

# 商用车2025年投资策略：红利优选

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

2025年1月2日

- **重卡：当前位置行业销量易上难下，股价具备安全边际，静待行业拐点。**
- **复盘：**2024年重卡内销前高后低，天然气重卡支撑24Q1销量表现，Q2起内销持续走弱，国三报废换新政策落地节奏较慢，全年内销低于市场预期；出口非俄地区增长填补俄罗斯下滑，全年出口符合市场预期。24H1强业绩兑现下，重汽A/H+潍柴全年业绩符合预期；卡车股超额收益基本于4月中下旬见顶，全年表现偏弱，其中重汽A/H表现较好。
- **展望：2025年重卡内销易上难下，出口持续温和增长。**总量维度，更新需求为销量提供底部支撑，25年内销易上难下，我们认为当前国内运力需求蕴含的更新中枢至少在73万辆，当前内销偏离合理中枢，货运市场持续低迷，25-26年运力或将加速出清，促进行业回归良性发展；政策维度，当前国四有效保有量80-90万，若国四以旧换新政策出台，有望拉动25年内需超预期增长；结构维度，25年油价/气价预计双弱，天然气重卡或将平稳，电动重卡经济性跑通，25年有望加速渗透；出口方面，俄罗斯库存尚待去化，亚非拉中东市场扩容+中国品牌份额仍有望提升，预计出口仍将温和增长。中性预期下，25年重卡批发94万辆，同比+3.8%，内销/出口分别63/31万辆，同比分别+4.0%/+6.9%；展望26年，随运力市场出清+国五集中报废期到来，重卡内销有望回归70万辆以上中枢。
- **投资建议：安全边际充足，底部关注内需反弹+出口成长标的。**当前重卡内销向下空间不大，而向上弹性充足；出口提供业绩成长性；现金流充足+高分红提供防御属性。当前重卡公司股价安全边际充足，或为左侧布局较好时机。内需建议关注头部车企中利润弹性较好标的，出口建议关注俄罗斯敞口较小标的，优选【中国重汽A/H+潍柴动力】及【一汽解放+福田汽车+中集车辆】。
- ◆ **风险提示：**国内经济复苏不及预期；海外出口方面面临地缘政治不确定等风险。

- **客车板块行业复盘及展望：**
- **复盘：** 1) **股价复盘：** 2024年客车指数及龙头个股股价均收涨，销量景气度+业绩催化为龙头宇通股价核心催化剂； 2) **景气度复盘：** 2024年客车内需整体符合预期，兑现度角度油车出口>国内座位客车>电车出口>国内公交车，景气度节奏来看2024年Q1、Q2、Q4内外需销量均实现了同比较大程度提升； 3) **业绩复盘：** 2024年前三季度重点公司业绩兑现度宇通>中通>金龙，龙头宇通业绩持续超预期兑现，业绩修复扩散至龙二金龙及龙三中通
- **展望：出口内销双频共振，看好2025年行业持续扩容。** 内需：公交车复苏有望乘政策+需求之风强势回暖，座位客车将进一步回升疫情前水平，关注以旧换新政策是否延续。出口：油车出口“抢份额”按下加速键，新能源出口中高端区域欧洲占比显著提升，中国客车出海行稳致远。预计2025年国内/出口/新能源出口销量有望实现+23%/+20%/+40%的同比增长，客车行业重点龙头公司有望影响新一轮业绩与估值共振的投资机会。
- **投资建议：** 天时地利人和开启技术输出大周期，展望2025年我们预计国内复苏+海外高景气需求持续，双轮驱动客车行业景气度有望再上台阶，重点关注龙头行业投资机会，优选【宇通客车+金龙汽车】。
- **风险提示：** 国内经济复苏不及预期；海外出口方面面临地缘政治不确定等风险。



## ■ 一、2024年商用车复盘总结

---

## ■ 二、2025年重卡投资策略

---

## ■ 三、2025年客车投资策略

---

## ■ 四、风险提示

---

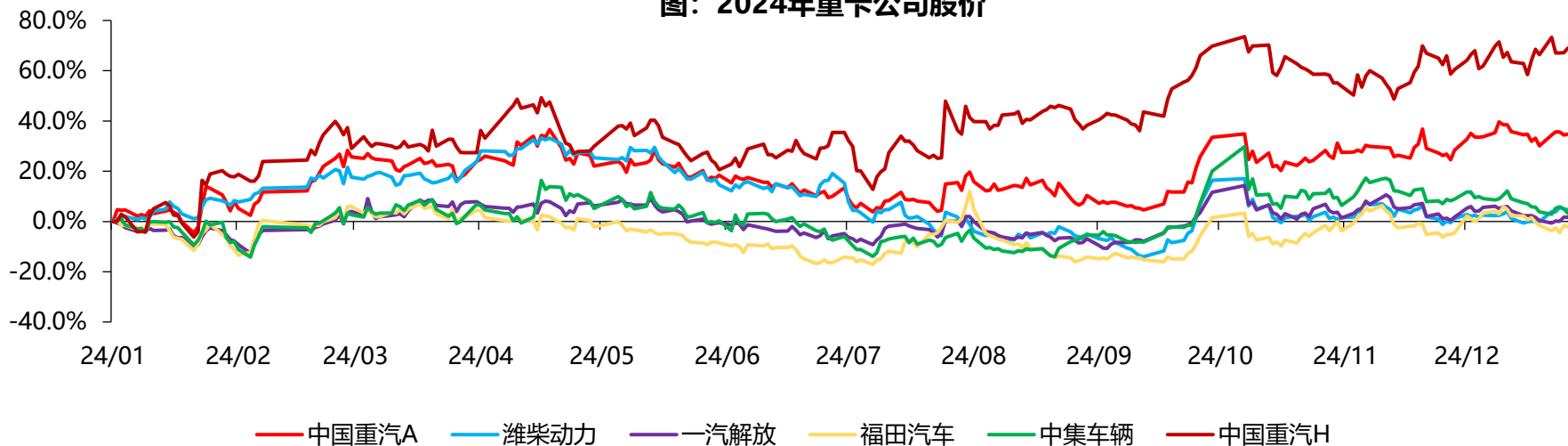
# 一、2024年商用车复盘总结

**销量景气度是行情第一指标，重卡公司股价走势高度一致。1月：**重卡公司年报业绩预告普遍超预期；**2月下旬-4月下旬：**春节后LNG价格快速回落，天然气重卡反弹速度超预期，3月内销总量+天然气景气度较好，重卡公司超额涨幅均达到年内高点（除福田）；**4月下旬-7月中旬：**内销自4月起持续不及预期+天然气重卡渗透率4月见顶开始回落，股价持续下行；**7月中下旬：**头部车企中报业绩超预期+7月底出台国三以旧换新政策，短期反弹；**8月-9月：**政策落地节奏偏慢，股价横盘/跟随大盘涨跌；**10月-12月：**重卡公司股价横盘震荡，10月政策落地节奏及拉动效果不及预期，11月内销反弹验证后股价有小幅回升。

图：2024年重卡公司行情总结

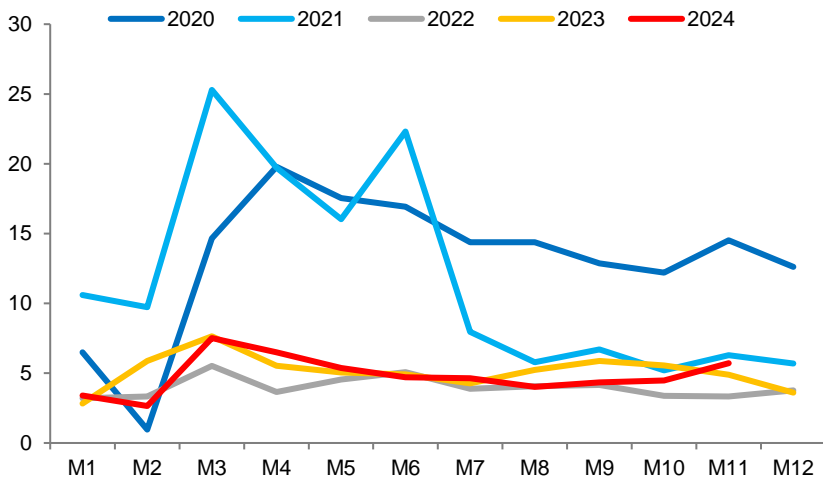
	24/1/1-24/12/27涨跌幅	超额涨跌幅	最大超额涨幅	最大超额涨幅日期	最大超额跌幅	最大超额跌幅日期
中国重汽A	34.8%	21.3%	40.8%	04/19	0.0%	01/02
中国重汽H	69.0%	46.7%	52.3%	04/17	-1.1%	01/08
潍柴动力	4.7%	-8.7%	37.4%	04/19	-15.1%	12/16
一汽解放	1.7%	-11.8%	12.1%	04/19	-13.7%	12/20
福田汽车	-2.2%	-15.7%	19.4%	08/01	-17.6%	10/21
中集车辆	3.2%	-10.2%	20.0%	04/17	-10.3%	12/20

图：2024年重卡公司股价

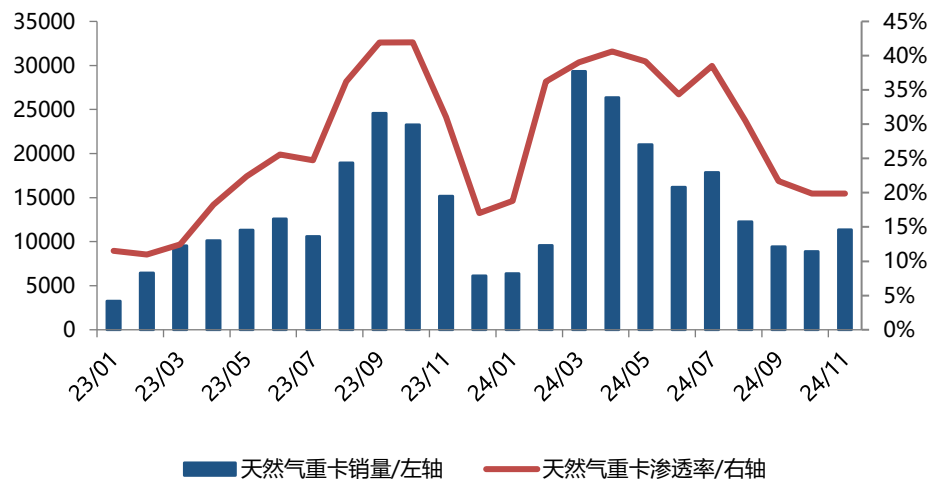


- **24H1内销复盘：Q1表现较好，4-6月不及预期。** 1-2月销量受春节扰动+供暖季气价上升影响天然气重卡销量；春节后，2月下旬开始气价迅速下行，天然气重卡回升速度超预期，3月内销总量及天然气重卡表现较好+老旧货车淘汰政策预期，市场全年预期较高；内销总量自4月起逐月走弱，持续不及预期，5月起油气价差逐月环比下滑+征收燃气税预期，市场开始担忧天然气下滑，6月天然气渗透率下滑兑现，24H1报废老旧货车政策并未出台，至6月底，市场已大幅下调内销预期。
- **24H2内销复盘：7-10月不及预期，11-12月反弹。** 内销持续低预期下，7月底出台国三以旧换新政策，补贴金额超预期，但政策落地节奏及拉动效果不及预期，且未补贴天然气，8-10月油气价差大幅收窄，天然气渗透率先后跌破30%和20%，失去天然气支撑下8-10月销量大幅低于预期。10月中旬政策全国范围普遍落地，拉动作用开始显现，11月内销5.7万台，同环比分别+17%/+28%，年底翘尾效应兑现。
- **全年复盘：预计全年内销60万台左右，同比小幅下滑3%以内，全年内销低于年初市场预期。**

图：2020年至今重卡终端销量（万辆）



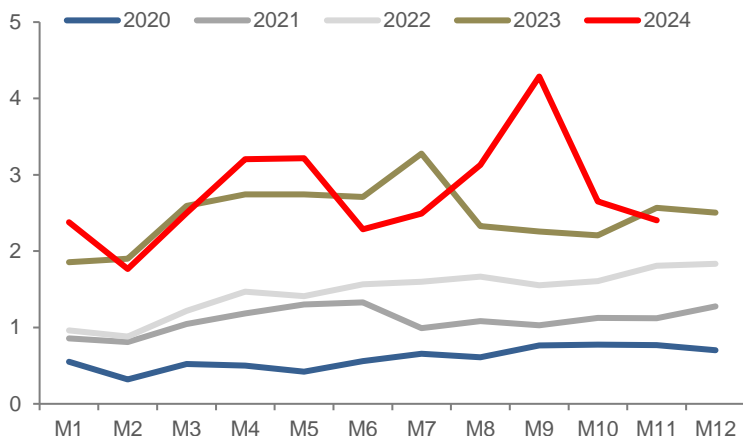
图：2023年至今天然气重卡销量（辆）及渗透率（%）



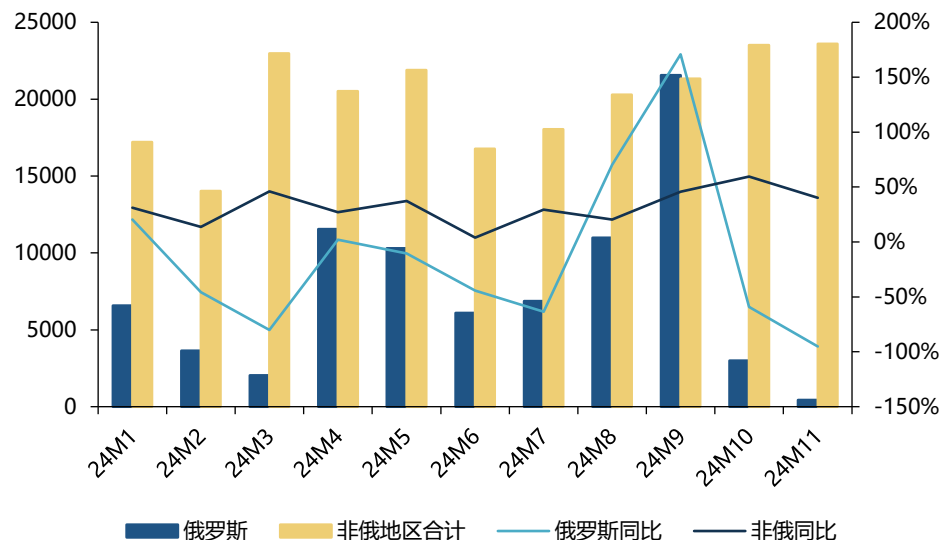


- **出口复盘：对俄出口波动较大，非俄出口持续景气，全年符合预期。**
- **俄罗斯出口：**3月俄罗斯出口车辆滞留导致对俄出口大幅下滑，4月环比大幅回升，行业先后预期报废税7月/10月落地，对应4-5月/8-9月先后两次抢运效应，24年俄罗斯市场总量同比下滑9%-10%，全年对俄出口预计8.6万辆，同比约-24%。
- **非俄出口：**持续景气，24年非俄出口持续正增长，年中同比增速降速引发市场担忧，但下半年同比增速逐月上行，景气度依旧持续，全年维度弥补对俄出口下滑。
- **全年复盘：预计全年出口29万辆（中汽协口径），同比+5.1%，基本符合预期。**

图：2020年至今重卡海关出口销量（万辆）



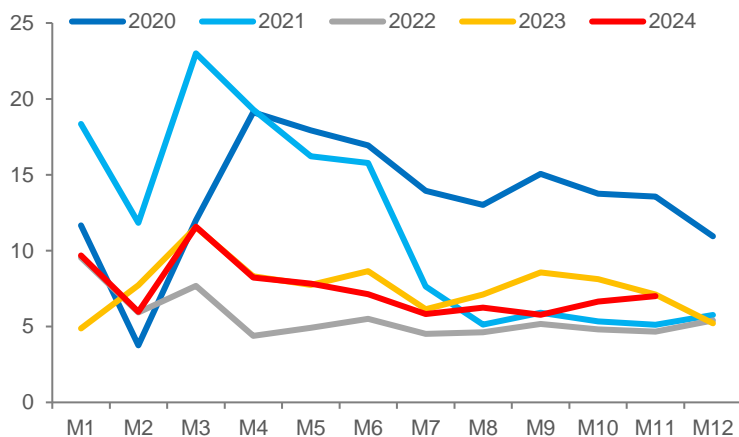
图：2024年重卡对俄/非俄出口销量及同比增速（辆）



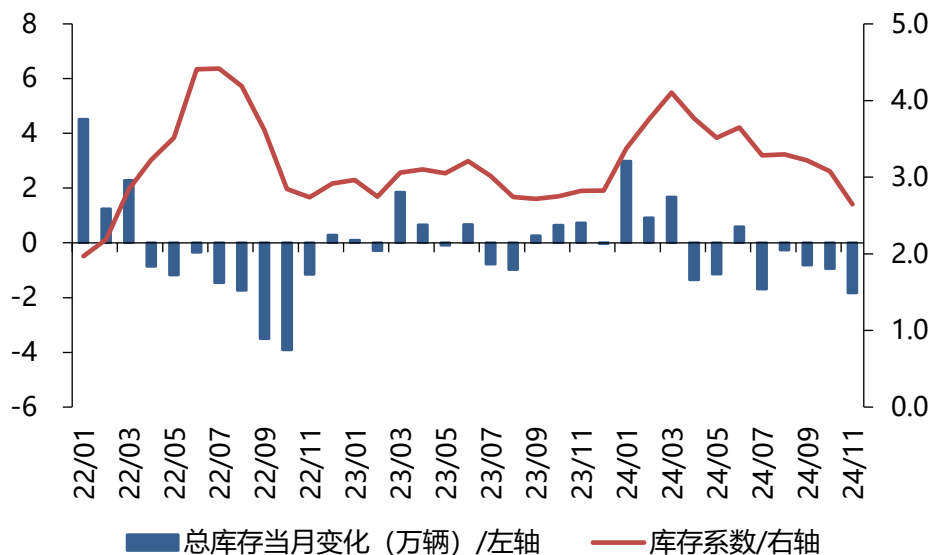


- **批发&库存复盘：批发销量累计同比逐月下行至9月转负，Q2起开始去库至合理水平。**
- **Q1：**春节前由于开票结转+开门红行业库存增加较多，1月批发销量翻倍增长，2月春节扰动，春节后3月终端及出口销量表现均较好+旺季备库，3月批发同比持平微增；**Q2-10月：**4月起终端不及预期+渠道开始持续去库，批发销量持续下降（除5月同比+1%，主要系出口较好，随后开启6-10月五连降），库存系数逐渐回归至合理水平；**11-12月：**以旧换新政策效果显现，降幅有所收窄。
- **全年复盘：全年批发90万辆左右，同比下降1%左右，低于年初预期。**
- **价格战：24H1燃气车价格战激烈，24H2整体企稳。**
- 春节后3月燃气车开始价格战，24H1持续降价且斜率较陡，24H2企稳，但部分区域、部分品类仍有进一步降价促销，24H2汽车价格企稳，9-10月油车有所降价；此外，成本下降+销售策略双重驱动下，年初至今电车价格大幅下降。

图：2020年至今重卡批发销量（万辆）

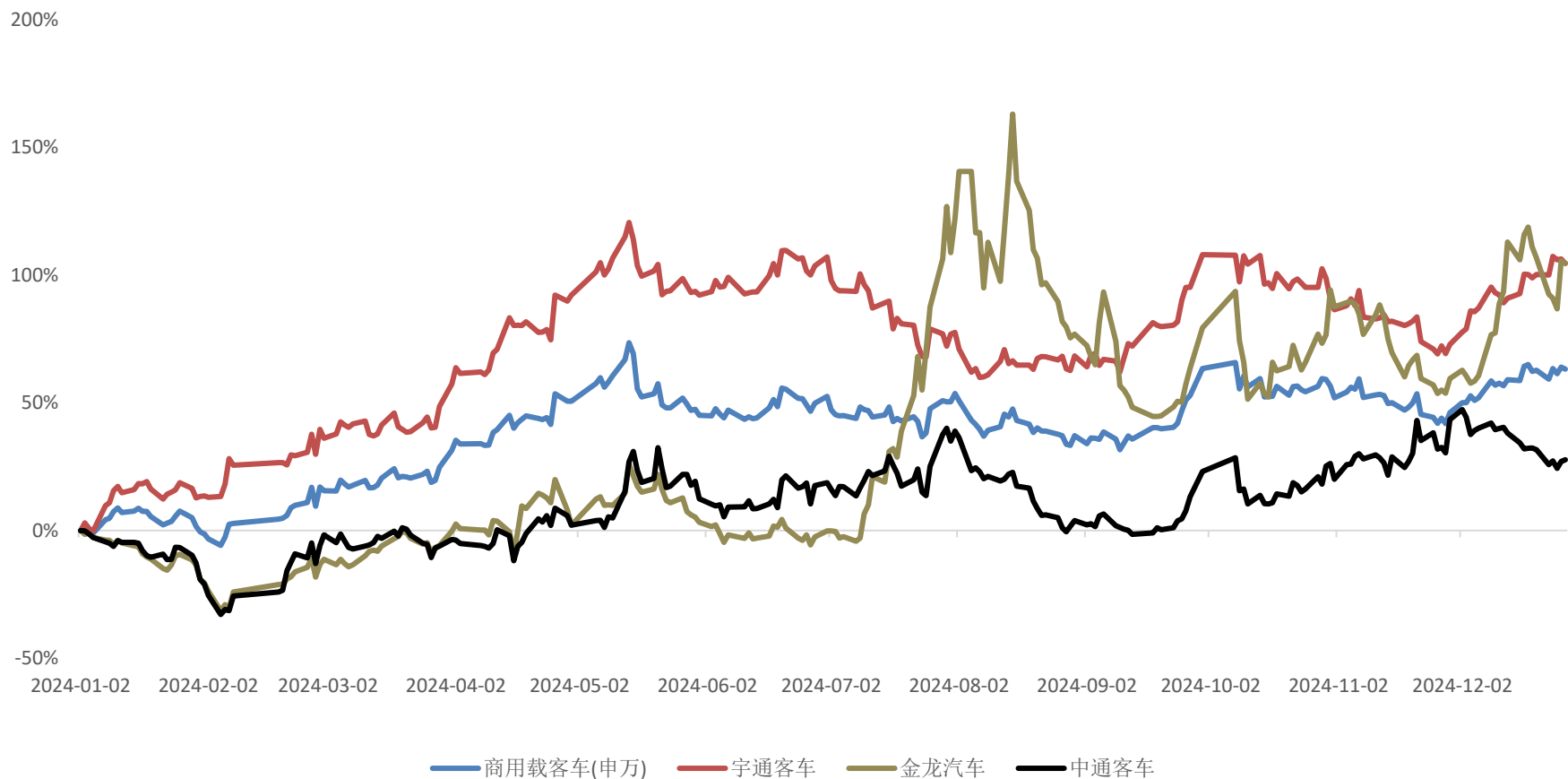


图：2022年至今重卡库存当月变化值及库存系数



- ◆ 客车指数及重点客车企业全年收涨，龙一与其他企业走势分化
- ◆ 驱动因素：龙一字通股价核心驱动为销量景气度+业绩催化，龙二金龙及龙三中通受事件性因素如无人驾驶公交等主题催化弹性往往更大。

