

公司研究

重卡龙头，新程再启有望再登峰

——一汽解放（000800.SZ）投资价值分析报告

要点

资产置换登陆资本市场，行业头部地位稳固：公司深耕商用车领域数十载，2016-2021 年连续 6 年保持重卡市场份额第一。公司凭借 2020 年与一汽轿车进行重大资产置换并成功重组上市，完成置换后上市公司完全从事商用车整车的研发、生产和销售。公司对产业上下游进行有效垂直整合，在产品、技术、渠道方面的布局领先市场。**1) 产品端：**公司产品线覆盖全面并储备各动力类型、以及各个细分场景的车型，受到行业产品结构调整的影响较小。**2) 技术端：**传统领域公司掌握世界级整车及动力总成核心技术、新能源领域把握三电系统技术，推出的产品充分匹配市场需求。**3) 渠道端：**公司在注重区域高覆盖率的同时保证产品全周期运营。我们认为，公司已在商用车领域长期占据有利的市场地位，2025E 是公司战略转型元年，既要实现阶段性智能电动化突破，又要通过出口带动销量与业绩高速增长。

海外市场成为销量与业绩重要增长极：开拓海外市场已成为公司重要发展战略，旗下解放 J7、J6P、JH6、虎 V 等车型已相继出口至东南亚、中东、拉美、非洲等 80 余个国家和地区。1) 在假设贸易格局相对稳定的情况下，我们测算自主品牌海外市场空间约 35-40 万辆。不排除在自主品牌占据稳固市场份额后，发展中国的经济快速发展、基建需求提升，自主品牌持续受益于市场扩容。2) 公司在渠道、研发、产能端均采取属地化策略，我们预计 2025-2026E 公司海外销量将提升至 7.3、8.5 万辆。3) 并且考虑到后续出口通过全资子公司进行，出口车型的 ASP、盈利溢价并入上市公司报表，预计成为关键利润增长点。

商用车智能化、电动化发展在即，公司率先布局智能场景：新能源重卡是行业产品结构调整的重要方向之一，受益于补贴优惠，新能源销量有望快速抬升。公司在商用车电动化趋势下积极探索转型，2024/10 公司在资产重组后首次再融资，5.6 亿元募集资金用于智能电动化产品开发。我们判断，1) 公司电动化领域的优势依托于在传统重卡行业积累的产品+渠道布局经验、以及自研技术。2) 智能化方面，公司积极对外合作开发 L4 智能驾驶产品，相关合作模式有望推动公司率先实现商用车智能化大规模商用落地，以形成头部先发优势。

给予“增持”评级：我们预计一汽解放 2024-2026E 归母净利润分别为 8.6/11.6/14.2 亿元（同比增速+13.2%/+33.9%/+23.1%），EPS 分别为 0.18/0.24/0.29 元。公司当前由于基本面持续向好享有估值溢价，短期我们看好公司的业绩兑现能力，中长期看好公司率先实现商用车智能电动化转型带动的更高估值弹性。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：宏观环境修复不及预期；下游需求不及预期；海外拓展不及预期；价格竞争持续激烈。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	38,332	63,905	64,838	79,416	88,652
营业收入增长率	-61.2%	66.7%	1.5%	22.5%	11.6%
净利润（百万元）	368	763	864	1157	1424
净利润增长率	-90.6%	107.5%	13.2%	33.9%	23.1%
EPS（元）	0.08	0.16	0.18	0.24	0.29
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.6%	3.1%	3.3%	4.3%	5.2%
P/E	105	51	47	35	29
P/B	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-12-24（注：2022、2023 年股本分别为 46.5、46.4 亿股，预计 2024E-2026E 股本为 49.2 亿股）

增持（首次）

当前价：8.32 元

作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebscn.com

分析师：孟祥庭

执业证书编号：S0930524070001

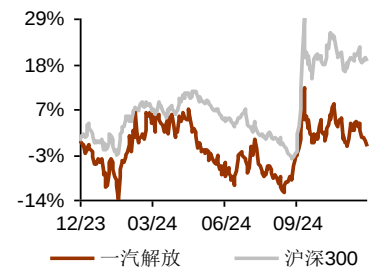
021-52523685

mengxiangting@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	49.22
总市值(亿元)	409.54
一年最低/最高(元)	7.06/10.18
近 3 月换手率	26.93%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.21	-16.51	-19.39
绝对	-2.69	0.60	-0.38

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

公司属于全国知名商用车企业，我们预测 2024E-2026E 公司营业收入分别为 648.4/794.2/886.5 亿元（同比增速 1.5%/22.5%/11.6%）。

1) 商用车业务：2024E-2026E 商用车业务营业收入为 595.6/739.7/830.3 亿元（同比增速 1.3%/24.2%/12.2%），其中重卡收入占比超过 96%。考虑到公司海外业务加速拓展，预计海外业务占商用车收入的 24.9%/33.8%/35.6%，国内业务占商用车收入的 75.1%/66.2%/64.4%。**a) 国内业务：**主要车型类别包括柴油重卡、燃气重卡、新能源重卡，我们预计 2024-2026E 柴油重卡销量分别为 8.9/9.0/10.1 万辆（市场份额分别为 24.8%/25.0%/26.0%），燃气重卡销量分别为 5.6/5.8/5.8 万辆（市场份额分别为 32.0%/32.0%/32.0%），新能源重卡销量分别为 0.8/1.8/2.2 万辆（市场份额分别为 11.0%/16.0%/17.0%）。其中，新能源重卡份额快速提升主要原因为新能源仍处于发展初期，公司得益于渠道、产品端的优势有望快速抢占市场份额。**b) 海外业务：**我们预计海外市场整体增速放缓，但考虑到公司加快海外渠道建设、以及增加产品投放，预计公司出口销量占行业总出口量比例稳定抬升，2024E-2026E 公司的海外销量为 6.0/7.3/8.5 万辆（市场份额分别为 21.4%/24.2%/26.6%）。

2) 备品及其他业务：预计 2024-2026E 公司备品及其他收入分别为 33.5/35.1/36.9 亿元（对应同比增速 5.0%/5.0%/5.0%）。

3) 其他业务：预计 2024-2026E 公司的其他业务营业收入持平分别为 19.4/19.4/19.4 亿元。

我们与市场观点的不同

公司作为传统重卡业务的代表性企业，市场或存在对于其销量增速放缓的预期。我们对公司的主要布局赛道进行拆分，结论是公司的销量快速增长将来源于海外市场、新能源重卡，两者均依托于公司已深耕数年的技术、渠道资源。

股价上涨的催化因素

短期因素：海外业务的车型溢价并入报表，业绩显著改善。

长期因素：电动化领域市场份额抬升、牵头实现商用车智能网联商用化落地。

估值与投资评级

我们预计一汽解放 2024-2026E 归母净利润分别为 8.6/11.6/14.2 亿元（同比增速+13.2%/+33.9%/+23.1%），EPS 分别为 0.18/0.24/0.29 元。公司当前由于基本面持续向好享有估值溢价，短期我们看好公司的业绩兑现能力，中长期看好公司率先实现商用车智能电动化转型带动的更高估值弹性。首次覆盖，给予“增持”评级。

目 录

1、 专注商用车领域，保持行业领跑地位	6
1.1 底蕴深厚，2020 年完成资产置换	6
1.2 产品线覆盖全面，国内市场份额保持领先	7
1.3 控费+产品结构调整带动公司业绩走出低点	8
2、 行业短期内平稳增长，中长期具备销量弹性	11
2.1 下游需求预期转好，国内市场有望复苏	12
2.2 政策发力有望拉动报废更新需求	13
3、 国内市场优势明确，海外拓展有望巩固头部地位	16
3.1 天然气重卡保持平稳，新能源增长空间明确	16
3.2 多维产品布局夯实长期发展根基	18
3.2.1 新能源布局乘势居上，天然气保持定力持续投入	18
3.2.2 公司定增完成，智能网联发展再推进	19
3.3 出口业务快速增长，促进企业量利齐升	20
3.3.1 出海依然乐观，关注主销区域增长机会	20
3.3.2 打造海外成长空间，销量增速持续领跑行业	22
4、 关键假设与盈利预测	23
4.1 关键假设	23
4.2 盈利预测	23
5、 估值与投资评级	25
6、 风险分析	27

图目录

图 1：一汽解放发展历程.....	6
图 2：一汽解放股权架构图.....	6
图 3：2020-2024 年前 10 月公司产品销量结构拆分	7
图 4：一汽解放商用车产品布局.....	7
图 5：2009-2024 年前 10 月主要重卡主机厂市场份额（批发口径）	8
图 6：2009-2024 年前 10 月一汽解放重卡销量及增速	8
图 7：2020-2024 年前 3 季度一汽解放营业收入及 YoY	8
图 8：2020-2024 年前 3 季度一汽解放归属母公司净利润及 YoY.....	8
图 9：2020-2024 年前 3 季度一汽解放毛利率与归母净利润率.....	9
图 10：2020-2024 年前 3 季度一汽解放期间费用率	9
图 11：2020-1H24 一汽解放子公司营业收入及 YoY	9
图 12：2020-1H24 一汽解放子公司营业利润	9
图 13：2020-1H24 一汽解放单车 ASP（单位：万元）	9
图 14：2020-1H24 一汽解放单车营业利润（单位：万元）	9
图 15：2009-2024 年前 10 月重卡行业销量及销量中枢.....	11
图 16：重卡行业成长性驱动因素.....	11
图 17：2016/1-2024/10 工程重卡销量增速与固定资产投资完成额、房地产开工情况增速对比	13
图 18：2016/1-2024/10 物流重卡销量增速与货运量、社会消费品零售总额、制造业 PMI 订单增速对比.....	13
图 19：2008-2028E 重卡实际报废量与测算报废量对比（单位：万辆）	14
图 20：2023/1-2024/10 重卡各燃料类型销量占比.....	16
图 21：2024-2025E 油气价差预测（单位：元/吨）	17
图 22：2018-2025E 天然气重卡销量及渗透率.....	17
图 23：2023/1-2024/10 新能源重卡主要品牌的市场份额.....	18
图 24：2023/1-2024/10 一汽解放新能源重卡市场份额	18
图 25：2023/1-2024/10 天然气重卡主要品牌的市场份额.....	19
图 26：一汽解放定增资金用途	20
图 27：2022-2023 年主要重卡品牌的出口销量占比	21
图 28：2023 年重卡主要出口区域占比.....	21
图 29：1H24 年重卡主要出口区域占比.....	21
图 30：2020-2025E 一汽解放出口销量.....	22
图 31：2020/1/2-2024/12/24 一汽解放与中信商用车指数 PB-ROE.....	25

表目录

表 1：宏观指标与工程类重卡、物流类重卡销量增速的关系	12
表 2：北京、上海国四以旧换新补贴梳理	14
表 3：2025E 国四重卡淘汰并更新对应的销量测算	15
表 4：新能源重卡中长期渗透率测算	17
表 5：代表性天然气发动机参数对比	19
表 6：自主品牌出口销量预测	21
表 7：2022A-2026E 一汽解放盈利预测（单位：亿元）	23
表 8：可比公司估值表	25
表 9：绝对估值核心假设表	26
表 10：现金流折现及估值表	26
表 11：敏感性分析表（单位：元）	26

1、专注商用车领域，保持行业领跑地位

1.1 底蕴深厚，2020 年完成资产置换

一汽解放全称为一汽解放集团股份有限公司，主要从事商用车整车的研发、生产和销售。公司前身为一汽轿车股份有限公司（简称“一汽轿车”），2020 年公司凭借与一汽轿车的重大资产置换，成功重组并上市，实现主营业务的全面转型。资产重组后，公司更名为一汽解放，承接集团旗下的解放牌卡车业务，由此奠定在商用车领域的领先地位。一汽解放致力于打造中国商用车领导品牌，立志成为“中国第一、世界一流”的绿色智能交通运输解决方案提供者。公司覆盖中、重、轻型卡车及客车的研发、生产、供应和销售全价值链，产品用于牵引、载货、自卸、专用、公路客运、公交客运等各个细分市场，同时提供标准化和定制化的商用车产品，是具有突出技术实力与竞争优势的商用车制造企业。

