

中国重汽(03808)

报告日期: 2025年03月25日

重卡更新、出口景气、电动化驱动重卡龙头业绩持续向上

——中国重汽深度报告

投资要点

- 中国重汽: 稳居重卡龙头, 近年来量价齐升, 股权激励彰显发展信心**
 中国重汽深耕重卡行业近70年, 2022年来, 市占率稳居行业第一。公司旗下三大分部: 卡车、发动机、财务, 全方位覆盖重卡生产销售链条。山东重工控股, 德国MAN集团参股比例25%, 公司既享受山东重工雄厚的资金、技术实力, 同时共享全球商用车巨头MAN卡车生产核心技术。近年来出口和燃气重卡贡献重要增量, 公司产品量价齐升。2024年6月6日发行股权激励, 条件2024-2026年营收不低于948、1091、1255亿元, 对应10.9%、15.1%、15%同比增速, 销售净利率不低于7.5%、8%、8.5%。
- 政策驱动更新需求, 行业向上, 龙头受益**
 2023-2025, 临近置换车辆比例从31%升至45.9%。2024年来, 国家和地方以旧换新政策持续加码, 2025年已将报废更新补贴范围扩大至国四及以下柴油重卡, 据我们测算, 保守情形(替换比例25%)将带动2025年重卡销售17.4万辆, 占24年销量比例19.4%。更新需求向上, 新增和出口稳定增长, 驱动2024-2026年重卡总销量约为89.4、104、118万辆, 同比-1.9%、16.3%、13.6%。
- 出口持续高景气, 重汽占据半壁江山, 预计率先受益**
 国产重卡具备显著性价比优势, 同等性能价格仅为海外品牌一半左右。我们测算, 重卡海外潜在市场空间超80万辆, 据IMF预测, 主要出口国经济预期景气, 重卡保有量有望持续增长。预计2024-2026年出口量25.0、26.3、28.9万辆。重汽占重卡出口半壁江山, 在海外布局多年, 预计率先受益于重卡出口高景气。
- 新能源重卡渗透率不断提升, 重汽份额有望持续提升**
 从单车运营成本看, 纯电相比柴油、天然气等传统能源路线具有成本优势。短期来看, “以旧换新”等政策(新购新能源重卡补贴额高于传统能源)将刺激新能源重卡渗透率加速提升。新能源重卡渗透率至24年12月单月已接近20%。2024年1-12月, 中国重汽新能源重卡份额9%, 位列第四。我们预计, 传统主机厂深耕的渠道资源在市场份额争夺中重要性愈发显现, 中国重汽份额有望持续提升。
- 盈利预测与估值**
 我们预计公司2024-2026年: 营收为940.01、1087.52、1253.63亿元, 同比分别增长10%、16%、15%, CAGR达15.5%; 归母净利润为65.17、80.44、91.85亿元, 同比分别增长23%、23%、14%, CAGR达18.7%, 对应EPS为2.36、2.91、3.33元。公司盈利质量高, 财务健康状况良好, 业绩成长性优异, 估值具备较大提升空间, 给予“买入”评级。
- 风险提示**
 国内宏观经济不及预期; 海外需求不及预期; 技术更新进展低于预期

投资评级: 买入(首次)

分析师: 邱世梁
执业证书号: S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君
执业证书号: S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

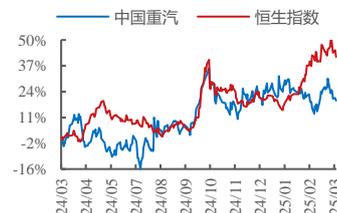
分析师: 刘巍
执业证书号: S1230524040001
liuwei03@stocke.com.cn

研究助理: 陈红
chenhong01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$21.65
总市值(百万港元)	59,775.51
总股本(百万股)	2,760.99

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	85498	94001	108752	125363
(+/-) (%)	44%	10%	16%	15%
归母净利润	5318	6517	8044	9185
(+/-) (%)	196%	23%	23%	14%
每股收益(元)	1.93	2.36	2.91	3.33
P/E	7.22	8.35	6.76	5.92

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) 我们预计中国重汽 2024-2026 年：营收为 940.01、1087.52、1253.63 亿元，同比分别增长 10%、16%、15%，CAGR 达 15.5%；归母净利润为 65.17、80.44、91.85 亿元，同比分别增长 23%、23%、14%，CAGR 达 18.7%，对应 EPS 为 2.36、2.91、3.33 元。

2) 公司盈利质量高，财务健康状况良好，业绩成长性优异，估值具备较大提升空间，给予“买入”评级。

● 关键假设

1)政策驱动更新需求，行业向上：2023-2025，临近置换车辆比例从 31%升至 45.9%。2024 年来，国家和地方以旧换新政策持续加码，2025 年已将报废更新补贴范围扩大至国四及以下柴油重卡，据我们测算，保守情形（替换比例 25%）将带动 2025 年重卡销售 17.4 万辆，占 24 年销量比例 19.4%，为重卡行业需求带来较大弹性。

2)重卡出口维持高景气：我们测算，重卡海外潜在市场空间超 80 万辆，据 IMF 预测，主要出口国经济预期景气，重卡保有量有望保持持续增长。

3)新能源重卡渗透率不断提升：从单车运营成本看，行驶里程足够长时，纯电路线相比天然气和柴油等传统能源路线具有成本优势。短期来看，“以旧换新”等政策刺激（新购新能源重卡补贴额高于传统能源）将刺激新能源重卡渗透率加速提升。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为，货车以旧换新补贴 2024 年 9 月已出台，但成效有限；当前宏观经济压力仍存，2025 年重卡行业仍将受制于内需疲软。

我们认为，2024 年以旧换新补贴主要补贴范围为国三货车，国四货车保有量远大于国三货车，有望为行业带来较大弹性。2025 年，临近更新重卡占比达 45.9%，更新需求为重卡行业增长的主要驱动，宏观经济温和增长，对新增需求也不会构成压制，若政策执行有力，全年重卡销量有望超市场预期。

● 股价上涨的催化因素

以旧换新政策涉及范围大，有望驱动行业销量超预期增长；中东、拉美等出口市场有望超预期增长；公司股权激励对利润率提出明确要求，公司降本增效、盈利能力提升有望超市场预期。

● 风险提示

国内宏观经济不及预期：重卡销量与经济增速、工业增加值等宏观变量具有密切的相关关系，如果经济体动力不足，将减少重卡的新增需求，也将压制部分置换需求。

海外需求不及预期：重卡出口是重卡销量增长的重要动力，若海外需求低于预期，可能会造成行业增长乏力。

技术更新进展低于预期：电动化、智能化、网联化等新兴技术的发展可能不及预期，可能延缓重卡的更新需求。

正文目录

1 中国重汽：稳居重卡龙头，近年来量价齐升	6
1.1 深耕重卡行业 70 年，2022 年来稳居行业龙头	6
1.1.1 深耕重卡行业近 70 年，2022 年市占率夺得第一	6
1.1.2 中国重汽主要产品为重卡，卡车销售占比 98%	6
1.1.3 中国重汽车型矩阵丰富、价格带广	7
1.1.4 管理团队经验丰富，股权激励彰显发展信心	7
1.2 财务表现：出口和燃气重卡贡献增量，实现量价齐升	9
1.2.1 近年来出口和燃气重卡贡献重要增量	9
1.2.2 量价齐升，收入快速增长	10
2 重卡更新、出口景气、电动化驱动业绩持续向上	11
2.1 驱动一：政策驱动更新需求，行业向上，龙头受益	11
2.1.1 2023-2025，临近置换车辆比例从 31%升至 45.9%	11
2.1.2 重卡以旧换新政策有望为重卡销售带来较大弹性	12
2.1.3 预计 25 年重卡销量增 16.3%至 104 万辆，23-26 年 CAGR 9%	13
2.1.4 中国重汽市占率逐年提升至行业第一，龙头地位稳固	13
2.2 驱动二：出口持续高景气，重汽占据半壁江山	14
2.2.1 出口产品竞争力：国产重卡产品具备显著性价比优势	14
2.2.2 主要出口国经济预期景气，海外潜在市场空间超 80 万辆	15
2.2.3 重汽占重卡出口半壁江山，率先受益于出口高景气	16
2.3 驱动三：新能源重卡带动销量增长，重汽份额不断提升	17
2.3.1 看好纯电长期成本优势，近年来渗透率迅速提升	17
2.3.2 纯电渗透率长期提升趋势，政策刺激新能源渗透率加速提升	17
2.3.3 中国重汽：新能源重卡持续追赶，看好后续市场份额增长	18
3 盈利预测与估值	19
3.1 中国重汽重卡业务营收与毛利预测	19
3.2 可比公司：中国重汽盈利水平高于同业	20
3.3 可比公司：中国重汽负债率低，股息率高，现金充裕	21
3.4 可比公司估值	22
4 风险提示	22