图：2024年客车指数及重点客车公司股价复盘



注：图中所列数据为以2024/1/2收盘价为基数计算的指数涨跌幅

数据来源：wind，东吴证券研究所

# 2024年客车景气度复盘总结

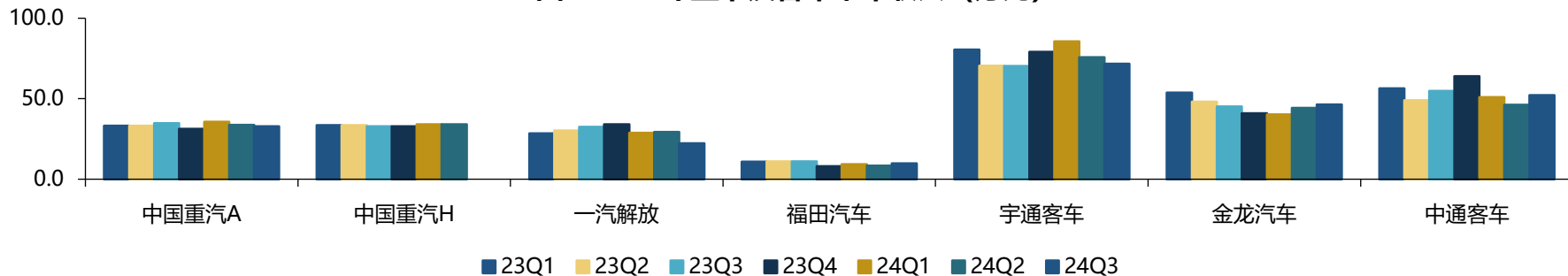
- ◆ **景气度回顾**：2024年客车内需整体符合预期，兑现度角度油车出口>国内座位客车>电车出口>国内公交车（公交车行业受以旧换新政策驱动增速较快但更换节奏仍略低预期），景气度节奏来看2024年Q1、Q2、Q4内外需销量均实现了同比较大程度提升。
- ◆ **销量回顾**：根据已经公布的2024年前11个月数据，我们预计2024年中大客行业销量为11.5万辆，同比+32%，其中国内销量7.2万辆，同比+32%，出口销量4.3万辆，同比+35%。

图：大中客行业季度/年度销量

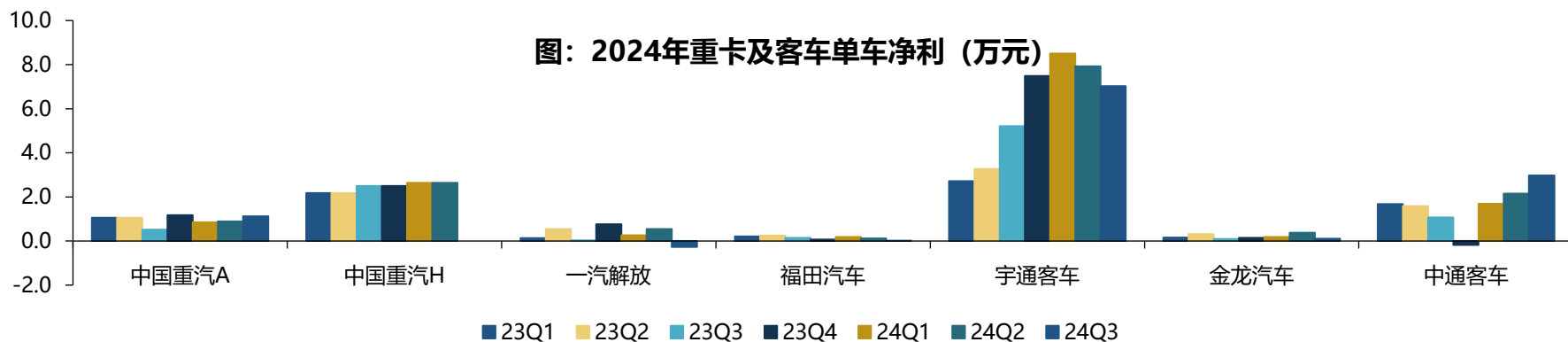
大中客	季度数据								年度数据		
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4E	2023	2024E	2025E
<b>1.批发销量/辆</b>	<b>11423</b>	<b>24049</b>	<b>24672</b>	<b>27279</b>	<b>20866</b>	<b>28770</b>	<b>25780</b>	<b>39828</b>	<b>87423</b>	<b>115244</b>	<b>140447</b>
同比	-20%	59%	30%	-22%	83%	20%	4%	46%	5%	32%	22%
环比	-67%				-24%	38%	-10%	54%	-	-	
<b>2.零售销量/辆</b>	<b>7444</b>	<b>14570</b>	<b>17695</b>	<b>15125</b>	<b>13007</b>	<b>17581</b>	<b>13787</b>	<b>27863</b>	<b>54834</b>	<b>72238</b>	<b>88839</b>
同比	-16%	24%	27%	-44%	75%	21%	-22%	84%	-11%	32%	23%
环比	-72%				-14%	35%	-22%	102%	-	-	-
<b>2.1公交车</b>	<b>2405</b>	<b>4464</b>	<b>6528</b>	<b>7701</b>	<b>3424</b>	<b>3054</b>	<b>3909</b>	<b>19150</b>	<b>21098</b>	<b>29537</b>	<b>38398</b>
同比	-46%	-37%	-20%	-63%	42%	-32%	-40%	149%	-48%	40%	30%
环比	-89%	86%	46%	18%	-56%	-11%	28%	390%	-	-	-
<b>2.2座位客车</b>	<b>3691</b>	<b>9151</b>	<b>9265</b>	<b>6560</b>	<b>8928</b>	<b>13681</b>	<b>8536</b>	<b>7555</b>	<b>28667</b>	<b>38700</b>	<b>46441</b>
同比	13%	147%	153%	40%	142%	50%	-8%	15%	87%	35%	20%
环比	-21%				36%	53%	-38%	-11%	-	-	-
<b>3.出口销量/辆</b>	<b>5275</b>	<b>9123</b>	<b>8364</b>	<b>9083</b>	<b>9169</b>	<b>12416</b>	<b>9875</b>	<b>11547</b>	<b>31845</b>	<b>43007</b>	<b>51608</b>
同比	43%	124%	59%	13%	74%	36%	18%	27%	51%	35%	20%
环比	-34%	73%	-8%	9%	1%	35%	-20%	17%	-	-	-
<b>3.1新能源出口/辆</b>	<b>2374</b>	<b>2638</b>	<b>2064</b>	<b>2619</b>	<b>1651</b>	<b>2428</b>	<b>2687</b>	<b>5353</b>	<b>9695</b>	<b>12119</b>	<b>16966</b>
同比	217%	154%	5%	-1%	-30%	-8%	30%	104%	52%	25%	40%
环比	-10%	11%	-22%	27%	-37%	47%	11%	99%	-	-	-

- **重卡：ASP同时受产品结构和价格战影响**，24H1重汽ASP提升，主因天然气重卡放量+非俄出口提价，而解放则因外部竞争出现价格下行；Q3 重汽A/解放价格均下降，主因24H2天然气重卡环比下行+价格战影响。  
**单车利润维度**，重汽/解放24H1同比表现较好，环比23Q4有下滑；Q3 解放利润下降受量价双重影响，而重汽A受益于非俄出口量价双升，单车净利表现较好。
- **客车：单车ASP及单车净利受季节性因素影响，整体趋势向上**。2024年前三季度龙头宇通受出口节奏影响单车收入/单车净利季度间略有波动但总体趋势向上，2024年前三季度龙二金龙及龙三中通受益于出口增长单车收入/单车净利同样兑现度较好。

图：2024年重卡及客车单车收入（万元）



图：2024年重卡及客车单车净利（万元）



# 2024年商用车业绩复盘总结

- **重卡：24H1业绩普遍符合预期/超预期：**潍柴、重汽A/H、解放受益于天然气+出口高增，24H1业绩兑现较好；福田受气体机事件等影响，24H1销量及业绩不及预期。**24Q3业绩普遍不及预期：**受内需总量+天然气重卡下行拖累，解放/福田/中集Q3业绩不及预期；潍柴虽业绩环比下滑较多，但与行业面走势吻合且盈利性尚可，整体符合预期；重汽A受益于非俄出口景气，Q3利润超预期兑现，除重汽A外其余公司均下调全年盈利预测。**展望全年，我们预计重汽A/H及潍柴动力业绩兑现度较好，符合预期，其余不及预期。**
- **客车：龙头业绩超预期兑现，形成板块效应。**2024年前三季度龙头宇通业绩持续超预期兑现，受出口节奏影响单车收入/单车净利季度间略有波动但总体趋势向上。客车板块整体复苏，业绩修复扩散至龙二金龙及龙三中通，2024年前三季度金龙/中通业绩均符合预期，中通业绩兑现度强于金龙。

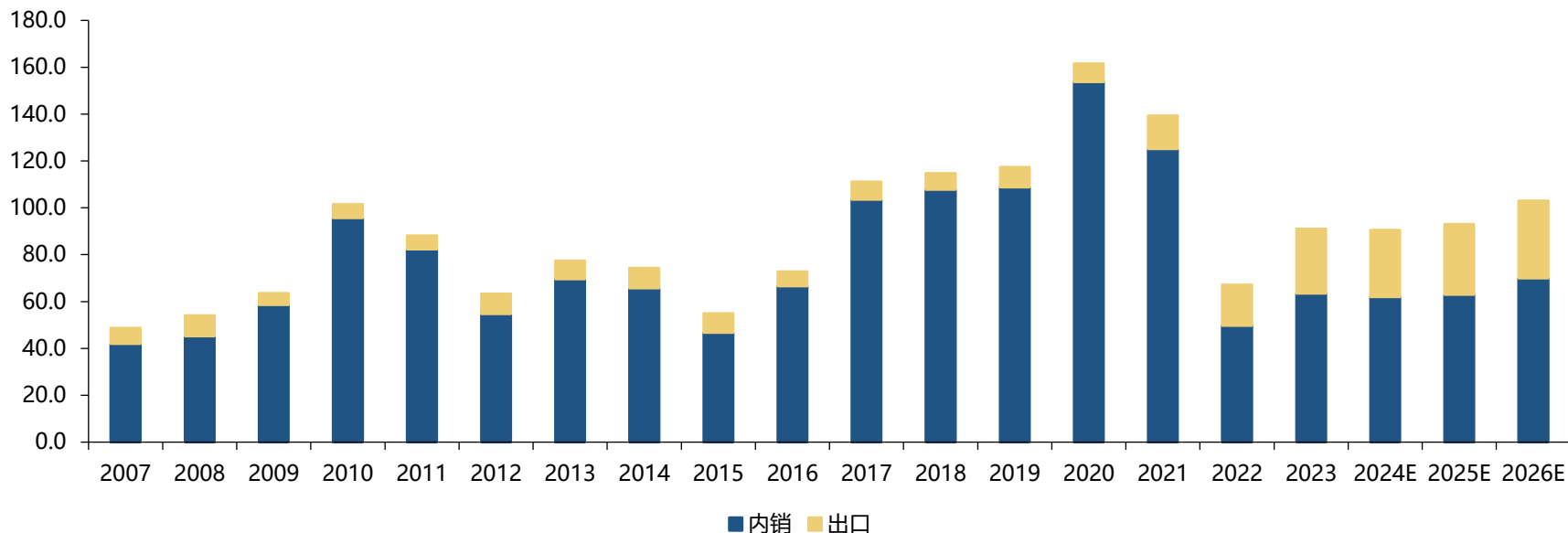
图：2024年重卡及客车业绩复盘

	24Q1			24Q2			24Q3			2024	
	利润YoY	业绩情况	盈利预测	利润YoY	业绩情况	盈利预测	利润YoY	业绩情况	盈利预测	利润YoY	业绩情况
宇通客车	445.1%	超预期	保持	190.6%	超预期	保持	30.7%	超预期	保持		
金龙汽车	65.5%	符合预期	保持	34.7%	符合预期	保持	1.5%	低预期	下调		
行业比较	行业销量YoY	评价		行业销量YoY	评价		行业销量YoY	评价		行业销量YoY	评价
	83%	超预期		20%	符合预期		4%	低预期			
	出口销量YoY	评价		出口销量YoY	评价		出口销量YoY	评价		出口销量YoY	评价
	74%	超预期		36%	符合预期		18%	低预期			
潍柴动力	40.1%	符合预期	保持	61.7%	超预期	保持	-4.0%	符合预期	下调	23.0%	符合预期
中国重汽H				18.8%	符合预期	保持				14.7%	符合预期
中国重汽A	22.4%	低预期	下调	26.6%	符合预期	保持	97.9%	超预期	保持	24.0%	符合预期
一汽解放	174.0%	符合预期	保持	-9.0%	符合预期	保持	/	低预期	下调	-5.1%	低预期
中集车辆	-44.8%	符合预期	保持	-79.0%	符合预期	保持	-26.5%	低预期	下调	-45.0%	低预期
福田汽车	-14.0%	符合预期	保持	-48.7%	低预期	保持	-90.2%	低预期	下调	-18.4%	低预期
行业比较	行业销量YoY	评价		行业销量YoY	评价		行业销量YoY	评价		行业销量YoY	评价
	33%	符合预期		-15%	低预期		-23%	低预期		-1%	低预期
	出口销量YoY	评价		出口销量YoY	评价		出口销量YoY	评价		出口销量YoY	评价
	14%	符合预期		5%	符合预期		-2%	符合预期		3%	符合预期

## 二、2025年重卡投资策略

- **量维度：内销在历史中枢之下，出口持续成长创新高。**
- **内销：**23-24年内销平均约60万台，上轮上行周期（2016-2021年）起点67万，高点157万，上上轮周期（2008-2015年）低点45万，高点88万，8年时间回到起点。**出口：**具备成长性，从21年开始爆发并逐年创新高。**批发：**23-24年批发总量平均约90万台，处于过去16年历史中枢水平（2007-2022年均值88万），低于上一轮上行周期均值（2016-2021年均值120万）。

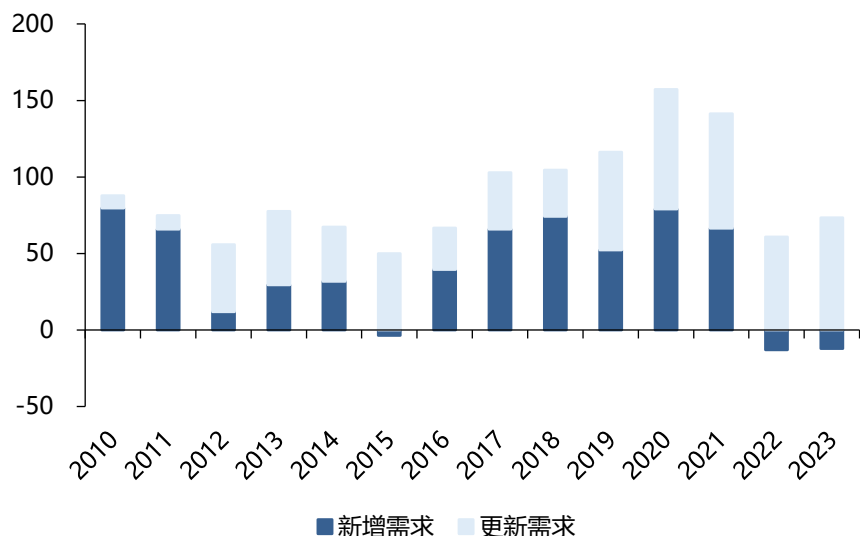
图：2007年至今重卡销量（万辆）



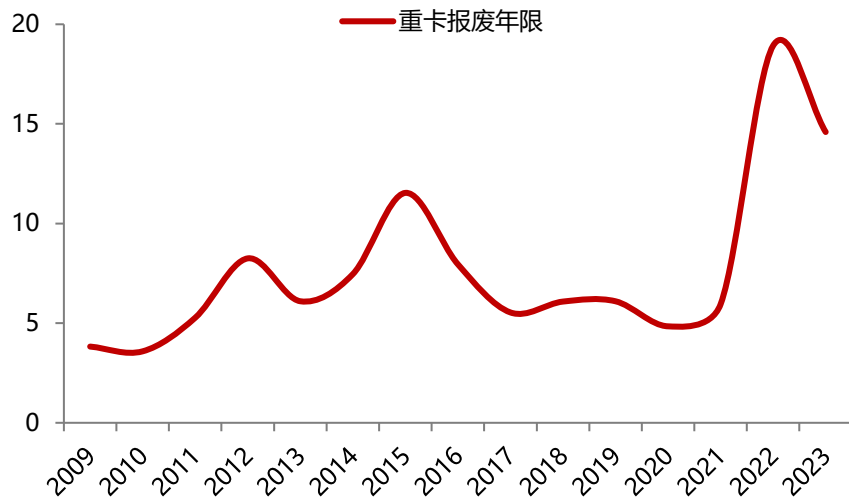


- **更新需求提供底部支撑，未来内销总量下行风险较小。**
- **22-24年实际销量55-58万台：**22-24年重卡终端表观销量分别为48/61/59万台，考虑2022年行业去化8-10万台国五二手车库存，22年实际销量56-58万台；23-24年天然气重卡拉动总量向上，剔除拉动作用的3-5万台增量，23-24年实际销量55-58万台。
- **更新需求是销量核心支撑：**22-23年，重卡保有量持续去化，22-23年更新需求分别61/73万辆，贡献销量的127%/120%。
- **货运行业景气度影响报废换新意愿，景气低点报废意愿低、报废周期长，我们测算得合理重卡报废年限9-10年，当前更新报废年限大幅高于该区间，考虑到19-21年国三提前报废有透支效应，往后展望，我们认为随国四/国五车进入报废周期，报废年限将回归合理区间，更新需求中枢将进一步上移。**

图：2010-2023年重卡国内销量拆分（万辆）

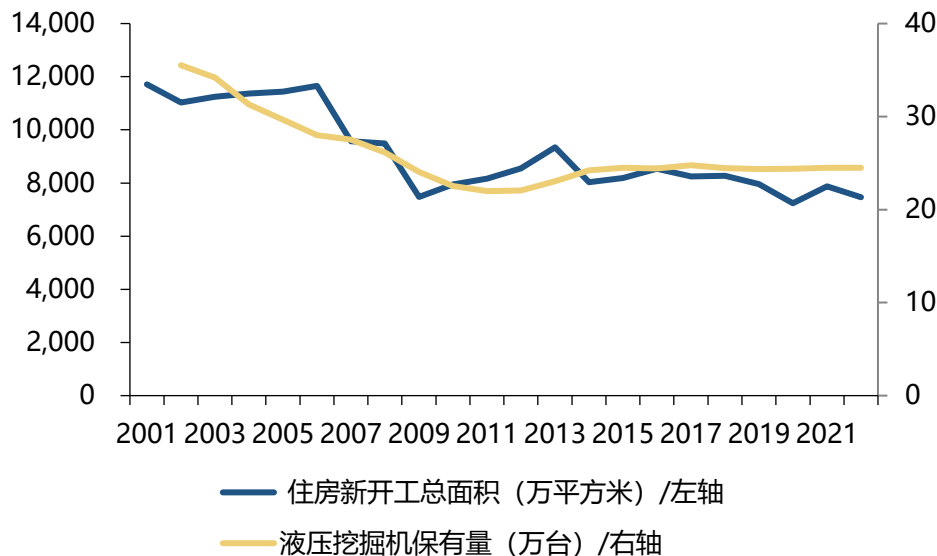


图：2009-2023年重卡报废年限（报废年限=保有量/销量）

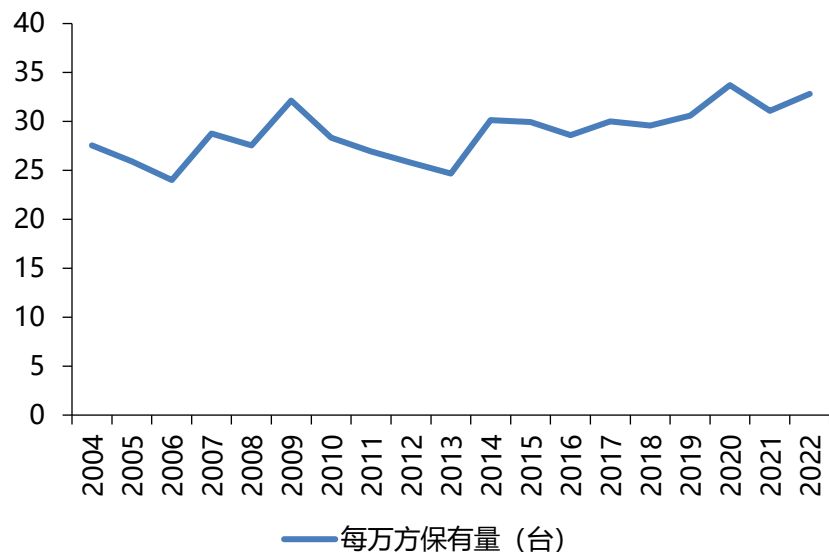


- 由于房地产开发投资额涉及土地购置、建筑工程、安装工程等各个环节，而仅建筑工程环节需要大量使用工程车，因此我们以住房新开工面积表征地产工程需求。
- 对标日本来看，在经历了1990s房地产泡沫破灭后，2006-2009年，日本房地产新开工面积经历了新一轮下滑，中枢从10000-12000万方下降至8000万方左右，而后保持平稳状态。
- 我们以日本挖掘机保有量（剔除迷你挖）变动作为日本工程车保有量参考，2001-2022年，日本液压挖掘机保有量与房屋新开工面积基本同步变动，单位新开工面积对应挖机保有量整体保持平稳，有微幅增长。
- 由此，我们得出一个直观结论：**稳态情况下，地产工程量下降带来工程车保有量的同步下降（而且幅度较为一致）。**

