场

重汽打造 MAN+潍柴双动力链，为客户提供更多选择。重汽在动力链上形成德国 MAN（MC07/11/13 发动机+采埃孚变速箱+曼车桥）和潍柴高端动力系统（潍柴 52.28%热效率发动机+法士特变速箱）高端双动力链，为客户提供了更加多元的选择。

MC 系列动力型谱拓展至 MC13H，最大输出功率可达 600ps。潍柴动力最大可达 14L，WP14T 系列国六动力链的本身热效率超过 51%，具备更低的能耗以及碳排放。据了解，其额定经济转速在 900-1300rpm/min，结合超速挡变速器+2.71 速比车桥，低转速带来的峰值扭矩提供最佳动力表现。并在行业首创 S-AMT16 变速箱技术，动力链匹配更加多样，市场竞争力更强。

潍柴在燃气重卡发动机优势显著，我们认为搭载潍柴动力链有助于重汽抢占燃气市场，重汽燃气重卡销量由 23H1 的 0.75 万辆提升至 24H1 的 2.78 万辆，市占率从 14.02%提升至 25.60%。

图 15：重汽集团燃气重卡销量表现



资料来源：Wind，上海证券研究所

市面大部分燃气机由柴油机平台开发而来，由于油气燃烧特性不同导致热效率不足，潍柴在燃气机开发方面技术积淀深厚，请务必阅读尾页重要声明

产品从结构开始进行全新设计。由于柴油和天然气的燃烧特性不同，在柴油机上表现优异的燃烧室、进气道设计，在燃气机上出现燃烧效率问题，潍柴 NG4.0 燃气机从结构开始进行全新设计，通过专用燃烧技术、混合分配技术、速燃技术等提升本体热效率，弥补燃气机短板。

潍柴深耕天然气发动机多年，24H1 燃气重卡发动机国内市占率高达 63.1%，燃气动力产品持续迭代更新至 4.0 版本。潍柴自 1999 年开始天然气发动机开发工作，深耕天然气市场 25 年，在 2024 年 4 月推出全球首款本体热效率突破 53.09% 的柴油机产品后，潍柴打造全新一代 4.0 燃气动力产品，新品针对复合运输、干线运输以及山区高原等多种工况进行了优化设计，在动力性、经济性和可靠性方面均实现显著提升，在技术指标与品质上，全面领先同行。

表 6：潍柴 4.0 燃气动力产品

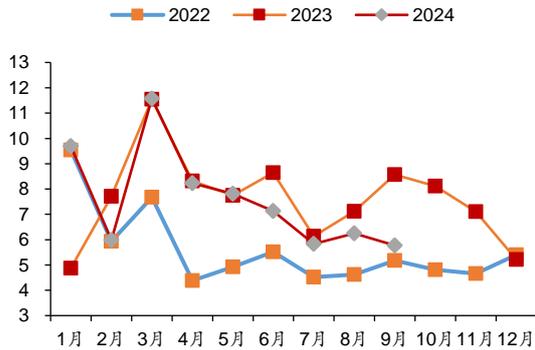
产品	介绍
 <p>WP13NG-4.0</p>	<p>作为复合运输大马力燃气牵引车专用动力，功率升级至 540 马力，峰值扭矩 2600N·m，B10 寿命达到 180 万公里，动力储备领先。另外轻量化的设计是这款发动机的一大特色，采用了轻量化、模块化设计，结构更紧凑，发动机强度更高，维护保养方便快捷，历经高原、高温、高寒等苛刻“三高”环境验证。</p>
 <p>WP15NG-4.0</p>	<p>作为干线运输大马力燃气牵引车专用动力，其额定功率高达 630 马力，峰值扭矩 2800N·m，在专有结构和专项技术加持下，燃烧响应性更好；采用脉冲排气系统，高效混合结构，快速燃烧技术，提升热效率，大幅降低气耗；采用全新一代 NVH 技术，全方位改善的驾驶感受，打造舒适的驾驶环境。在强滚流进气组织技术、高湍流快速燃烧技术、防失火先进点火技术等专项技术加持下，这款发动机动力、品质、节能优势行业领先。</p>
 <p>WP17NG-4.0</p>	<p>适配于山区、高原工况，作为全球最大天然气发动机，其额定功率高达 700 马力，峰值扭矩 3200N·m，轻松畅行全国。此外，WP17NG-4.0 燃气机通过低磨损低功耗运动件设计，多项高热效率科技加持；开展动力总成匹配优化，转速、挡位、速比组合精细标定，形成大马力、低气耗差异化优势；坚持可靠性优先，高强度本体结构设计，偏向低负荷区间运行。通过整机 10000h 耐久，历经“三高”环境验证，达到 180 万公里寿命。</p>