图表目录

图 1: 深耕重卡行业 70 年, 2022 年来稳居行业龙头	6
图 2: 中国重汽主要产品为重卡, 卡车销售占比 98%.....	7
图 3: 中国重汽车型矩阵丰富、价格带广	7
图 4: 股权结构: 山东重工控股, 德国 MAN 集团参股比例 25%, 旗下三大分部覆盖重卡生产销售全链条 (截止时间: 2024 年 6 月 17 日)	8
图 5: 中国重汽业务拓展版图.....	9
图 6: 近年来中国重汽重卡内销逐步回升, 外销快速增长	9
图 7: 2023 年公司重卡收入同比增长 49.7%, 销量同比增长 43.9%, 单价自 2021 年以来逐年上涨	10
图 8: 2016-2025 年重卡保有量车龄结构, 近年临近置换车辆比例快速上升	12
图 9: 至 2024 年, 国四重卡保有量约 8.2%.....	12
图 10: 内需向上、海外可期, 重卡行业未来 3 年销量有望持续增长	13
图 11: 自 2019 年以来, 中国重汽市占率逐年提升, 处于市场领先地位.....	14
图 12: 重卡牵引车近年来头部企业市场份额变化 (综合前五名)	14
图 13: 重卡自卸车近年来头部企业市场份额变化 (综合前五名)	14
图 14: 出口产品竞争力: 国产重卡产品具备显著性价比优势	15
图 15: 主要出口国经济预期景气, 重卡保有量有望持续增长	15
图 16: 2023 年载重 6 吨以上中重卡, 重点拓展市场规模约 83.7 万辆.....	15
图 17: 中国重汽深耕海外市场多年, 生产销售中心遍布全球	16
图 18: 2023 年重卡出口 TOP10 企业中, 重汽份额达 43.7%.....	16
图 19: 中国重汽产品出口情况.....	16
图 20: 不同能源类型的自卸车生命周期成本曲线	17
图 21: 纯电非完整重卡渗透率.....	17
图 22: 2024 年 1-12 月重汽新能源重卡份额 9%.....	18
图 23: 2024 年 1-12 月新能源重卡销量持续提升	19
图 24: 一汽、重汽等主机厂 2024 年新能源重卡高速增长	19
图 25: 重卡车企毛利率对比.....	20
图 26: 重卡车企净利率对比.....	20
图 27: 重卡车企净现比情况对比.....	21
图 28: 重卡车企 ROE (%) 对比	21
图 29: 重卡车企资产负债率 (%) 对比, 2023 年中国重汽资产负债率最低	22
表 1: 公司管理层及核心技术人员从业经验丰富, 为业内资深专家	8
表 2: 股权激励彰显公司发展信心	9
表 3: 中国重汽燃气重卡销量维持高速增长	9
表 4: 公司毛利率相对稳定, 费用率下降驱动净利率提升, 研发投入持续增加, 销售、管理费用趋势下降	10
表 5: 2024 年以来国家和地方以旧换新政策力度大	12
表 6: 旧换新政策带动更新需求测算	13
表 7: 纯电自卸车固定和运营成本	17
表 8: 柴油、天然气、电动、氢燃料电池技术特点	18
表 9: 中国重汽重卡业务预测.....	20
表 10: 公司拥有充足的现金流, 近两年经营活动现金流净额快速增长, 经营状况健康	21
表 11: 中国重汽股息率较高.....	21

表 12: 可比公司 PE 估值 (截至 2025 年 3 月 25 日)	22
表附录: 三大报表预测值.....	23

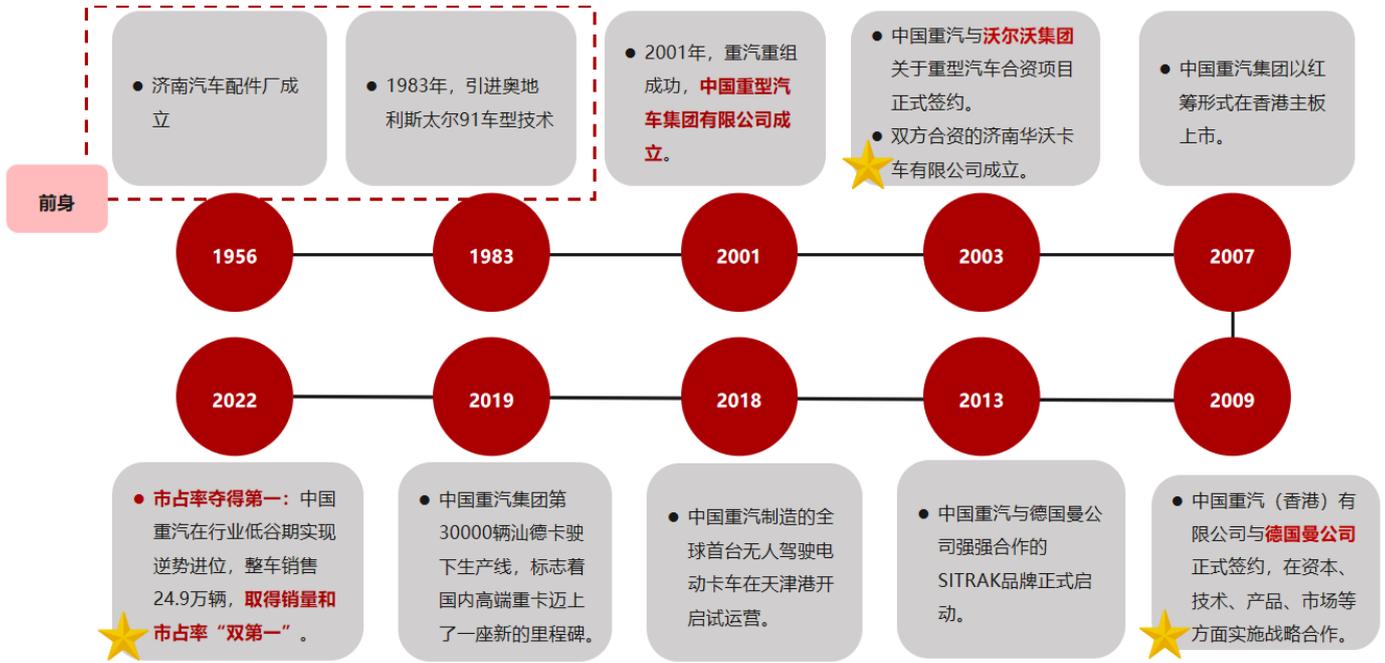
1 中国重汽：稳居重卡龙头，近年来量价齐升

1.1 深耕重卡行业 70 年，2022 年来稳居行业龙头

1.1.1 深耕重卡行业近 70 年，2022 年市占率夺得第一

深耕重卡行业近 70 年，2022 年市占率夺得第一。自 2001 年创立以来，公司始终专注于重卡行业的深耕细作，于 2003 年与沃尔沃集团双方合资的济南华沃卡车有限公司正式成立，进一步扩大市场影响力，并于 2007 年在港交所上市，为其全球化战略提供了资金支持。2009 年，中国重汽（香港）有限公司与德国曼公司签署战略合作协议，这一合作进一步增强了公司的技术实力和市场竞争力。凭借强大的技术实力，公司独立研发了多项具有自主知识产权的工艺和技术，成功制造出全球首台无人驾驶电动卡车。在 2022 年，中国重汽在行业低谷期实现逆势进位，取得销量和市占率“双第一”，彰显强劲发展势头和市场领导地位。

图1：深耕重卡行业 70 年，2022 年来稳居行业龙头



资料来源：新浪财经、Choice、公司官网、浙商证券研究所

1.1.2 中国重汽主要产品为重卡，卡车销售占比 98%

重卡整车龙头，产品涵盖各类重卡和轻卡：中国重汽主要研发、生产、销售各种载重汽车、特种汽车、专用车及发动机、变速箱、车桥等总成和汽车零部件，拥有黄河、汕德卡、豪沃等全系列商用汽车品牌，是我国重卡行业驱动形式和功率覆盖最全的重卡企业之一。

公司营收以卡车销售为主，金融业务/财务收入、发动机销售为辅。卡车销售：2023 年营收占比 98%，主要产品有豪沃、黄河等。金融业务/财务收入：2023 年营收占比 1%。发动机销售：2023 年营收占比 1%。

图2：中国重汽主要产品为重卡，卡车销售占比98%



资料来源：公司官网，公司公告，Wind，浙商证券研究所

1.1.3 中国重汽车型矩阵丰富、价格带广

中国重汽作为行业的重要参与者，其产品线覆盖柴油、天然气和新能源等多种能源类型，显示出公司对市场需求的灵活适应和技术创新能力。中国重汽在价格方面同样展现出强劲的竞争力，其产品价格区间为9.0-60.18万元，覆盖了从经济型到高端型的不同市场需求，一汽解放和东风汽车等其他品牌虽然也有一定的市场份额，但在技术创新和市场多元化方面与中国重汽相比存在差距，中国重汽通过不断的技术创新和市场拓展，有望在激烈的市场竞争中进一步巩固其领导地位。