图：2001-2022年日本住房新开工面积与挖掘机保有量

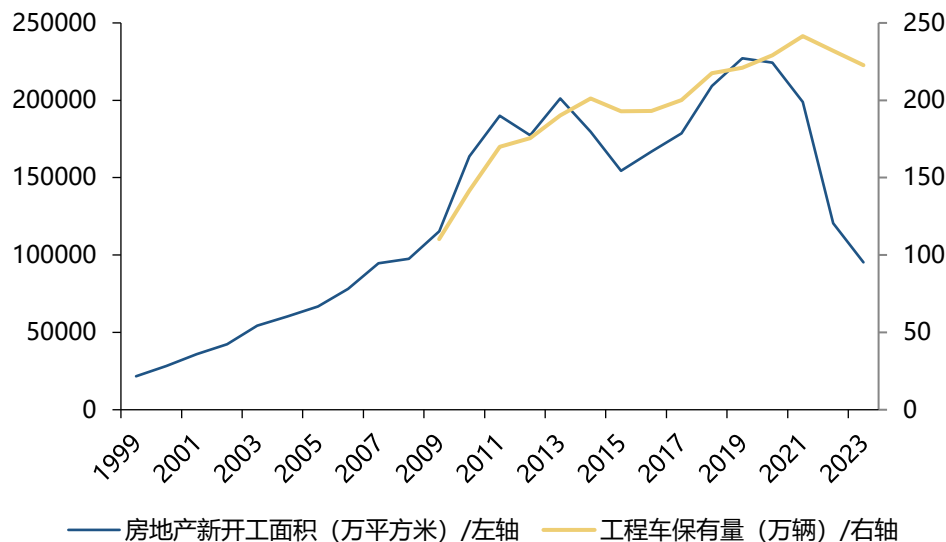


图：2004-2022年日本单位住房新开工面积对应挖掘机保有量

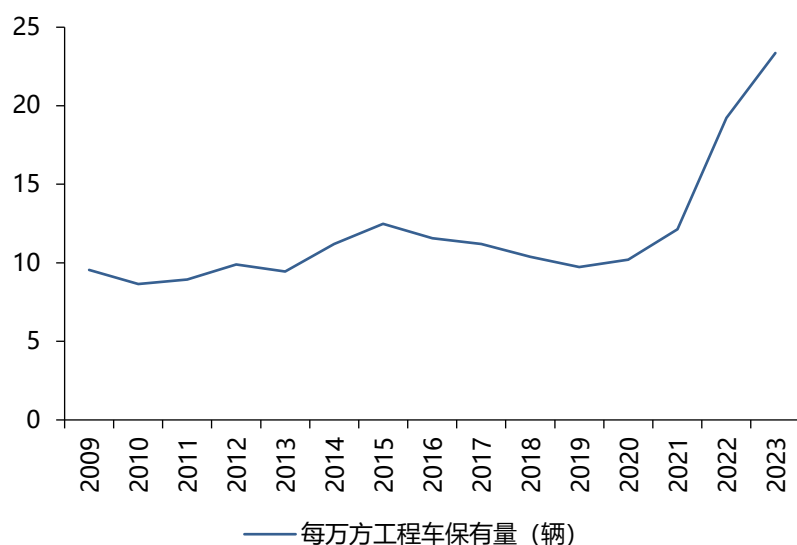


- 反观国内，我国房地产新开工面积自2021年开始下降，而工程车保有量2021年仍在增长，虽然工程车保有量自2022年起开始下降，但降幅和房地产新开工面积降幅大幅偏离。单位房地产新开工面积保有量从21年的10.2辆/万方大幅上升至23年的23.4辆/万方。**当前工程车保有量与地产工程量严重错配。**
- 2009-2019年，单位房地产新开工面积对应工程车保有量中枢约10.3辆/万方。2019年5月央视访谈蓝牌轻卡超载问题、10月无锡高架侧翻事件后，工程重卡车端治超加严，生产端合规性大幅提升，搅拌车/自卸车单车运力下降30-50%，对应工程车理论保有量抬升40%-100%，考虑到部分地区或仍未完全治超、部分司机进行车型改装应对治超，**保守估计20年起工程车保有量合理中枢提升至15辆/万方，23年23.4辆/万方仍高于合理水平。**

图：1999-2023中国住房新开工面积与工程车保有量



图：2009-2023年中国单位住房新开工面积对应工程车保有量



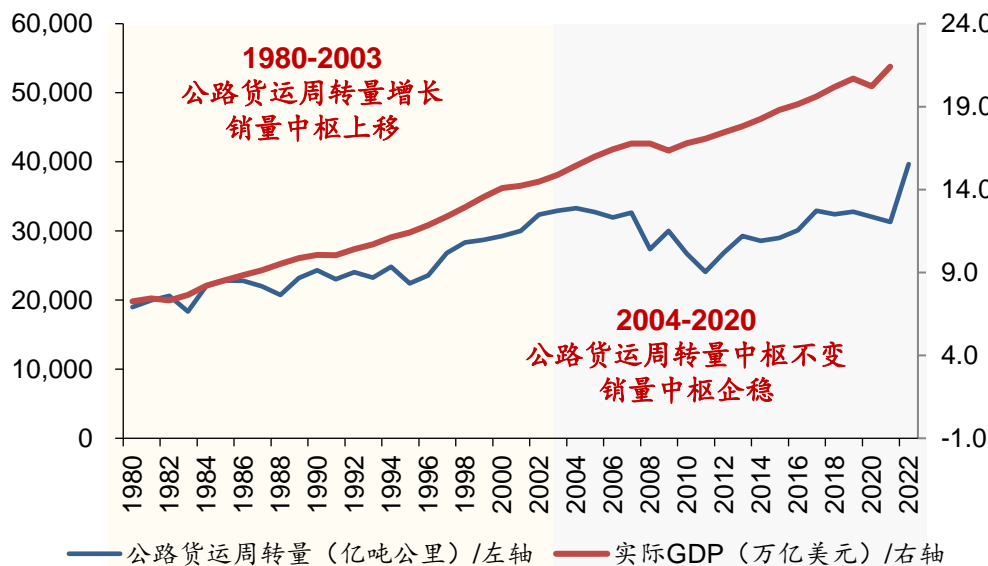
- **房地产新开工面积：**假设2024年全年保持1-10月降幅，则全年新开工面积7.4亿平方米，同比-23%，根据东吴地产组预期，2025年房地产新开工面积或将继续下滑10%-15%。
- **单位房地产新开工面积工程车保有量：**假设合理水平为15辆/万方。
- **我们测算得：2024/2025年工程车理论需求量分别为111/96万辆；若2026年房地产企稳或小幅下降5%后企稳，则长期工程车理论需求量为90万辆，以8年更新报废周期保守估计（实际工程车报废年限或更低），90-96万辆保有量对应更新中枢为11-12万辆/年。**
- **2024E工程车销量8万台，主要系当前工程车保有量尚在消化，报废量转化为运力出清而非更新需求，当前销量尚待回归至理论更新中枢。**

图：2016-2025E国内工程车合理保有量&更新中枢测算

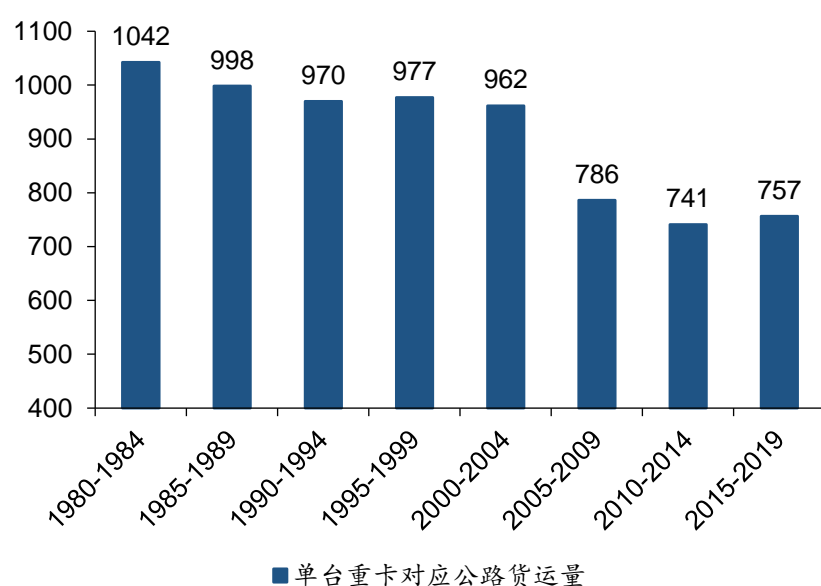
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
工程车销量 (万辆)	9	21	29	29	39	39	9	8	8	8
工程车报废量 (万辆)	9	14	14	25	31	31	16	16	14	18
工程车保有量 (万辆)	194	201	216	220	228	237	230	223	217	206
工程车保有量yoy	0.1%	3.7%	7.8%	1.6%	3.7%	3.8%	-2.8%	-3.2%	-2.7%	-5.1%
房地产新开工面积 (万方)	166928	178654	209342	227154	224433	198895	120587	95376	73821	64224
房地产新开工面积yoy	8.1%	7.0%	17.2%	8.5%	-1.2%	-11.4%	-39.4%	-20.9%	-22.6%	-13%
每万方工程车保有量 (辆)	11.6	11.2	10.3	9.7	10.2	11.9	19.1	23.4	29.4	32.0
理论合理每万方工程车保有量 (辆)	11.6	11.2	10.3	9.7	10.2	11.9	15.0	15.0	15.0	15.0
工程车理论需求量 (万辆)	194	201	216	220	228	237	181	143	111	96
理论合理更新中枢 (万辆)	24	25	27	27	28	30	23	18	14	12

- 我们在2024年7月发表的报告《重卡周期研判深度：如何看待内需中枢与本轮周期？》中，通过对标美国、日本、德国，得出结论：
  - 当一个国家经济发达到服务业占比超过60%之前，货运周转量和GDP同步增长；当一个国家经济发达到服务业占比超过60%之后，货运周转量与GDP可能会背离。
  - 一个国家中重卡对应公路货运周转量在一个时期内维持在稳定区间内。
- 由此，我们推演至国内：当前经济阶段下，**我国公路货运周转量随实际GDP增长而增长，而单位公路货运周转量对应的物流重卡需求维持稳定。**

图：1980-2022年美国公路货运周转量与实际GDP走势

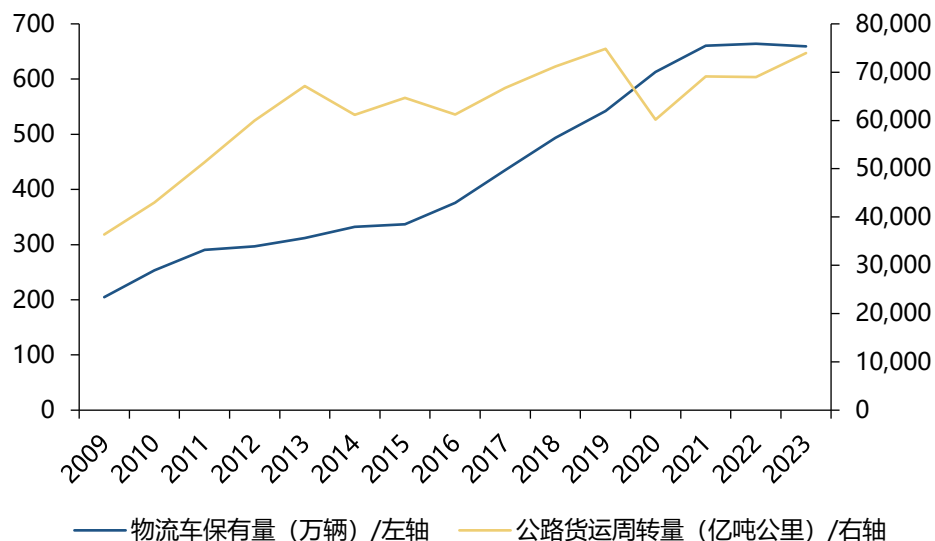


图：1980-2019年美国单台中重卡对应公路货运周转量 (吨公里)

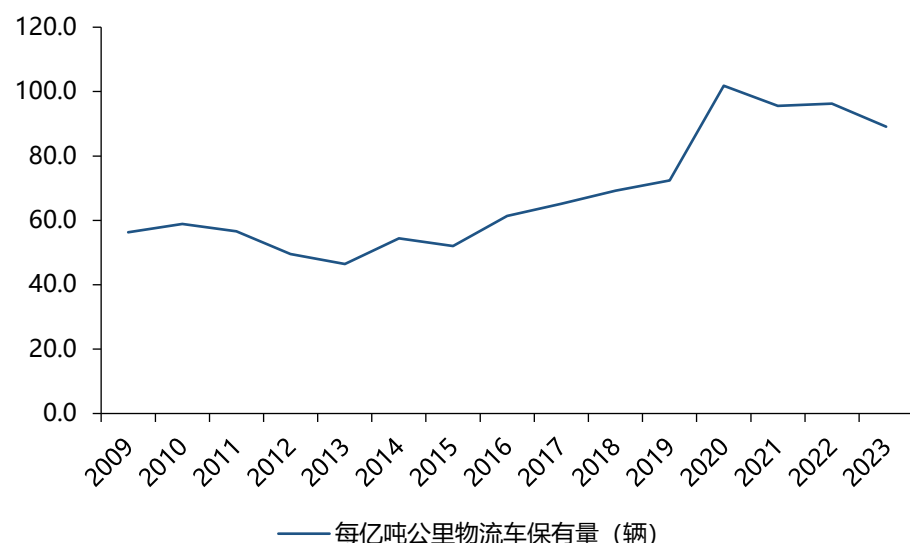


- 我国公路货运周转量长期维持正增长趋势，随我国经济进入增量~存量换挡期，2013年起，公路货运周转量增速放缓，2020年受疫情影响，出现明显下滑，2021年起开始恢复。
- 2009-2022年，我国物流车保有量逐年增长，2020-2021年公路货运周转量下滑与物流车保有量的持续增长形成错配。**单位公路货运周转量对应物流车保有量从2019年的69.3辆/亿吨公里增长至2023年的89.1辆/亿吨公里。**
- 2009-2016年，我国单位公路货运周转量对应物流车保有量约55辆/亿吨公里。2016年9月，GB1589新规降低了重卡总重限值，且于高速路称重上路、严格管控超载，造成单车运力下滑10%-23%，同时考虑到货运行业效率不断提升，**我们预计当前单位公路货运周转量对应物流车合理保有量中枢上浮25%-30%，达70辆/亿吨公里。**

图：2009-2023中国公路货运周转量与物流车保有量



图：2009-2023年中国单位公路货运周转量对应物流车保有量



- **公路货运周转量：**假设2024年全年保持1-10月增幅，则全年公路货运周转量78675亿吨公里，同比+3.3%，我们预计2025年起，公路货运周转量仍将长期跟随我国GDP增长。
- **单位公路货运周转量对应物流车保有量：**假设合理水平为70辆/亿吨公里。
- **我们测算得：2024/2025年物流车理论需求量分别为535/551万辆；以9年更新报废周期保守估计（我们认为，物流车报废周期9年是低景气时期保守估计，实际报废年限或更低），2025年551万辆保有量对应更新中枢61万辆，且随经济总量持续增长，我们认为物流车更新需求中枢将呈现每年3%左右的持续增长。**
- **2024E物流车销量53万台，主要系当前物流车保有量尚在消化，当前销量尚待回归至理论更新中枢。**

图：2016-2025E国内物流车合理保有量&更新中枢测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
物流车销量 (万辆)	45	38	57	82	79	87	118	102	39	53	52
物流车报废量 (万辆)	33	18	23	21	39	48	54	35	58	66	68
物流车保有量	337	376	435	493	542	613	660	664	659	646	633
物流车保有量yoy	1.3%	11.7%	15.7%	13.5%	9.9%	13.1%	7.8%	0.5%	-0.7%	-2.0%	-2.0%
公路货运周转量 (亿吨公里)	64,705	61,211	66,713	71,203	74,836	60,172	69,088	68,958	73,950	76,383	78,675
公路周转量yoy	5.8%	-5.4%	9.0%	6.7%	5.1%	-19.6%	14.8%	-0.2%	7.2%	3.3%	3.0%
每亿吨公里物流车保有量 (辆)	52.0	61.4	65.2	69.3	72.4	101.8	95.6	96.3	89.1	84.6	80.5
理论合理每亿吨公里物流车保有量 (辆)	52.0	61.4	65.2	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0
物流车理论需求量 (万辆)	337	376	435	498	524	421	484	483	518	535	551
理论合理更新中枢 (万辆)	37	42	48	55	58	47	54	54	58	59	61



# 25年展望：中性预期下更新中枢73万辆，销量63万辆

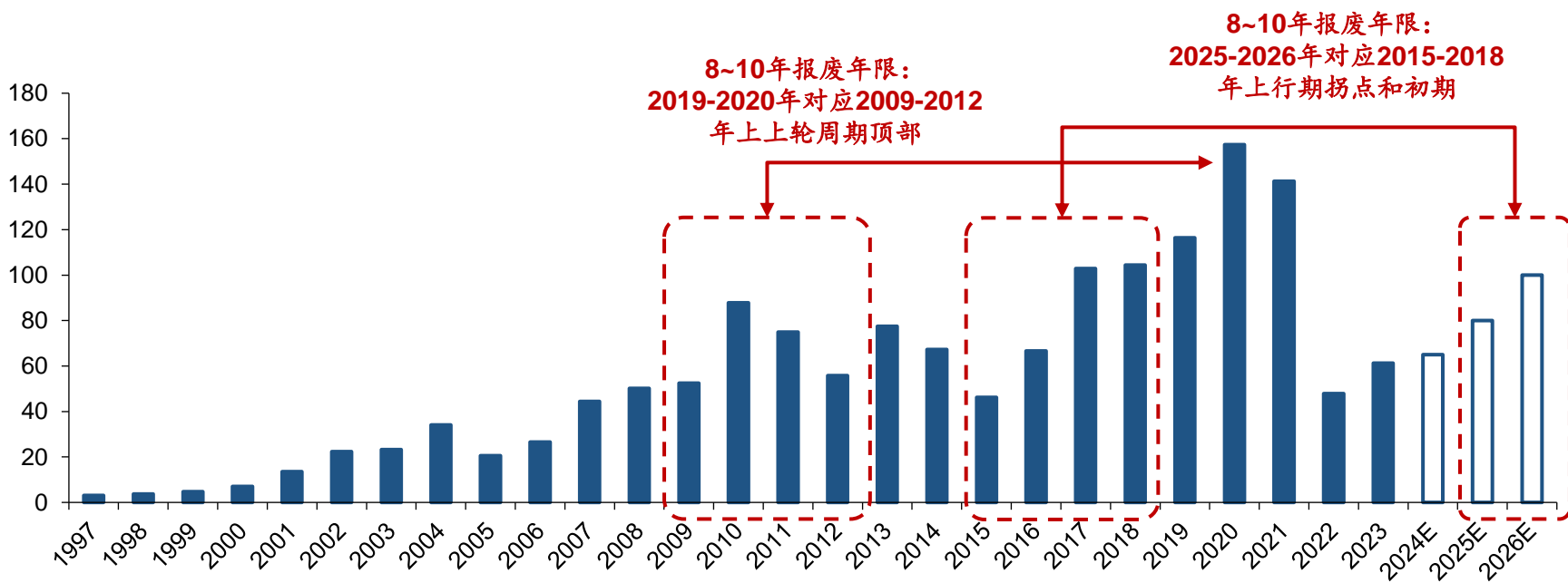
- 根据前文测算，我们预计2023/24E/25E国内重卡理论需求量分别为661/645/647万辆。
- 2020-2021年重卡销量高峰造成大量运力冗余至今尚未消化。根据统计局，截至2023年底，重卡保有量882万辆，存在221万辆冗余运力（由于部分车辆车况较差、承运能力差，实际冗余车辆或小于该值）。
- 我们认为，低景气周期前期可能并非运力出清最快时期，随货运市场持续低迷，前期积压未报废的车辆将不得不报废，2024-2025年，货运市场或将加速出清。
- 我们预测，中性预期下，2025年合理保有量对应的更新中枢为73万辆，若房地产市场能于26-27年基本企稳，则重卡更新中枢底部就是73万辆，向前展望，更新需求中枢还将随经济总量增长持续上移。
- 回归当前，考虑2025年运力或加速出清，同时可能出台中央/地方报废换新政策刺激报废率提升，中性预期下2025年重卡国内63万。

图：2016-2025E国内重卡合理保有量&更新中枢测算

单位：万辆	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
物流车理论需求量	376	435	498	524	421	484	483	518	535	551
工程车理论需求量	194	201	216	220	228	237	181	143	111	96
物流车理论合理更新中枢	42	48	55	58	47	54	54	58	59	61
工程车理论合理更新中枢	24	25	27	27	28	30	23	18	14	12
重卡理论需求量	569	635	715	744	649	720	664	661	645	647
理论合理更新中枢	66	73	82	86	75	83	76	75	73	73
重卡实际保有量	569	635	710	762	841	897	894	882	863	839
重卡实际销量	67	103	109	116	157	141	48	61	60	63
新增需求	39	66	74	52	79	56	-3	-12	-19	-24
更新需求	27	37	35	64	78	85	51	73	79	86

- **根据前述更新年限维度：**以8-10年的报废年限来看，25-26年对应15-18年，为上轮下行周期底部-上行周期初期，更新需求周期有望在25-26年迎来拐点，16-18年销量，16-18年国内重卡销量分别为66.6/102.8/104.4万辆，平均年销量为91.3万辆。