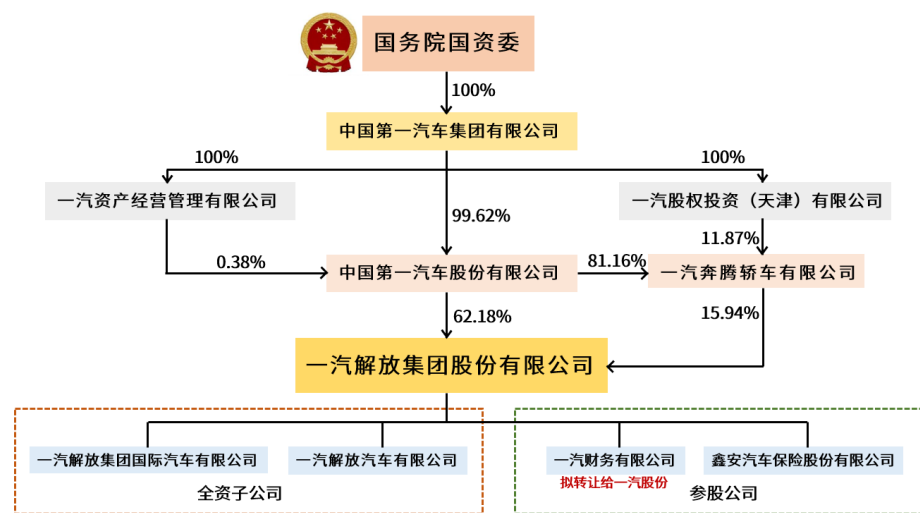
图 1：一汽解放发展历程



资料来源：公司官网、光大证券研究所整理

一汽解放股权实控方为国资委。截至 2024 年三季度末，国资委通过一汽集团的多层子公司体系持有一汽解放 77.83% 的股份。国资委的实际控制地位使公司在资金、资源和政策等方面受益，持续巩固市场领先优势。2024/10/28 公司公告拟将持有的一汽财务有限公司的全部股权转让给一汽股份有限公司，退出原因或为财务公司收益能力下降，不利于集团内部管控，退出后会缓解资金需求。

图 2：一汽解放股权架构图



资料来源：公司官网、光大证券研究所整理（注：股权统计时间截至 2024/12/24）

1.2 产品线覆盖全面，国内市场份额保持领先

一汽解放产品主要覆盖重卡、中卡、轻卡领域，产品体系以重卡为主，2024 年前 10 月重卡、中卡、轻卡的销量分别为 15.1 万辆、2.4 万辆、3.6 万辆，占比分别为 71.5%/11.6%/17.0%。在重卡领域，有 J7、鹰途、J6V、JH6、J6E、J6P、JH5、悍 V 八大产品平台；在中卡领域，有 J6G、J6L、JK6、龙 V 四大产品平台；在轻卡领域，有领途、虎 6G、J6F、虎 V、纯电动微卡五大产品平台；除此以外公司也在客车领域有相关布局，目前覆盖公路车、公交、房车、无人驾驶巴士车等产品。

重卡是当前公司的发力重点，同时结合市场发展趋势公司也在加速重卡新能源、智能车型的布局。在新能源方面，公司推出 J6P 纯电动自卸车、JH6 纯电动牵引车、J6L 燃料电池载货车、J6P 混合动力牵引车等新能源产品，倾力打造清洁高效的纯电动、混合动力、氢燃料电池车辆产品组合；在智能车方面，2022 年公司面向高速干线场景发布量产级 J6V_L2+和 J6V 超级中卡，并且面向港口、环卫、口岸等场景打造多款 L4 级智能专用产品，走在国际领先行列。

图 3：2020-2024 年前 10 月公司产品销量结构拆分

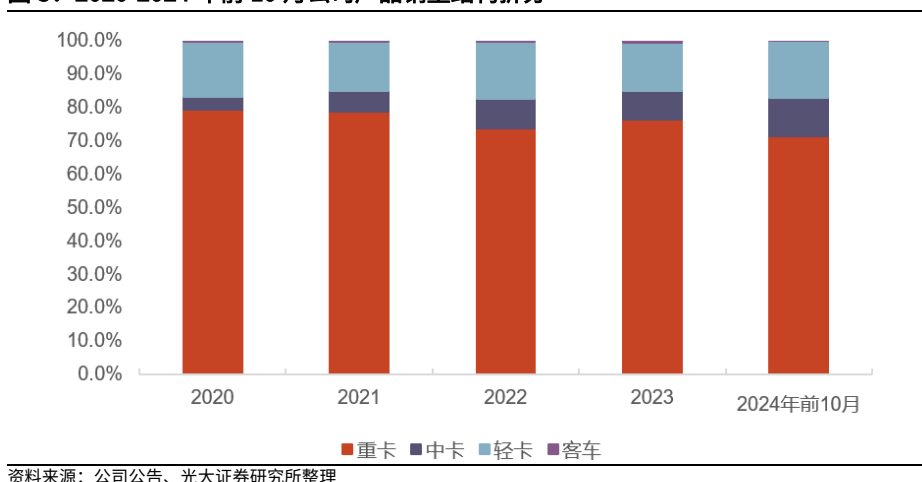


图 4：一汽解放商用车产品布局

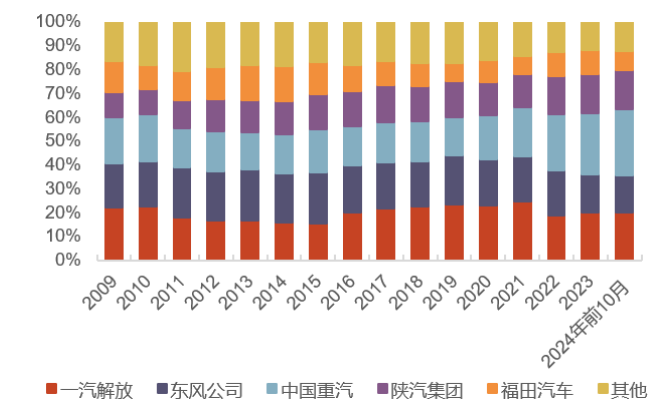


资料来源：公司官网、光大证券研究所整理

在公司布局的细分市场中，重卡的市场优势最显著。根据批发端口口径，2016-2021 年一汽解放在重卡领域的市场份额第一，2021 年重卡销量为 34.7 万辆对应市场份额高点 24.8%。2022-2024 年前 10 月一汽解放的重卡海外布局节奏相对进展

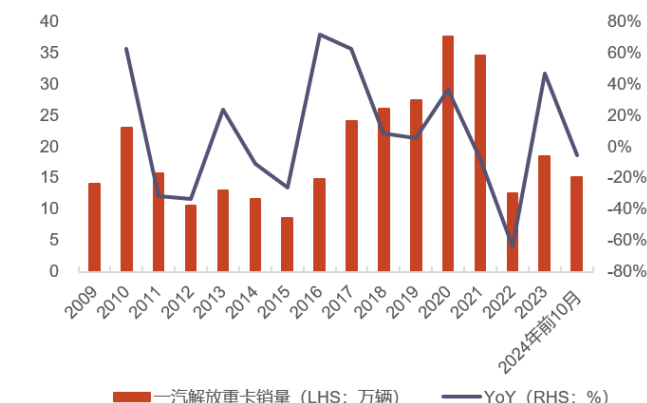
缓慢，市场份额下滑，对应销量分别为 12.6/18.4/15.1 万辆（市场份额分别为 18.7%/20.3%/20.1%），但公司在重卡领域的市场份额仍稳居前三。

图 5:2009-2024 年前 10 月主要重卡主机厂市场份额(批发口径)



资料来源：第一商用车网、光大证券研究所整理

图 6: 2009-2024 年前 10 月一汽解放重卡销量及增速

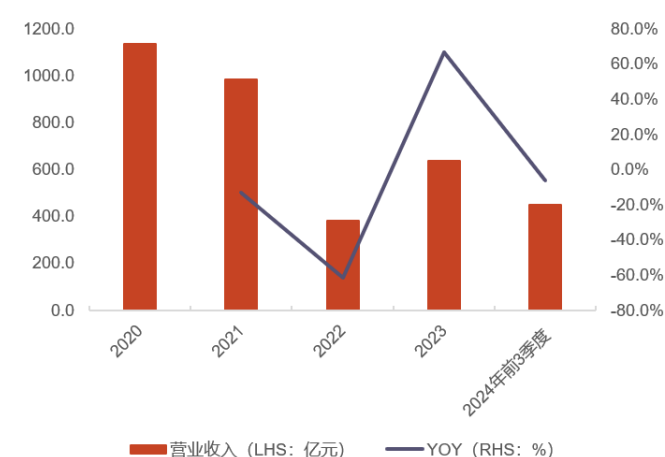


资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

1.3 控费+产品结构调整带动公司业绩走出低点

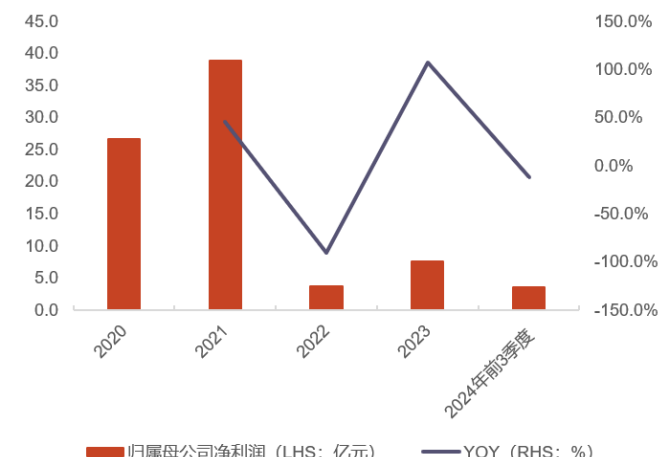
2021-2024 前三季度一汽解放营业收入分别为 987.5/383.3/639.0/451.4 亿元（对应同比增速为-13.1%/-61.2%/+66.7%/-6.2%），归属母公司净利润分别为 39.0/3.7/7.6/3.6 亿元（对应同比增速为+46.0%/-90.6%/+107.5%/-11.8%）。公司自 2020 年完成重大资产重组后，主营业务仅涉及商用车的生产销售，盈利表现与重卡终端表现高度相关。1) 2022 年盈利能力同比显著下降的主要原因为期间内商用车销量承压（2022 年重卡销量同比-51.8%）。2) 2023 年行业销量逐步回暖、产品结构改善提升带动盈利能力修复。3) 2024 年前三季度公司盈利水平同比下降主要跟随行业销量下滑，同时叠加行业价格竞争激烈因素影响。

图 7: 2020-2024 年前 3 季度一汽解放营业收入及 YoY



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

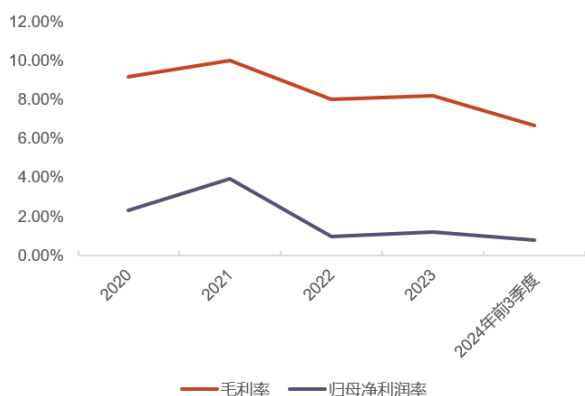
图 8: 2020-2024 年前 3 季度一汽解放归属母公司净利润及 YoY



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

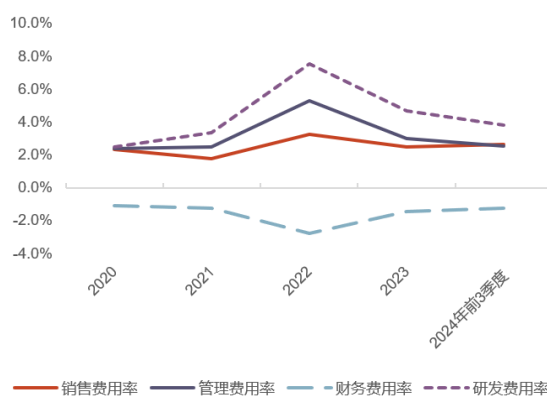
2024 年前三季度公司毛利率、归母净利率分别为同比-0.7pcts、-0.1pcts 至 6.7%、0.8%。毛利率同比下滑幅度高于归母净利率下滑幅度主要受到行业竞争加剧的影响，但是其他收益同比显著增加（2024 年前三季度其他收益同比+116.3%至 6.3 亿元主要原因为本期增加增值税加计抵减税额）。2024 年前三季度公司销售、管理、财务、研发费用率分别同比+0.3pcts、-0.1pcts、+0.2pcts、-0.2pcts 至 2.4%、2.5%、-1.2%、3.8%，管理与研发费用有所控制。