资料来源：第一商用车网，上海证券研究所

2.4 内销短期波动，24Q4 有望受益以旧换新补贴实现反弹，2025 年开始自然置换需求有望大量释放

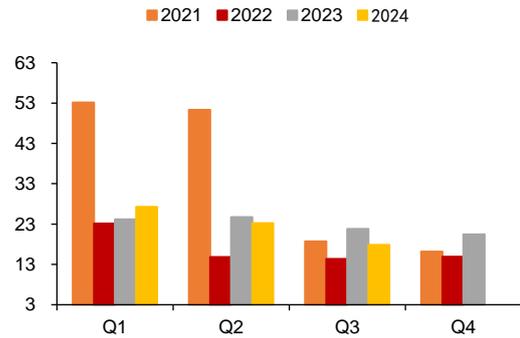
24Q1-Q3 重卡行业销量同比下降，我们认为受益于以旧换新补贴，24Q4 或将迎来销量反弹。由于地方性的货车以旧换新政策实施方案在 24Q3 后半段才陆续落地，政策触达终端用户并发挥作用是在 24Q4，10 月国内终端市场销量已经有一部分由国三货车报废更新带来。由于年底政策结束，我们预计 11-12 月国内重卡市场销量有望实现反弹。

图 16: 月度重卡销量 (单位: 万辆)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

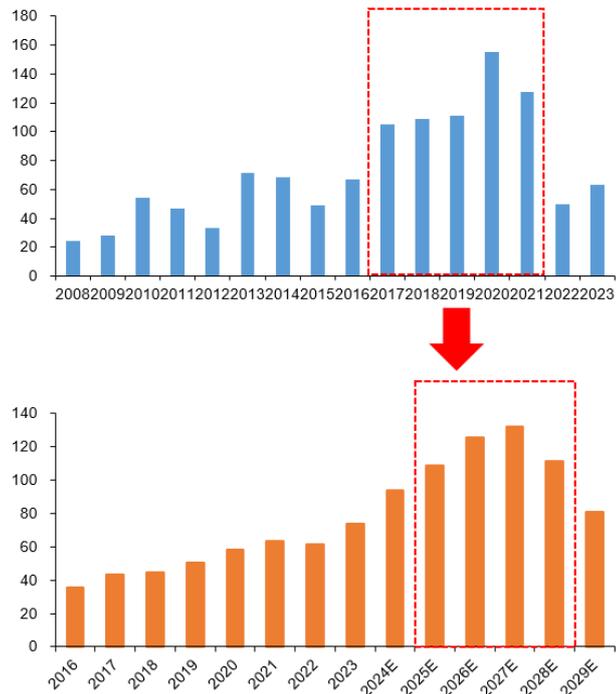
图 17: 季度重卡销量 (单位: 万辆)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

报废更新需求将从 2025 年开始大量释放, 中长期重卡销量有强力支撑。2017-2021 年受治超、排放升级等政策影响, 我国重卡销量超常规增长, 透支大量销量, 到 2025 年车龄最长为 8 年, 从 2025 年开始进入置换周期, 将释放大量的置换需求。

图 18: 自然置换需求将在 2025 年开始迎来高峰 (上图: 内销情况, 下图: 自然置换需求测算, 单位: 万辆)



资料来源: Wind, 中汽协, 方得网, 上海证券研究所

注: 2021 年前出口量基本维持 10 万辆以下, 简单假设当年重卡销量减 6 万辆为内销量, 后续年份根据实际内销测算。自然更新需求取 6-8 年。

我们认为重汽在行业销量波动时业绩实现逆势增长, 充分彰显其龙头地位和优势, 24Q4 行业销量有望反弹, 2025 年开始自然置换需求大量释放, 重汽有望收获得更加亮眼的表现。