图：1997-2026E国内重卡销量（万辆）



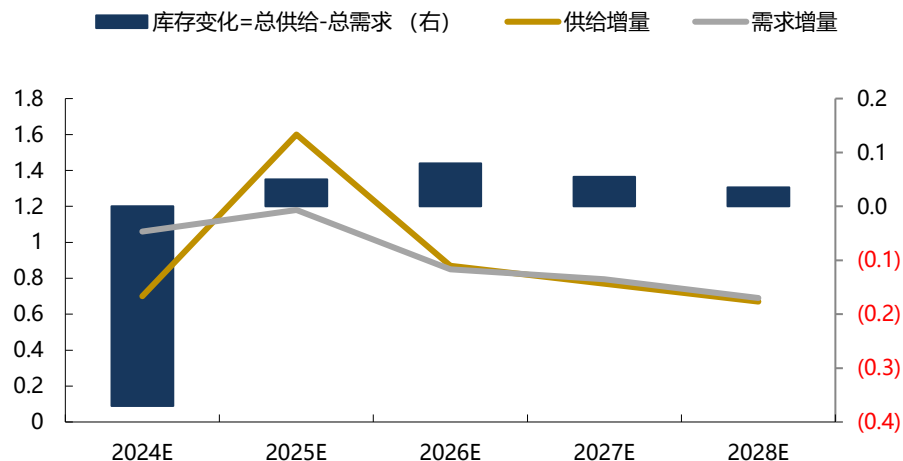
- **国四：**据调研，截至24年11月底，国四营运类柴油货车有效保有量80-90万辆，为国三车数倍，且车况、开工率好于国三车。国四车辆的集中销售年份为2015-2017H1，以8-10年的报废周期计算，2025年将迎来集中报废期。若25年出台国四报废换新补贴政策，有望进一步拉动需求。
- **国五：**据我们测算，历史上国五车辆累计销售近550万辆，为销量最高车型，国五保有量蕴含巨大更新需求潜力，以8-10年的报废周期计算，2026年有望开启国五集中报废期的起点。

**表：2017-2023年分排放标准柴油重卡保有量估算（包括营运和非营运类，包含未开工车辆）**

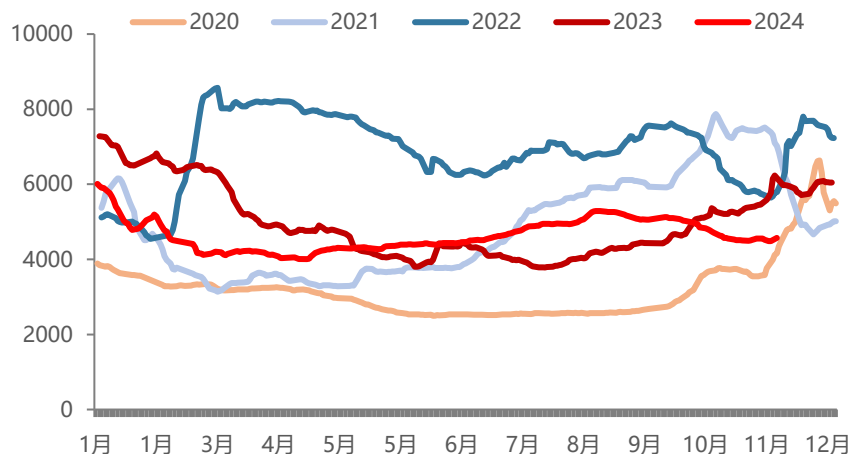
单位：万辆	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
<b>重卡保有量</b>	<b>635</b>	<b>710</b>	<b>762</b>	<b>841</b>	<b>907</b>	<b>894</b>	<b>882</b>
<b>重卡终端销量</b>	<b>102.8</b>	<b>104.4</b>	<b>116.3</b>	<b>157.3</b>	<b>141.3</b>	<b>47.9</b>	<b>61.3</b>
<b>柴油重卡保有量</b>	<b>617</b>	<b>685</b>	<b>726</b>	<b>790</b>	<b>854</b>	<b>838</b>	<b>808</b>
国三及以下	391	359	298	234	170	122	71
国四	130	129	128	126	123	120	108
国五	96	198	299	430	536	530	520
国六	0	0	0	0	26	67	109
<b>柴油重卡保有量/重卡保有量</b>	<b>97.0%</b>	<b>96.6%</b>	<b>95.3%</b>	<b>94.0%</b>	<b>94.2%</b>	<b>93.8%</b>	<b>91.6%</b>
<b>柴油重卡终端销量</b>	<b>95.8</b>	<b>101.9</b>	<b>104.2</b>	<b>142.8</b>	<b>134.3</b>	<b>41.7</b>	<b>42.5</b>
国三及以下	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
国四	12.6	0.2	0.3	0.0	0.1	0.0	0.0
国五	82.9	101.7	102.2	132.4	108.3	0.8	0.2
国六	0.0	0.0	1.8	10.4	25.9	40.8	42.3
<b>柴油重卡销量/重卡销量</b>	<b>93.2%</b>	<b>97.6%</b>	<b>89.6%</b>	<b>90.8%</b>	<b>95.1%</b>	<b>86.9%</b>	<b>69.3%</b>
<b>柴油重卡报废量</b>		<b>33.1</b>	<b>64.0</b>	<b>78.3</b>	<b>70.3</b>	<b>57.3</b>	<b>73.1</b>
国三及以下		31.8	62.2	74.6	64.4	47.5	51.3
国四		1.2	1.4	2.2	2.9	3.3	11.4
国五		0.1	0.4	1.5	3.0	6.4	10.1
国六		0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.3
<b>柴油重卡报废率</b>		<b>5.4%</b>	<b>9.3%</b>	<b>10.8%</b>	<b>8.9%</b>	<b>6.7%</b>	<b>8.7%</b>
国三及以下		8.2%	17.4%	25.0%	27.5%	28.0%	42.0%
国四		0.9%	1.1%	1.7%	2.3%	2.7%	9.5%
国五		0.1%	0.2%	0.5%	0.7%	1.2%	1.9%
国六		0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.5%

- **25年柴油价格走弱概率大**：根据东吴石化组测算，2025年全球原油增量供给 > 增量需求，主要系OPEC计划恢复产量+美国有增产预期，供需关系转变下，预计2025年原油价格中枢将从接近80美元/桶下滑至70美元/桶。我国柴油价格锚定国际原油定价，2025年价格同比下行概率较大。
- **LNG价格处于低位，25年预计持平微降**：24年底气温偏暖，LNG采暖需求弱，厂商打折促销清库存下，10-11月LNG价格环比下行，10-11月油气价差分别环比+0.1/+0.3元至1.5/1.8元，今年LNG价格呈现夏季偏高冬季偏低的反季节性特征，天然气重卡表现同步变化。全年来看，根据东吴环保组观点，25年全球LNG供需较为平衡，气价或将持平微降。
- **25年全年来看，油气双弱下天然气重卡风险犹存。阶段性来看，暖冬背景下，2024年11月LNG价格达到2017年至今最低（除2019年），我们预计25Q1油气价差有望进一步回升，天然气重卡或将回归高点，支撑Q1需求表现。**

表：2024-2028E全球原油供需变化（百万桶/天）



表：2020年至今国内LNG出厂价变化（元/吨）



# 25年展望：中短途场景下电动重卡经济性已跑通

右图：传统重卡/天然气重卡/充电重卡/换电重卡TCO与回本周期测算

根据我们测算，在中短途场景下，年行驶里程数9万km，此时：

- TCO：充电 < 天然气 < 换电 < 柴油
- 回本周期：换电 < 充电 < 天然气 < 柴油

	传统重卡	天然气重卡	充电重卡	换电重卡 (租赁模式)
重卡购置成本 (万元)	30	35	17	17
电池成本 (万元)			31	
电池单价 (元/wh, 不含税)			0.65	
带电量 (KWh)			423	423
购置税	2.7	3.1	0	0
上牌费/保险费	1.0	1.0	1.0	1.0
中央/地方补贴	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>重卡初始购置成本 (万元)</b>	<b>34</b>	<b>39</b>	<b>49</b>	<b>18</b>
年行驶里程 (万KM)	9	9	9	9
百公里能耗 (KWH或L)	35	35	160	160
电价/油价 (元/KWH, 元/L)	7.5	5.5	0.7	0.7
换电站服务费 (元/KWh)				0.4
年均电池租赁费 (万元/年)				6.0
<b>年均能耗费 (万元/年)</b>	<b>23.6</b>	<b>17.3</b>	<b>10.6</b>	<b>16.3</b>
年均电费			10.6	10.6
年均换电服务费				5.8
年均司机工资 (万元/年)	12	12	12	12
年均保养维修费 (万元/年)	1	1.7	0.5	0.5
年均轮胎费 (万元/年)	3	3	3	3
年均保险费 (万元/年)	2	2	2	2
年均尿素成本 (万元/年)	0.9	0	0	0
年均车船税 (万元/年)	0.5	0.5	0	0
<b>年均成本合计 (万元)</b>	<b>43.0</b>	<b>36.5</b>	<b>28.1</b>	<b>39.8</b>
自重损耗成本 (万元)	0.0	0.8	2.9	2.9
<b>年均成本合计考虑自重损耗 (万元)</b>	<b>43.0</b>	<b>37.3</b>	<b>31.0</b>	<b>42.7</b>
使用年限	5	5	5	5
残值 (万元)	6.7	5.9	4.9	3.6
-残值率	20%	15%	10%	20%
年折现率	4%	4%	4%	4%
购置成本 (万元)	34	39	49	18
年均成本现值 (万元)	192	166	138	190
残值现值 (万元)	6	5	4	3
<b>全生命周期成本 (万元)</b>	<b>220</b>	<b>200</b>	<b>183</b>	<b>205</b>
吨公里运价 (元/吨公里)	0.15	0.15	0.15	0.15
整车自重 (吨)	8.8	8.8	8.3	8.3
电池能量密度 (wh/kg)	-	-	160	160
自重损耗 (吨)	0	0.6	2.6	2.6
牵引质量考虑自重损耗 (吨)	40	40	38	38
<b>年均收入 (万元)</b>	<b>54.3</b>	<b>53.5</b>	<b>51.4</b>	<b>51.4</b>
<b>年均净收益 (万元)</b>	<b>11.2</b>	<b>16.9</b>	<b>23.3</b>	<b>11.6</b>
<b>回本周期</b>	<b>3.3</b>	<b>2.5</b>	<b>2.2</b>	<b>1.6</b>

# 25年展望：供需两端驱动电动重卡持续向上

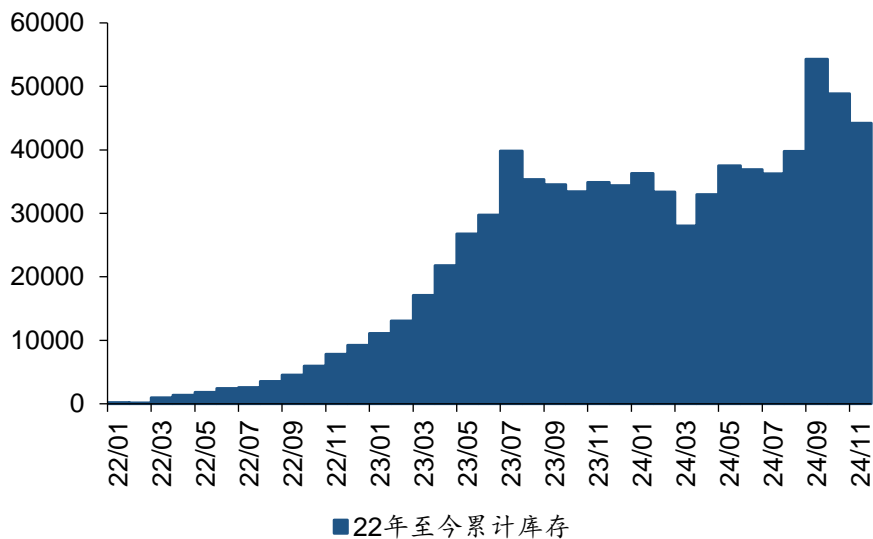
- 需求侧，中短途经济性已跑通，电动重卡已从政策驱动转变为经济性+政策双轮驱动；供给侧，当前产品仍以油改电为主，各家车企陆续推出纯电平台产品，产品有望革新。
- 电动化前期用户认知突破是困难的，我们预计，2025年各家头部主机厂均将加大电动重卡推广力度，将形成良好用户教育，且性价比和产品性能有望持续提升，2025年电动重卡有望加速渗透。

表：2021-2026年电动重卡销量（万辆）预测

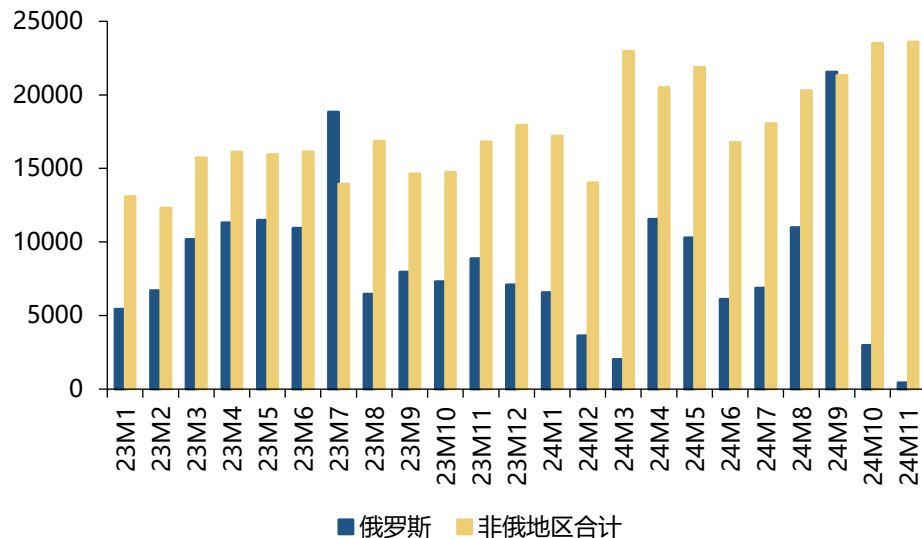
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	技术无突破时天花板
国内重卡总销量	141	48	61	61	63	73	80
yoy		-66%	28%	-1%	4%	16%	
牵引车总销量	64.4	20.4	32.2	32.1	33.4	38.7	42.4
电动牵引车销量	0.5	1.3	1.6	4.8	6.7	9.7	11.9
占总销量比	46%	43%	53%	53%	53%	53%	53%
电动化率	0.8%	6.3%	5.0%	15.0%	20.0%	25.0%	28.0%
搅拌车总销量	15.4	4.4	3.8	3.6	3.8	4.4	4.8
电动搅拌车销量	0.1	0.2	0.5	1.0	1.7	2.4	4.3
占总销量比	11%	9%	6%	6%	6%	6%	6%
电动化率	0.9%	4.8%	13.9%	28.0%	45.0%	55.0%	90.0%
自卸车总销量	24.0	4.9	4.7	5.0	5.2	6.1	6.6
电动自卸车销量	0.2	0.5	0.5	1.2	1.8	2.7	6.0
占总销量比	17%	10%	8%	8%	8%	8%	8%
电动化率	0.7%	9.7%	11.1%	23.0%	35.0%	45.0%	90.0%
专用车总销量	13.6	9.1	9.6	9.5	9.9	11.5	12.6
电动专用车销量	0.2	0.3	0.4	0.5	0.8	1.1	1.9
占总销量比	10%	19%	16%	16%	16%	16%	16%
电动化率	1.2%	3.2%	3.7%	5.0%	8.0%	10.0%	15.0%
载货车总销量	23.8	9.2	11.0	9.9	10.3	12.0	13.1
电动载货车销量	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占总销量比	17%	19%	18%	16%	16%	16%	16%
电动化率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
电动重卡总销量	1.0	2.3	3.0	7.5	11.0	16.0	24.1
电动化率	1%	5%	5%	12%	17%	22%	30%
yoy		590%	5%	149%	42%	25%	

- **俄罗斯需求存在风险，库存尚待去化。** 根据我们测算，截至24年11月底，中国品牌重卡俄罗斯库存4.4万辆，相比23年底加库1.0万辆，当前库存系数6.6（12个月TTM）。10月俄罗斯报废税落地后，抢运效应相应结束，10/11月海关口径俄罗斯重卡出口分别2992/428辆，同比分别-59%/-95%，环比分别-86%/-86%。**我们认为，24Q4开始俄罗斯重卡库存消化期，25Q1甚至25H1将持续消化。**

表：2022年至今俄罗斯中国品牌重卡库存测算（辆）



表：2023年至今出口俄罗斯/非俄地区重卡销量（辆）





# 25年展望：出口俄罗斯向下，亚非拉中东向上

- **2023年海外可触达市场空间56+万辆**：我们在2024年5月发表的报告《全球化专题之重卡：海外有望再造一个国内市场》中提出：海外重卡市场总规模约154+万辆，其中中国品牌可触达市场约56+万辆。综合考虑当地竞争格局，假设市场规模不变，给定3~5年后市占率，测算得3~5年后出口量可达40万辆。
- **在此基础上，动态来看，我们认为中东/非洲/东南亚基建与经济发展将带来市场的快速扩容，海外空间不止56万；同时，我国在拉美/澳洲市场份额仍有较大提升空间。**

图：海外各区域市场情况总览

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

- 我们以中国各阶段实际GDP~重卡销量增速关系作为锚点，预测亚非拉中东未来市场空间。参考我国【1997-2001】发展初期，重卡 4年CAGR 为 GDP CAGR 5倍，期间重卡增速最快年份为GDP增速11.1倍；【2001-2011】高速发展期，重卡 10年CAGR 为 GDP CAGR 2.7倍，期间重卡增速最快年份为GDP增速4.7倍。我们认为，**经济体高速发展前期，基建需求巨大、物流需求快速上行，同时货运市场供给不完善，往往会形成重卡供需缺口，该阶段重卡销量增速远高于GDP增速。**
- 结合人均GDP及主要国家发展情况来看，我们认为非洲市场类似于2000年左右的**中国**，东南亚市场类似于2010年左右的**中国**，中东则类似于2009年四万亿计划下的**中国**（而且需求更强），基于世界银行给不同地区主要重卡出口国25-26年实际GDP增速预测，**我们估算非洲/中东/东南亚/拉美市场25年重卡市场将达到23.5%/35%/11.2%/1.1%增速。**

图：中国各阶段GDP增速与重卡销量增速

中国不同经济发展阶段重卡销量CAGR和实际GDP CAGR			
	发展初期	高速发展期	平稳发展期
	1997-2001	2001-2011	2011-2023
重卡销量 CAGR	40.3%	28.9%	3.8%
实际GDP CAGR	8.1%	10.6%	7.4%
销量CAGR/实际GDP CAGR	5.01	2.73	0.51
重卡销量最大yoy	92.7%	67.4%	54.3%
最大yoy对应年份	2001	2007	2017
当年实际GDPyoy	8.3%	14.2%	6.9%
销量最大yoy/实际GDP yoy	11.1	4.7	7.8

图：亚非拉中东实际GDP增速及重卡市场增速预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>实际GDP增速 (%)</b>					
非洲	5.0	4.7	4.6	4.7	4.8
中东	8.3	1.1	3.2	5.0	3.6
东南亚	6.9	5.3	5.1	5.6	5.6
拉美	2.9	1.4	2.5	2.3	2.2
<b>重卡市场增速 (%)</b>					
非洲				23.5	24.1
中东				35.0	18.0
东南亚				11.2	11.2
拉美				1.1	1.1
<b>重卡增速/GDP增速</b>					
非洲				5.0	5.0
中东				7.0	5.0
东南亚				2.0	2.0
拉美				0.5	0.5

- 基于我们对各区域25-26年重卡市场增速+中国品牌市占率假设，我们预计2025年出口俄罗斯市场销量-24%，出口非俄地区销量+30%，其中出口亚洲/非洲/中东/拉美市场销量分别+20%/+28%/+58%/52%。
- 由于24Q4出口俄罗斯销量降幅较大，我们认为24Q4有望消化部分俄罗斯库存，降低25年俄罗斯市场拖累。我们预计2024-2025年海关口径重卡出口销量分别32.7/37.7万辆，同比分别+10%/+15%，对25年出口不必悲观，仍将维持温和增长趋势。

图：2020-2026E重卡海关出口销量（辆）及预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
俄罗斯	2435	6866	35103	112579	86002	65000	85000
yoy		182%	411%	221%	-24%	-24%	31%
中亚	6324	7260	9834	23126	18853	16025	16826
yoy		15%	35%	135%	-18%	-15%	5%
亚洲	27703	55989	53623	53271	71995	86063	100189
yoy		102%	-4%	-1%	35%	20%	16%
非洲	26347	47336	52040	64254	82803	106097	134838
yoy		80%	10%	23%	29%	28%	27%
中东	2140	3061	9336	22899	39846	62757	79343
yoy		43%	205%	145%	74%	58%	26%
拉美	4511	8204	14233	18235	23919	36287	48902
yoy		82%	73%	28%	31%	52%	35%
欧美澳	2111	2821	1653	2507	3691	5167	6718
yoy		34%	-41%	52%	47%	40%	30%
非俄地区合计	69136	124671	140719	184292	241107	312396	386817
yoy		80%	13%	31%	31%	30%	24%
总计	71571	131537	175822	296871	327109	377396	471817
yoy		84%	34%	69%	10%	15%	25%

# 25年销量整体展望：批发销量有望+4%~10%

- 展望2025年，更新需求为内销提供底部支撑，内需刺激政策或进一步出台，我们预测2025年重卡上险量63万台，同比+4.0%；俄罗斯库存尚未完全去化，预计2025年对俄出口将下滑，亚非中东等地区出口景气延续，我们预测2025年重卡出口量31万台，同比+6.9%，不考虑库存变动，则2025年重卡批发销量94万台，同比+3.8%。
- 若宏观政策+报废换新政策出台且效果明显，2025年货运市场明显改善，我们预测重卡上险有望达68万台；若亚非拉出口需求强劲，出口量有望增长至32万台，对应批发销量100万台，同比+10.4%。