图 9：2020-2024 年前 3 季度一汽解放毛利率与归母净利润率



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

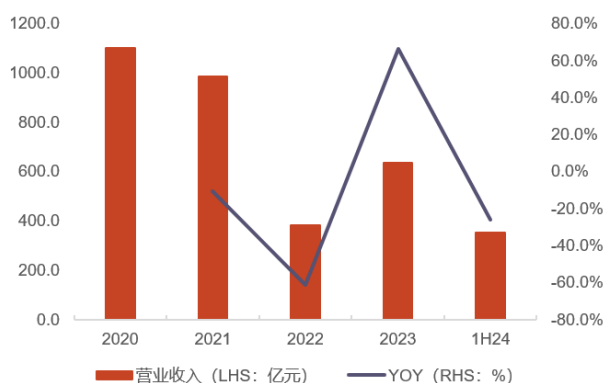
图 10：2020-2024 年前 3 季度一汽解放期间费用率



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

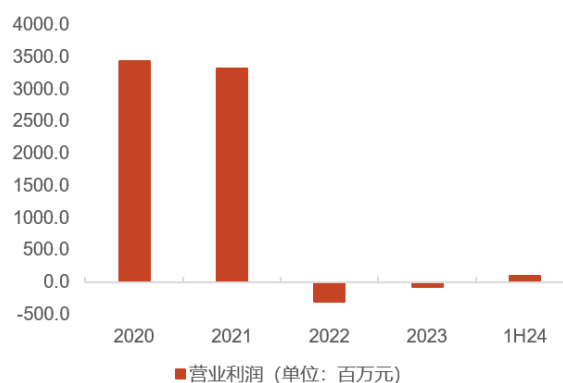
考虑到公司披露其全资子公司一汽解放汽车有限公司（基本覆盖主营业务）的主要经营指标，对应的营业利润可更直观反映公司商用车盈利情况，我们选取子公司的财务指标分析其盈利能力。我们认为，商用车行业始终存在价格战扰动。1) 2020-2022 年单车 ASP 一直保持下滑趋势。2) 2023 年公司 ASP 同比+17.3%至 26.4 万元，单车营业亏损减至 0.03 万元，主要受益于天然气商用车销量占比提升影响，对应的单车价值量与盈利性更好。3) 1H24 公司主要产品天然气重卡价格战激烈，公司通过加强费用成本控制实现单车利润扭亏，ASP 同比-4.9%至 23.9 万元，单车盈利 0.07 万元（vs.1H23 盈亏平衡）。

图 11：2020-1H24 一汽解放子公司营业收入及 YoY



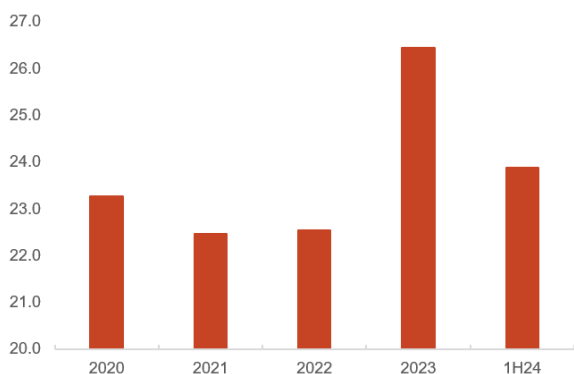
资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

图 12：2020-1H24 一汽解放子公司营业利润



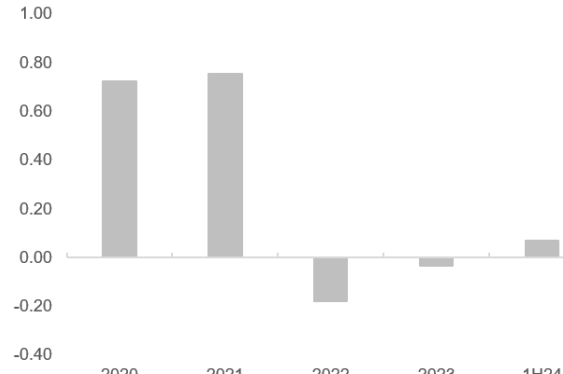
资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

图 13：2020-1H24 一汽解放单车 ASP (单位：万元)



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理 (注：测算数据来自于一汽解放全资子公司，更直观反映盈利性，下同)

图 14：2020-1H24 一汽解放单车营业利润 (单位：万元)



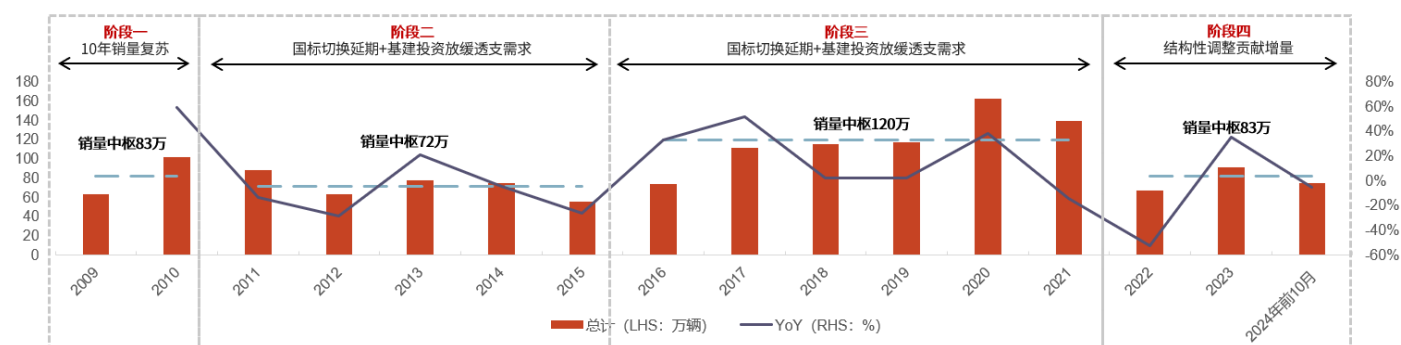
资料来源：公司公告、光大证券研究所整理 (注：测算数据来自于一汽解放全资子公司，更直观反映盈利性，下同)

综上，1) 公司重卡销量占公司总销量比例超过 70%，并且考虑到重卡单车 ASP 高于轻卡产品（平均终端价格重卡高于 20 万元 vs. 轻卡低于 10 万元），重卡业务是公司收入的重要组成部分，因此我们后续也围绕重卡业务讨论与展望。2) 重卡市场 2025E 整体处于平稳运行与恢复性增长的阶段，国内的淘汰更新+新能源快速发展、以及海外市场增量仍然值得关注。一汽解放将充分把握新能源与海外市场的机遇，以上两方面共同驱动公司 2025E 实现量利齐升。

2、行业短期内平稳增长，中长期具备销量弹性

复盘重卡历史表现，我们将近年来重卡的行业发展划分为四个阶段。包括：1) 2009-2010 年以旧换新+基建增速提升拉动需求；2) 2011-2015 年需求透支+基建增速放缓；3) 2016-2021 年政策影响销量中枢上移；4) 2022 年-至今结构性调整贡献增量。前三阶段的销量中枢分别为 83、72、120 万辆；我们预计 2022-2024E 的销量中枢为 83 万辆（2024 年前 10 月重卡行业销量同比-4.9%至 74.9 万辆，2024E 预计约 90 万辆），考虑到行业处于内需企稳、置换加速、海外高景气度维持的阶段，预计销量中枢有望保持边际改善。

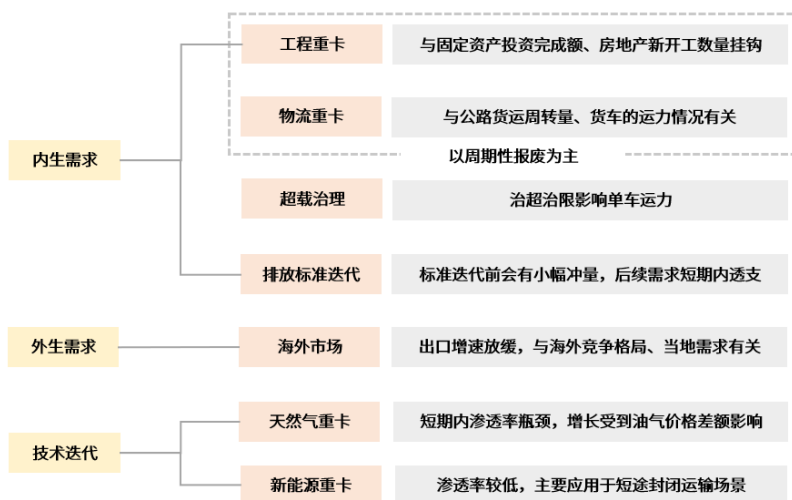
图 15：2009-2024 年前 10 月重卡行业销量及销量中枢



资料来源：第一商用车网、光大证券研究所整理（注：2022-2024E 销量中枢测算假设 2024E 销量为 90 万辆）

为更清晰地判断重卡行业的销量变化趋势，我们将通过以下三方面需求因素分析。1) 内生需求：用于判断国内总量表现，主要受到国内市场环境（宏观指标/重卡迭代周期）、政策（以旧换新补贴/治超治限/排放标准更新等因素）影响。2) 外生需求：即海外市场需求，与当地经济增速、以及市场竞争格局有关。3) 技术迭代：影响到国内市场构成。当前主流的柴油替代路线包括天然气、新能源（纯电/换电/氢燃料等），随着应用场景拓宽、以及技术突破，对应车型的市场渗透率也将持续提升。本章节我们主要讨论内生需求对国内销量的影响，判断后续市场恢复节奏。

图 16：重卡行业成长性驱动因素



资料来源：光大证券研究所绘制

2.1 下游需求预期转好，国内市场有望复苏

我们依据重卡的功能将其拆分为工程重卡（采用自卸车替代，下同）、物流重卡（采用牵引车替代，下同），两类重卡对应不同的宏观指标。

● 工程类：

由于下游主要为基建、地产，我们分别选择制造业+基建投资的固定资产完成额、房地产开发完成额、房地产新开工面积。我们认为，a) 自卸车销量走势和地产指标强相关。b) 自卸车销量走势与固定资产完成额存在弱相关。

● 物流类：

物流类重卡我们选择公路货运量以及对应的下游需求指标作为参考。我们认为，a) 物流车销量增速与公路货运指标强相关。b) 公路货运下游需求拆分为社会消费、工业生产原材料两大类。物流车销量增速与社会消费品零售总额在 2020 年以后的相关性强且走势同步，与制造业 PMI 新订单全程走势同步。

总结来看，重卡增速与以上宏观指标明显的偏离集中在 2016-2017 年，即治超治限、国标切换阶段。除此以外工程重卡的指标偏离集中在 2022 年至今，主要表现为，1) 2022 年基建投资承担逆周期调节任务，基建投资保持较高增速但工程重卡销量仍为负增长。2) 2023 年至今基建投资增速明显低于 2022 年并保持相对稳定，但工程重卡销量震荡下行。