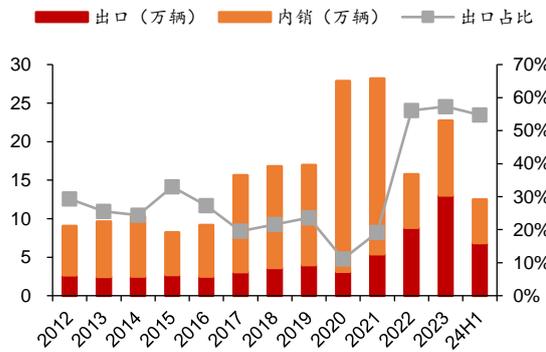
请务必阅读尾页重要声明

3 深耕海外先发优势，充分受益出口市场高增

3.1 深耕海外二十载，出口贡献销量半壁江山

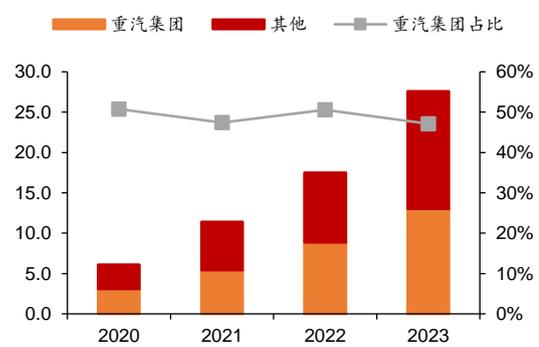
抓住出口市场高增长机遇，重汽凭借先发优势实现出口高增，**2023 年出口突破 13 万辆，在集团销量占比突破 50%**。重汽集团最早从 2004 年开始布局海外市场，但在 2021 年前出口未曾突破 5 万辆，随着海外重卡出口市场快速扩张，重汽抓住机遇提升出口销量，2023 年出口 13.01 万辆，同比增长 46.92%，集团内占比 57.30%，在中国重卡出口市场中份额为 47%。24H1 集团出口销量 6.84 万辆，同比微增 4.93%。

图 19：重汽集团出口销量情况



资料来源：重汽 H 股财报，上海证券研究所

图 20：重汽集团出口销量及份额（单位：万辆）



资料来源：重汽 H 股财报，中汽协，方得网，上海证券研究所

多年深耕帮助集团在口碑、品牌认知方面构建先发优势，度过品牌导入期和成长期、步入成熟期，将充分受益当前出口市场的高速增长。重汽集团深耕海外前瞻布局建设境外营销网络，技术服务、配件供应、改装及 KD 组装能力持续提升。截至 24H1，集团在 110 多个国家和地区设立海外代表处和办事机构，在 90 多个国家发展经销网点 220 余家，形成基本覆盖非洲、中东、拉美、中亚和东南亚等发展中国家和主要新兴经济体，以及金砖国家、澳洲等部分成熟市场的国际市场营销网络体系。

表 7：重汽集团海外经销渠道、服务维修、KD 工厂建设

	覆盖国家和地区	经销商网络	服务和配件网点	KD 工厂
2020	110	256	516	12
2021	110	300	520	26
2022	90	240	470	28
2023	110	200		26
24H1	110	220		27

资料来源：重汽 H 股财报，上海证券研究所

重汽目前已在摩洛哥、尼日利亚、马来西亚等国家合作建立 27 座 KD 组装工厂，将原有海外 6 个大区扩充到 11 个，拓展海外业务范围的同时，优化信息传递流程，提升本部对于海外市场需求的响应速度。目前很多海外本土品牌订车周期最长超过 18 个月，重汽订车周期缩减到仅 4 个月，市场竞争力得到大幅提高。

图 21：重汽全球布局



资料来源：重汽国际官网，上海证券研究所

3.2 基本盘积极拓展市场份额，高端产品有所突破并且具备高性价比优势

新兴市场和发展中国家经济体崛起将为海外市场带来稳定的需求，重汽在传统优势市场积极扩大市场份额。非洲、东南亚、中亚等市场均为重汽主要出口区域，这些市场多为发展中国家经济体和新兴市场，根据帕卡测算，2023 年全球中重卡市场规模为 301 万辆，其中自主品牌易突破市场（去除欧洲、北美、中国、印度）约为 82 万辆，以目前重卡出口规模来看，易突破市场还具有很大增长潜力。