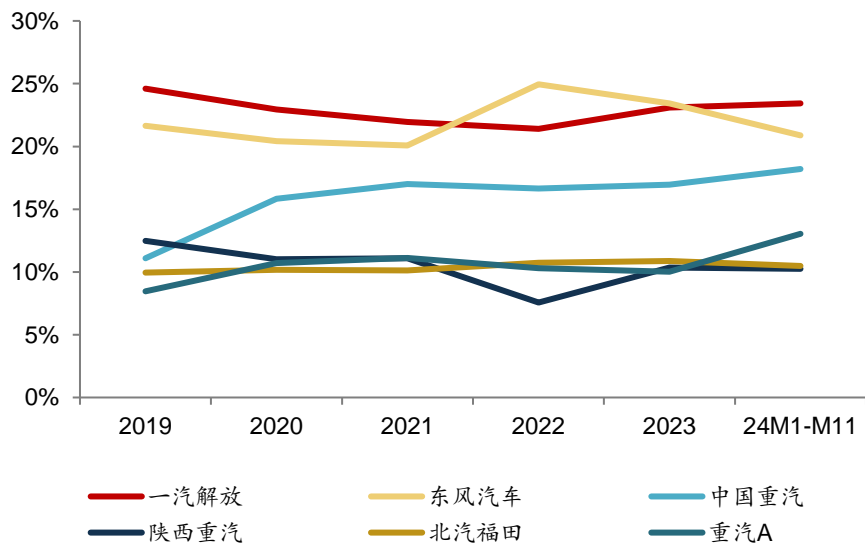
图：2025年重卡销量（批发/零售/出口/库存）情况预测

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4E	2024E	2025E 政策刺激效果一般	2025E 政策刺激效果强
<b>批发/万辆</b>	<b>27.3</b>	<b>23.2</b>	<b>17.8</b>	<b>22.3</b>	<b>90.6</b>	<b>94.0</b>	<b>100.0</b>
同比	13.0%	-6.2%	-18.2%	9.1%	-0.5%	3.8%	10.4%
环比	33.5%	-15.0%	-23.0%	25.0%			
<b>上险/万辆</b>	<b>13.5</b>	<b>16.6</b>	<b>13.0</b>	<b>17.5</b>	<b>60.6</b>	<b>63.0</b>	<b>68.0</b>
同比	-17.3%	6.7%	-15.4%	24.7%	-1.1%	4.0%	12.2%
环比	-3.7%	22.5%	-21.4%	34.5%			
<b>其中：天然气重卡</b>	<b>4.5</b>	<b>6.4</b>	<b>4.0</b>	<b>3.1</b>	<b>17.9</b>	<b>16.0</b>	<b>18.0</b>
柴油重卡	7.9	8.6	7.1	11.5	35.2	36.0	38.0
电动重卡	1.1	1.6	1.9	2.9	7.5	11.0	12.0
天然气渗透率	33.5%	38.4%	30.4%	17.7%	29.6%	25.4%	26.5%
柴油渗透率	58.7%	52.2%	54.8%	65.6%	58.1%	57.1%	55.9%
纯电渗透率	7.8%	9.5%	14.7%	16.6%	12.3%	17.5%	17.6%
<b>出口/万辆</b>	<b>7.5</b>	<b>7.7</b>	<b>7.0</b>	<b>6.8</b>	<b>29.0</b>	<b>31.0</b>	<b>32.0</b>
同比	14.8%	5.4%	-2.3%	3.1%	5.1%	6.9%	10.4%
环比	13.1%	3.8%	-9.8%	-2.7%			
渠道库存变动	6.3	-1.1	-2.1	-2.0	1.0	-	-

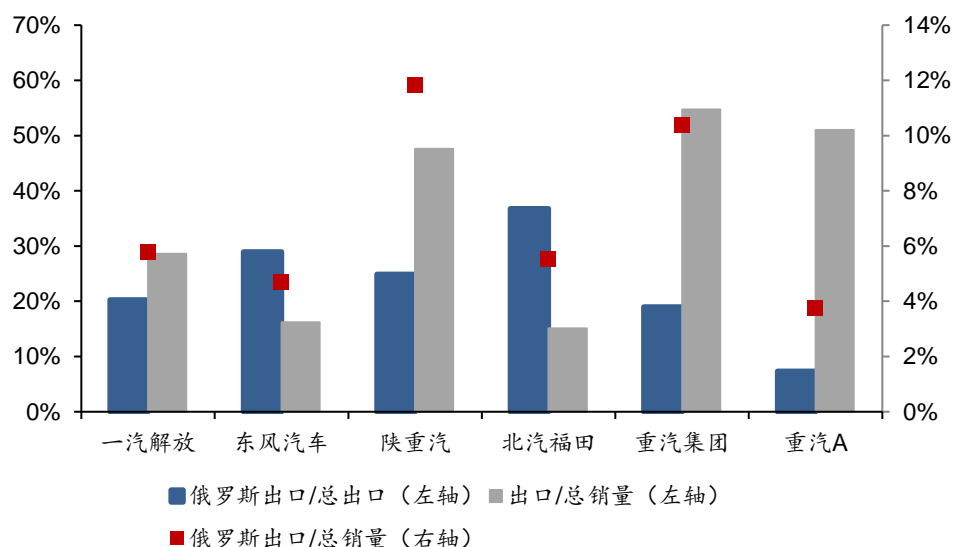
# 投资策略：内需优选头部车企中利润弹性较好标的，出口优选对俄敞口较小标的

- 内需尚在左侧，25年宏观政策发力+国四以旧换新有望出台，内需有望触底反弹；出口俄罗斯库存尚在去化，非俄地区尤其一带一路基建需求高增，非俄出口持续景气。
- 内需维度：优选头部车企中利润弹性较好标的。24M1-11，内销市占率前四分别为解放/东风/重汽/重汽A，市占率分别23.4%/20.9%/18.2%/13.0%，其中解放/重汽市占率同比提升，市场机遇把握能力凸显。利润维度，24H1重汽H单车经营溢利2.0万元，重汽A单车净利0.56万元，利润兑现度较好。
- 出口维度：优选对俄敞口较小标的。根据我们测算，24H1各家车企出口销量中俄罗斯占比最低为中国重汽A，25年有望持续受益于非俄出口景气。

图：2019年至今头部车企终端市占率



图：2024H1头部车企出口俄罗斯销量占比



- 出口首选标的，非俄出口持续发力，俄罗斯风险可控。重卡出口龙头，拉美+澳洲市场持续开拓，俄罗斯出口敞口有望降低。
- 25E业绩有望达66-67亿，当前市值对应25E PE 8.6倍；24年中期分红率55%，若分红率进一步提升至60%及以上，则预计25年股息率7.0%。

表：中国重汽H业绩预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>重卡总销量/万辆</b>	<b>28.2</b>	<b>15.8</b>	<b>22.7</b>	<b>24.1</b>	<b>25.4</b>	<b>28.8</b>
国内	22.8	6.9	9.7	10.7	10.8	13.5
出口	5.4	8.9	13.0	13.5	14.6	15.3
<b>轻卡总销量/万辆</b>	<b>12.9</b>	<b>8.0</b>	<b>9.7</b>	<b>12.0</b>	<b>13.6</b>	<b>15.4</b>
<b>营业收入 (外销) /亿元</b>	<b>933.6</b>	<b>594.1</b>	<b>855.0</b>	<b>934.5</b>	<b>1013.2</b>	<b>1181.0</b>
重卡	782.6	498.0	748.3	787.2	846.3	990.9
轻卡	120.9	74.5	88.3	125.0	142.2	160.7
发动机	12.3	7.6	6.2	6.5	7.3	9.0
金融	17.8	12.8	12.2	15.9	17.4	20.3
<b>单车均价 (内外销) /万元</b>						
重卡	28.2	31.9	33.2	32.9	33.6	34.7
轻卡	10.1	10.7	10.7	12.0	12.0	12.0
毛利率	16.8%	16.9%	16.7%	15.9%	16.4%	16.7%
销售费用率	4.9%	4.8%	4.7%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用率	6.7%	8.1%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>税前利润/亿元</b>	<b>58.6</b>	<b>30.1</b>	<b>68.8</b>	<b>81.0</b>	<b>91.9</b>	<b>110.2</b>
税前利润率	6.3%	5.1%	8.1%	8.7%	9.1%	9.3%
<b>归母净利润/亿元</b>	<b>43.2</b>	<b>18.0</b>	<b>53.2</b>	<b>59.2</b>	<b>66.8</b>	<b>80.0</b>
yoy		-58.4%	196.0%	11.3%	12.8%	19.8%
归母净利率	4.6%	3.0%	6.2%	6.3%	6.6%	6.8%
当前市值/亿元	579	579	579	579	579	579
PE	13.4	32.2	10.9	9.8	8.7	7.2
分红率				55%	60%	65%
股息率				5.6%	6.9%	9.0%

- 整车中利润兑现较好+俄罗斯敞口最小标的。受益25年内需景气反弹+非俄出口增长。
- 24-26E业绩有望保持20%以上CAGR，当前市值对应25E PE 12.1倍；24年中期分红率55%，若分红率进一步提升至60%及以上，则预计25年股息率5.0%。

表：中国重汽A业绩预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
重卡总销量/万辆	20.2	9.6	12.8	13.9	14.7	16.9
yoy		-52.5%	32.8%	9.3%	5.8%	14.8%
营业收入/亿元	561.0	288.2	420.7	482.1	512.3	604.9
yoy		-48.6%	46.0%	14.6%	6.3%	18.1%
重卡整车	477.6	226.4	339.6	382.4	410.5	488.6
配件	81.9	61.1	80.1	98.7	100.8	115.2
单车均价/万元	23.6	23.6	26.6	27.4	27.8	28.9
毛利率	7.4%	6.2%	7.8%	8.0%	8.3%	8.3%
销售费用率	1.8%	1.1%	1.1%	1.1%	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%	1.5%	1.4%	1.4%
税前利润/亿元	20.9	5.9	18.1	22.6	26.4	31.4
归母净利润/亿元	10.4	2.1	10.8	13.3	16.1	19.5
yoy		-79.4%	405.5%	23.4%	21.0%	20.7%
归母净利率	1.9%	0.7%	2.6%	2.8%	3.2%	3.2%
当前市值/亿元	203	203	203	203	203	203
PE	19.5	94.8	18.7	15.2	12.5	10.4
分红率				55%	60%	65%
股息率				3.6%	4.8%	6.3%



■ **国内重卡发动机龙头，业务多元化。** 考虑25年天然气重卡存在风险，且大缸径及凯傲利润改善存在不确定性，我们预计25年悲观情形下公司业绩103亿，中性预期下120亿，当前市值分别对应25年PE 10.7/9.2倍，估值或已到底部。24年中期分红率55%，若分红率进一步提升至60%及以上，则悲观/中性预期下25年股息率5.6%/6.5%。此外，公司大缸径业务+凯傲利润修复有望超预期兑现，提供业绩弹性。

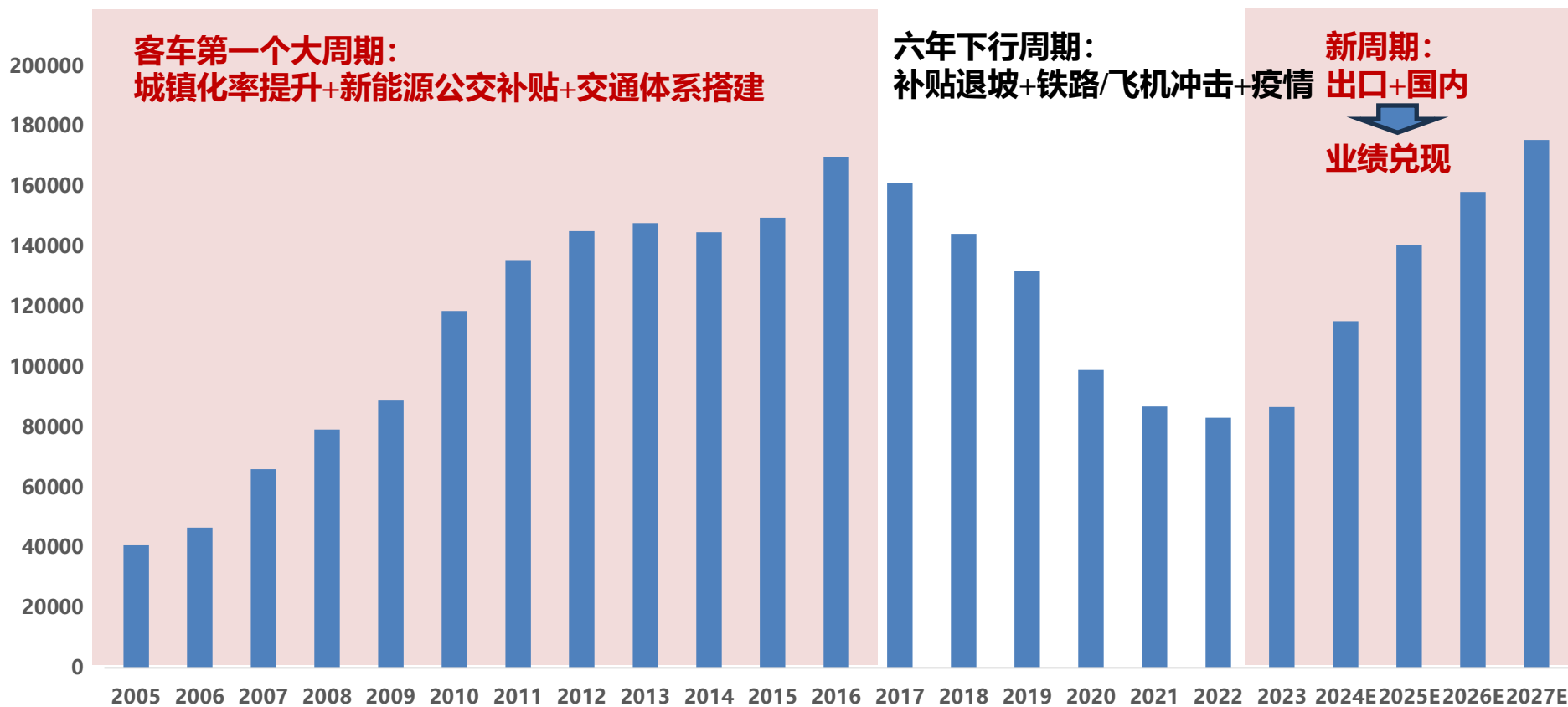
表：潍柴动力业绩预测

		2024	25E悲观	25E中性	25E乐观			2024	25E悲观	25E中性	25E乐观
重卡行业	重卡行业批发销量/万辆	89	90	94	100	重卡整车业务	整车市占率	12.9%	12.8%	13.0%	13.5%
	国内销量/万辆	60	60	63	68		国内市占率	10.1%	10.0%	10.0%	10.5%
	国内天然气/万辆	17.9	15	16	18		出口市占率	18.8%	18.5%	19.0%	20.0%
	国内新能源/万辆	7.5	11	11	11		重卡整车销量/万辆	11.5	11.6	12.2	13.5
	国内柴油/万辆	34.6	34	36	39		国内销量/万辆	6.1	6.0	6.3	7.1
	国内天然气渗透率	30.0%	25.0%	25.4%	26.5%		出口销量/万辆	5.5	5.6	5.9	6.4
	国内新能源渗透率	12.5%	18.3%	17.5%	16.2%		重卡均价/万元	38.2	38.1	38.1	38.2
	出口销量/万辆	29	30	31	32		国内ASP/万元	41.0	41.0	41.0	41.0
发动机业务	重卡发动机出货/万台	27.5	27.4	31.0	35.4	出口ASP/万元	35.0	35.0	35.0	35.0	
	天然气市占率	58.0%	50.0%	55.0%	58.0%	重卡净利率	1.3%	1.1%	1.7%	1.9%	
	新能源市占率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	国内净利率	-1.5%	-1.5%	-1.0%	-0.5%	
	柴油市占率	18.0%	25.0%	25.0%	27.0%	出口净利率	5.0%	4.5%	5.0%	5.0%	
	国内市占率	27.7%	26.7%	28.3%	30.8%	<b>并表盈利/亿元</b>	<b>3.0</b>	<b>2.6</b>	<b>3.9</b>	<b>5.0</b>	
	出口市占率	37.4%	38.0%	42.5%	45.0%	变速箱业务	重卡变速箱市占率	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
	发动机出货合计/万台	70.5	70.4	74.5	78.4		重卡变速箱出货/万台	62.3	63.0	65.8	70.0
	天然气/万台	10.4	7.5	8.8	10.4		其他变速箱出货/万台	21.0	21.0	21.0	21.0
	新能源/万台	0.0	0.0	0.0	0.0		变速箱均价/万元	1.7	1.7	1.7	1.7
	柴油/万台	6.2	8.5	9.5	10.5		变速箱净利率	6.0%	6.0%	6.5%	7.0%
	出口/万台	10.8	11.4	13.2	14.4		<b>并表盈利/亿元</b>	<b>4.3</b>	<b>4.4</b>	<b>4.9</b>	<b>5.5</b>
	其他车辆发动机/万台	43	43	43	43	大缸径发动机业务	行业市场规/万台	8.5	8.5	9.5	11.0
	发动机均价/万元	5.7	5.6	5.8	6.1		公司市占率	10.0%	10.0%	12.0%	15.0%
	天然气ASP/万元	12.0	12.0	12.0	12.0		出货量/万台	0.85	0.85	1.00	1.20
新能源ASP/万元	5.0	5.0	5.0	5.0	均价/万元		45	45	48	50	
柴油ASP/万元	10.0	10.0	10.0	10.0	净利率		28.0%	28.0%	29.0%	29.0%	
出口ASP/万元	8.0	8.0	8.0	8.0	<b>并表盈利/亿元</b>		<b>10.7</b>	<b>10.7</b>	<b>13.9</b>	<b>17.4</b>	
其他ASP/万元	3.0	3.0	3.0	3.0	凯傲	营收/亿元	889	900	900	900	
发动机单机净利/万元	1.0	0.9	1.0	1.0		净利率	3.2%	4.0%	4.5%	5.0%	
天然气单机净利/万元	2.2	2.1	2.2	2.2		<b>并表盈利/亿元</b>	<b>13.2</b>	<b>16.7</b>	<b>18.8</b>	<b>20.9</b>	
新能源单机净利/万元	0.1	0.1	0.1	0.1	雷沃	营收/亿元	160.0	160.0	160.0	165.0	
柴油/出口单机净利/万元	1.6	1.5	1.6	1.6		净利率	5.6%	5.5%	5.5%	6.0%	
其他单机净利/万元	0.4	0.4	0.4	0.4		<b>并表盈利/亿元</b>	<b>5.5</b>	<b>5.4</b>	<b>5.4</b>	<b>6.0</b>	
净利率	16.7%	15.9%	16.7%	16.9%	<b>重卡链合计/亿元</b>		<b>74.7</b>	<b>69.7</b>	<b>81.7</b>	<b>90.5</b>	
并表盈利/亿元	67.4	62.8	72.8	80.1	<b>归母净利润合计/亿元</b>		<b>104</b>	<b>103</b>	<b>120</b>	<b>135</b>	

## 三、2025年客车投资策略

- **2023年作为拐点元年开启客车新一轮上行大周期。**
- **首个上行周期 (05-16)：**城镇化率提升、新能源公交补贴、交通体系搭建三轮驱动客车销量腾飞。
- **六年下行周期 (17-22)：**补贴退坡、铁路/飞机横向替代外加疫情冲击造就客车销量持续走低。
- **新一轮上涨大周期 (23-)：**海内外需求复苏助力业绩强兑现，开启新一轮行业上行周期。

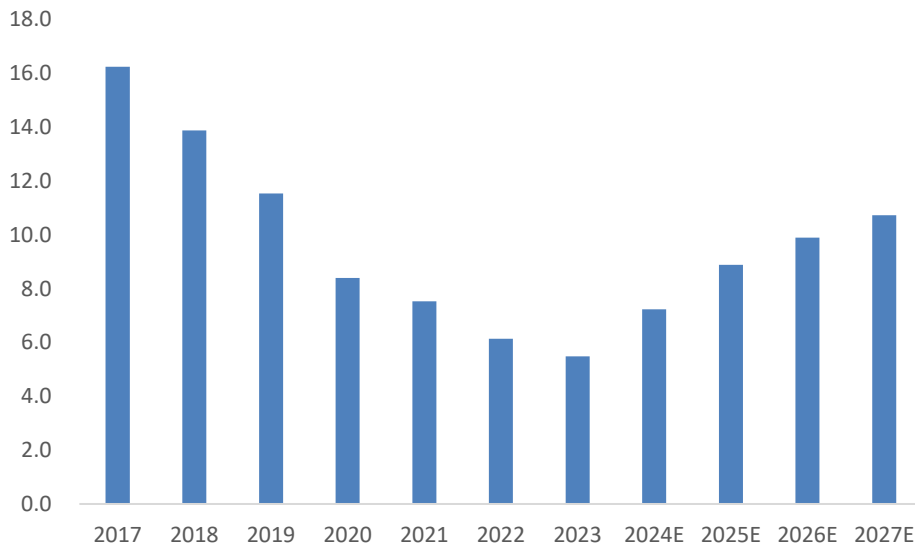
图：大中客车年销量变化/辆



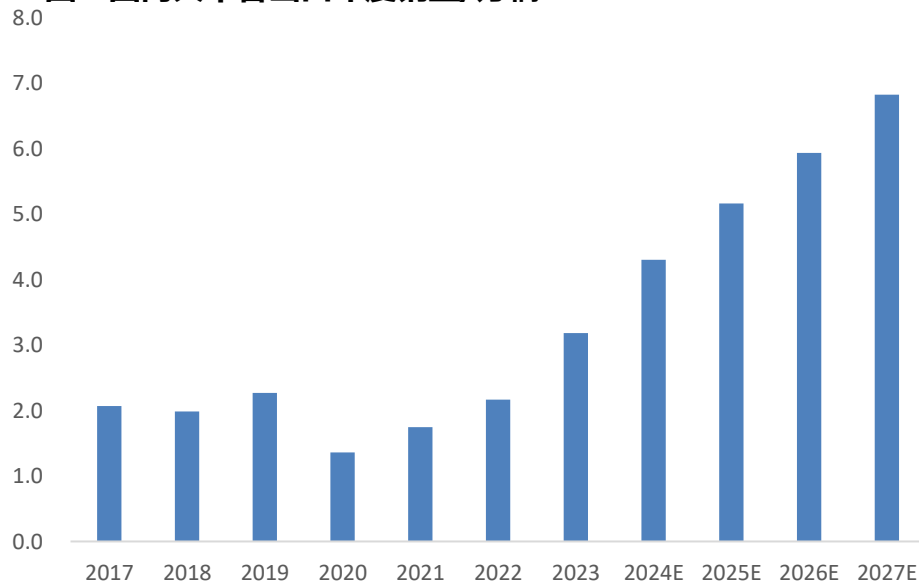
## ■ 出口内销双频共振，看好2025年行业持续扩容

- **内销**：2024年我们预计国内大中客销量有望达到7.2万辆，同比+32%，虽然离2017年高点仍有差距但是复苏拐点已现，座位客车（旅游需求拉动）及公交车（更新需求拉动）需求共振预计持续。
- **出口**：2023年为我国客车出口高增元年，销量同比+47%，2024年趋势延续，大中客出口量达4.3万辆，同比+35%高增趋势延续，预计客车出口将呈现“强需求、电动化、高端化”特征，2027年有望实现大中客出口与国内销量一比一。