图3：中国重汽车型矩阵丰富、价格带广

中国重汽	重卡品牌	重卡类型	能源分类	数量	价格 (万元)
	中国重汽-豪沃	牵引车	柴油	11	20-60.18
6				27.58-60.18	
天然气			6	27.58-60.18	
			2	24.8-49.5	
载货车		柴油	10	14.8-40	
			2	18.3-57	
		新能源			
自卸车和专用车		柴油	14	23-56.57	
			2	30.4-50.58	
		天然气	2	30.41-47.5	
中国重汽-豪曼	牵引车	柴油	1	21-35	
	载货车	柴油	2	9-34.38	
中国重汽-汕德卡	自卸车和专用车	柴油	5	9-38.04	
			11	20-60.18	
中国重汽-王牌	牵引车	柴油	11	20-60.18	

重卡品牌	重卡类型	能源分类	数量	价格 (万元)
一汽解放	牵引车	柴油	6	23.5-59
		天然气	2	27-59
		新能源	5	27-59
	载货车	柴油	5	14.2-54
		天然气	0	0
		新能源	0	0
	自卸车和专用车	柴油	6	15.8-46
			天然气	2
		新能源	1	31.08-42.8

重卡品牌	重卡类型	能源分类	数量	价格 (万元)
东风多利卡	载货车	柴油	1	17.28-29.08
		柴油	6	21.97-58.32
		天然气	3	21.97-50.87
东风商用车	载货车	柴油	7	11-47.21
		柴油	4	15.38-48
	自卸车和专用车	天然气	2	15.38-48
		柴油	5	15.9-53
东风柳汽乘龙	牵引车	天然气	4	15.9-53
		柴油	3	14.8-41.92
	载货车	天然气	1	25.3-41.92
		柴油	2	20.82-49.8
	自卸车和专用车	柴油	1	27.61-49.8
		天然气	1	27.61-49.8

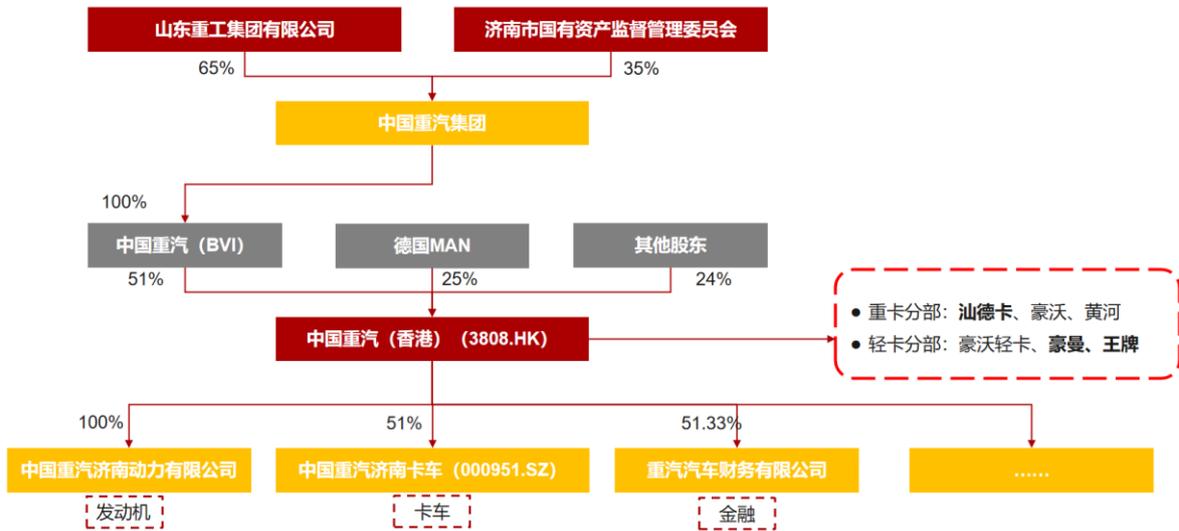
资料来源：wind，卡车网，第一商用车网，海关数据，浙商证券研究所

1.1.4 管理团队经验丰富，股权激励彰显发展信心

中国重汽集团由山东重工控股，德国MAN集团参股比例25%，这一股权结构确保中国重汽作为我国装备制造业巨头山东重工的子公司，得以享受山东重工雄厚的资金、技术

实力，以及旗下潍柴集团等公司的联动。同时用好全球商用车巨头 MAN 卡车生产核心技术。中国重汽旗下的三大分部：卡车、发动机、财务，全方位覆盖重卡生产销售链条。

图4：股权结构：山东重工控股，德国 MAN 集团参股比例 25%，旗下三大分部覆盖重卡生产销售全链条（截止时间：2024 年 6 月 17 日）



资料来源：公司官网，Wind、浙商证券研究所

管理团队经验丰富，推动企业持续发展。中国重汽集团的管理团队由多位经验丰富的专业人士组成，成员的多样化背景，从技术、财务到战略规划，为中国重汽带来了多元化的业务能力和技术视角。这种多元化的业务能力有助于公司在快速变化的市场中保持竞争力，同时也能够促进内部创新和业务模式的优化。

表1：公司管理层及核心技术人员从业经验丰富，为业内资深专家

姓名	职务	学历	从业经验
王志坚	执行董事， 董事长	博士	现任山东重工党委副书记、副总经理、中国重汽党委书记、董事长、总经理。历任潍柴控股党委副书记，潍柴动力执行总裁等职务。
王琛	总裁	硕士	现任中国重汽常务副总经理等职务，历任山东重工新业务拓展总监、汽车研究总院副院长等职务。
王德春	执行董事， 执行总裁	学士	现任中国重汽执行经理。历任中国重汽集团济南卡车股份有限公司董事长、副总经理，中国重型汽车集团有限公司总经理助理等职务。
李霞	执行董事	硕士	现任中国重汽副总经理、财务总监，历任潍柴动力财务部部长及财务副总监、潍柴重机股份有限公司财务总监等职务。
刘正涛	执行董事	学士	现任中国重型汽车集团有限公司党委副书记、常务副总经理及安全总监。曾任公司总裁、执行董事、中国重汽副总经理等职务。
刘伟	执行董事	硕士	现任中国重汽副总经理，历任中国重汽多个技术及管理职务和中国重汽董事、济南卡车公司董事等职务。

资料来源：公司公告，Choice，浙商证券研究所

股权激励计划，激发公司骨干积极性和责任感，彰显业绩信心。据公司 2024 年 6 月 6 日公告，公司根据限制性股权激励计划条款，授予 188 名经选定参与者总计 27170000 股激励股份，授予的限制性股票自授予日起满 24 个月、36 个月、48 个月后分三期解锁。通过设定明确的业绩目标和逐年提升的要求，旨在激发管理层和员工的积极性，推动公司实现持续增长和行业领导地位。这种绩效导向的激励机制有助于公司在不断变化的市场环境中保持竞争力，实现长期可持续发展。

表2: 股权激励彰显公司发展信心

	自授予日起 24 个月	自授予日起 36 个月	自授予日起 48 个月
归属比例	30%	30%	40%
归属条件	选定参与者个人绩效考核结果为合格		
	2024 年经营收入不低于 948 亿元	2025 年经营收入不低于 1091 亿元	2026 年经营收入不低于 1255 亿元
	销售利润率不低于 7.5%	销售利润率不低于 8%	销售利润率不低于 8.5%
	经营收入和销售利润率不低于 2024 年行业平均业绩及于授予日期的行业水平	经营收入和销售利润率不低于 2025 年行业平均业绩及于授予日期的行业水平	经营收入和销售利润率不低于 2026 年行业平均业绩及于授予日期的行业水平

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.2 财务表现: 出口和燃气重卡贡献增量, 实现量价齐升

1.2.1 近年来出口和燃气重卡贡献重要增量

中国重汽业务不断扩展, 持续深化国际合作。中国重汽的业务拓展策略体现了公司对技术创新的重视、产品多样化的布局、全球市场的拓展以及对新能源趋势的积极响应。这些策略不仅有助于公司在当前市场中保持竞争力, 助力重卡内销回升, 也为未来的可持续发展奠定了基础, 持续提升外销量。随着技术的不断进步和市场的进一步开放, 中国重汽有望在全球重卡市场中扮演更加重要的角色。

图5: 中国重汽业务拓展版图

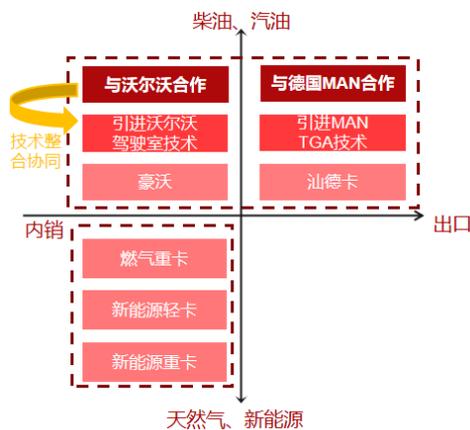


图6: 近年来中国重汽重卡内销逐步回升, 外销快速增长



资料来源: 公司官网, 中国卡车网、卡车之家、程力集团官网、浙商证券研究所

中国重汽燃气重卡销量显著增长, 市场需求强劲。2022年, 燃气重卡销量占总销量的4.4%, 而到了2023年, 这一比例提升至12.3%。这一比例的翻倍增长显示燃气重卡在中国重汽产品线中的重要性日益增加。