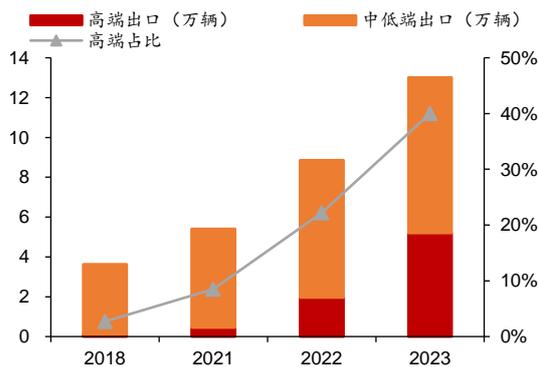
表 8：全球中重卡市场规模概况（单位：万辆）

	2018 年	2023 年	变化	
中国	132.5	102.8	-22%	
难突破	欧洲	37.1	37.4	1%
	北美	41.6	44.1	6%
	印度	39.8	35.6	-11%
易突破	非洲+中东	11.1	17.3	56%
	独联体	9.6	15.2	58%
	东南亚+日韩	31.1	29.0	-7%
	南美	13.5	16.9	25%
	澳洲	2.6	3.1	19%

资料来源：帕卡 24Q3 财报投资者展示 PPT，方得网，上海证券研究所
注：帕卡将东南亚+日韩合并，这里为方便测算划为易突破市场

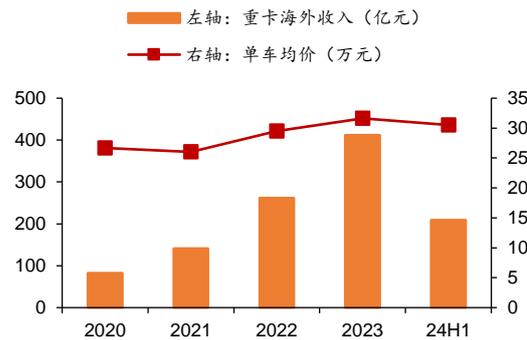
高端产品出口占比持续提升，带动出口均价提升。高端重卡出口占比从 2018 年仅为 2.7% 提升至 2023 年超过 40%，2023 年高端品牌汕德卡出口 4.13 万辆。经我们测算，集团出口单车均价由 2020 年 26.68 万元提升至 24H1 的 30.53 万元。

图 22：重汽集团高端重卡出口情况



资料来源：重汽 H 股财报，山东商报，中国经济网，方得网，上海证券研究所
注：2023 年按照高端占比 40% 估算

图 23：重汽集团重卡海外营收及单车均价

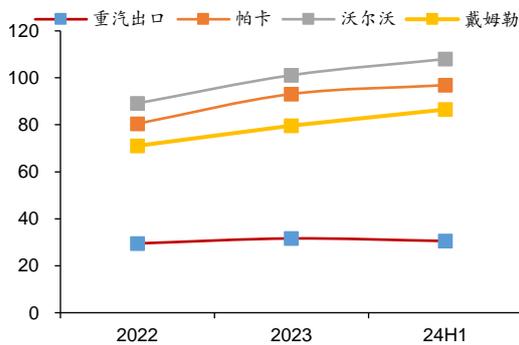


资料来源：重汽 H 股财报，上海证券研究所

高端品牌突破澳大利亚、墨西哥、沙特等欧美品牌传统优势市场，凭借性价比优势有望在相关市场持续拓展。重汽高端化的飞跃打破了自主品牌在国际市场只有性价比优势的固有印象，意味着重汽的产品力和品牌获得海外市场认可，竞争对手难以通过低价策略赢得市场。