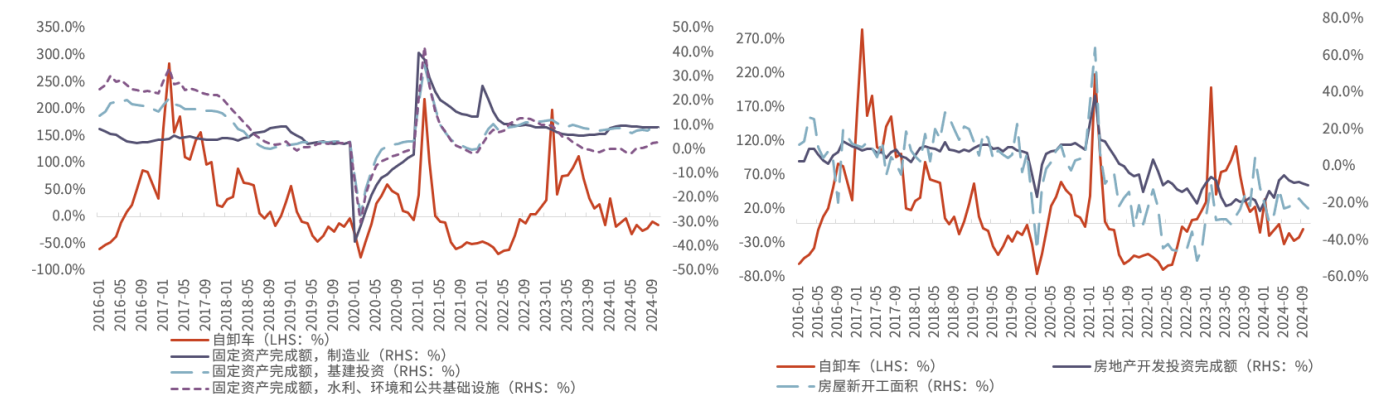
展望来看，**1) 工程重卡角度**，考虑到近几年土地成交缩量、企业资金承压、房地产库存较高等因素，房地产的供给端修复或弱于需求端，而工程重卡的需求量与地产供给端相关。根据中指研究院预测，2025 年房地产开工规模将回落至 7 亿平以下（vs.2006 年新开工面积 6.5 亿平方米），我们预计工程类重卡将长期处于严重过剩状态，报废量或将长期高于新增量。**2) 物流重卡角度**，公路运输呈现震荡上行趋势，2024 年前 10 月公路货运周转量同比+3.2%。在宏观政策持续宽松、一揽子财政政策发力的背景下，社会消费潜力仍有望持续释放，公路货运周转量或将延续增长态势并对物流重卡需求起到支撑作用。

表 1：宏观指标与工程类重卡、物流类重卡销量增速的关系

指标类型	指标名称	与重卡销量增速的相关性
工程类	固定资产完成额（制造业）	1H21 前相关性强，近期相关性弱
	固定资产完成额（基建投资）	相关性较弱
	固定资产完成额（水利、环境和公共基础设施）	相关性较弱
	房地产开发投资完成额	相关性强走势同步，近期出现偏离
	房屋新开工面积	2020 年后相关性强，走势同步
物流类	公路货物周转量	2018 年后相关性强，走势同步
	公路货运量	2018 年后相关性强，走势同步
	社会消费品零售总额	2020 年后相关性强，走势同步
	制造业 PMI 订单	相关性强

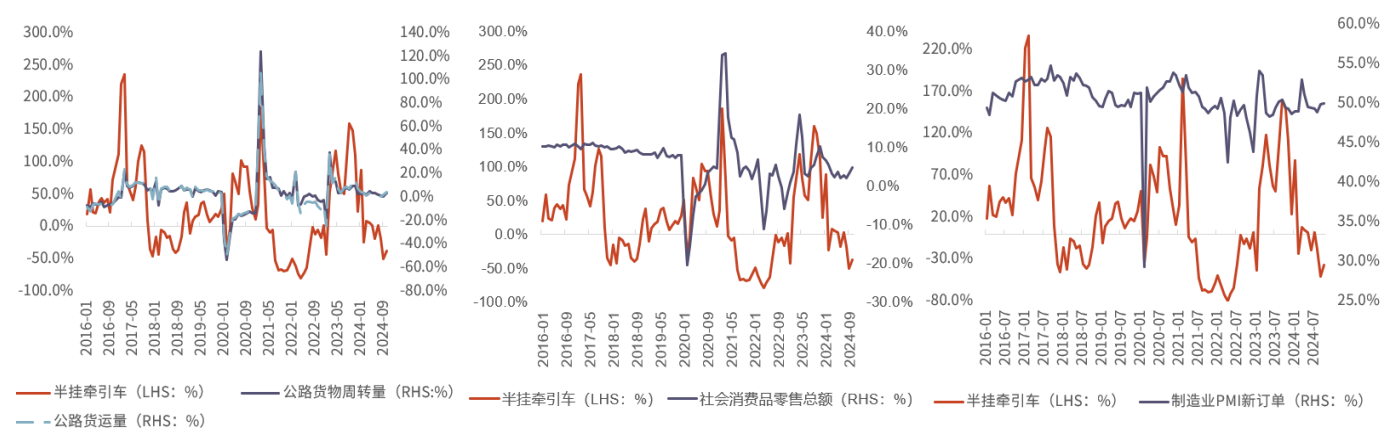
资料来源：Wind、光大证券研究所整理

图 17：2016/1-2024/10 工程重卡销量增速与固定资产投资完成额、房地产开工情况增速对比



资料来源：Wind、光大证券研究所整理

图 18：2016/1-2024/10 物流重卡销量增速与货运量、社会消费品零售总额、制造业 PMI 订单增速对比



资料来源：Wind、光大证券研究所整理

2.2 政策发力有望拉动报废更新需求

2024/7 中央明确针对中重卡的国三报废、国三报废并更新、仅更新三类情况予以补贴，最高的报废并更新累计补贴至 14 万元。我们复盘了中央 2000 年以来通过直接补贴、以及号召地方补贴老旧重卡的执行效果，1) 2009-2010 年是以旧换新政策首次落地，基于 2009 年执行效果，补贴政策延续至 2010 年年底并且将补贴力度扩大（2009 年补贴 4,000-6,000 元 vs. 2010 年补贴 6,000-18,000 元）。从实际执行情况来看，2010 年实际重卡报废量为 22 万辆，以旧换新政策的影响，叠加期间内中央对于基础设施建设的大力支持，2010 年国内重卡注册量首次突破百万辆。2) 2018-2019 年中央先后发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》、《柴油货车污染治理攻坚战行动计划》将淘汰国三及以下重卡提上日程，2020 年作为关键节点将基本完成老旧重卡的淘汰更新，多地响应国家号召给予较大力度的补贴。根据国家统计局披露的重卡保有量数据，我们测算 2019-2020 年重卡报废量持续创新高分别为 56.6、77.3 万辆（2015-2018 年报废率均值为 6.3% vs. 2019-2020 年报废率分别为 7.4%、9.2%），对应重卡销量也刷新记录分别为 117.4、162.3 万辆。

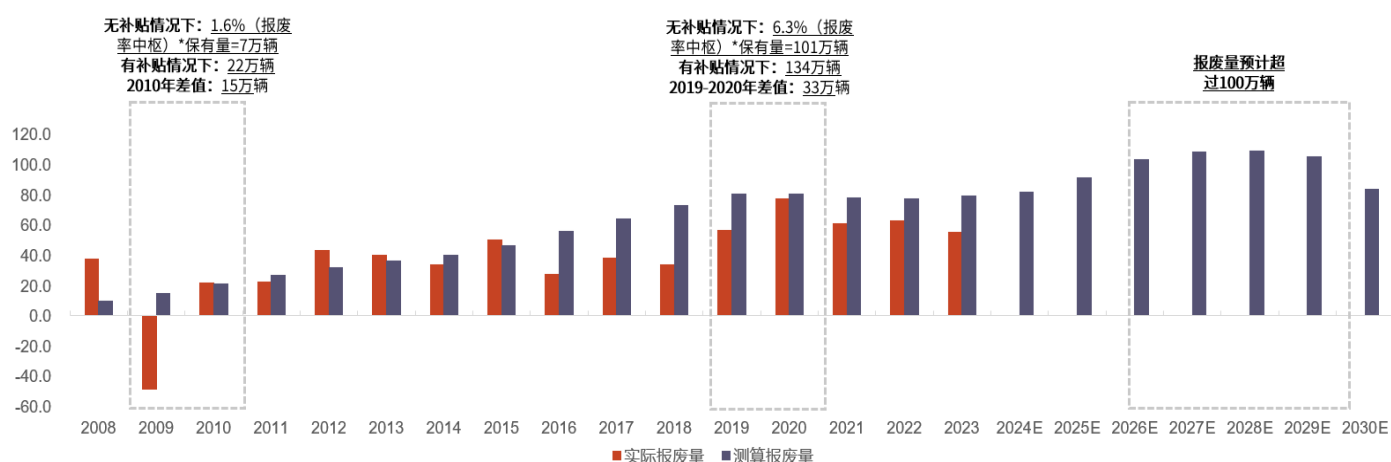
考虑重卡的生命周期平均为 9-10 年，即将步入新的报废更新周期，我们对 2024-2028E 的重卡报废量进行测算，进行的假设包括，1) 我们对重卡全生命周期内的淘汰率进行假设，前 8 年淘汰率不高于 10%，若存在报废考虑为突发性事件影响；9 年及以上车龄的重卡淘汰率为前高后低趋势，峰值为第 10 年 25%

淘汰率。2) 对每年各国标重卡销量进行假设,假设在新国标切换的月份以前 70% 的销量仍为老国标、之后则为新国标 (2013-2014 国标切换延迟而出现调整)。

根据测算结果,我们认为,1) 实际报废量低于测算报废量,考虑为部分老旧车型未报废仅停运处理,但两者走势基本接近。2) 鉴于本轮以旧换新补贴针对的国三车型保有量有限 (2019-2020 年已基本完成报废)、以及政策信息传递的滞后性,年内通过国三置换更新带动销量的力度有限,预计报废并更新的消费者占国三保有量的约 20%。

展望来看,1) 重卡行业涉及到大规模设备更新主题且明年宽松财政政策预计将持续,市场存在关于 2025E 执行国四报废补贴的预期 (上海、北京等地已开始国四报废)。根据北斗数据国四重卡目前的保有量约 80 万辆,占市场总保有量的约 10%,若补贴及时跟进,执行效果或好于 2024E,以上国四车型淘汰更新将成为拉动 2025E 销量的关键。2) 行业也即将步入新一轮集中淘汰期,根据我们的测算 2026E-2029E 报废量有望突破百万 (2026E-2029E 对应 2016-2019 年销售车型的置换周期),置换更新有望持续撬动市场需求。

图 19: 2008-2030E 重卡实际报废量与测算报废量对比 (单位: 万辆)



资料来源: 国家统计局、光大证券研究所预测 (注: 1) 2009 年为异常值负数; 2) 今年实际报废量=今年新增国内内需- (今年保有量-上年保有量))

表 2: 北京、上海国四以旧换新补贴梳理

地区	补贴类型	车型	条件	金额 (万元)
上海	国四淘汰	中型货车	初次登记时间: 2013 年及以前	1.2
			初次登记时间: 2014 年	1.6
			初次登记时间: 2015 年	2
			初次登记时间: 2016 年及以后	2.5
		重型货车	初次登记时间: 2013 年及以前	2.2
			初次登记时间: 2014 年	3.2
			初次登记时间: 2015 年	4.1
			初次登记时间: 2016 年及以后	5
		中型专项作业车	初次登记时间: 2013 年及以前	1.2
			初次登记时间: 2014 年	1.6
			初次登记时间: 2015 年	2
			初次登记时间: 2016 年及以后	2.5
	新能源车更新	轻型货车	初次登记时间: 2013 年及以前	2.2
			初次登记时间: 2014 年	3.2
		中型货车	初次登记时间: 2015 年	4.1
			初次登记时间: 2016 年及以后	5
		重型货车	电池容量<70kWh	400 元/kWh
			电池容量≥70kWh	450 元/kWh
		小型客车	NA	500 元/kWh
			电池容量<280kWh	600 元/kWh