表3: 中国重汽燃气重卡销量维持高速增长

中国重汽燃气重卡	2022 年	2023 年	2023 年 1-4 月	2024 年 1-4 月
销量 (万辆)	0.69	2.79	0.35	1.85
yoy		287%		435%
燃气重卡销量/总销量	4.4%	12.3%		

资料来源: 公司公告, Choice, 浙商证券研究所

1.2.2 量价齐升，收入快速增长

销量方面，随着宏观经济的改善，物流和基建需求的逐渐恢复，海外需求持续旺盛，公司加快产品、市场、业务结构的调整，抓住出口市场机遇，深化细分市场布局，2023年重卡销量同比增长43.9%。

单价方面，公司2023年高端重卡占比超过40%，以汕德卡为代表的国产高端重卡产品成功导入澳大利亚、墨西哥、沙特等以欧美高端重卡为主导的市场，产品结构的高端化推高重卡单价。

图7：2023年公司重卡收入同比增长49.7%，销量同比增长43.9%，单价自2021年以来逐年上涨



资料来源：公司年报，Wind、浙商证券研究所

中国重汽集团通过持续的研发投入、有效的成本控制和内部管理改革，实现了在竞争激烈的市场中稳健的增长，不断提升产品竞争力和优化管理流程，成功地提高了盈利能力。未来，随着新能源车型的进一步推广和国际市场的拓展，中国重汽集团有望继续保持行业领先地位。

表4：公司毛利率相对稳定，费用率下降驱动净利率提升，研发投入持续增加，销售、管理费用趋势下降

措施	目标	财务表现
<ul style="list-style-type: none"> 重卡行业需求复苏明显，公司抢抓市场机遇，不断进行产品结构与业务结构调整，产品销量实现大幅增长，高端产品占比持续提升，盈利能力显著提升。 公司卡车业务毛利稳定，毛利率下降因较高利润率的金融分部贡献减少、国内竞争加剧等。 	盈利能力	<p>毛利率</p>
<ul style="list-style-type: none"> 公司内部改革成效明显，近年来公司整体费用率稳步下降，其中销售费用率下降明显。 	合理控费	<p>期间费用率</p>

销售净利率

- 公司 2022 年开始进行了降本增效内部改革，提升销售毛利率水平；控制费用，提升公司运营销量；最终实现销售净利率的提升。

盈利能力



研发投入

- 公司始终保持研发高标准和高投入。燃油车方面，围绕节油、可靠、舒适、智能、轻量化等核心需求，不断优化调整，产品竞争力不断提升；在新能源方面，通过降低整车能耗、升级三电系统和优化底盘布局等，产品性能进一步提升。

业务拓展



销售费用

- 公司持续推进制造质量的提升，确保车辆在售后服务中的质量和稳定性。
- 公司内部改革成效明显，销售费用率降低

控制费用



管理费用

- 公司致力于加强管理体系的适用性建设，并不断巩固质量管理的基础。通过实施质量门和整车下线等管理流程的成熟度评估，持续推动车型质量的提升。
- 公司开展制度流程的优化工作，以提升现有的管理水平。

管理优化



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

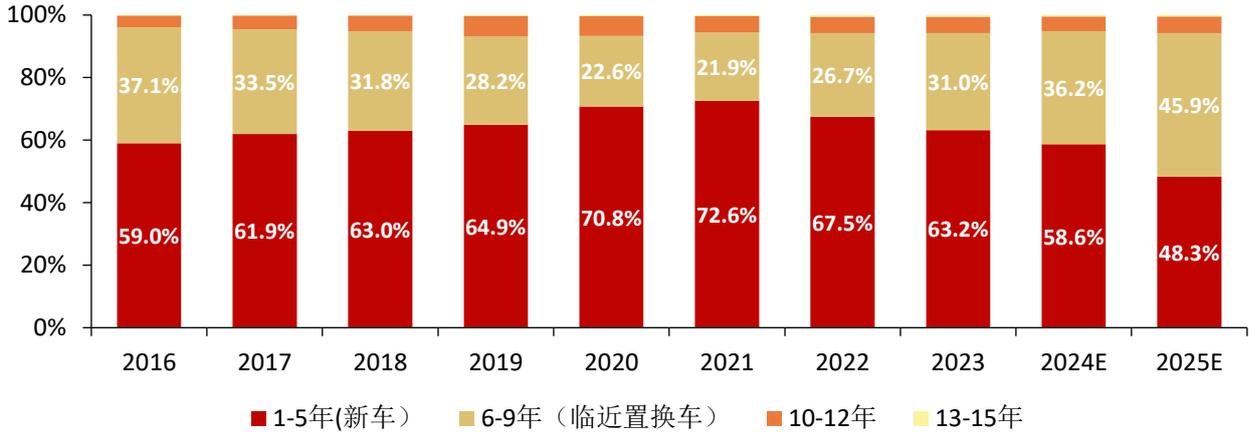
2 重卡更新、出口景气、电动化驱动业绩持续向上

2.1 驱动一：政策驱动更新需求，行业向上，龙头受益

2.1.1 2023-2025，临近置换车辆比例从 31%升至 45.9%

根据浙商证券研究所报告《置换拉动内需、出口高景气、清洁能源化趋势明确》，我们测算出重卡保有量的车龄结构，将车龄 1-5 年的定义为新车，车龄 6-9 年的定义为临近置换车辆。可见新车比例自 2021 年后逐步下降，临近报废车辆比例不断扩大并在 2025 年快速上升。未来几年内，重卡更新需求有望加速上升，带动重卡销量增长。

图8：2016-2025年重卡保有量车龄结构，近年临近置换车辆比例快速上升



资料来源：Wind、浙商证券研究所

2.1.2 重卡以旧换新政策有望为重卡销售带来较大弹性

政策推动市场更新：2024年以来，中国政府推出多项以旧换新政策，包括国家大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案、国六标准重卡以旧换新补贴等。这些政策不仅覆盖全国，还提供显著的财政补贴，旨在促进老旧柴油重卡的淘汰和新能源重卡的推广，从而带动市场需求的更新和增长。

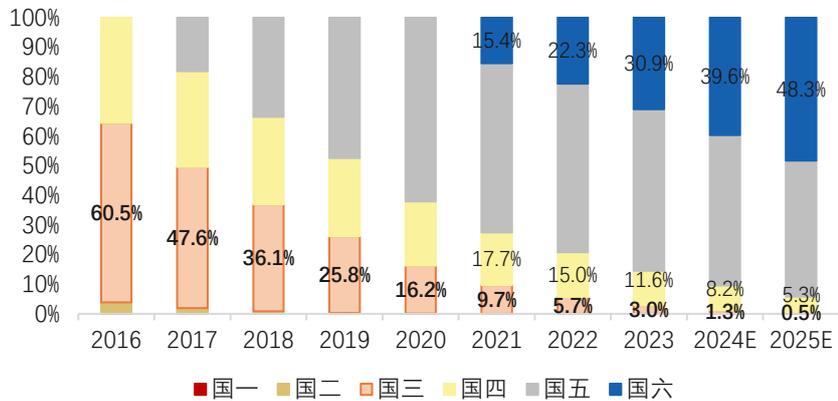
表5：2024年以来国家和地方以旧换新政策力度大

政策名称	推行时间	适用地区	补贴情况(元)
国家发展改革委、财政部等联合政策	2024.7.25	全国	3000亿特别国债资金支持
国六标准重卡以旧换新补贴	2024.7.31	全国	报废国三及以下柴油重卡并新购国六柴油重卡，最低补贴5.2万，最高补贴11万
新能源重卡以旧换新补贴	2024.7.31	全国	购买新能源重卡最高可补贴14万
国家加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策	2025.1.8	全国	将报废更新补贴范围扩大至国四及以下柴油重卡

资料来源：政府官网，浙商证券研究所

市场结构变化推动行业需求增长，国六重卡市场一片蓝海：国四重卡保有量在2024年约占8.2%，具备较大的市场更新空间。随着政策的推动，预计国四及以下柴油重卡的替换比例将显著增加，从而带动2025年的销量增长。

图9：至2024年，国四重卡保有量约8.2%



资料来源：中国经济网，浙商证券研究所

旧换新政策带动更新需求测算：2023年国四重卡保有量为69.7万辆，若替换比例达25%、50%和75%，2025年销量将分别增加17.4万、34.9万和52.3万辆，占2024年销量的19.4%、38.8%和58.1%。这显示市场对新车需求强劲，环保法规推动市场更新换代，为重卡制造商提供增长机会。

表6：旧换新政策带动更新需求测算

国四重卡基本情况		替换比例 (假设)	带动2025年销量 (万辆)	占2024销量 比例
重卡保有量(2023年)	850	0%	0.0	0.0%
其中：国四占比	8.2%	25%	17.4	19.4%
国四保有量(2023年)	69.7	50%	34.9	38.8%
2024年销量	89.9	75%	52.3	58.1%