图：国内大中客年度销量/万辆

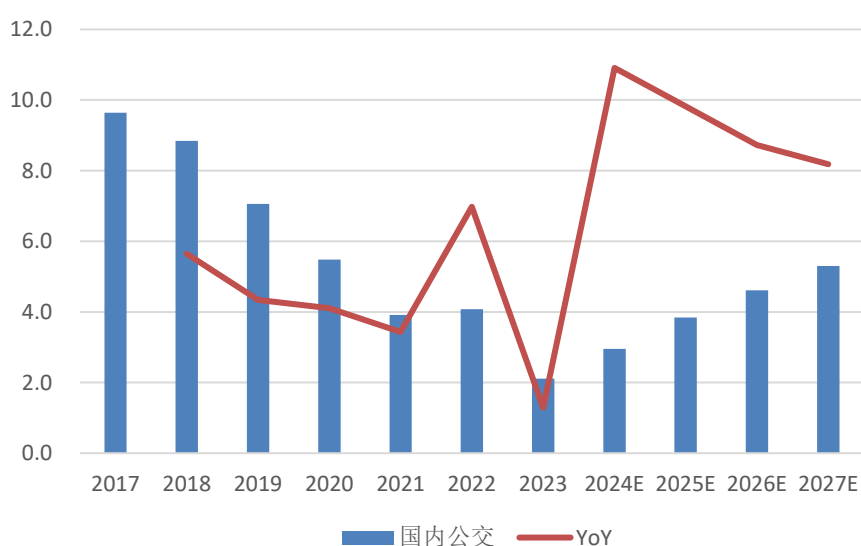


图：国内大中客出口年度销量/万辆

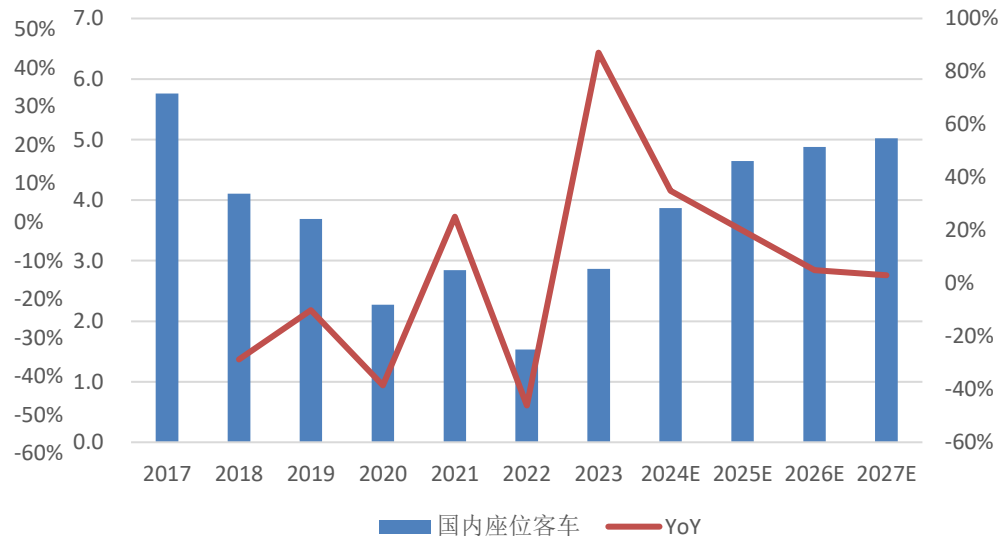


- **公交车复苏有望乘政策+需求之风强势回暖，座位客车将进一步回升疫情前水平**
- **公交车：以旧换新政策拉动需求提升，走出拐点。** 2024年受益于以旧换新政策拉动国内公交车行业需求显著修复，销量同比预计+40%，尽管如此国内公交替换仍不完全，我们预计2024-2027年或为公交新一轮替代周期（上一轮为2016-2018年），2025年公交需求有望持续修复。
- **座位客车：需求已回升至2019年水平，趋势延续。** 23年疫情政策放开后，下游旅游市场的逐步修复带动座位客车销量的井喷式增长，2024年座位客车需求预计同比+35%初步恢复至2019年水平，距离2017年高点仍有差距，我们认为下游旅游市场火爆已成趋势，作为最主要的客运载体座位客车有望延续增长势头。

图：国内大中公交车年度销量/万辆



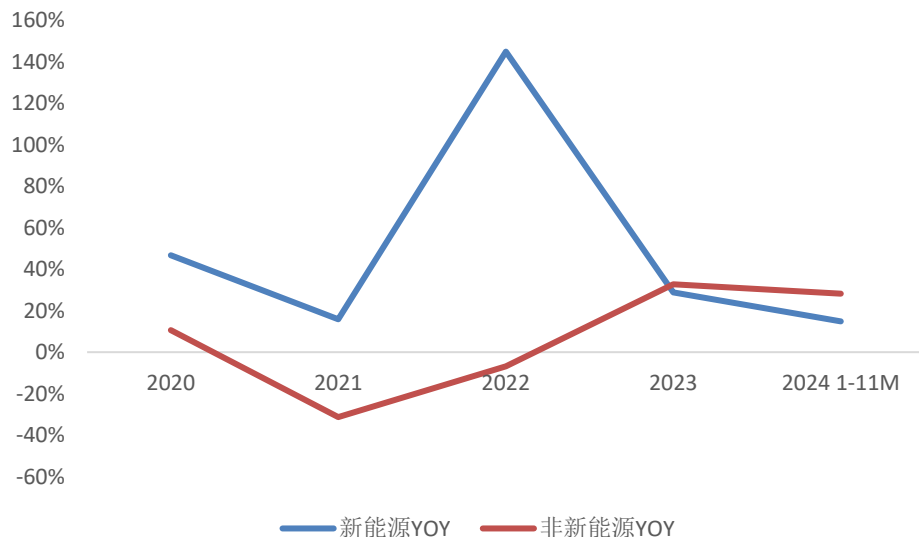
图：国内大中座位客车年度销量/万辆



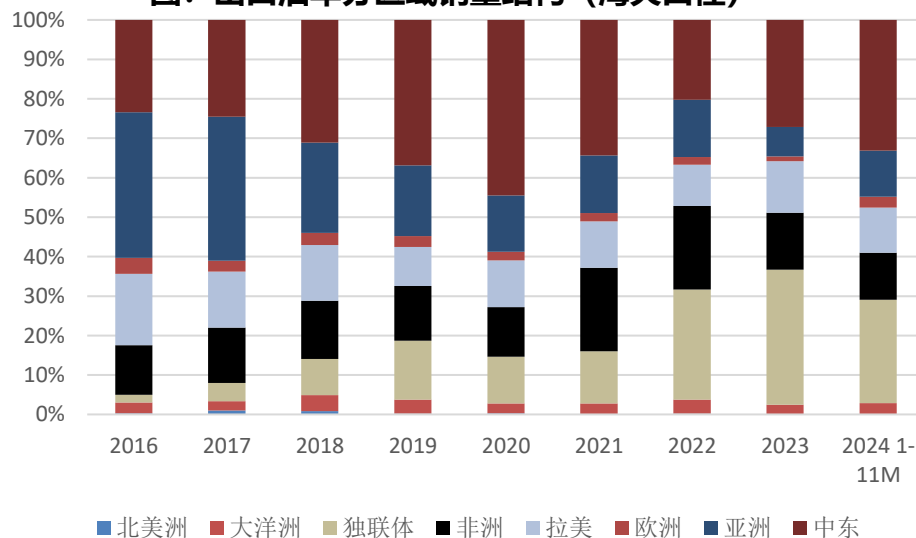
## ■ 展望一：油车出口“抢份额”按下加速键，“性价比”为本突破更多市场

- 油车出口从2023年来持续超预期，增速跑赢新能源车，其一是因为2023年以来一带一路国家燃油客车需求爆发，其二是因为中国客车经过二十年的渠道布局凭借性价比优势被更多国家认可。
- 分区域看，中东、独联体、东南亚为我国燃油客车出口重点区域，占比超过70%，拉美、欧洲、非洲等区域亦有增长。

图：出口新能源及非新能源销量增速YOY（海关口径）



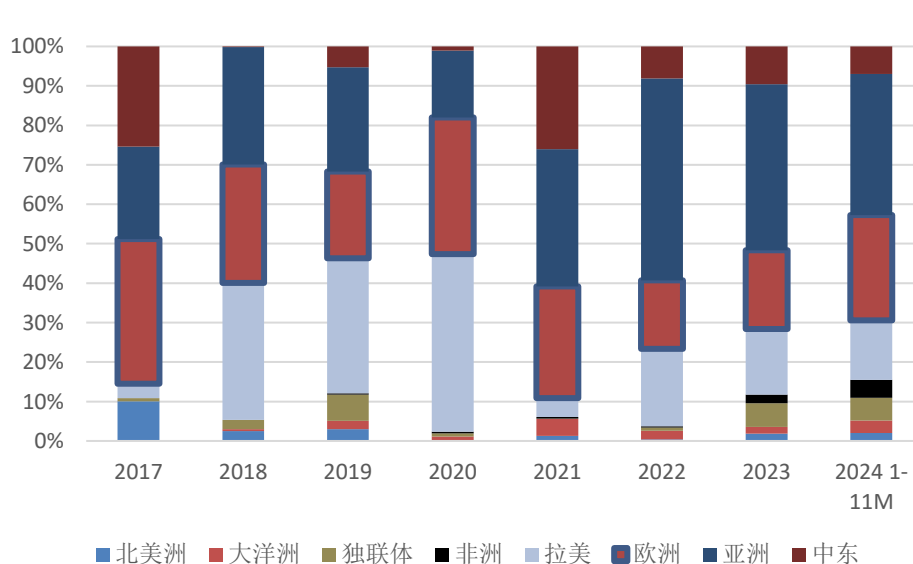
图：出口油车分区域销量结构（海关口径）



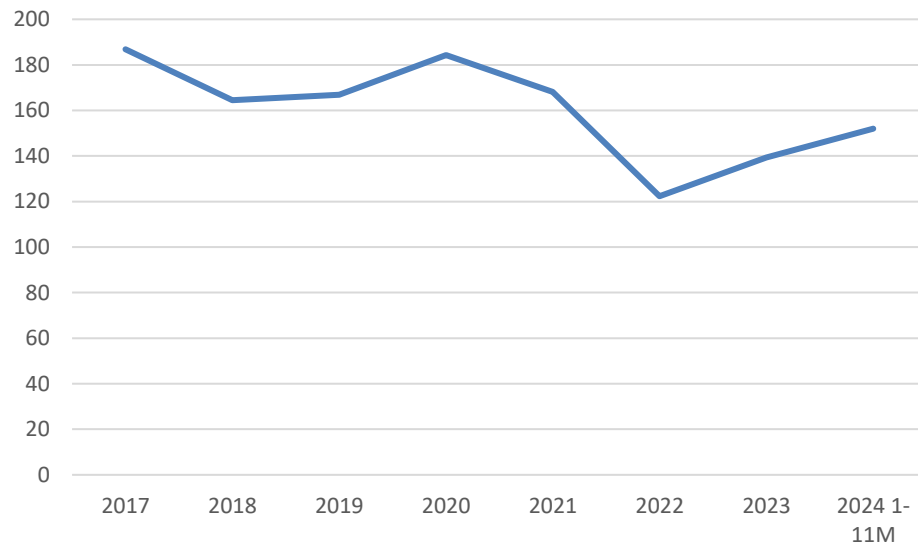
## ■ 展望二：新能源出口关注区域结构变化，欧洲等区域需求高增有望持续

- 2024年新能源客车增速略低于油车，主要是因为中亚等区域在2023年采购部分电动大巴大单基数较大所致，我们认为2024年新能源客车出口主要变化为“调结构”，即高端客车需求区域特别是欧洲需求猛增，2024年前11个月欧洲销量占整体比例为27%，2023年仅为20%
- 出口区域结构优化推动出口新能源单车ASP再度提升，2024年前11个月行业出口新能源客车单车ASP为152万元，2023年仅为139万元。

图：出口新能源销量地区结构（海关口径）



图：出口新能源单车ASP/万元





## ■ 展望三：中国客车全球范围接受程度进一步提升

- **油车：**我国客车出口较早，尤其是燃油客车早在几年前就实现了诸多国家的销量突破，2024年我国客车市占率在全球范围内多个国家均实现了市占率提升
- **新能源车：**电动客车出口时间相对油车较晚，多个国家还处于产品导入期，2024年我国新能源客车突破了亚洲、欧洲等区域的多个国家，个别国家还实现了从零到一的突破，意味着我国电动客车全球认可度逐步提升

- **展望2025年，我们认为新产品导入+市占率提升趋势持续，尤其是电动客车在很多区域还处于导入阶段，我国电动客车出口大有可为。**

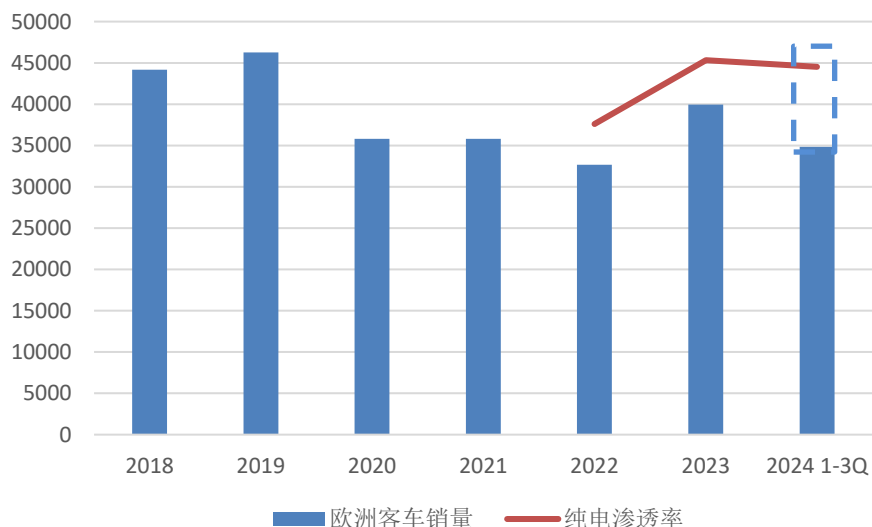
图：客车新开辟/市占率提升市场统计（海关口径）

		新能源车		油车	
		新开辟	市占率提升	新开辟	市占率提升
大洋洲	澳大利亚				
	阿塞拜疆				
独联体	白俄罗斯				
	俄罗斯				
非洲	埃塞俄比亚				
	尼日利亚				
	马里				
	尼日利亚				
	坦桑尼亚				
拉美	多米尼亚				
	墨西哥				
	乌拉圭				
	秘鲁				
	尼加拉瓜				
	牙买加				
欧洲	芬兰				
	挪威				
	西班牙				
	希腊				
	意大利				
	英国				
	比利时				
	斯洛文尼亚				
	西班牙				
	巴基斯坦				
亚洲	老挝				
	新加坡				
	印度尼西亚				
	越南				
	巴基斯坦				
	菲律宾				
	马来西亚				
	蒙古				
中东	阿联酋				
	阿尔及利亚				
	阿联酋				
	阿曼				
	埃及				
	以色列				

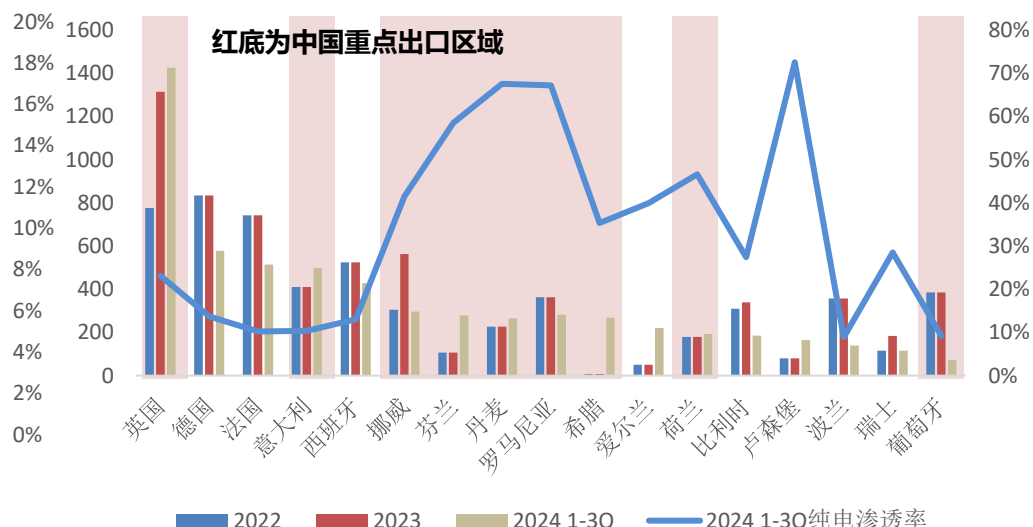
## ■ 展望四：2023年欧洲电车爆发元年，纵向拓深度+横向拓广度为核心要义

- **欧洲客车需求尚处于疫后修复周期。**2023年后欧洲客车需求走出向上趋势，2023年/2024年前三季度欧洲客车销量分别同比+22%/+19%，我们预计欧洲客车需求有望恢复至2019年水平。
- **纯电趋势仍旧延续，产业快于政策。**2024年前三季度欧洲客车纯电渗透率为17%，同比2023年基本持平，我们认为纯电趋势仍旧延续且确定性较强，预计2027年前后欧洲客车纯电渗透率或达到50%（其中公交车纯电渗透率超过90%）。欧盟最新的HDV重型车辆碳排放法规提出2030年新城市公交零排放率达到90%，2035年达到95%。根据我们产业调研，欧盟多数国家实际公交车招标已经快速向纯电公交倾斜，我们预计达到新城市公交零排放的速度将快于欧盟政策要求。

图：欧洲客车销量（台）及纯电客车渗透率

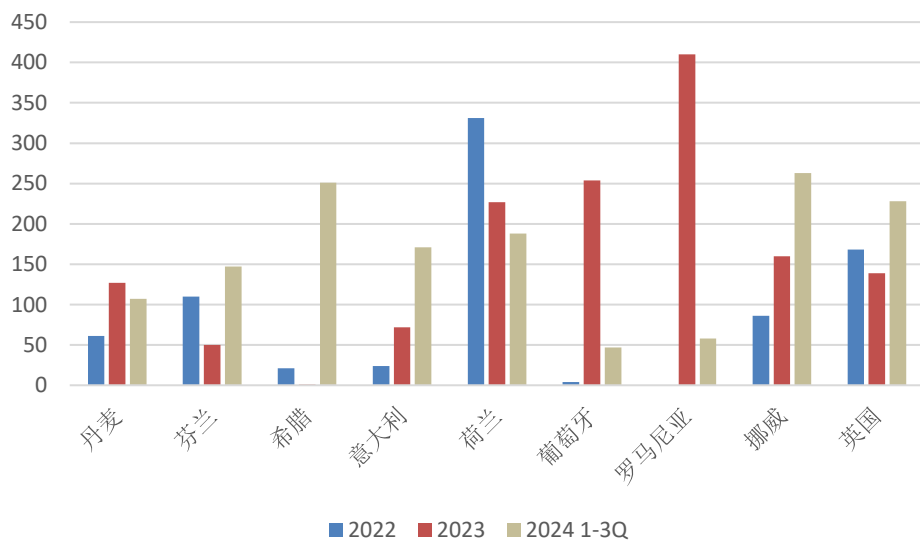


图：欧洲分国家客车销量（台）及纯电渗透率

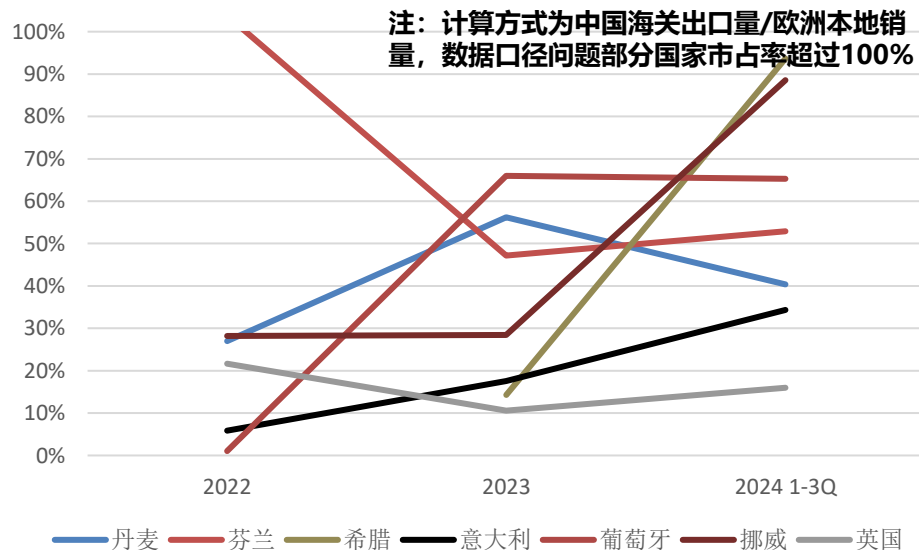


- **展望四：2023欧洲电车爆发元年，纵向拓深度+横向拓广度为核心要义**
- **中国电动客车在欧洲行稳致远。**2023年以来中国电动客车在欧洲多个国家如希腊、葡萄牙、罗马尼亚实现了零到一的突破，在北欧多国、英国等优势国家持续深耕，覆盖国家的深度及广度层面均有提高
- **扎根北欧、英国，拓展更多区域。**市占率来看，中国电动客车在诸如希腊、葡萄牙这种初步发展电动客车的国家优势明显，2024年前三季度市占率甚至超过80%，在丹麦、芬兰、挪威、英国这种传统优势区域持续深耕，2024年前三季度北欧三国市占率均处于30%以上，英国总需求较多市占率为15%左右