北京	轻(小)型专项作业车	电池容量<70kWh	400 元/kWh
		电池容量≥70kWh	450 元/kWh
		中型专项作业车	NA
		NA	500 元/kWh
	重(大)型专项作业车	电池容量<280kWh	600 元/kWh
		电池容量≥280kWh	630 元/kWh
	仅报废国四及以下	轻、微型货车	报废补贴，但需更新可领，二者叠加
		中型货车	报废补贴，但需更新可领，二者叠加
		重型货车	报废补贴，但需更新可领，二者叠加
	购买新能源货车	轻型新能源货车	更新补贴，但需有报废可领，二者叠加
		中型新能源货车	更新补贴，但需有报废可领，二者叠加
		重型新能源货车	更新补贴，但需有报废可领，二者叠加
	国四提前报废并更新为国六		老旧重型营运货车
	仅报废国四		老旧重型营运货车
	仅新购		新能源冷链货车
			NA

资料来源：各地方政府网站、光大证券研究所整理

综上，随着宏观政策“组合拳”效应持续释放，国内经济运行总体平稳、补贴+迭代周期催化置换需求增加，我们预计重卡的国内销量将保持稳健增长。其中 2025E 行业通过国四置换带动需求复苏；2026E-2028E 通过国五的大规模报废更新或有更显著的销量同比抬升。根据北斗数据显示，国四保有量 80 万辆，我们根据补贴实际的执行时间假设国四车型淘汰并更新的比例，对国四淘汰更新销量进行测算。我们预计 2024E 终端销量 56 万辆（终端销量不考虑主机厂备库），国三报废补贴影响下的置换更新销量约有 5 万辆，剔除以上置换更新销量实际的市场需求约 51 万辆，并假设实际市场需求不变化。

我们判断，1) 若补贴的执行时间为 2Q25E，通过补贴刺激的终端增量中枢为 11.2 万辆，对应 2025E 终端需求同比+11.1%至 62.2 万辆。2) 若补贴执行的时间为 3Q25E，通过补贴刺激的终端增量中枢为 8.8 万辆，对应 2025E 终端需求总量同比+6.8%至 59.8 万辆。3) 考虑到主机厂补库 5-6 万辆，国内市场销量约为 64.8-68.2 万辆（对应同比增速为 4.5%-10.0%）。

表 3：2025E 国四重卡淘汰并更新对应的销量测算

2025E 国四重卡淘汰更新销量测算					
1Q24 重卡终端销量（万辆）	13.6				
2Q24 重卡终端销量（万辆）	16.6				
2H24E 重卡终端销量（万辆）	25.8				
2024E 重卡终端销量（万辆）	56.0				
2024E 补贴拉动销量（万辆）	5.0				
2024E 非补贴拉动销量（万辆）	51.0				
2024E 重卡渠道与终端销量差值（万辆）	6.0				
补贴 2Q25E 执行	国四车型淘汰并更新比例				
	10%	12%	14%	16%	18%
2025E 重卡终端销量（万辆）	59.0	60.6	62.2	63.8	65.4
2025E 重卡终端销量同比增速	5.4%	8.2%	11.1%	13.9%	16.8%
补贴 3Q25E 执行	国四车型淘汰并更新比例				
	8%	9%	11%	13%	15%
2025E 重卡终端销量（万辆）	57.4	58.2	59.8	61.4	63.0
2025E 重卡终端销量同比增速	2.5%	3.9%	6.8%	9.6%	12.5%

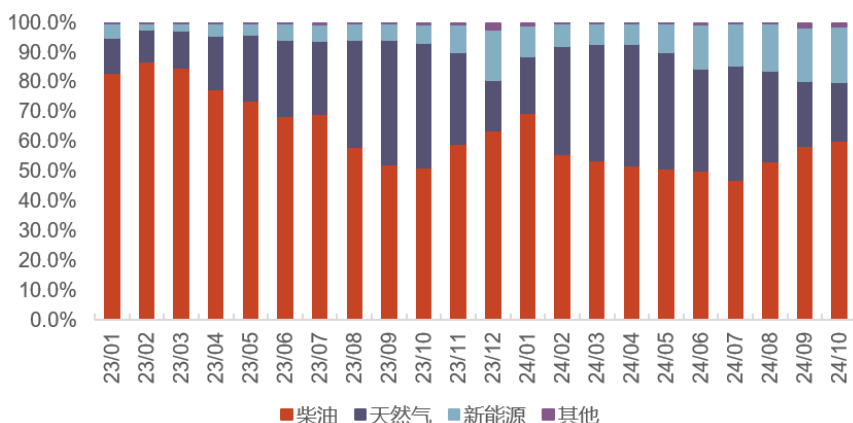
资料来源：交强险、光大证券研究所预测

3、国内市场优势明确，海外拓展有望巩固头部地位

3.1 天然气重卡保持平稳，新能源增长空间明确

当前国内重卡市场的结构性调整机遇明确，天然气重卡与新能源重卡保持高景气度。其中，天然气重卡的渗透率已处于高位，2024 年前 10 月天然气重卡销量同比+20.4%至 15.7 万辆（渗透率同比+8.3pcts 至 33.0%）。新能源重卡保持高增，2024 年前 10 月新能源重卡销量同比+144.0%至 5.7 万辆（渗透率同比+7.5pcts 至 11.9%）。我们判断，1) 天然气重卡的销量主要影响因素是气价差，预计 2025E 气价走势与 2024E 基本一致，天然气重卡规模保持稳健。2) 新能源重卡迎来放量拐点，2024/8-10 月新能源重卡的终端渗透率已超过 15%，预计后续受益于成本优势、技术提升，销量将保持快速增长。

图 20：2023/1-2024/10 重卡各燃料类型销量占比



资料来源：交强险、光大证券研究所整理

● 新能源重卡

国内新能源重卡市场的快速发展得益于政策支持、原材料降本、使用场景拓宽等多重推动：**1) 政策**：2024/7 中央针对新能源重卡推出更大力度的优惠补贴，以上海为代表的部分地方响应并优化补贴模式。同时多地对新能源重卡实施路权优先、通行费减免等优惠，有效降低运营成本。**2) 降本**：动力电池成本下降后，新能源重卡与燃油重卡间的价差缩窄，搭载 280kWh、420kWh 电池配置的车型售价分别为 40、45 万元（vs.前期在 50 万元以上），再考虑到补贴优惠，消费者购置新能源重卡的成本显著下降。**3) 使用场景拓宽**：主机厂开始增加大电量车型可基本满足中短途物流运输需求，进而带动 2B 端物流公司需求增加。同时，充电投资加快，充电网络由面状局域网逐步向大区域网络转变，提高了车辆运输的周转效率。

我们预计 2025E 重卡新能源渗透率持续突破 15%，销量同比+33.3%至 10 万辆，国内重卡新能源渗透率持续增长动因包括，a) 政策补贴带动渗透率抬升；b) 中长期技术降本缩减油电车型价差、电池技术突破运输距离限制。我们对新能源重卡的中长期渗透率进行测算，测算假设包括，1) 根据终端数据，2024 年前 9 月牵引车、自卸车、专用车、载货车的总销量占比分别为 53.6%、9.2%、18.5%、18.7%，牵引车、自卸车进一步依照行驶距离进行拆分。2) 考虑到电池载重、购置成本等因素，我们预计，中长期超过 1000km、超过 500km 运输距离的车型渗透率分别约为 1%、3%；小于 300km 的车型新能源渗透率最高至 70%。**综上，我们预计新能源重卡中长期渗透率有望至 35%+。**

表 4：新能源重卡中长期渗透率测算

重卡种类	使用场景	2024 年前 9 月					新能源渗透率天花板
		总销量 (万辆)	总销量占比	总销量占比	新能源销量 (万辆)	新能源渗透率	
牵引车	短途集散<300km, 用于港口、大宗商品运输	25.2	53.60%	30%	3.05	12.1%	70%
	短途运输 300-500km, 大宗商品运输占比高			35%			40%
	中长途运输 500-1000km, 杂散货占比高			27%			3%
	长途干线>1000km, 快递快运和专线物流			8%			1%
自卸车	城建渣土、封闭场景	4.3	9.20%	60%	0.93	21.5%	70%
	公路资源运输			40%			3%
专用车	市政环卫车	8.7	18.50%	100%	0.86	9.9%	70%
载货车	中长途货物运输	8.8	18.70%	100%	0.02	0.2%	1%
新能源渗透率							36%

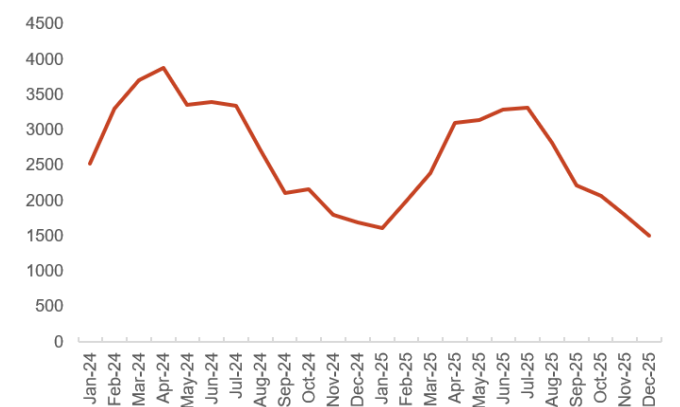
资料来源：交强险、智能汽车观察与思考公众号、光大证券研究所测算

● 天然气重卡

2021 年以来全球天然气价格经历了三个主要阶段：经济复苏引发的价格回升（2021）、地缘政治导致的价格快速抬升（2022）、以及局势趋于稳定后的价格回归稳态（2023 年至今）。天然气重卡销量与天然气价格波动负相关，因此 2021-2022 年为天然气重卡渗透率低点，后续天然气价格下跌油气价差扩大，推动天然气重卡市场规模迈上新台阶。

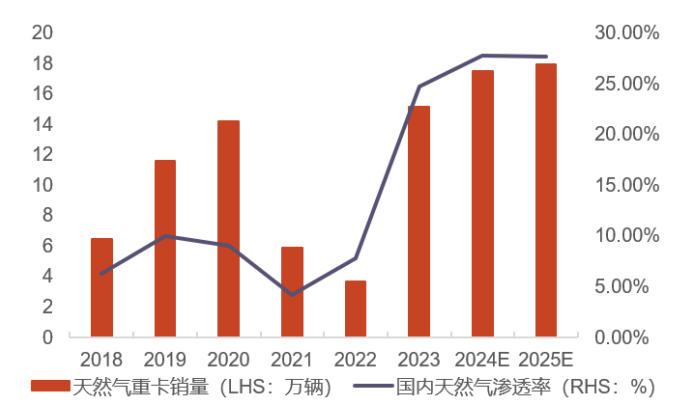
2024/7 至今由于，1) 以旧换新政策不包含天然气重卡；2) 气价差持续走低，2H24E 天然气重卡销量受到抑制。根据科瑞咨询预测，2025E 整体的天然气价格或上涨约 7%，但仍保持显著季节性波动，2Q25E 预计为年内气价相对低点，对应气价差为相对高点，该阶段或成为年内天然气重卡销量发力的关键节点。我们判断，虽然油气价差相对 2023 年高点时期收窄，但天然气重卡仍然具备较明显的长距离运输经济效益，成本优势助推天然气重卡保持平稳增长趋势，预计 2025E 销量同比+2.9%至 18.0 万辆。