资料来源：中国经济网，浙商证券研究所

2.1.3 预计25年重卡销量增16.3%至104万辆，23-26年CAGR 9%

核心假设：

- **新增需求(Δ保有量)：**假设重卡保有量与GDP(不变价)相关；预计GDP温和增长。预计2024-2026年重卡新增需求为15.7、13.0、10.0万辆。
- **更新需求(报废量)：**重卡报废量用Weibull分布来描述；2023-2025年临近置换车辆快速增加，更新周期加速。预计2024-2026年更新需求为48.7、64.8、79.3万辆。
- **出口量：**预计未来三年出口需求保持增长。预计2024-2026年出口量25.0、26.3、28.9万辆。

经测算，2024-2026年重卡总销量约为89.4、104、118万辆，同比-1.9%、16.3%、13.6%。

图10：内需向上、海外可期，重卡行业未来3年销量有望持续增长

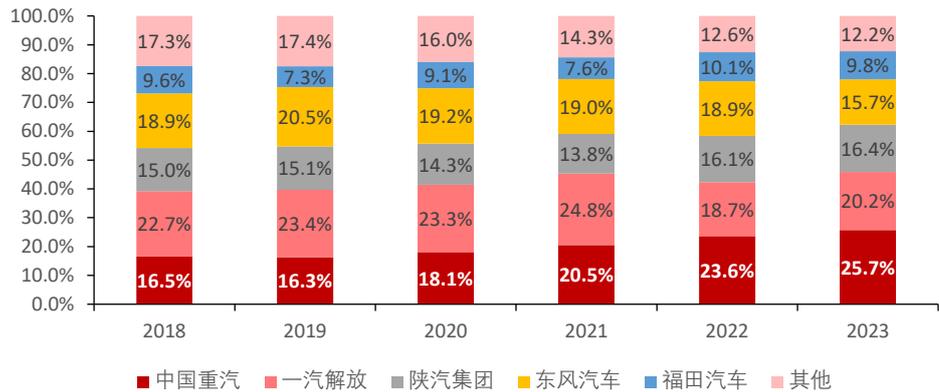


资料来源：Wind、浙商证券研究所

2.1.4 中国重汽市占率逐年提升至行业第一，龙头地位稳固

中国重卡行业竞争格局稳定，CR5市场份额一直保持在80%以上。随着市场不断开拓，并得益于出色的盈利能力，中国重汽市占率不断提升，2022年市占率跃居第一，份额呈不断扩大趋势。

图11：自2019年以来，中国重汽市占率逐年提升，处于市场领先地位



资料来源：第一商用车网，浙商证券研究所

中国重汽在 ASP 较高的牵引车市场份额不断提高：牵引车 ASP 较高，原本为一汽解放的优势领域，近年来中国重汽加大这一领域的耕耘，从2018年到2024年，中国重汽的市场份额从13.0%增长至25.3%，市占率不断扩大。而在自卸车板块，中国重汽市场份额同样稳步提升，市场份额从2020年的12.4%增长至2024年2月的17.53%，这进一步证明了中国重汽在多个重卡细分市场中的竞争力。我们认为，公司能以原有重卡市场的成功为基础，向重卡载货车等其他细分市场布局，有望通过不断完善设计链、服务链打造的坚实客户基础扩大品牌影响力，依托原有紧密客户群体进一步推动载货车等市场份额的增长。

图12：重卡牵引车近年来头部企业市场份额变化（综合前五名）

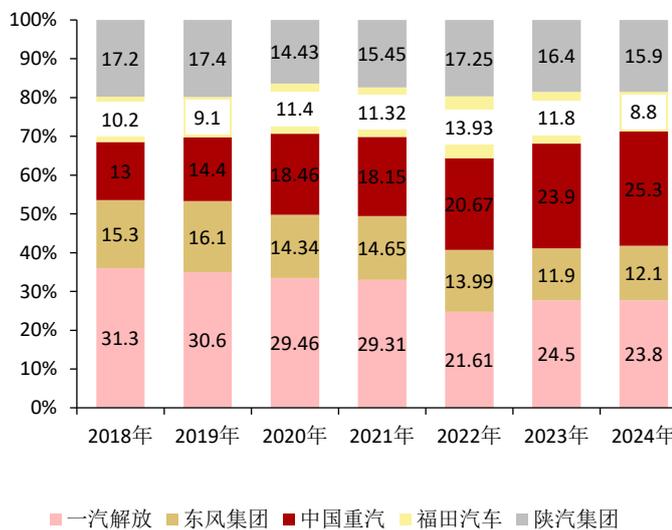
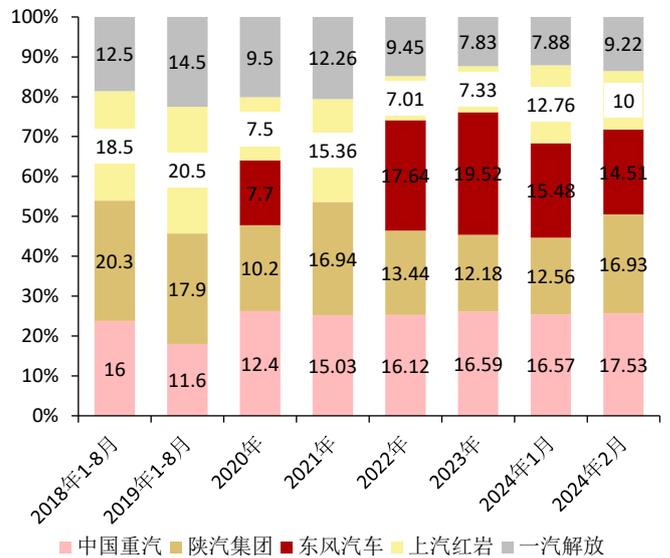


图13：重卡自卸车近年来头部企业市场份额变化（综合前五名）



(注：部分年份部分车企份额未在前5，公开数据未予披露，因此未绘制在图中，不代表其市场份额为0)

资料来源：易车网、中国卡车网、卡车之家、招商牌网、浙商证券研究所

2.2 驱动二：出口持续高景气，重汽占据半壁江山

2.2.1 出口产品竞争力：国产重卡产品具备显著性价比优势

中国重汽性价比优势明显，产品竞争力强。中国重汽 HOWO T7H 重卡 500 在价格、整车重量和变速档位上具有明显优势。其厂商指导价为 50.0 万元，较沃尔沃 FH16 和奔驰 Actros 更经济，整车重量 8.8 吨，较竞品更轻，有助于提升燃油效率。16 档前进档位提供

更多变速选择，增强驾驶灵活性。此外，860+240L的油箱容量确保更长的续航里程。这些优势使中国重汽在牵引车市场中具备较强竞争力。

图14：出口产品竞争力：国产重卡产品具备显著性价比优势

	中国重汽HOWO T7H重卡500 马力 6X4AMT自动挡牵引车	沃尔沃FH16重卡 540马力6X4 牵引车	奔驰 Actros 重卡 510 马力 6X4 牵引车
厂商指导价	50.0 万	100 万	92.5 万
轴距	3225mm	3400mm	3550mm
整车重量	8.8吨	10.87吨	9.34吨
最大马力	500	540	510
最大输出功率	368KW	397KW	375KW
最大扭矩	2400N·m	2600N·m	2500N·m
最大扭矩转速	1000-1400rpm	1000-1450rpm	1000-1400rpm
额定转速	1900rpm	2200rpm	1600rpm
前进档位	16 档	14档	12 档
油箱容量	860+240L	570L	540+430L

资料来源：卡车之家，浙商证券研究所

2.2.2 主要出口国经济预期景气，海外潜在市场空间超 80 万辆

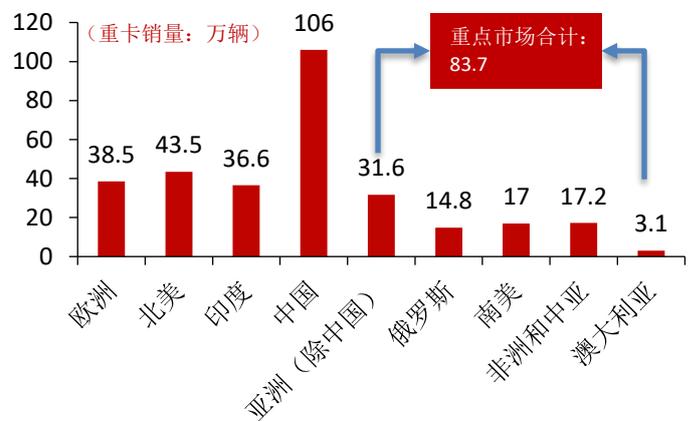
海外潜在市场增长潜力大，重卡保有量有望持续增长。2023 年中国卡车出口前 10 大国家中，俄罗斯、墨西哥、澳大利亚、智利、越南和沙特阿拉伯出口量超过 2 万辆，以上出口国未来几年经济预期景气，重卡保有量有望持续增长。而根据 PACCAR 预测，2023 年全球中重卡市场规模约 308 万辆，其中重点拓展市场合计约为 83.7 万辆，潜在增长空间广阔。