图：欧洲地区中国出口纯电客车销量（台，海关口径）



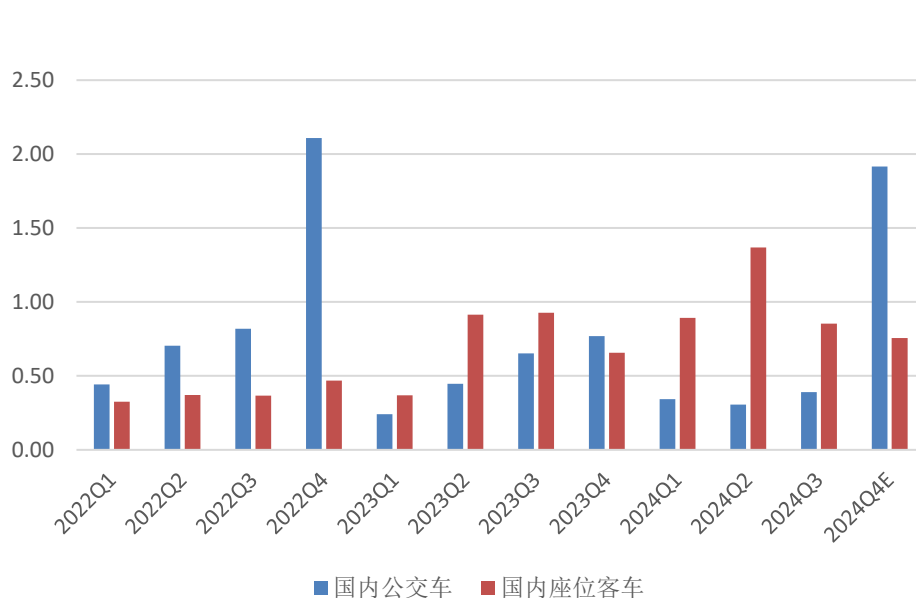
图：欧洲部分国家中国纯电客车市占率



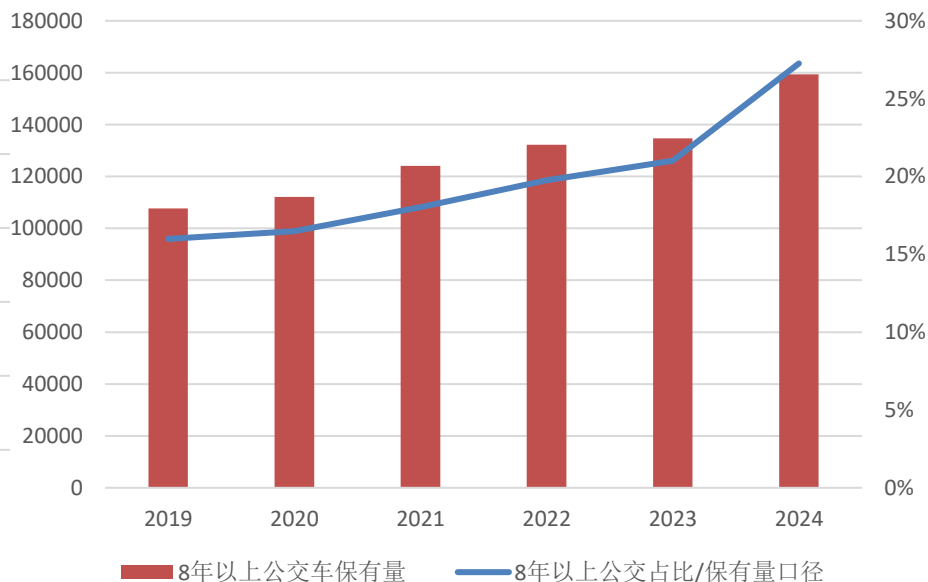
## 国内客车需求呈现明显季节属性，关注政策变化对公交车需求的拉动

- **投资节奏角度**，和下游需求紧密相关，客车行业存在明显的季节属性，如公交车往往呈现“前低后高”需求特征，座位客车往往在二三季度交付较多，故国内客车需求跟踪建议重点关注2025年公交车招标节奏（一般Q3后开始大规模招标）及旅游等需求对座位客车的拉动（关注节假日中旅行的热度）。
- **重点关注政策变化对公交需求的拉动**。2024年以旧换新政策对全年公交需求拉动明显，但从更换周期角度需要替换的公交车仍旧很多（据我们测算2024年8年以上公交车存量约为16万辆），故我们预计2025年公交车以旧换新政策或延续，建议关注政策推出节奏。

图：国内公交车及座位客车季度销量/万辆



图：8年以上公交车数量及占比（单位：辆，测算值）



- ◆ **新能源公交车行业政策历经：大力发展期（2015/2016）->补贴退坡期（2017-2022）->政策鼓励更换期（2023-）**，2024年9月25日，交通运输部办公厅、国家发展改革委办公厅、财政部办公厅正式公开发布关于进一步做好新能源城市公交车及动力电池更新工作的补充通知，对更新新能源城市公交车的每辆车平均补贴8万元，对更换动力电池的每辆车补贴4.2万元。对于更换动力电池的，每辆车补贴金额原则上不得高于新购动力电池价格的50%。

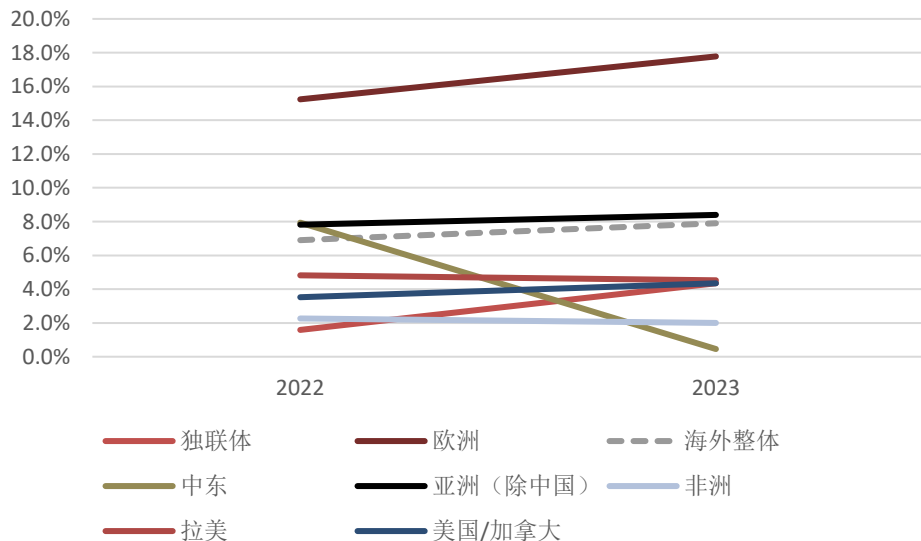
**表：公交车政策梳理（部分）**

	政策作用	政策名称
2015	新能源汽车推广	《关于2016-2020年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》
	新能源公交车推广	《关于完善城市公交车成品油价格补助政策加快新能源汽车推广应用的通知》
	新能源公交车推广	《新能源公交车推广应用考核办法（试行）》
2016	电动公交车推广（2016-2020年电动公交免购置税）	《关于城市公交企业购置公共汽电车辆免征车辆购置税的通知》
	把控公交车生产质量（2017实施）	《工业和信息化部关于进一步做好新能源汽车推广应用安全监管工作的通知》
	更新新能源汽车准入标准（2017实施）	第39号“中华人民共和国工业和信息化部令”
	降低电动公交补贴，提高补贴申领标准（2017实施）	《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》
2017	客车安全技术标准升级	《关于贯彻落实交通运输行业标准<营运客车安全技术条件>（JT/T 1094-2016）的通知》
2018	提高技术门槛要求，降低补贴	《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》
	国六标准发布	《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》
	推广新能源汽车	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》
2019	提高技术门槛要求，降低补贴	《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》
2020	降低补贴标准（2021实施，退坡10-20%）	《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》
2021	降低补贴标准（2022实施，退坡20-30%）	《关于2022年新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》
2022	电动公交车推广（免购置税延续至2023年）	《关于延续新能源汽车免征车辆购置税政策的公告》
2023	电动公交车推广（免购置税延续至2025年，2026-2027年购置税减半）	《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》
2024	加快老旧公交更新	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》
	加速10年及以上老旧公交更新	《交通运输大规模设备更新行动方案》
	加速8年以上新能源公交及动力电池更新	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》

# 2025年出口看点：关注市场突破及出口方式革新

- **全球电车渗透率处于1->10加速期，关注出口方式革新**
- **渗透率维度**，2023年全球客车新能源渗透率仅为8%，发展较快的欧洲渗透率仅为18%，尚有较大提升空间
- **中国客车企业正通过整车出口+底盘出口实现出口市场的横向拓展**，我们认为2025年中国客车或加速电动底盘出口，进一步发挥中国三电系统领先优势实现更多区域电动客车覆盖。

图：海外分区域新能源渗透率



表：国内车企海外建厂规划汇总（部分）

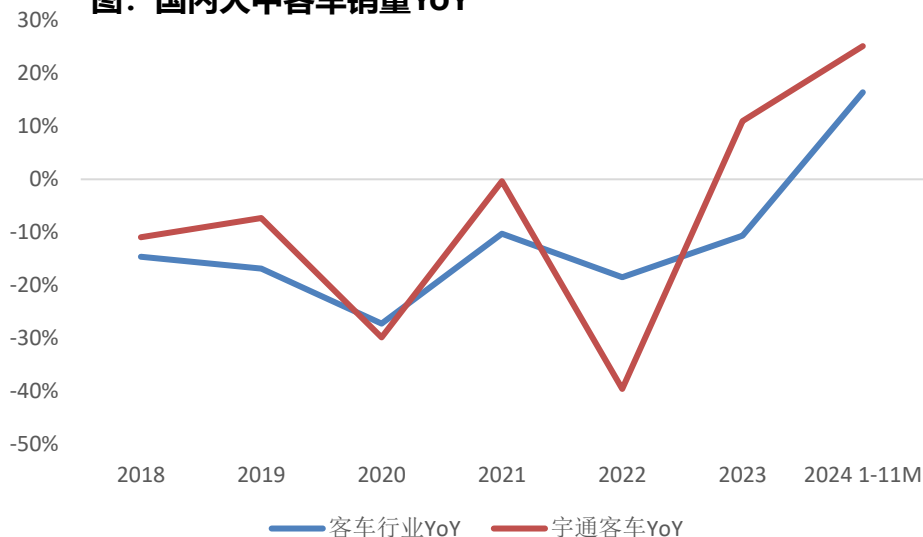
	国家	建设时间	投产时间	生产方式	产能
比亚迪	匈牙利	2016	2017	自建产能	年产约1500辆电动大巴
	英国	2017	2021	合资	年产纯电动大巴200台
	美国	2013	2017	自建产能	年产约1500辆电动大巴
	巴西	2023	2024	自建产能	生产客车和卡车底盘
宇通	委内瑞拉	2014	2015	自建产能	年产能3600台
	哈萨克斯坦	2020	2021	KD	1200辆公交车和500台特种设备
	卡塔尔	2024	2025	KD	初始年产能为300辆电动公交
其他KD工厂：秘鲁、埃塞俄比亚、马来西亚缅甸、巴基斯坦、埃及、古巴、伊朗等					
金龙	泰国			KD	年产能超2000台客车
	埃及	2012	2013	KD	年产约1600余辆
	巴西	2022	2024	自建产能	初始产能为每年300至400辆巴士，2026至2027年之间生产能力翻一番
其他KD工厂：阿尔及利亚、越南、马来西亚、肯尼亚、阿曼、突尼斯、尼日利亚					
中通	KD工厂：巴基斯坦、哈萨克斯坦				



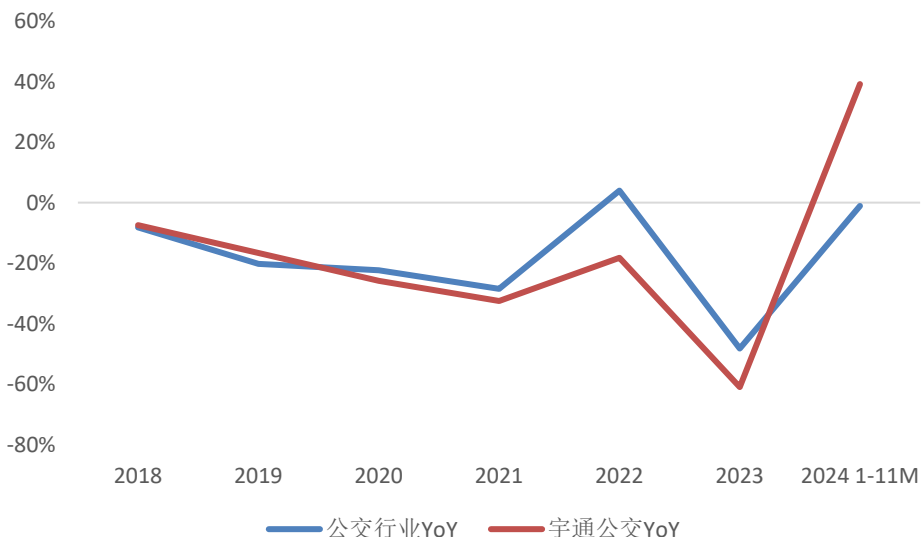
## 宇通客车国内战略贯彻利润优先原则

- 市占率层面，宇通在2022年推行筛选高质量订单制度后市占率有所下降，2023年行业复苏后市占率显著提升，2023年/2024年前十一个月销量增速跑赢行业。国内市场方面宇通始终以利润为导向，有的放矢的选取高质量订单

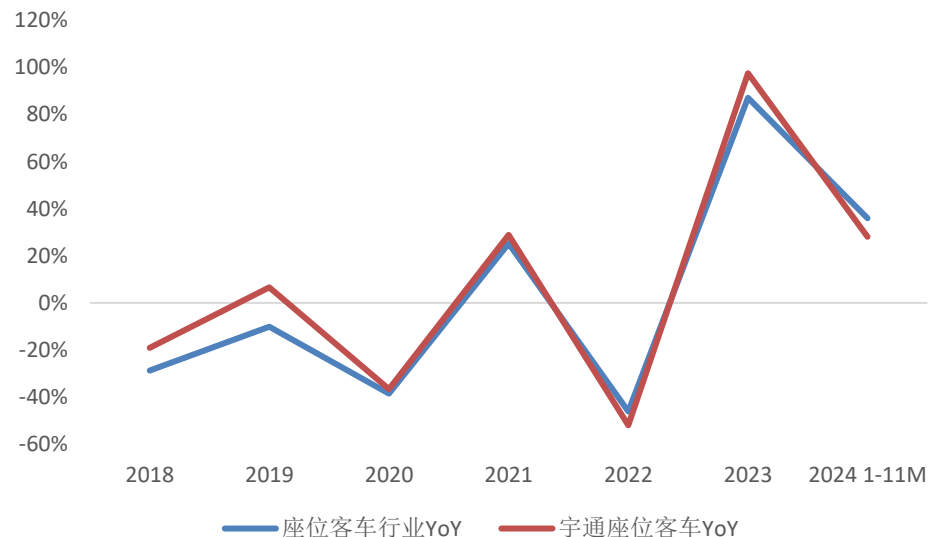
图：国内大中客车销量YoY



图：国内行业及宇通大中公交车销量YoY



图：国内行业及宇通大中座位客车销量YoY

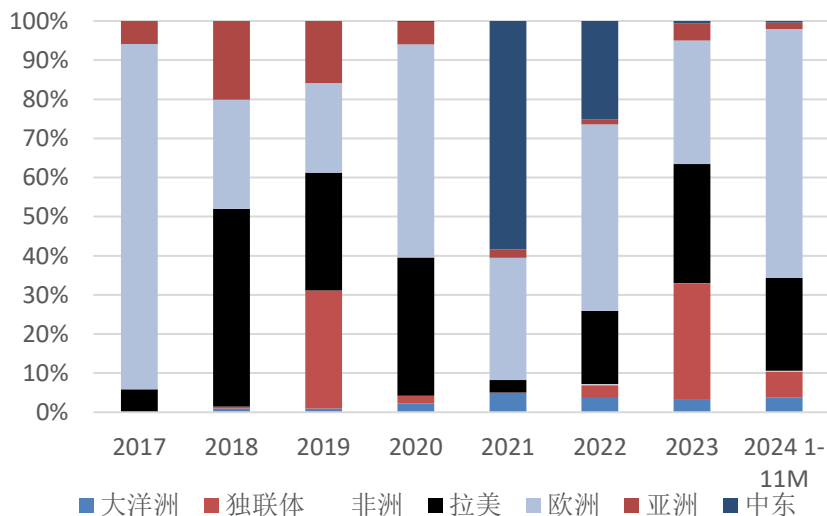




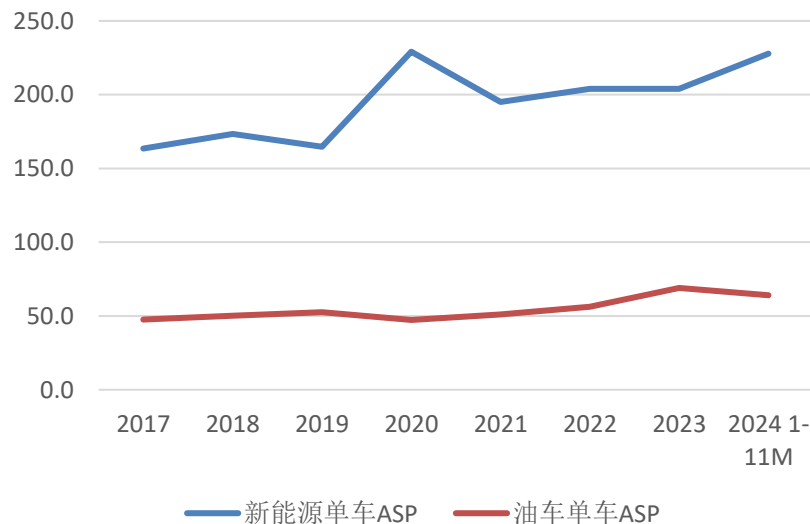
## ■ 出口区域结构优化，欧洲贡献2024年新能源出口最大增量

- **高举高打攻下高端市场。**海关口径，2024年前11个月宇通客车欧洲新能源出口1344台，占总新能源出口64%（2023年为32%）；2024年前11个月宇通客车欧洲新能源单车ASP 263万，高于平均的228万。
- **出口区域优化驱动宇通业绩强兑现。**2024年前三个季度宇通季度业绩持续超预期，我们认为主要源自宇通在欧洲等高端客车区域销量高增所致。展望2025年，我们认为宇通已经在海外高端市场站稳脚跟，具备了一定的品牌溢价，同时在中高端市场铺设了相对完善的销售渠道和售后网络，形成较为显著的竞争壁垒，出口销量高增及单车高价值量维持可期。