图 21：2024-2025E 油气价差预测（单位：元/吨）



资料来源：科瑞咨询、光大证券研究所整理

图 22：2018-2025E 天然气重卡销量及渗透率



资料来源：科瑞咨询、光大证券研究所整理

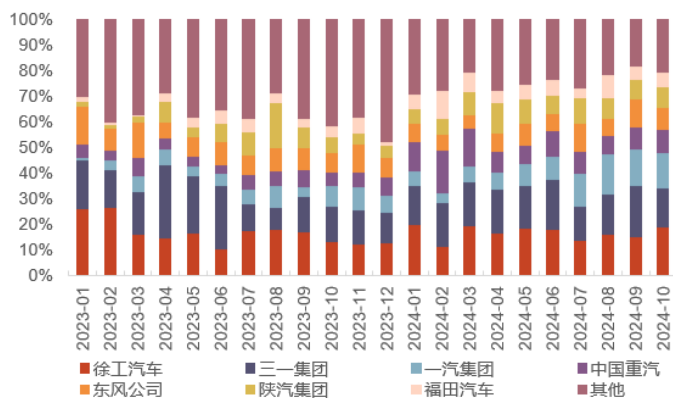
3.2 多维产品布局夯实长期发展根基

3.2.1 新能源布局乘势居上，天然气保持定力持续投入

一汽解放相较于新势力品牌在新能源领域的发力较晚，徐工、三一凭借“机械转车”的先发优势占据较大市场份额，但一汽解放正逐步缩小市占率差距，2024年前10月一汽解放在新能源领域市场份额同比+4.9pcts至10.7%。为快速抢占新能源市场赛道，公司已明确将全体系转型新能源，重点对以下方面进行调整，**1) 技术**：公司通过自研或深度合作的方式把握三电系统技术，并且在电驱系统、氢发动机、半固态电池等领域均有成果转换落地。**2) 产品布局**：公司在各类应用场景均有可适配的新能源车型，2025E公司将推出至少30款聚焦用户端运营场景的新能源产品。**3) 产能保障**：公司的五大生产基地中有四座已经具备新能源产品的生产条件，同时新能源产品线也可以与传统能源产品并线运行，将新能源产品年产能提升至10万辆。**4) 渠道**：公司在传统重卡领域就具备显著渠道优势，根据2023年年报公司在容量1000辆以上地市的覆盖率达到97.5%，全国的平均服务半径达到48km，处于行业领先水平。后续公司会带动原有的经销商共同转型新能源，针对直销与渠道营销两种场景配置新能源业务所需的资源，并提供政策支撑以增强渠道转型能力。公司也将同步推进全产品周期服务体系，除原有的ETC、加油（加油折扣福利）、车队管理（为车队开发数字化管理系统）、金融服务/保险（与金融机构合作探索降赔减损模式）以外，公司将通过在新能源领域的自研自制能力赋能渠道掌握三电保修能力，更好地解决用户痛点。

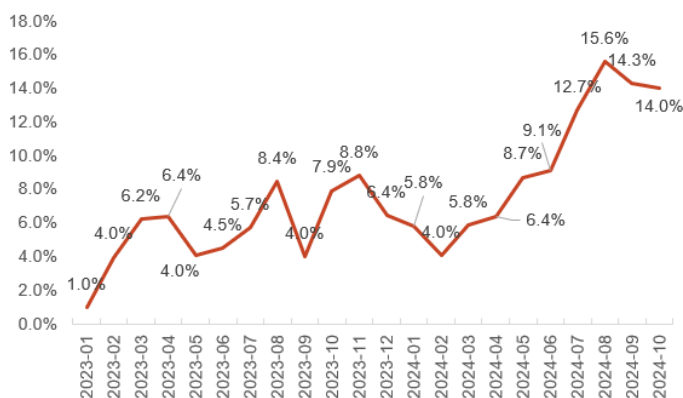
我们认为，当前新能源重卡市场的竞争格局相对分散，后续一汽解放将进一步发挥产品、技术、渠道等方面的优势，看好公司提升市占率并形成头部优势的前景。

图 23：2023/1-2024/10 新能源重卡主要品牌的市场份额



资料来源：交强险、光大证券研究所整理

图 24：2023/1-2024/10 一汽解放新能源重卡市场份额

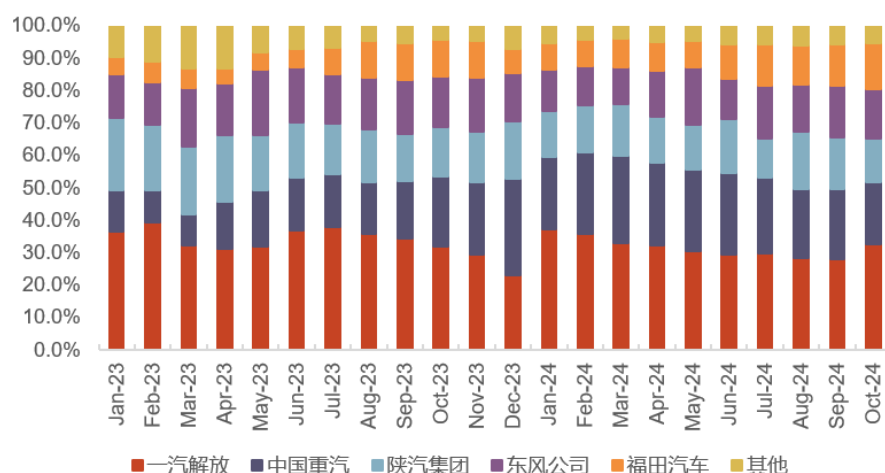


资料来源：交强险、光大证券研究所整理

天然气方面，一汽解放始终保持对于燃气重卡的研发投入，2023年、2024年前10月一汽解放在天然气重卡领域的市场份额分别为33.5%、31.5%。公司凭借先发优势维持技术实力+服务竞争力，有望充分受益于天然气重卡市场的稳步发展。**1) 从技术角度**，一汽解放燃气车型具备气耗低/经济性强、驾控体验好的特征。公司推出的三大燃气发动机系列奥维CA6SX、CA6SM4、CA6SM6，从动力性、经济性等多维度为消费者提供多样化选择。**a) 动力性**：CA6SX以稳定可靠的动力输出著称，最大扭矩高达3000N·m，能够在各种恶劣环境下可靠运行。**b) 经济性**：CA6SM4和CA6SM6系列采用先进的燃气喷射技术，高速快运情况下气耗低至27-28kg/100km，平均气耗约28.9kg/100km，大幅提升了天然气重卡的经济性。**2) 从终端服务角度**，公司实施差异化营销与服务策略，包括“两

年只换不修”、停驶补偿、气耗对赌补偿（解放重卡气耗高于竞品，用户可以获得最高 2 万元的补偿）等营销策略，全方位提升用户价值。综上，公司不断强化产品的市场竞争力，进一步巩固在天然气重卡市场的领先地位。

图 25：2023/1-2024/10 天然气重卡主要品牌的市场份额



资料来源：交强险、光大证券研究所整理

表 5：代表性天然气发动机参数对比

参数	解放：奥威 CA6SM6	潍柴：WP13NG	东风：龙擎 DGi13
排量 (L)	12.52	12.54	12.9
额定功率 (HP)	460	453	520
最大扭矩 (N.m)	2300	2300	2300
最低气耗 (g/kW·h)	182	188	186
噪音 (dB (A))	96	NA	NA
B10 寿命 (万公里)	120	180	120
换油周期 (万公里)	10	NA	10
质量 (kg)	1050	1050	1030

资料来源：一汽解放官网、潍柴动力官网、亚汽传媒、光大证券研究所整理

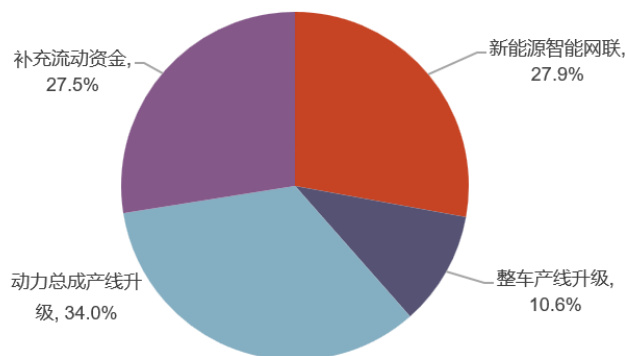
3.2.2 公司定增完成，智能网联发展再推进

一汽解放在智能化领域也进行了前瞻布局，通过持续的战略推动和技术创新，构建了全面的智慧化发展路径。自 2015 年开始与华为合作后，一汽解放以智能网联为核心战略方向，逐步建立“车、端、管、云”一体化平台，形成了智能驾驶、车联网及云端协同发展的生态体系。2019 年公司推出搭载 L2 级别自动驾驶技术的重卡，实现自动巡航与车道保持等功能，标志着其在商用车智能化领域的重要突破。2023/10 一汽解放即与华为签署全面深化合作协议备忘录，合作内容包括 AI 大模型技术创新、智能驾驶、智能驾舱等方面，推进富有竞争力的商用车智能化产品落地。双方在多个关键应用项目中已取得成果，自动驾驶领域，大模型自动标注数据集能够节省 80-90% 的时间；智能客服、智能驾驶员助手和智能员工助手等综合项目中，大模型的应用也取得了显著成效。2024/4 公司明确将与华为开启长期合作，共同开发应用在 L4 低速场景的自动驾驶产品，该产品现处于概念设计阶段，预计在 2025 年年底量产应用。

2024/10 一汽解放完成定增并募集资金约 20 亿元，主要用于新能源智能网联领域、整车与动力总成产线升级，其中新能源智能网联开发投资占募集资金的比重为 27.9%。截至 2024/3 L2 及以上辅助驾驶在商用车领域的渗透率低于 3%，我

们判断，1) 考虑到商用车的使用场景、以及高阶智能驾驶已在乘用车规模商用，商用车消费者或对于高速场景自动驾驶存在较强的诉求，但核心在于搭载成本。2) 公司通过自研+合作在智能电动化领域率先布局有助于行业早期的商用落地、抢占消费者心智、并进行规模降本，为实现商用车与智能网联的深度融合奠定坚实基础。

图 26：一汽解放定增资金用途



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

3.3 出口业务快速增长，促进企业量利齐升

3.3.1 出海依然乐观，关注主销区域增长机会

海外出口已成为重卡销量的重要组成部分，2023 年重卡出口销量同比+58.1%至 27.5 万辆，其中中国重汽、陕汽集团分别占 43.8%、20.5%，自主品牌主要受益于俄罗斯市场品牌调整的机遇（2023 年出口至俄罗斯的销量占比 40%以上）。我们认为，2025E 海外重卡的市场结构或将调整，1) 自主品牌出口至俄罗斯市场的占比预计持续下降（1H24 出口占比已下降至 28%），我们预计 2025E 出口至俄罗斯的销量占比约为 23%。主要考虑因素包括，针对进口车辆的报废税严格执行影响出口表现、俄罗斯高利率贷款+税制改革影响本地需求、以及地缘冲突若缓解后欧美品牌再进入俄市场加剧当地竞争。2) 非俄地区的销量占比有望持续抬升，主要受益于自主品牌的品牌力快速提升实现对欧系+日系二手车的替代、以及当地市场需求增长。

我们根据 Marklines 数据估算全球重卡市场空间（剔除中国）约为 125 万辆，海外市场拆分为两大类，1) 难进入：包括西欧、北美、东亚、南亚（印度），总市场规模超过 70 万辆，以上区域品牌集中度高+存在贸易壁垒，预期自主品牌市场占有率仅为 5%。2) 可进入：包括东南亚、大洋洲、独联体、拉美、非洲，总市场规模约为 50-60 万辆。非洲自主品牌占有率较高且预计可提升至约 80%；独联体的自主品牌份额或后续受到欧美品牌影响至 65%（1Q24 自主品牌在俄市场份额 70%）；东南亚、大洋洲、拉美可逐步触达，预计自主品牌的市场份额提升至 50%。我们判断，在贸易格局相对稳定的情况下，自主品牌的海外市场空间约 35-40 万辆，对应当前约 25%-43%的增量空间。若后续以非洲、拉美、东南亚为主的海外市场规模随着宏观经济增长持续扩张，自主品牌对应的市场空间可进一步上探。