图15：主要出口国经济预期景气，重卡保有量有望持续增长

GDP增速	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
俄罗斯	-2.7%	5.6%	-2.1%	0	10.4%	1.6%	1.3%
墨西哥	-8.6%	5.7%	3.9%	3.2%	11.3%	5.5%	4.8%
澳大利亚	-2.1%	5.6%	3.8%	2.1%	6.1%	4.1%	4.1%
智利	-6.1%	11.3%	2.1%	0.2%	-3.1%	12.3%	4.4%
越南	2.9%	2.6%	8.1%	5.0%	7.5%	8.5%	8.1%
沙特阿拉伯	-3.6%	5.1%	7.5%	-0.8%	3.4%	5.9%	4.9%
全球	-2.7%	6.5%	3.5%	3.2%	4.8%	4.8%	5.0%

注：预测值来自 IMF

图16：2023 年载重 6 吨以上中重卡，重点拓展市场规模约 83.7 万辆



资料来源：卡车网，PACCAR 官网，wind，浙商证券研究所

中国重汽深耕海外市场多年，生产销售中心遍布全球。中国重汽的业务已经覆盖了包括亚洲、欧洲、北美、南美、非洲和大洋洲在内的多个重要区域。这种广泛的地理分布有

助于公司更好地适应不同市场的需求，助力海外订单交付，分散市场风险，并利用各地的资源和优势，为其长期发展和国际品牌建设奠定了坚实的基础，随着全球经济的进一步复苏和新兴市场的崛起，中国重汽有望通过其全球业务网络实现更大的市场突破和收入增长。

图17：中国重汽深耕海外市场多年，生产销售中心遍布全球



资料来源：中国重汽公司官网，浙商证券研究所

2.2.3 重汽占重卡出口半壁江山，率先受益于出口高景气

近年来，公司出口成绩斐然：1) 产品出口高速增长，2020-2023年CAGR达61.3%。
2) 市场份额近一半，2023年，公司出口重卡13万辆，市场份额43.7%。

持续看好中国重汽后续海外市场拓展：公司多年深耕海外市场，在全球设有67个代表处、125个经销商、277个服务网点和239个配件网络。我们认为，未来几年，完善的海外渠道布局有望使得中国重汽率先受益于海外市场的高景气。

图18：2023年重卡出口TOP10企业中，重汽份额达43.7%

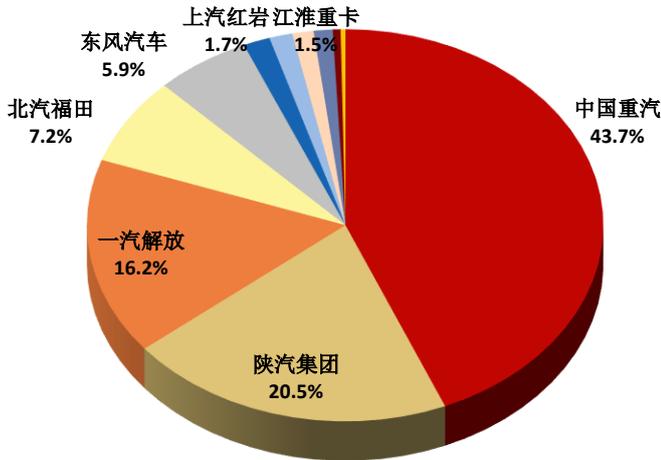
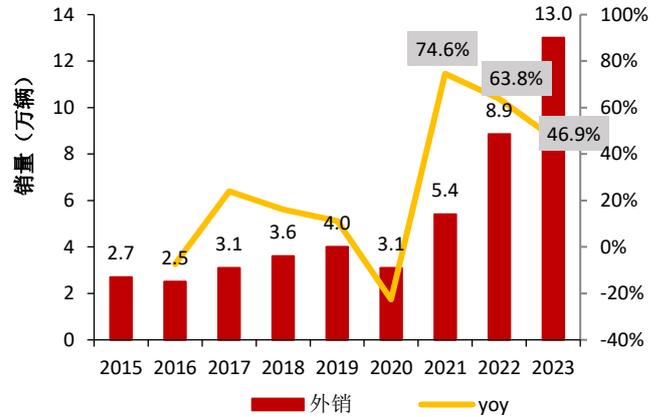


图19：中国重汽产品出口情况



资料来源：中国卡车网，Wind，浙商证券研究所

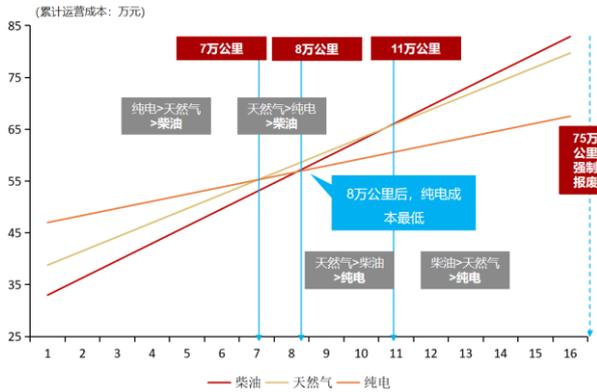
资料来源：中国卡车网，Wind，浙商证券研究所

2.3 驱动三：新能源重卡带动销量增长，重汽份额不断提升

2.3.1 看好纯电长期成本优势，近年来渗透率迅速提升

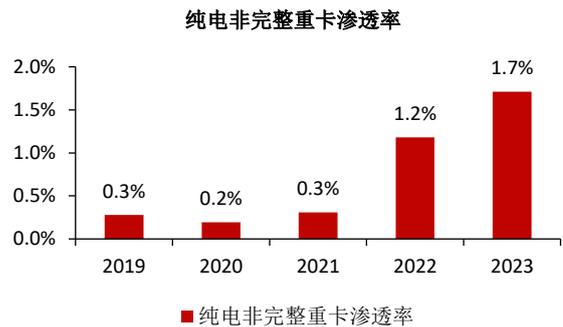
纯电自卸车成本优势明显，市场渗透率逐年提升。纯电动车辆在8万公里后展现出最低的运营成本，预示着新能源车辆在中长期运营中的经济效益优势，随着行驶里程的增加，纯电动车的经济性逐渐凸显。纯电非完整重卡的渗透率从2019年的0.3%逐年上升至2023年的1.7%，这一增长趋势表明市场对纯电重卡的接受度在提高。随着环保政策的推动和技术的进步，预计纯电重卡的市场渗透率将继续增长。

图20：不同能源类型的自卸车生命周期成本曲线



资料来源：wind，中汽数据有限公司，卡车之家，随州市人民政府，国际清洁交通委员会，碳排放咨询网，浙商证券研究所

图21：纯电非完整重卡渗透率



资料来源：wind，中汽数据有限公司，卡车之家，随州市人民政府，国际清洁交通委员会，碳排放咨询网，浙商证券研究所

表7：纯电自卸车固定和运营成本

		柴油	天然气	纯电	燃料电池
固定成本	车辆购置成本 (万元)	33.00	38.78	47.00	57.20
运营成本	每公里燃料成本 (元/公里)	3.00	2.40	1.15	3.18
	燃料单价 (元/千瓦、升、千克)	7.90	5.80	1.15	53.00
	百公里消耗量估值 (千瓦、升、千克/百公里)	38.00	41.45	100.00	6.00
	每公里维护成本 (元/公里)	0.33	0.33	0.22	0.23
	每公里运营成本 (元/公里)	3.33	2.73	1.37	3.41

资料来源：wind，中汽数据有限公司，卡车之家，随州市人民政府，国际清洁交通委员会，碳排放咨询网，浙商证券研究所

2.3.2 纯电渗透率长期提升趋势，政策刺激新能源渗透率加速提升

从单车运营成本看，行驶里程足够长时，纯电路线相比天然气和柴油等传统能源路线具有成本优势。短期来看，“以旧换新”等政策刺激（新购新能源重卡补贴额高于传统能源）或刺激新能源重卡渗透率加速提升。

关于能源路线的长期趋势，我们预计：

- 1) 中长物流场景中，半挂是主力，天然气是当前优选方案；随着重卡充换电站在高速路上普及，纯电渗透率将提升。
- 2) 封闭场景中，续航要求低，自建充换电站具有成本优势，纯电渗透率将提升。
- 3) 市政环保场景中，续航要求低，自建充换电站具有成本优势，纯电渗透率将提升。