图：宇通新能源出口区域占比（海关口径）



图：宇通出口单车ASP（单位：万元，海关口径）

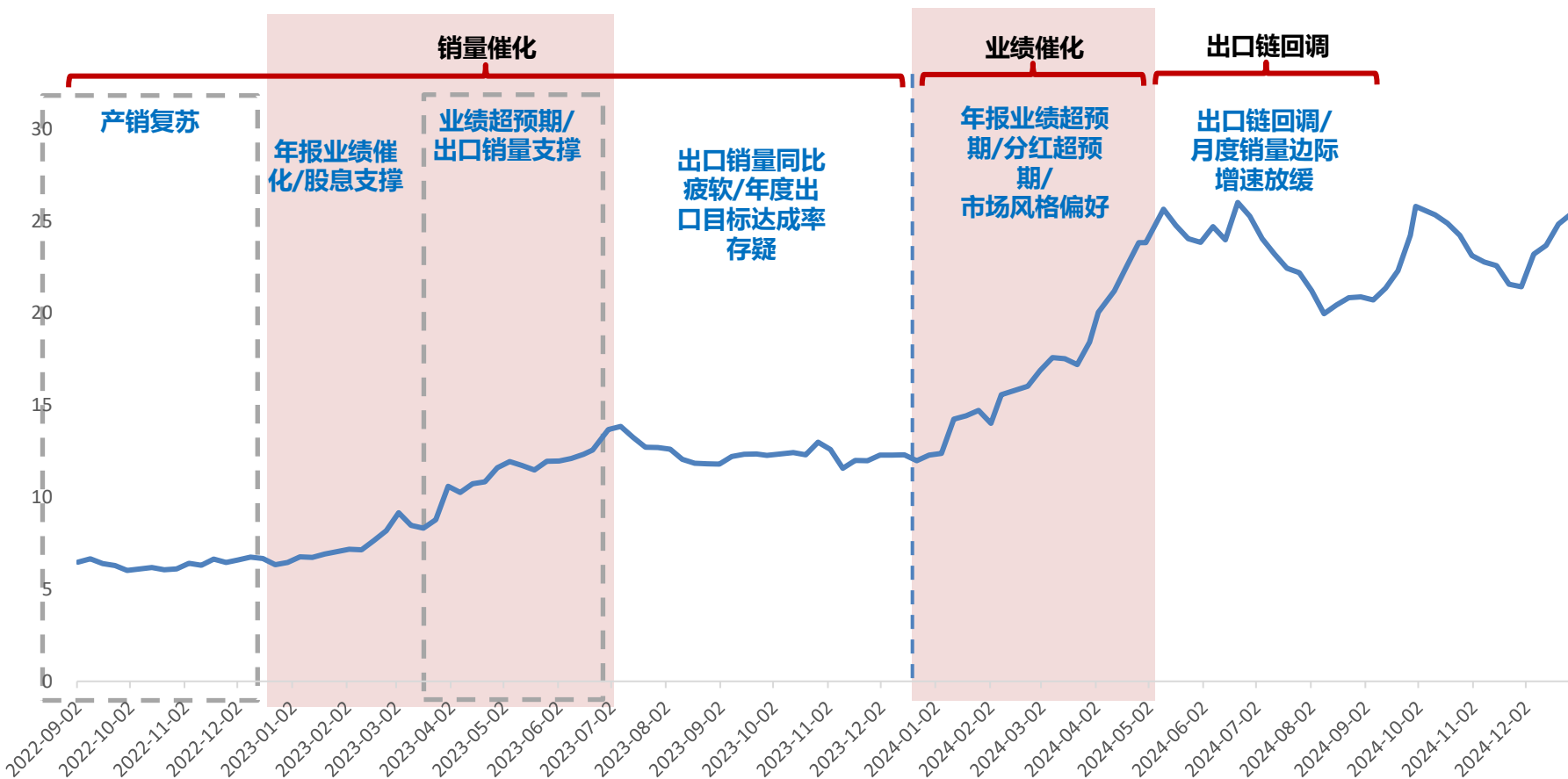


注：使用注册地为河南的海关数据作为宇通海关出口数据

## 2025年宇通有望迎来新一轮股价上涨周期

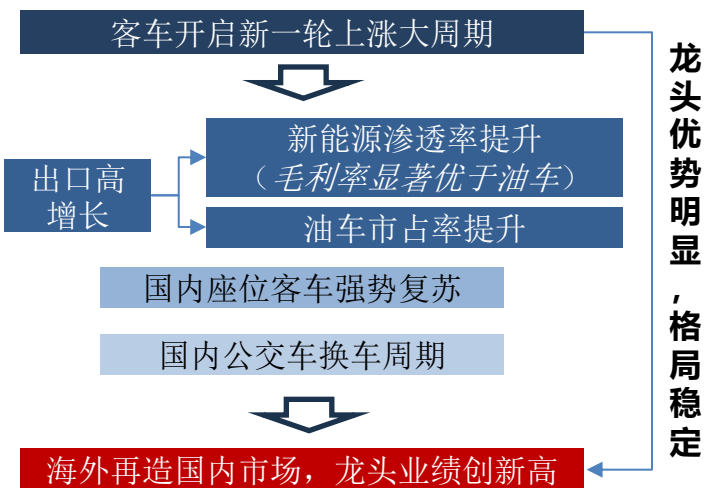
- 复盘宇通股价，我们认为销量景气度+业绩催化+市场风格共同决定公司股价走势。展望2025年我们预计宇通在行业内外需需求共振向上的背景下仍能实现出色的销量及业绩兑现，参考2023H1、2024H1两轮股价上涨周期，我们预计2025年宇通有望迎来新一轮业绩与估值共振向上。

图：宇通股价复盘/元

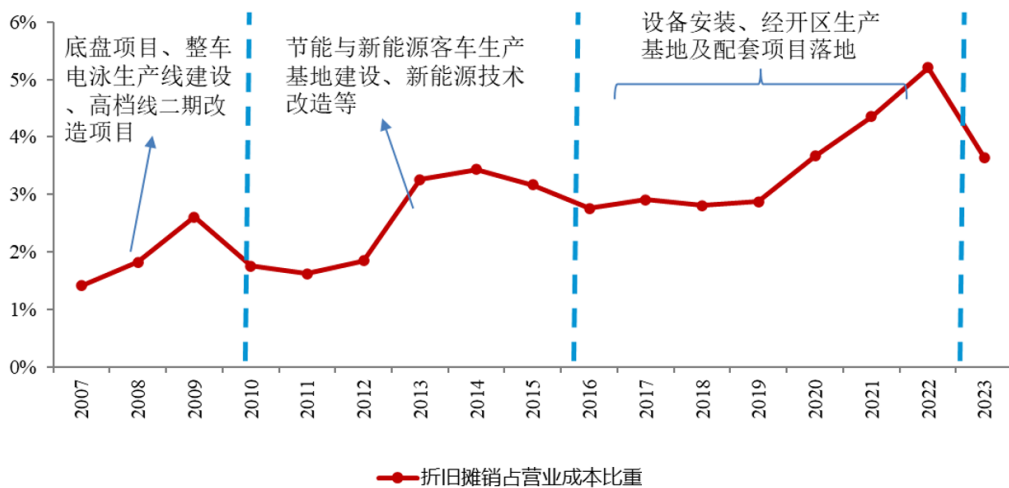


- **本轮周期，剩者为王：**格局稳定为这轮周期自上而下逻辑成立的第一要素，宇通/金龙作为行业龙头2010年至今合计市占率维持50%以上，出口市占率接近60%，海外车企势弱基础上中国客车全球市占率提升空间较大。
- **高成长性是本轮宇通估值上移的核心原因，**据我们测算，2023-2027年我国客车海外市占率有望从22%提升至44%，海外新能源渗透率有望从14%提升至31%。
- **出口高盈利性是高成长的根源，**2023年宇通出口毛利率为32%，显著高于国内毛利率的23%。
- **高红利是股价的强支撑，**本轮周期宇通不具备新投产能的需要，现金流显著好于利润，高分红我们预期可持续。

图：客车行业自上而下视角投资逻辑



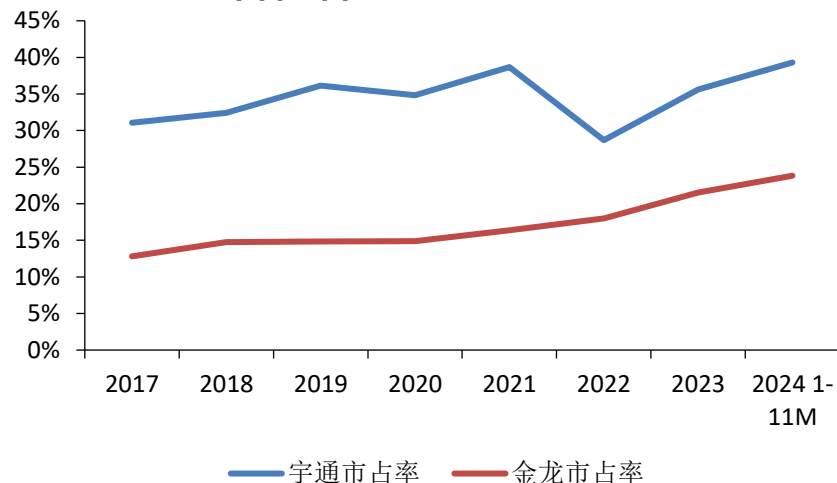
图：制造业视角宇通的独特优势：新一轮周期不需要资本开支



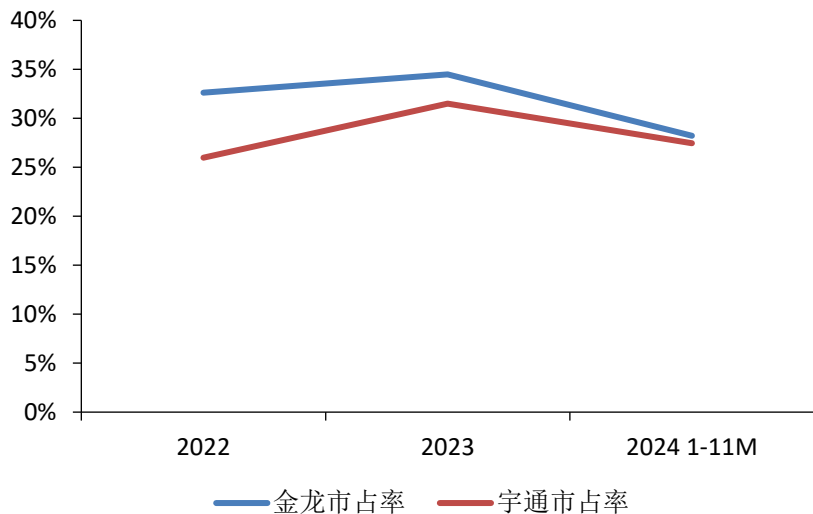
## ■ 行业龙头格局稳固，国内/出口份额稳居前二

- **国内市场**，2024年前11个月市占率为24%且2017年以来处于持续提升通道
- **出口市场**，金龙市占率甚至略高于宇通，主要因为金龙出口区域为亚洲及中东区域，但也侧面印证了金龙行业龙头的地位

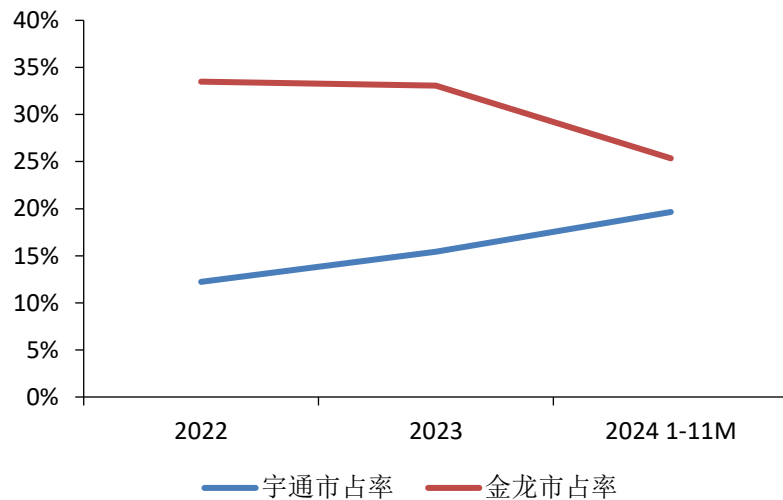
图：国内大中客市占率



图：出口大中客市占率



图：新能源出口大中客市占率



# 金龙汽车：拟收购金旅少数股权，整合进入尾声

## ■ 2015-2024年，金龙汽车对金龙联合、苏州金龙基本完成整合，厦门金旅即将实现整合

➤ **背景：**2015年前，公司对大金龙/苏州金龙/金龙旅行持股比例分别为51%/30.6%（通过大金龙间接持股）/60%。

## ■ 三龙整合路径：

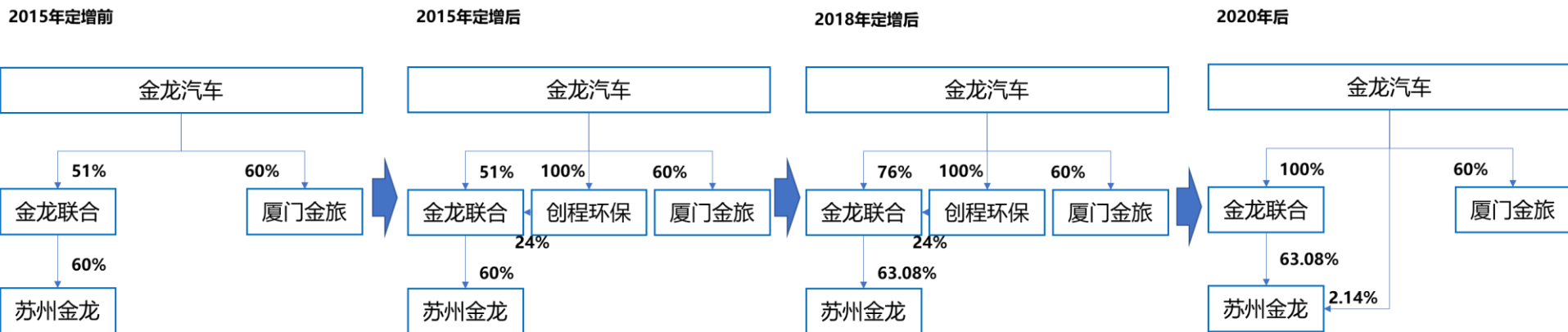
➤ 1) 2015年公司通过非公开发行募资收购创程环保（2020年被吸收合并）100%的股权，创程环保持有大金龙24%的股权，此次收购后公司对大金龙/苏州金龙的持股比例提升至75%/45%。

➤ 2) 2018年公司通过非公开发行募资收购厦门金龙25%的股权，收购前公司对大金龙/苏州金龙持股比例为75%/47.3%（通过大金龙间接持股），收购后对大金龙/苏州金龙持股比例为100%/63.08%（通过大金龙间接持股）。

➤ 3) 2020年吸收合并创程环保，对金龙联合直接完全控股；收购苏州金龙少数股东2.14%的股权，对苏州金龙的整合完全完成

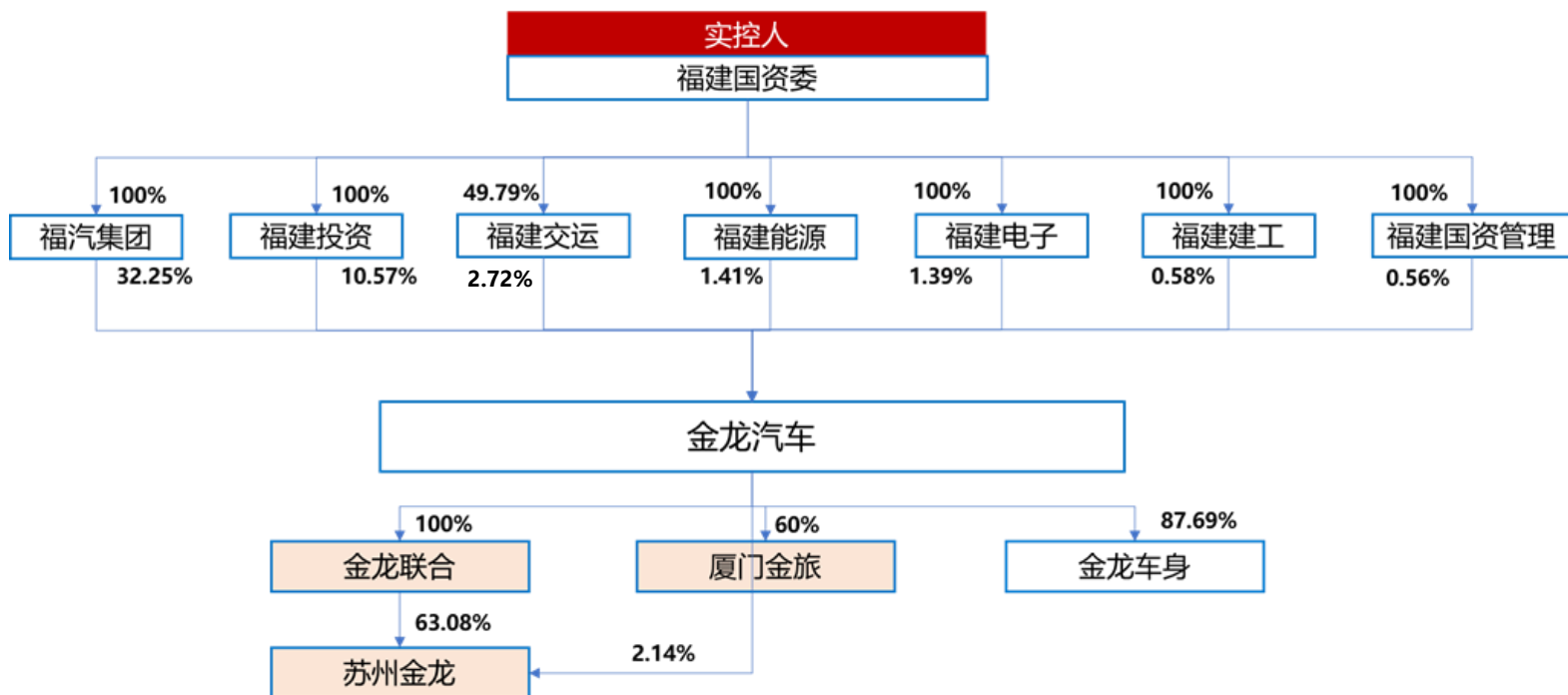
➤ 4) 2024年12月，公司发布公告拟收购厦门金旅40%的少数股权

图：公司对子公司持股比例变化



■ **公司实控人为福建国资委，实现了对三个子公司的控股。** 公司通过三轮内部结构调整理顺了实控人对上市公司、上市公司对三条龙的控制关系，福建政府成为公司实控人，通过多个子公司对公司持股比例接近50%，福建客车需求构成公司客车销售的基本盘，2017年福建省推出“电动福建”战略，公司作为本土企业进一步受益。公司对三个子公司金龙联合/苏州金龙/厦门金旅持股比例为100%/65.22%/60%，完全控股金龙联合，绝对控股苏州金龙和厦门金旅，且即将完全控股厦门金旅，公司对子公司整合即将达到历史最优状态。

图：公司股权结构及子公司（截至2024年12月）



■ **2025年预计宇通继续兑现量利齐升。** 1) 出口需求上移，尤其是海外新能源需求进一步提振，2024年验证了欧洲新能源需求提升，2025年我们预计该趋势有望扩散到更多地区；2) 内需不拖累，2024年公交车总销量预计还未修复至中枢水平，判断内需仍具备向上空间；3) 费用端投入预计没有太大提升，预计公司维持高分红。

■ **预计2024~2026年归母净利润为33.1/41.1/49.6亿元，同比+82%/+24%/+21%。**

表：宇通客车核心财务指标拆分

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/亿元	332	317	305	217	232	218	270	347	414	499
YoY		-4.4%	-4.0%	-28.8%	7.0%	-6.2%	24.1%	28.4%	19.3%	20.4%
总销量/万辆	6.8	6.1	6.2	4.2	4.2	3.0	3.7	4.5	5.2	5.9
YoY		-9.9%	1.1%	-32.1%	0.2%	-27.8%	20.9%	22.4%	16.8%	13.3%
综合毛利率	26.3%	25.3%	24.3%	17.5%	18.6%	22.8%	25.6%	26.9%	27.4%	27.9%
<b>国内</b>										
国内销量/万辆	5.9	5.4	5.4	3.8	3.7	2.5	2.6	3.2	3.7	4.1
YoY		-8.8%	1.5%	-30.2%	-2.9%	-33.6%	7.9%	20.2%	15.9%	11.2%
国内毛利率	25.6%	25.7%	24.0%	15.9%	16.1%	20.4%	23.0%	22.0%	22.0%	22.0%
<b>国外</b>										
出口销量/万辆	0.9	0.7	0.7	0.4	0.5	0.6	1.0	1.3	1.5	1.8
YoY		-17.2%	-2.4%	-46.6%	30.7%	15.6%	77.0%	28.1%	19.0%	18.4%
出口毛利率	32.3%	26.3%	30.0%	28.7%	31.3%	30.0%	31.7%	31.4%	31.7%	31.4%
其他收入	22	22	21	17	23	23	27	29	30	50
期间费用率	19.3%	17.2%	18.4%	18.5%	17.3%	18.8%	15.7%	14.1%	13.6%	13.4%
归母净利润/亿元	31.3	23.0	19.4	5.2	6.1	7.6	18.2	33.1	41.1	49.6
YoY		-26.5%	-15.7%	-73.4%	19.0%	23.7%	139.4%	82.2%	24.2%	20.7%

◆ 风险提示：国内外需求不及预期，地缘政治风险



■ **关注金旅少数股权收回后客车行业龙头盈利改善。** 金龙汽车有望在2025年实现收回子公司厦门金旅40%的少数股权，一方面将增厚公司归母净利润，另一方面公司完成子公司资产整合有望通过联合采购等方式实现生产降本。金龙在规模上稳居行业第二，少数股权收回可以期待公司利润率修复。

■ **预计2024-2026年归母净利润为1.8/4.4/6.4亿元，同比+134%/+153%/+45%**

表：金龙汽车核心财务指标拆分

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/亿元	177	183	179	140	154	182	194	210	238	268
YoY		3.1%	-2.2%	-22.0%	10.5%	18.3%	6.4%	8.1%	13.3%	12.6%
总销量/万辆	5.8	6.2	5.7	4.4	5.1	4.6	4.2	4.9	5.6	6.4
YoY		6.0%	-7.5%	-23.9%	16.3%	-8.9%	-8.9%	16.6%	14.0%	14.8%
1) 大中客/万辆	2.6	2.7	2.5	1.7	1.9	1.9	2.3	2.8	3.2	3.7
占比	43.9%	43.0%	42.9%	39.2%	38.3%	42.1%	53.9%	57.2%	57.3%	57.5%
2) 出口/万辆	1.4	1.9	2.5	1.6	1.7	1.5	1.9	2.3	2.7	3.3
占比	23.3%	30.8%	44.1%	36.9%	34.3%	32.3%	44.7%	46.0%	48.4%	50.6%
3) 出口-新能源	0.05	0.03	0.06	0.03	0.05	0.33	0.39	0.51	0.67	0.87
占比	3.7%	1.7%	2.5%	1.6%	3.1%	21.9%	21.0%	22.7%	24.6%	26.7%
综合毛利率	18.7%	14.0%	13.8%	12.4%	8.8%	9.6%	11.6%	12.0%	13.0%	14.0%
期间费用率	13.2%	11.9%	11.7%	11.6%	12.6%	10.8%	12.4%	10.8%	10.3%	10.3%
归母净利润/亿元	4.8	1.6	1.8	0.3	-6.0	-3.9	0.8	1.8	4.4	6.4
YoY		-66.8%	14.2%	-82.4%	-	-	-	133.8%	153.3%	44.8%

◆ 注：2021-2023年归母净利润同比数据由于存在负值无法计算

◆ 风险提示：国内外需求不及预期，地缘政治风险

## 四、风险提示

- **国内经济复苏不及预期。** 若国内经济不及预期将影响商用车需求。
- **海外出口方面面临地缘政治不确定。** 商用车均受益于出口带来的量利齐升，如果有地缘政治风险将影响公司出口销量。

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

# 东吴证券 财富家园