图 27：2022-2023 年主要重卡品牌的出口销量占比

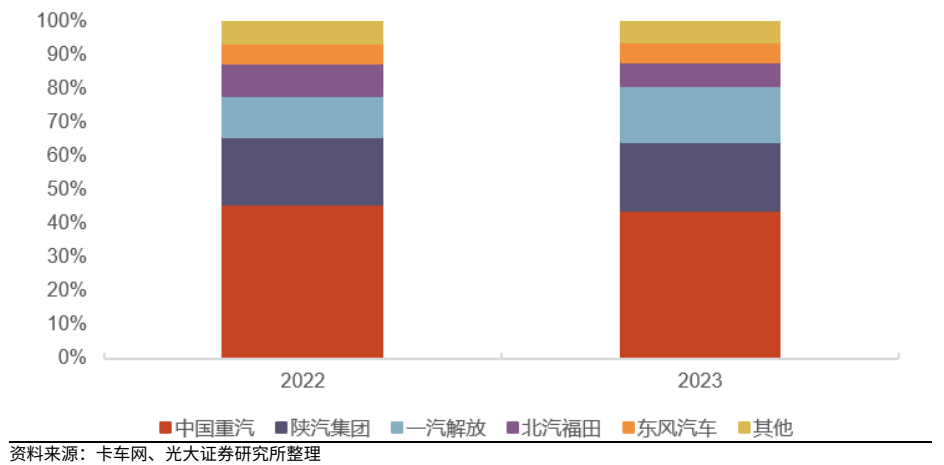


图 28：2023 年重卡主要出口区域占比

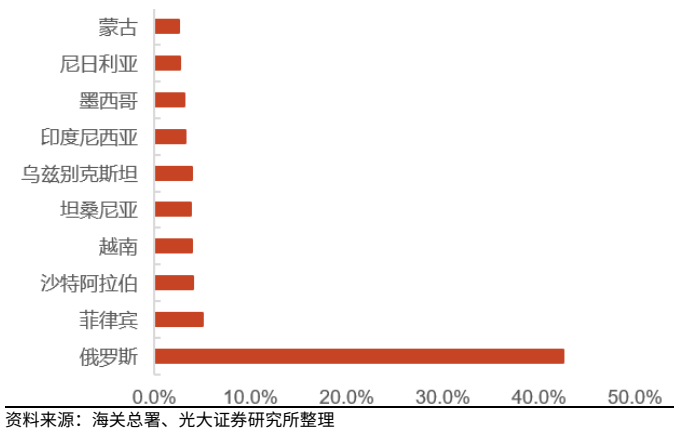


图 29：1H24 年重卡主要出口区域占比

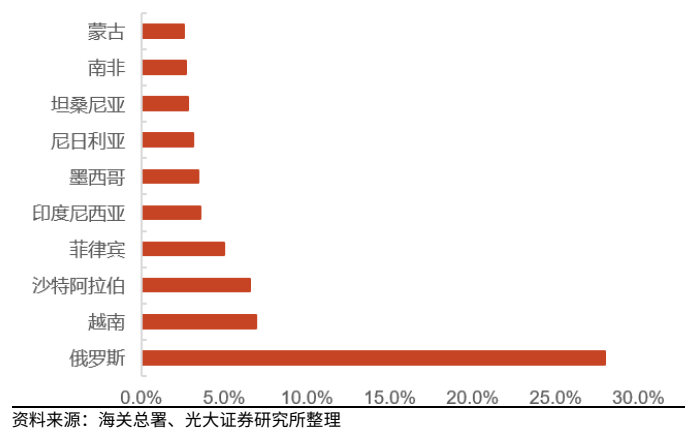


表 6：自主品牌出口销量预测

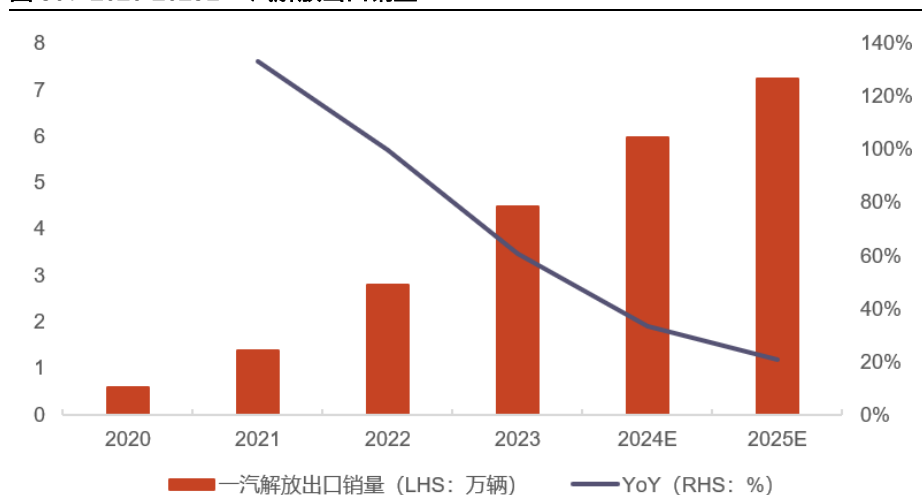
可进入程度	区域	市场规模 (万辆)	CR3	主要竞争对手	自主品牌市占率预期	自主品牌销量 (万辆)
难进入	欧洲	30	德国 63%、英国 87%、法国 76%、西班牙 77%	欧洲品牌垄断	5%	2
	北美	30	美国 83%	美国+欧洲品牌垄断	5%	2
	东亚&南亚	10	日本 95%、韩国 100%、印度 97%	日韩品牌为主，还包括部分欧洲、印度品牌	5%	1
可进入	大洋洲	5	澳大利亚 52%、新西兰 53%	包括日本、欧洲、美国品牌，日本品牌市场份额最高	50%	3
	东南亚	10	泰国 66%、印度尼西亚 73%、马来西亚 94%	日本品牌为主，还包括欧洲品牌	50%	5
	独联体	20	俄罗斯 58%	主要为自主+俄罗斯本土品牌	65%	13
	拉美	12	巴西 84%、阿根廷 72%	欧洲品牌为主，还有少部分美国品牌，自主品牌也在渗透中	50%	6
	非洲	8	埃及 94%	美国品牌为主，也有少部分欧洲、日本、自主品牌	80%	6
自主品牌对应全球市场份额及销量					29.1%	36.4

资料来源：marklines、商用车公社、光大证券研究所整理 (注：市场容量、CR3 根据 2023 年数据表现进行规模测算)

3.3.2 打造海外成长空间，销量增速持续领跑行业

一汽解放相较于同业在出口领域的起步晚，但对应增速表现远高于行业，2021-2023 年公司的出口销量分别为 1.4、2.8、4.5 万辆（对应增速分别为 133.0%、100%、60.7%），出口地区包括菲律宾、越南、南非等区域。公司将加快海外市场的拓展节奏，我们预测公司在 2024E、2025E 将分别实现出口 6、7.3 万辆，主要的增长动因包括，1) 海外布局加速建设：公司目前有超过百家核心经销商+190 家服务商并覆盖超过 40 个国家地区，同时公司有 14 个海外 KD 工厂通过本土化生产提升竞争力。后续公司至少成立 5 个分公司，以实现研发与营销的属地化，并进一步布局欧洲市场。2) 享受集团资源优势：当前公司的出口业务主要通过一汽进出口公司进行，可以充分享受集团的资源禀赋，2024/6 公司与肯尼亚经销商 TAM 公司签订 1000 辆卡车出口订单。2024/9 一汽解放成立了一汽解放国际（全资控股），后续公司的出口业务将通过一汽解放国际进行，在享受集团资源的同时，或可将出口车型的溢价全部并入上市公司报表中实现量利齐升。

图 30：2020-2025E 一汽解放出口销量



资料来源：卡车网、光大证券研究所预测

综上，2025 年是公司深度转型元年，重点围绕海外与智能电动化市场。1) 公司海外发展战略清晰，一方面加速渠道、研发、生产的全产业链属地化布局，叠加集团资源禀赋保证销量增速领先行业；另一方面后续出口通过全资子公司解放国际进行，出口车型的 ASP、盈利溢价并入上市公司报表，将成为关键利润增长点。2) 同时公司将持续保持在智能电动化领域的研发投入，目前顺利完成相关领域的定向增发，后续发展或将通过电动化自研、智能化合作的模式实现智能电动化产品大规模商用落地。3) 在行业需求修复与公司内部经营治理同步改善的背景下，我们看好公司保持基本面同步向好的前景。

4、关键假设与盈利预测

4.1 关键假设

1) 商用车业务：商用车业务为公司收入核心，我们预计公司 2024E-2026E 商用车业务营业收入为 595.6/739.7/830.3 亿元（同比增速+1.3%/24.2%/12.2%），重卡收入占比超过 96%。考虑到公司海外业务加速拓展，预计海外业务占商用车收入 24.9%/33.8%/35.6%，国内业务占商用车收入 75.1%/66.2%/64.4%。海外业务扩张将部分对冲国内盈利能力下滑的影响，预计 2024E-2026E 毛利率为 6.1%/6.9%/7.7%。

销量拆分：a) 国内业务：主要车型类别包括柴油重卡、燃气重卡、新能源重卡，我们预计 2024-2026E 柴油重卡销量分别为 8.9/9.0/10.1 万辆（市场份额分别为 24.8%/25.0%/26.0%），燃气重卡销量分别为 5.6/5.8/5.8 万辆（市场份额分别为 32.0%/32.0%/32.0%），新能源重卡销量分别为 0.8/1.8/2.2 万辆（市场份额分别为 11.0%/16.0%/17.0%）。其中，新能源重卡份额快速提升主要原因为新能源仍处于发展初期，公司得益于渠道、产品端的优势有望快速抢占市场份额。
b) 海外业务：我们预计海外市场整体增速放缓，但考虑到公司加快海外渠道建设、以及增加产品投放，预计公司出口销量占行业总出口量的比例稳定抬升，2024E-2026E 公司的海外销量为 6.0/7.3/8.5 万辆（市场份额分别为 21.4%/24.2%/26.6%）。

2) 备品及其他业务：包括销售原材料、半成品的收入，备品业务的收入与商用车业务相关但是波动性小于商用车，我们预计 2024-2026E 公司备品及其他收入分别为 33.5/35.1/36.9 亿元（对应同比增速+5.0%/5.0%/5.0%）。考虑到商用车行业的竞争态势，零部件业务的毛利率或也受到影响，预计对应毛利率分别为 12.0%/12.0%/12.0%。

3) 其他业务：包括租赁、委托经营收入，预计 2024-2026E 公司的其他业务营业收入持平分别为 19.4/19.4/19.4 亿元。考虑到前期毛利率表现，2024-2026E 对应毛利率分别为 22.0%/22.0%/22.0%。

● 综合毛利率：

公司 2024 年前三季度毛利率 6.7%，我们预计后续出口溢价计入上市公司将助推公司毛利率上升，预计 2024-2026E 公司综合毛利率为 6.9%/7.5%/8.1%。

● 三项费用率预测：

2024 年前三季度公司销售、管理、研发费用率分别为 2.7%、2.5%、3.8%。我们预计公司后续将通过增强管理能力保证综合费用率平稳。我们预测 2024-2026E 公司销售费用率为 2.7%/2.7%/2.7%，管理费用率为 2.5%/2.5%/2.5%，研发费用率为 4.0%/4.0%/4.0%。

4.2 盈利预测

我们预测 2024E-2026E 公司营业收入分别为人民币 648.4/794.2/886.5 亿元（同比增速+1.5%/+22.5%/+11.6%），归母净利润分别为 8.6/11.6/14.2 亿元（同比增速+13.2%/+33.9%/+23.1%），EPS 分别为 0.18/0.24/0.29 元。

表 7：2022A-2026E 一汽解放盈利预测（单位：亿元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
1、营业收入	383.3	639.0	648.4	794.2	886.5
YoY	-61.2%	66.7%	1.5%	22.5%	11.6%
商用车	334.8	587.8	595.6	739.7	830.3