表8：柴油、天然气、电动、氢燃料电池技术特点

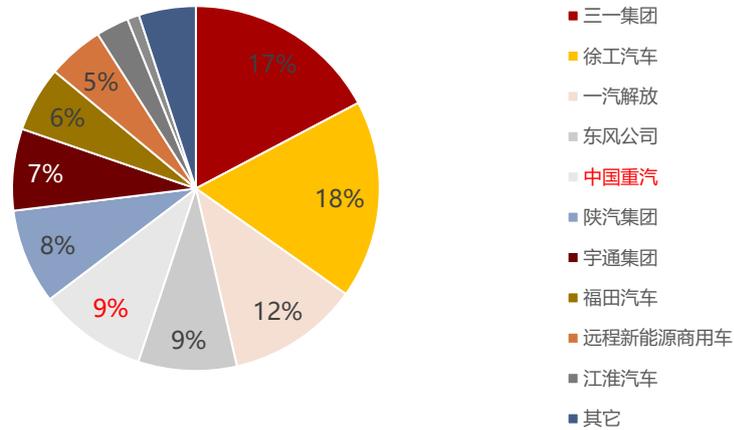
	总成本	基础设施	充电或加注时间	续航能力
柴油	购置成本低，运营成本高	10.76万座	3~8分钟	600km左右
天然气	购置成本高，长期运营总成本将低于柴油	1万座	15分钟	最高1500km以上
电动	购置成本高，长期运营总成本将低于柴油、天然气	152.8万台（大型车辆与家用可能不匹配）	快充1小时，换电5分钟	200km左右，最高800km
氢燃料电池	购置成本高，运营成本高	1089座	5分钟	300~500km，最高1000km以上

资料来源：wind，新浪财经，观研报告网，电池百人大会，新华网，重型车网，未来汽车日报，界面财经，卡车之家，第一商用车网，中国电动汽车百人会，北京万诚机电，浙商证券研究所

2.3.3 中国重汽：新能源重卡持续追赶，看好后续市场份额增长

中国重汽等传统主机厂新能源重卡持续追赶。新能源重卡渗透率持续提升，至24年12月单月接近20%。新能源重卡领域三一、徐工等发力较早，份额靠前。中国重汽、一汽等传统重卡主机厂快速追赶，2024年1-12月中国重汽新能源重卡增速高达181%。2024年1-12月，中国重汽新能源重卡份额9%，位列第四。

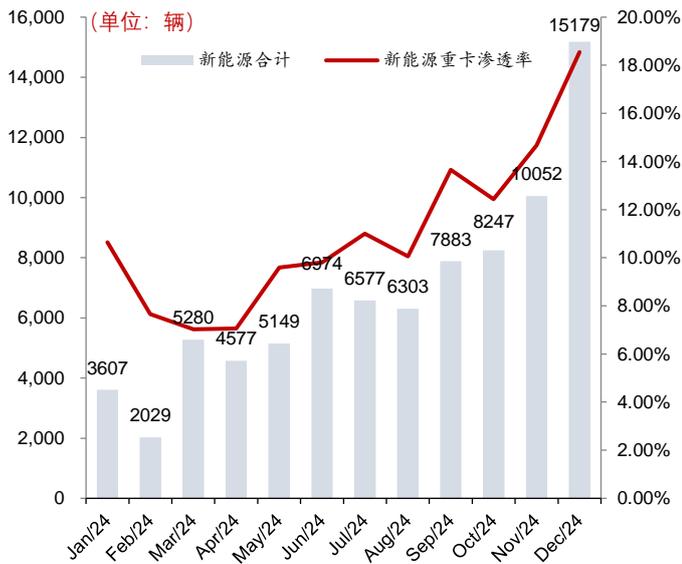
图22：2024年1-12月重汽新能源重卡份额9%



资料来源：第一商用车网、浙商证券研究所

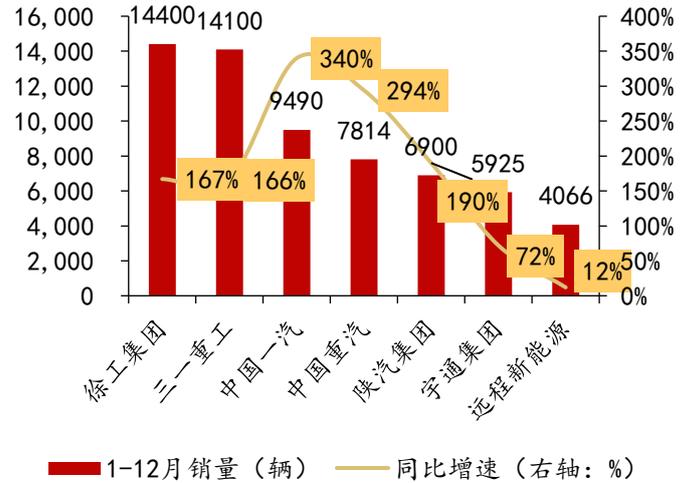
掌握渠道资源，看好传统主机厂市场份额增长。我们预计，新能源重卡三电系统多为外采，难以形成核心竞争壁垒。未来传统主机厂深耕的渠道资源在新能源市场份额争夺中将扮演越来越重要的角色。看好中国重汽等传统重卡主机厂后续新能源重卡的市场份额表现。

图23：2024年1-12月新能源重卡销量持续提升



资料来源：中汽协、重卡行业数据库、浙商证券研究所

图24：一汽、重汽等主机厂2024年新能源重卡高速增长



资料来源：第一商用车网、浙商证券研究所

3 盈利预测与估值

3.1 中国重汽重卡业务营收与毛利预测

核心假设：

- 我们预计2024/2025/2026年重卡市场销量89.4、104、118万辆，中国重汽市占率稳中有升，实现重卡内销10.03、12.26、14.25万台。
- 我们预计2024/2025/2026年重卡出口量25.0、26.3、28.9万辆，中国重汽市占率稳定，实现重卡出口11.18、11.89、13.21万台。
- 我们预计，随着公司海外高毛利车辆销量的增长，公司产品单价逐步提升，毛利率呈上升趋势。

我们预计公司2024-2026年：营收为940.01、1087.52、1253.63亿元，同比分别增长10%、16%、15%，CAGR达15.5%；归母净利润为65.17、80.44、91.85亿元，同比分别增长23%、23%、14%，CAGR达18.7%，对应EPS为2.36、2.91、3.33元。公司盈利质量高，财务健康状况良好，业绩成长性优异，估值具备较大提升空间，给予“买入”评级。

表9：中国重汽重卡业务预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
内销 (万台)	22.78	6.92	9.69	10.03	12.26	14.25
市占率	17.9%	13.6%	15.1%	15.6%	15.8%	16.0%
外销 (万台)	5.41	8.85	13.01	11.18	11.89	13.21
市占率	43.6%	54.0%	43.7%	44.7%	45.2%	45.7%
总销量 (万台)	28.4	15.9	22.9	21.21	24.15	27.46
市占率	20.4%	23.7%	25.1%	23.7%	23.2%	23.2%
出口占比	19.1%	55.6%	56.9%	52.7%	49.2%	48.1%
单价 (万元)	28.2	31.9	33.2	33.47	33.77	34.07
总收入 (亿元)	801.2	507.3	757.9	709.7	815.3	935.4
毛利 (亿元)	156.7	100.1	142.4	136.9	161.3	189.8
毛利率	19.6%	19.7%	18.8%	19.3%	19.8%	20.3%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2 可比公司：中国重汽盈利水平高于同业

中国重汽 2023 年毛利率和净利率均为三家中最高，毛利率达到 16.7%，高于一汽解放的 8.3%和福田汽车的 11.4%，净利率达到 6.8%，显著高于一汽解放的 1.2%和福田汽车的 1.5%，显示出其在成本控制和利润获取方面的领先地位，**盈利能力良好**。

图25：重卡车企毛利率对比

毛利率	2019	2020	2021	2022	2023
中国重汽	19.0%	19.9%	16.8%	16.9%	16.7%
一汽解放	18.7%	9.2%	10.1%	8.0%	8.3%
福田汽车	14.0%	12.0%	10.2%	11.4%	11.4%

资料来源：公司公告，Choice，浙商证券研究所

图26：重卡车企净利率对比

净利率	2019	2020	2021	2022	2023
中国重汽	6.1%	7.6%	5.0%	3.5%	6.8%
一汽解放	0.1%	2.3%	4.0%	1.0%	1.2%
福田汽车	0.3%	0.2%	-9.2%	0.1%	1.5%

资料来源：公司公告，Choice，浙商证券研究所

中国重汽 2022 年和 2023 年净现比均大于 1；一汽解放 2022 年净现比小于 1；福田汽车 2023 年净现比小于 1。中国重汽 2023 年 ROE 为三家最高，达到 14.0%，反映出其资产利用效率和股东回报能力强。中国重汽近两年盈利质量更高，财务健康状况好，显示出较强的市场竞争力和财务稳健性。

图27：重卡车企净现比情况对比

经营现金流净额/税后净利润	2019	2020	2021	2022	2023
中国重汽	2.3	2.6	-0.7	5.6	2.0
一汽解放	8.4	-0.3	3.9	-14.0	5.5
福田汽车	33.1	61.7	-0.2	19.6	0.3

资料来源：公司公告，Choice，浙商证券研究所

图28：重卡车企 ROE (%) 对比

ROE (平均)	2019	2020	2021	2022	2023
中国重汽	12.6%	23.4%	12.8%	5.0%	14.0%
一汽解放	0.7%	16.4%	15.4%	1.5%	3.2%
福田汽车	1.3%	1.0%	-39.0%	0.5%	6.5%