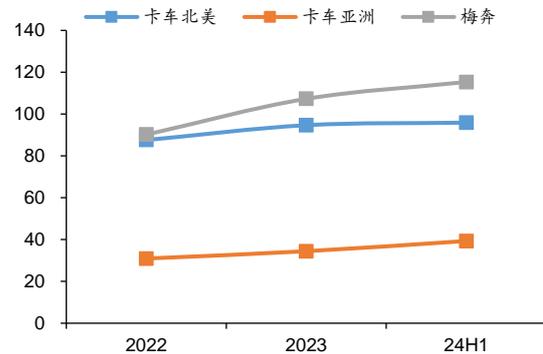
与欧美品牌相比，重汽出口的单车营收较低，有充足的提价空间。24H1，戴姆勒、沃尔沃、帕卡等主流品牌的单车营收均突破 80 万元，并且近几年单车营收均有明显提升，而重汽出口单车营收仅为 31 万元，并且近几年涨价幅度较小，我们认为重汽出口具有很强的性价比优势，并且有充足的提价空间。

图 24：重汽出口均价与欧美主流厂商均价对比（单位：万元/辆）



资料来源：Wind，重汽 H 股财报，帕卡财报，沃尔沃财报，戴姆勒财报，上海证券研究所
注：欧美厂商的价格测算均按卡车计算

图 25：戴姆勒三大卡车分部单车营收对比（单位：万元）



资料来源：Wind，戴姆勒财报，上海证券研究所

3.3 重汽 A 股通过国际公司实现出口，子公司车桥供应集团整车，出口对销量和业绩有较强支撑

通过国际公司实现出口，对公司销量形成强力支撑。公司出口通过集团旗下国际公司实现，在财报中体现为国内收入，国际公司在海外拥有良好的口碑和用户基础，营销网络完善。

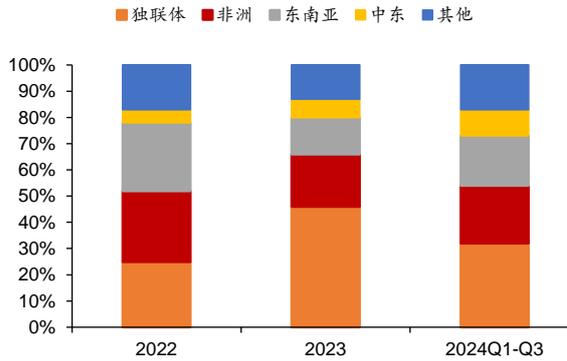
公司产品主要出口区域为非洲、东南亚、中亚、中东等市场，这些市场也是中国重卡出口占比较高的区域，重卡出口仍有较大潜力。根据科瑞咨询统计的中汽协数据，重卡出口占比方面，24Q1-Q3，非洲、东南亚、中东分别为 22%/19%/10%，与 2023 年相比，同比分别提升 2/5/3 个百分点。

表 9：公司主要出口区域概况

区域	概况
非洲	市场规模约 8 万辆，之前长期为欧系二手重卡所盘踞，近年来中国重卡逐步实现对欧系产品的替代、目前市占率超 50%，据预测远期潜力可达 6 万辆。重汽享有较高知名度。
中东	市场规模约 4 万辆，以欧美系重卡为主，近年来中国重卡销量不断增长，一方面是价廉物美，另一方面可能是受一带一路政策影响，中国企业在中东承建大批涉及石油、天然气、房地产、新能源等行业的基建项目，催化了对工程车辆的需求。
东南亚	市场规模约 10 万辆，面对欧美、日韩、本土品牌竞争，中国重卡开始逐渐渗透，2024 年市场份额增长快，其中出口越南增长迅猛，24 年 1-8 月出口 1.2 万辆，同比+89.4%，其中重汽份额 48.5%。