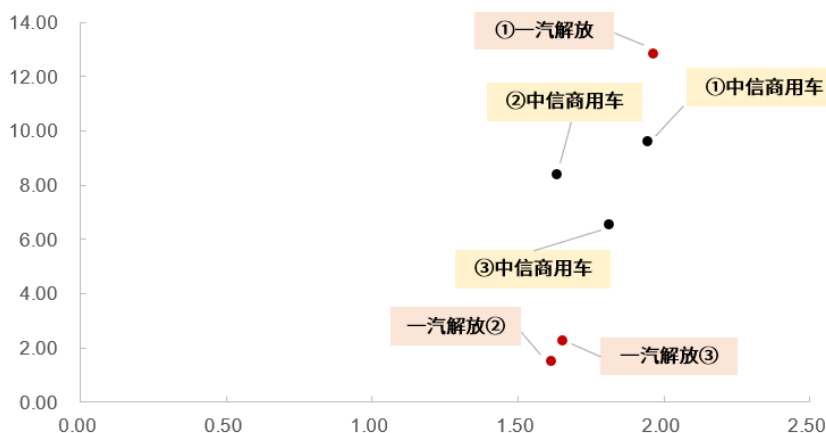
YoY	-63.3%	75.6%	1.3%	24.2%	12.2%
备品及其他	27.6	31.9	33.5	35.1	36.9
YoY	-37.1%	15.5%	5.0%	5.0%	5.0%
其他	20.9	19.4	19.4	19.4	19.4
YoY	-31.6%	-36.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2、营业成本	352.5	586.3	603.8	734.3	814.3
YoY	-60.3%	66.3%	3.0%	21.6%	10.9%
商用车	312.1	543.3	559.2	688.3	766.7
YoY	-62.1%	74.1%	2.9%	23.1%	11.4%
备品及其他	23.9	28.0	29.4	30.9	32.5
YoY	-34.0%	17.0%	5.1%	5.0%	5.0%
其他	16.4	15.0	15.1	15.1	15.1
YoY	-39.8%	-9.0%	1.0%	0.0%	0.0%
3、毛利率	8.0%	8.3%	6.9%	7.5%	8.1%
商用车	6.8%	7.6%	6.1%	6.9%	7.7%
备品及其他	13.2%	12.1%	12.0%	12.0%	12.0%
其他	21.3%	22.8%	22.0%	22.0%	22.0%

资料来源：Wind、光大证券研究所预测

5、估值与投资评级

我们将 2020 年至今一汽解放与中信商用车指数的 PB 和 ROE 表现拆分为三个阶段，分别为 2020-2021 年、2022 年、2023 年至今，对应行业销量高点、相对低点、以及产品结构调整销量边际改善阶段。在 PB 方面，2022 年至今一汽解放的 PB 估值低于行业，一汽解放的 PB 估值位于 1.6-1.7x 之间，行业指数 PB 估值位于 1.6-1.9x 之间。在 ROE 方面，2022 年至今一汽解放的净资产收益率显著低于行业，一汽解放的 ROE 位于 1.5%-2.5% 之间，行业指数 ROE 位于 6.5%-8.5% 之间。PB-ROE 结合来看，一汽解放估值偏高。我们认为，1) 公司高估值的原因或与公司账面现金充足及有息负债率较低有关。2) 考虑到公司出海有望带动业绩高增、以及在智能电动化领域的布局为成长提供坚实技术，我们判断公司的估值溢价相对合理。

图 31：2020/1/2-2024/12/24 一汽解放与中信商用车指数 PB-ROE



资料来源：Wind、光大证券研究所整理（注：1) 股价统计时间截至 2024/12/24；2) ①2020-2021 年平均，②2022 年平均，③2023 年至今平均；3) 横轴为 PB (LF)、纵轴为 ROE (摊销) (单位：%))

相对估值

我们采用 PE、PB 估值法，选取的可比公司为商用车代表性企业包括中国重汽（A 股）、福田汽车、中集车辆，对应的主营业务分别为重卡、轻卡、半挂+冷藏厢式车厢，一汽解放均有覆盖。当前一汽解放 2025 年 PB 估值为 1.5x、PE 估值为 35.4x，公司估值高于可比公司。

表 8：可比公司估值表

公司	证券代码	收盘价	每股净资产 (元)			每股收益 (元)			PB (x)			PE (x)		
		(元)	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
中国重汽	000951.SZ	17.35	12.53	13.53	14.34	0.92	1.18	1.45	1.4	1.3	1.2	18.9	14.7	12.0
福田汽车	600166.SH	2.62	1.78	1.89	2.08	0.11	0.11	0.18	1.5	1.4	1.3	23.8	23.8	14.6
中集车辆	301039.SZ	9.53	7.34	8.02	8.55	1.22	0.70	0.86	1.3	1.2	1.1	7.8	13.6	11.1
			平均						1.4	1.3	1.2	16.8	17.4	12.5
一汽解放	000800.SZ	8.32	5.28	5.40	5.47	0.16	0.18	0.24	1.6	1.5	1.5	50.6	47.4	35.4

资料来源：Wind、光大证券研究所整理（注：可比公司为 Wind 一致预期，一汽解放为光大证券研究所预测，股价时间为 2024/12/24）

绝对估值

我们运用 FCFE 模型对一汽解放进行估值，假设长期增长率为 2%，无风险利率为 2.0%，WACC 为 7.50%（选取中信商用车行业指数 β (1.0) 作为无杠杆 β 的近似值，风险溢价为 5.5%）。

表 9：绝对估值核心假设表

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	2.00%
$\beta(\beta_{\text{levered}})$	1.00
Rm-Rf	5.50%
Ke(levered)	7.50%
税率	6.00%
Kd	1.88%
Ve (百万元)	40050.61
Vd (百万元)	20.95
目标资本结构	0.05%
WACC	7.50%

资料来源：光大证券研究所预测

表 10：现金流折现及估值表

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-4873.09	-17.26%
第二阶段	7175.16	25.41%
第三阶段 (终值)	25939.26	91.85%
企业价值 AEV	28241.32	100.00%
加：非经营性净资产价值	22324.78	79.05%
减：少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减：债务价值	20.95	-0.07%
总股本价值	50545.15	178.98%
股本 (百万股)	4921.86	
每股价值 (元)	10.27	
2025E PE (隐含)	43.69	
2025E PE (动态)	35.40	

资料来源：光大证券研究所预测

表 11：敏感性分析表 (单位：元)

WACC/g	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
6.50%	10.96	11.58	12.33	13.27	14.48
7.00%	10.12	10.60	11.19	11.90	12.80
7.50%	9.41	9.81	10.27	10.82	11.50
8.00%	8.82	9.14	9.51	9.95	10.48
8.50%	8.31	8.58	8.88	9.23	9.65

资料来源：光大证券研究所预测

基于以上假设，我们利用 FCFF 绝对估值方法，计算得每股价值为 10.27 元。

盈利预测与投资评级

我们预计一汽解放 2024-2026E 归母净利润分别为 8.6/11.6/14.2 亿元（同比增速+13.2%/+33.9%/+23.1%），EPS 分别为 0.18/0.24/0.29 元。公司当前由于基本面持续向好享有估值溢价，短期我们看好公司的业绩兑现能力，中长期看好公司率先实现商用车智能电动化转型带动的更高估值弹性。首次覆盖，给予“增持”评级。

6、风险分析

宏观经济复苏不及预期：

重卡属于周期性行业，与经济指标修复高度相关，若宏观经济复苏不及预期将直接影响到行业销量。

下游需求不及预期：

重卡下游包括工程运输、货物运输等。若下游市场货运需求差、房地产开工情况未得到有效恢复，将影响到重卡行业内需。

海外拓展情况不及预期：

海外地缘政治、以及政策因素仍有持续扰动的可能性，若出现主要出口区域的出口政策收紧、关税提高等则会对公司出口产生影响。

价格竞争持续激烈：

近年重卡行业一直保持较为激烈的价格战，若后续仍出现价格下探等情况，将会对公司盈利造成负面影响。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	38,332	63,905	64,838	79,416	88,652
营业成本	35,252	58,630	60,378	73,429	81,431
折旧和摊销	1,702	1,835	2,112	2,349	2,546
税金及附加	208	262	259	318	355
销售费用	1,256	1,605	1,751	2,144	2,394
管理费用	2,040	1,931	1,621	1,985	2,216
研发费用	2,896	2,982	2,594	3,177	3,546
财务费用	-1,053	-915	-1,051	-1,049	-1,047
投资收益	237	282	300	300	300
营业利润	55	242	166	710	1,226
利润总额	183	415	346	890	1,356
所得税	-185	-348	-518	-267	-68
净利润	368	763	864	1,157	1,424
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	368	763	864	1,157	1,424
EPS(元)	0.08	0.16	0.18	0.24	0.29

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-5,135	4,202	4,798	8,134	6,626
净利润	368	763	864	1,157	1,424
折旧摊销	1,702	1,835	2,112	2,349	2,546
净营运资金增加	-15,620	5,686	-2,674	-855	-794
其他	8,415	-4,082	4,496	5,483	3,449
投资活动产生现金流	-1,630	-2,393	-4,663	-3,700	-3,650
净资本支出	-2,373	-2,146	-3,990	-3,500	-3,500
长期投资变化	4,693	5,470	0	0	0
其他资产变化	-3,949	-5,717	-673	-200	-150
融资活动现金流	-3,080	-23	2,271	254	-17
股本变化	-2	-15	285	0	0
债务净变化	-14	-6	3	0	0
无息负债变化	-10,456	8,339	3,012	8,424	4,439
净现金流	-9,845	1,786	2,405	4,688	2,958

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	8.0%	8.3%	6.9%	7.5%	8.1%
EBITDA 率	1.2%	1.8%	1.9%	2.2%	2.7%
EBIT 率	-3.3%	-1.1%	-1.4%	-0.8%	-0.2%
税前净利润率	0.5%	0.6%	0.5%	1.1%	1.5%
归母净利润率	1.0%	1.2%	1.3%	1.5%	1.6%
ROA	0.6%	1.2%	1.2%	1.5%	1.7%
ROE (摊薄)	1.6%	3.1%	3.3%	4.3%	5.2%
经营性 ROIC	-23.3%	-7.1%	-12.7%	-4.3%	-1.0%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	58%	63%	63%	66%	68%
流动比率	1.26	1.16	1.13	1.08	1.05
速动比率	1.03	0.91	0.90	0.87	0.85
归母权益/有息债务	718.81	901.20	885.57	897.64	909.64
有形资产/有息债务	1578.63	2236.94	2138.99	2393.19	2517.07

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	56,773	65,873	70,969	79,755	84,554
货币资金	21,041	22,921	25,326	30,014	32,972
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	867	1,989	1,945	2,382	2,660
应收票据	187	45	0	0	0
其他应收款 (合计)	1,068	1,309	1,621	1,588	887
存货	6,383	9,211	8,957	10,160	10,456
其他流动资产	4,357	5,910	5,957	6,686	7,148
流动资产合计	35,003	42,315	44,620	51,775	55,146
其他权益工具	481	481	481	481	481
长期股权投资	4,693	5,470	5,465	5,460	5,455
固定资产	9,605	11,373	11,641	11,775	11,783
在建工程	1,902	816	677	573	495
无形资产	2,549	2,438	4,199	5,359	6,442
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	-	-	-	-
非流动资产合计	21,770	23,558	26,349	27,980	29,408
总负债	33,053	41,387	44,402	52,826	57,265
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	10,034	16,496	16,906	20,560	22,801
应付票据	9,199	11,770	12,076	14,686	16,286
预收账款	2	1	0	0	0
其他流动负债	134	214	214	214	214
流动负债合计	27,863	36,549	39,459	47,883	52,323
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4,705	4,392	4,392	4,392	4,392
非流动负债合计	5,190	4,838	4,942	4,942	4,942
股东权益	23,719	24,487	26,567	26,929	27,289
股本	4,652	4,636	4,922	4,922	4,922
公积金	13,509	13,434	15,060	15,060	15,060
未分配利润	5,461	6,192	6,360	6,722	7,082
归属母公司权益	23,719	24,487	26,567	26,929	27,289
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	3.28%	2.51%	2.70%	2.70%	2.70%
管理费用率	5.32%	3.02%	2.50%	2.50%	2.50%
财务费用率	-2.75%	-1.43%	-1.62%	-1.32%	-1.18%
研发费用率	7.55%	4.67%	4.00%	4.00%	4.00%
所得税率	-101%	-84%	-150%	-30%	-5%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.00	0.15	0.16	0.22	0.27
每股经营现金流	-1.10	0.91	0.97	1.65	1.35
每股净资产	5.10	5.28	5.40	5.47	5.54
每股销售收入	8.24	13.78	13.17	16.13	18.01

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	105	51	47	35	29
PB	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA	59.2	28.3	27.3	19.3	14.1
股息率	0.0%	1.8%	1.9%	2.6%	3.2%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP