

多元布局穿越周期，兼顾高分红潜力

华泰研究

2025年3月27日 | 中国内地/中国香港

首次覆盖

商用车

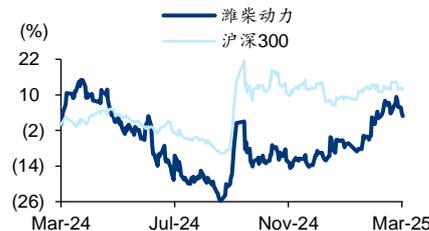
	2338 HK	000338 CH
投资评级:	买入(首评)	买入(首评)
目标价:	港币: 18.13	人民币: 20.02

研究员	宋亭亭
SAC No. S0570522110001	songtingting021619@htsc.com
SFC No. BTK945	+(86) 21 2897 2228
联系人	李思佳
SAC No. S0570123090067	lisijia@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228

基本数据

(港币/人民币)	2338 HK	000338 CH
目标价	18.13	20.02
收盘价(截至3月26日)	15.78	15.80
市值(百万)	137,705	137,880
6个月平均日成交额(百万)	205.61	1,438
52周价格范围	10.60-17.88	11.72-18.49
BVPS	9.90	9.90

股价走势图



资料来源: Wind

公司兼顾高成长和高分红的潜力，首次覆盖给予 A 股/H 股目标价 20.02 元/18.13 港元(分别基于可比公司 25 年 14xPE 均值/3 年以来 AH 价格比均值)，给予买入评级：①受益重卡行业β向上、公司份额第一长期稳固且产品不断升级，利润基本盘发动机业务或持续抬高盈利中枢。②当前多元业务或共振进入利润释放通道，进一步平滑重卡的周期影响：在 AI 数据中心供需错配下，高盈利大缸径发动机板块或受益国产设备替代加速、凯傲集团基本消化了问题订单进入盈利修复通道。③公司现金流充裕且分红率长期较高，业绩稳增有提高分红的潜力。

重卡周期向上+发动机格局优，公司产品升级且规模效应强或垫厚业绩地基 24 年重卡以旧换新政策延续到 25 年且置换范围拓展到国四车淘汰，国四车保有量在 76 万辆(24 年底)，显著高于国三车(23 年底为 51 万辆)，25 年置换力度或明显强于 24 年，加之 25 年对应上一轮周期高点淘汰释放新一轮置换需求，我们预计 25 年重卡行业周期向上，总销为 102 万辆/yoy+13%。同时公司得益产品谱系全面和能耗经济性优势，基本配套了重卡主流客户，随着公司产品升级、内部降本增效、发挥规模效应，业绩地基有望持续垫厚。

凯傲集团利润修复+大缸径发动机放量，有望开启业绩非线性成长

多元业务或共振释放业绩，平滑了重卡的周期性：(1)智能物流与叉车业务贡献 40-45% 的收入，当前凯傲已基本消化前期问题订单，若后续盈利修复至高点或对公司有较多利润增厚。(2)大缸径发动机为附加值高/壁垒高/格局清晰/增量明确的优质成长赛道，当前 AI 数据中心资本开支持续扩张而 AI 基础设施供给不足，加速了国产设备替代，公司通过并购和技术内化，已具备大缸径发动机的自研和量产能力，有与海外巨头竞争的潜力，我们看好公司加速国产替代、大缸径发动机加快交付放量，释放可观利润弹性。

区别于市场的观点：公司具备穿越周期的能力与保持高分红的潜力

市场认为公司的周期属性更强，我们认为其可对标美国柴油发动机龙头康明斯，具备跨越周期的能力。康明斯在美国重卡周期波动中业绩屡创新高，并保持长期高分红，近 5 年股价翻倍。而公司也具备跨越周期和提高分红的潜力：往后看，随着传统发动机业务发挥头部效应抬高利润地基、凯傲回归业绩增长通道、大缸径发动机受益 AI 资本开支扩张而放量，其盈利能力或持续提升，同时其资本开支增速放缓、自由现金流充裕，分红能力或持续提升。

盈利预测与估值

我们预计公司 24-26 年归母净利润为 110/125/143 亿元，A 股可比公司 Wind 一致预期 25 年 PE 均值为 14 倍，给予 A 股 2025 年 14 倍 PE，A 股目标价为 20.02 元，采用公司近三年以来 AH 价格比均值为 1.20，对应 H 股目标价 18.13 港元(汇率 1HKD=0.92CNY)。首次覆盖给予买入评级。

风险提示：重卡销量不及预期；行业竞争情况超预期；出口不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	175,158	213,958	219,822	233,599	255,031
+/-%	(13.95)	22.15	2.74	6.27	9.17
归属母公司净利润(人民币百万)	4,905	9,014	11,021	12,489	14,321
+/-%	(47.00)	83.77	22.27	13.32	14.67
EPS(人民币,最新摊薄)	0.56	1.03	1.26	1.43	1.64
ROE(%)	6.81	11.82	13.35	13.99	14.85
PE(倍)	28.11	15.30	12.51	11.04	9.63
PB(倍)	1.88	1.74	1.61	1.49	1.38
EV EBITDA(倍)	10.07	5.90	4.89	3.90	3.55