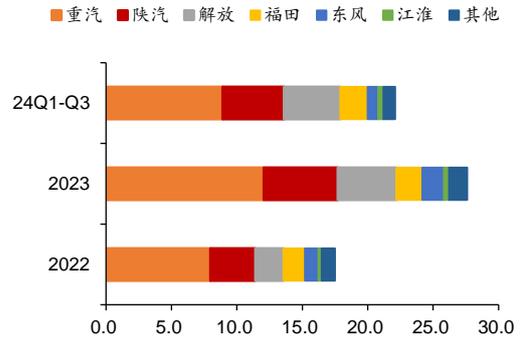
资料来源：焦点卡车资讯，科瑞咨询，方得网，上海证券研究所

图 26: 重卡出口区域划分



资料来源: 科瑞咨询, 上海证券研究所
注: 区域划分中, 将数据源的东非+西非+南非合并为非洲, 将中亚+东欧合并为独联体, 东盟为东南亚

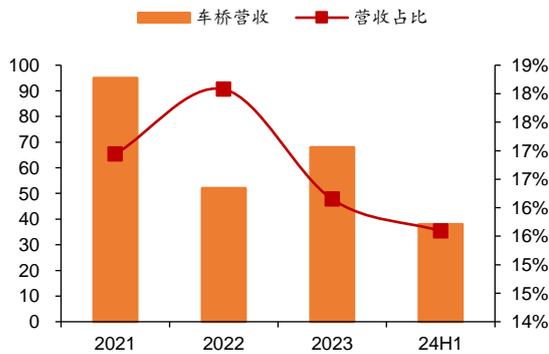
图 27: 重卡厂商出口量 (单位: 万辆)



资料来源: 科瑞咨询, 亚汽联卡车网, 上海证券研究所

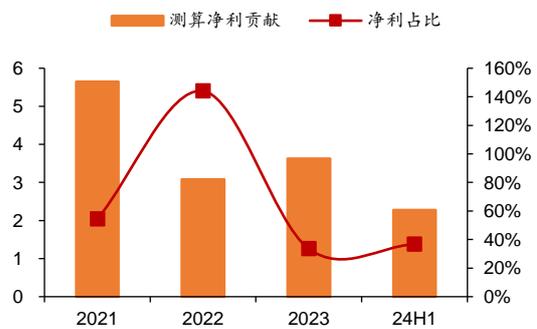
公司通过车桥公司享受集团出口红利, 车桥公司净利贡献超过 30%。公司旗下拥有车桥和后市场两个主要的子公司, 公司持有车桥公司 51% 股权, 车桥公司产品供集团旗下的整车生产单位使用, 因此也能够享受集团旗下 A 股以外销量带来的收入。24H1 车桥公司营收 38.04 亿元, 净利润 4.46 亿元, 同比+21.12%, 车桥公司对重汽 A 股的营收/净利贡献分别为 15.59%/36.73% (净利贡献我们按照 51% 比例测算归属 A 股的部分)。

图 28: 车桥公司营收情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 29: 车桥公司利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 上海证券研究所
注: 按照公司控股 51% 比例测算对公司的利润贡献

4 盈利预测与投资建议

整车：假设销量稳增，2024-2026年分别为13.20/15.00/18.00万辆；假设单价稳增，2024-2026年分别为28.00/28.50/28.70万元；24H1毛利率下降，我们以24H1数据为基础假设恢复性稳定增长，2024-2026年分别为6.36%、6.50%、6.60%。**配件及其他：**假设营收增速稳定增长，2024-2026年分别为15.00%、7.00%、5.50%；假设毛利率稳定在13.00%。

表 10：公司分业务盈利预测

	2023	24H1	2024E	2025E	2026E
营收合计（百万元）	42069.95	24400.52	46287.4	52730.32	62189.23
毛利率	7.85%	7.49%	7.70%	7.73%	7.68%
整车					
A 股销量（万辆）	12.75	7.05	13.20	15.00	18.00
单车均价（万元）	26.63	27.38	28.00	28.50	28.70
营收（百万元）	33,959.17	19,315.39	36,960.00	42,750.00	51,660.00
YoY	49.98%	23.20%	8.84%	15.67%	20.84%
毛利率	6.45%	6.06%	6.36%	6.50%	6.60%
配件及其他					
营收（百万元）	8,110.78	5,085.13	9,327.40	9,980.32	10,529.23
YoY	31.25%	12.78%	15.00%	7.00%	5.50%
毛利率	13.72%	12.96%	13.00%	13.00%	13.00%

资料来源：Wind，上海证券研究所

我们预计公司2024-2026年分别实现营收462.87、527.30、621.89亿元，同比分别+10.02%、+13.92%、+17.94%；分别实现归母净利润12.98、15.73、18.86亿元，同比分别+20.14%、+21.18%、+19.88%。对应2024年12月3日市盈率分别为15.64X、12.91X、10.77X。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值

可比公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
一汽解放	8.80	433.17	0.19	0.34	0.46	9.46	16.88	22.40	45.81	25.66	19.34
福田汽车	2.72	215.35	0.11	0.18	0.24	8.80	14.49	19.13	24.48	14.86	11.25
潍柴动力	13.54	1118.37	1.23	1.40	1.58	107.46	122.51	137.49	11.00	9.64	8.59
中国重汽	17.28	203.02	1.10	1.34	1.60	12.98	15.73	18.86	15.64	12.91	10.77