资料来源：公司公告，Choice，浙商证券研究所

3.3 可比公司：中国重汽负债率低，股息率高，现金充裕

中国重汽在财务健康度和偿债能力方面表现出色。公司期末现金及现金等价物余额从2015年的49.5亿元增长至2023年的152.5亿元，显示出其现金流的充裕性。同时，经营活动产生的现金流量净额在2023年达到113.7亿元，尽管较2020年有所下降，但整体趋势依然向好，表明公司自我造血能力强，经营活动现金流稳定且充足，能够支持公司的日常运营和业务拓展。

表10：公司拥有充足的现金流，近两年经营活动现金流净额快速增长，经营状况健康

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
期末现金及现金等价物余额 (亿元)	49.5	71.7	98.4	128.3	159.2	260.5	246.9	153.2	152.5
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	10.4	52.4	51.6	39.9	89.8	194.9	-32.1	109.0	113.7
经营活动产生的现金流量净额/归母净利润	5.0	9.9	1.7	0.9	2.6	2.9	-0.7	6.5	2.1

资料来源：公司公告，Choice，Wind，浙商证券研究所（期末现金及现金等价物余额2015-2022年为合并调整报表数据，2023年为合并报表数据）

股息回报率高，彰显公司盈利信心。在股息率方面，中国重汽自2017年以来一直保持较高水平，2023年达到6.94%，远高于一汽解放的1.77%，公司拥有充足的现金流来支持股息分红，这不仅反映了公司在行业竞争中具有较强的盈利能力，还具有高股东回报能力。

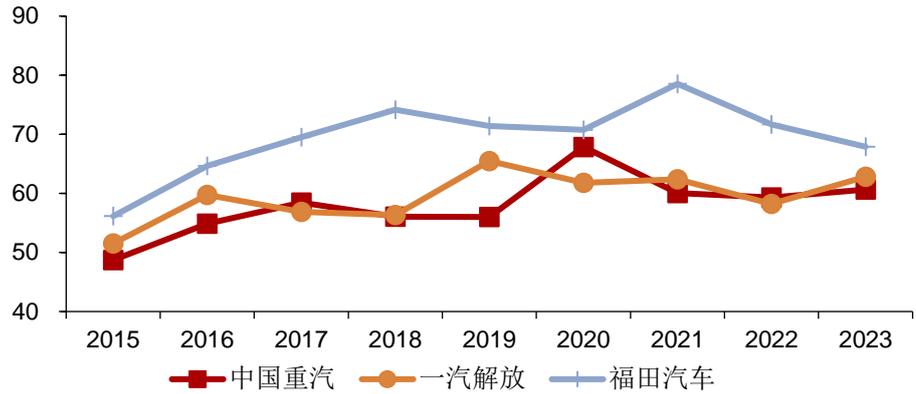
表11：中国重汽股息率较高

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
中国重汽	7.95%	5.42%	2.35%	5.25%	5.67%	3.03%	6.94%
一汽解放	0.19%	0.45%	-	4.28%	6.32%	-	1.77%
福田汽车	0.18%	0.00	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

资产负债率低，财务状况健康。中国重汽的资产负债率在2023年为60.62%，低于一汽解放的62.83%和福田汽车的67.91%，这表明中国重汽通过优化负债结构和保持充足的现金储备，有效降低了财务风险，能够有效地在财务扩张与负债管理之间保持平衡，以维持财务健康和竞争力。

图29：重卡车企资产负债率（%）对比，2023年中国重汽资产负债率最低



资料来源：公司公告，Choice，浙商证券研究所

3.4 可比公司估值

一汽解放（000800）的产品线与中国重汽相似，都包括牵引车、载货车等重卡产品，具备可比性。潍柴动力（000338）与中国重汽同样作为国内重卡发动机和整车制造市场的核心竞争者，具有一定的可比性。福田汽车（600166）则与中国重汽具有相似的中重卡产品矩阵，产品覆盖面广，细分市场相似，因此被选为可比公司。可比公司的2024-2026年的PE估值平均值分别为28.9/17.7/15.6。我们认为，中国重汽作为老牌重卡龙头，技术实力雄厚。得益于国内以旧换新政策的持续刺激，重卡市场周期向上，同时中国重汽于新能源重卡市场持续发力，凭借其产品性价比在海外市场表现强劲。公司盈利质量高，财务健康状况良好，业绩成长性优异，估值具备较大提升空间，给予“买入”评级。

表12：可比公司PE估值（截至2025年3月25日）

公司代码	公司名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000800.SZ	一汽解放	395.76	8.2	13.8	14.9	48.5	28.7	26.6
000338.SZ	潍柴动力	1391.89	112.2	128.5	147.9	12.4	10.8	9.4
600166.SH	福田汽车	192.39	7.4	14.3	17.7	25.9	13.4	10.9
	平均值					28.9	17.7	15.6
03808.HK	中国重汽*	543.96	65.2	80.4	91.9	8.4	6.8	5.9

资料来源：Choice，浙商证券研究所（标注*为浙商覆盖标的，可比公司盈利预测采用市场一致预期中位数）

4 风险提示

国内宏观经济不及预期：重卡销量与经济增速、工业增加值等宏观变量具有密切的相关关系，如果经济体动力不足，将减少重卡的新增需求，也将压制部分置换需求。

海外需求不及预期：重卡出口是重卡销量增长的重要动力，若海外需求低于预期，可能会造成行业增长乏力。

技术更新进展低于预期：电动化、智能化、互联化等新兴技术的发展可能不及预期，可能延缓重卡的更新需求。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	87,067	99,654	122,859	146,336
现金	15,252	17,856	28,708	41,538
应收账款及票据	9,508	9,933	11,793	13,536
存货	13,338	17,276	19,662	22,151
其他	48,969	54,589	62,696	69,110
非流动资产	34,719	37,543	37,366	37,183
固定资产	15,823	15,359	14,918	14,500
无形资产	230	230	230	230
其他	18,666	21,954	22,218	22,453
资产总计	121,785	137,197	160,226	183,518
流动负债	72,530	83,398	97,498	110,620
短期借款	4,907	5,882	6,771	7,710
应付账款及票据	46,624	49,507	58,222	66,591
其他	20,999	28,010	32,505	36,318
非流动负债	1,295	1,272	1,272	1,272
长期借款	142	142	142	142
其他	1,153	1,131	1,131	1,131
负债合计	73,825	84,671	98,770	111,892
普通股股本	16,717	16,717	16,717	16,717
储备	23,521	27,374	35,418	44,603
归属母公司股东权益	40,272	44,125	52,169	61,353
少数股东权益	7,688	8,402	9,287	10,273
股东权益合计	47,961	52,526	61,455	71,627
负债和股东权益	121,785	137,197	160,226	183,518

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	11,368	8,932	11,849	14,077
净利润	5,318	6,517	8,044	9,185
少数股东权益	509	713	885	987
折旧摊销	1,572	800	776	754
营运资金变动及其他	3,969	902	2,144	3,151
投资活动现金流	(11,059)	(4,580)	(1,819)	(2,110)
资本支出	(2,560)	(336)	(336)	(336)
其他投资	(8,500)	(4,245)	(1,484)	(1,774)
筹资活动现金流	(471)	(1,747)	823	863
借款增加	404	975	890	939
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	(812)	(2,722)	(67)	(76)
其他	(62)	0	0	0
现金净增加额	(65)	2,604	10,852	12,830

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	85,498	94,001	108,752	125,363
其他收入	282	282	282	282
营业成本	71,263	78,303	90,047	103,550
销售费用	4,002	3,930	4,438	5,283
管理(研发)费用	4,669	4,664	5,287	6,261
财务费用	(284)	(171)	(201)	(355)
除税前溢利	6,883	8,642	10,673	12,158
所得税	1,056	1,412	1,744	1,987
净利润	5,827	7,230	8,929	10,171
少数股东损益	509	713	885	987
归属母公司净利润	5,318	6,517	8,044	9,185
EBIT	6,598	8,471	10,472	11,803
EBITDA	8,171	9,271	11,248	12,558
EPS (元)	1.93	2.36	2.91	3.33

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	44.20%	9.95%	15.69%	15.27%
归属母公司净利润	196.01%	22.54%	23.44%	14.18%
获利能力				
毛利率	16.65%	16.70%	17.20%	17.40%
销售净利率	6.22%	6.93%	7.40%	7.33%
ROE	13.21%	14.77%	15.42%	14.97%
ROIC	10.54%	12.10%	12.81%	12.42%
偿债能力				
资产负债率	60.62%	61.71%	61.64%	60.97%
净负债比率	-21.27%	-22.53%	-35.47%	-47.03%
流动比率	1.20	1.19	1.26	1.32
速动比率	0.95	0.92	0.99	1.05
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.73	0.73	0.73
应收账款周转率	10.62	9.67	10.01	9.90
应付账款周转率	1.79	1.63	1.67	1.66
每股指标(元)				
每股收益	1.93	2.36	2.91	3.33
每股经营现金流	4.12	3.23	4.29	5.10
每股净资产	14.59	15.98	18.89	22.22
估值比率				
P/E	7.22	8.35	6.76	5.92
P/B	0.96	1.23	1.04	0.89
EV/EBITDA	3.46	4.59	2.90	1.65

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>