资料来源：Wind，上海证券研究所

注：数据截至2024年12月3日收盘价，潍柴、重汽数据为上海证券研究所测算，解放、福田数据为wind一致预期

5 风险提示：

销量及市场份额不及预期风险，原材料成本大幅波动风险，宏观经济波动及行业政策不及预期风险，出口销量不及预期风险。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	13855	11692	13529	15045
应收票据及应收账款	5822	7535	8688	9932
存货	4096	4833	5542	6446
其他流动资产	6593	7265	8165	9665
流动资产合计	30366	31326	35924	41088
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	4203	4693	4975	5179
在建工程	499	464	341	232
无形资产	829	806	783	760
其他非流动资产	1185	3513	3513	3513
非流动资产合计	6717	9476	9611	9684
资产总计	37083	40802	45536	50772
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	16255	17468	20566	23970
合同负债	844	1330	1487	1680
其他流动负债	3882	5083	5591	6122
流动负债合计	20981	23881	27644	31773
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	378	364	364	364
非流动负债合计	378	364	364	364
负债合计	21359	24244	28008	32136
股本	1175	1175	1175	1175
资本公积	4930	4932	4932	4932
留存收益	8692	9110	9616	10223
归属母公司股东权益	14725	15149	15655	16262
少数股东权益	999	1409	1873	2375
股东权益合计	15724	16557	17528	18636
负债和股东权益合计	37083	40802	45536	50772

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	2113	1884	3476	3332
净利润	1431	1708	2037	2387
折旧摊销	416	475	515	547
营运资金变动	-84	-223	1002	481
其他	350	-76	-78	-81
投资活动现金流量	-2888	-3158	-573	-538
资本支出	-496	-858	-599	-567
投资变动	-2410	0	0	0
其他	18	-2300	25	29
筹资活动现金流量	-347	-889	-1067	-1279
债权融资	-500	-12	0	0
股权融资	0	2	0	0
其他	153	-879	-1067	-1279
现金净流量	-1122	-2163	1836	1516

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	42070	46287	52730	62189
营业成本	38768	42723	48654	57411
营业税金及附加	110	162	168	199
销售费用	442	370	395	435
管理费用	329	362	424	493
研发费用	589	856	866	1039
财务费用	-229	-208	-175	-203
资产减值损失	-319	0	0	0
投资收益	18	21	25	29
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1774	2057	2439	2861
营业外收支净额	38	47	50	50
利润总额	1812	2103	2489	2911
所得税	381	395	451	524
净利润	1431	1708	2037	2387
少数股东损益	351	410	465	501
归属母公司股东净利润	1080	1298	1573	1886

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	7.8%	7.7%	7.7%	7.7%
净利率	2.6%	2.8%	3.0%	3.0%
净资产收益率	7.3%	8.6%	10.0%	11.6%
资产回报率	2.9%	3.2%	3.5%	3.7%
投资回报率	7.7%	9.3%	10.8%	11.9%
成长能力指标				
营业收入增长率	46.0%	10.0%	13.9%	17.9%
EBIT 增长率	232.4%	24.1%	22.1%	17.0%
归母净利润增长率	405.5%	20.1%	21.2%	19.9%
每股指标 (元)				
每股收益	0.92	1.10	1.34	1.60
每股净资产	12.53	12.89	13.32	13.84
每股经营现金流	1.80	1.60	2.96	2.84
每股股利	0.46	0.75	0.91	1.09
营运能力指标				
总资产周转率	1.18	1.19	1.22	1.29
应收账款周转率	7.23	7.30	6.88	7.06
存货周转率	10.09	9.57	9.38	9.58
偿债能力指标				
资产负债率	57.6%	59.4%	61.5%	63.3%
流动比率	1.45	1.31	1.30	1.29
速动比率	1.23	1.09	1.08	1.07
估值指标				
P/E	18.79	15.64	12.91	10.77
P/B	1.38	1.34	1.30	1.25
EV/EBITDA	0.95	3.63	2.39	1.62

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。