资料来源:公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	168,484	197,925	209,538	216,827	231,303
现金	70,842	92,857	101,619	111,454	109,782
应收账款	21,419	23,754	22,657	20,603	24,939
其他应收账款	1,261	1,131	1,540	1,180	1,853
预付账款	1,473	1,691	1,820	1,767	2,226
存货	33,374	37,930	37,906	40,725	45,553
其他流动资产	40,117	40,561	43,996	41,097	46,949
非流动资产	125,182	136,322	128,859	127,987	130,222
长期投资	5,341	5,175	5,301	5,417	5,103
固定投资	37,892	44,073	41,801	43,204	47,490
无形资产	22,759	23,071	21,935	20,238	18,690
其他非流动资产	59,190	64,003	59,823	59,128	58,938
资产总计	293,666	334,247	338,397	344,814	361,525
流动负债	119,743	146,215	150,163	145,527	151,621
短期借款	4,609	2,047	2,456	2,947	2,653
应付账款	45,560	60,127	59,769	62,380	62,255
其他流动负债	69,574	84,042	87,938	80,200	86,714
非流动负债	69,813	75,346	66,807	68,178	68,311
长期借款	22,782	17,908	13,533	12,317	14,551
其他非流动负债	47,030	57,439	53,274	55,861	53,760
负债合计	189,555	221,561	216,970	213,705	219,932
少数股东权益	30,926	33,351	35,608	38,349	41,493
股本	8,727	8,727	8,727	8,727	8,727
资本公积	11,350	11,013	11,013	11,013	11,013
留存公积	53,096	58,734	65,328	72,891	81,564
归属母公司股东权益	73,184	79,335	85,818	92,759	100,100
负债和股东权益	293,666	334,247	338,397	344,814	361,525

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	(2,349)	27,471	27,356	29,473	19,805
净利润	5,683	11,212	13,278	15,231	17,465
折旧摊销	11,148	11,989	12,216	14,172	17,334
财务费用	(908.56)	560.25	(225.64)	(632.18)	(1,011)
投资损失	(243.04)	(746.08)	(583.00)	(810.00)	(570.00)
营运资金变动	(19,743)	1,340	2,749	2,655	(12,861)
其他经营现金	1,714	3,116	(78.35)	(1,142)	(551.66)
投资活动现金	(8,545)	(5,737)	(4,652)	(11,733)	(18,929)
资本支出	(6,635)	(7,200)	(6,588)	(12,111)	(18,574)
长期投资	(4,766)	744.12	(126.08)	(116.51)	314.04
其他投资现金	2,856	718.79	2,062	494.44	(669.47)
筹资活动现金	4,852	(13,029)	(13,941)	(7,905)	(2,547)
短期借款	2,387	(2,562)	409.36	491.23	(294.74)
长期借款	9,876	(4,875)	(4,374)	(1,216)	2,234
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(904.37)	(337.38)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(6,506)	(5,255)	(9,976)	(7,180)	(4,487)
现金净增加额	(5,865)	8,859	8,762	9,835	(1,672)

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	175,158	213,958	219,822	233,599	255,031
营业成本	144,011	168,842	173,849	183,223	199,415
营业税金及附加	480.82	748.90	769.38	700.80	892.61
营业费用	10,661	13,410	12,244	12,871	13,517
管理费用	8,092	9,457	10,200	10,862	11,553
财务费用	(908.56)	560.25	(225.64)	(632.18)	(1,011)
资产减值损失	(875.21)	(1,084)	(550.00)	(500.00)	(500.00)
公允价值变动收益	1,011	(362.69)	211.38	215.61	219.92
投资净收益	243.04	746.08	583.00	810.00	570.00
营业利润	5,834	12,905	15,696	18,554	21,288
营业外收入	413.35	399.79	302.79	333.07	349.73
营业外支出	162.18	153.76	284.80	313.28	338.34
利润总额	6,085	13,151	15,714	18,574	21,299
所得税	402.52	1,940	2,436	3,343	3,834
净利润	5,683	11,212	13,278	15,231	17,465
少数股东损益	777.68	2,198	2,257	2,742	3,144
归属母公司净利润	4,905	9,014	11,021	12,489	14,321
EBITDA	16,275	25,678	27,682	32,091	37,596
EPS (人民币, 基本)	0.57	1.04	1.26	1.43	1.64

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	(13.95)	22.15	2.74	6.27	9.17
营业利润	(58.00)	121.21	21.63	18.21	14.73
归属母公司净利润	(47.00)	83.77	22.27	13.32	14.67
获利能力 (%)					
毛利率	17.78	21.09	20.91	21.57	21.81
净利率	3.24	5.24	6.04	6.52	6.85
ROE	6.81	11.82	13.35	13.99	14.85
ROIC	8.14	22.94	34.01	45.03	36.69
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.55	66.29	64.12	61.98	60.83
净负债比率 (%)	5.10	(8.76)	(23.24)	(31.32)	(25.40)
流动比率	1.41	1.35	1.40	1.49	1.53
速动比率	1.05	1.02	1.08	1.14	1.16
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.68	0.65	0.68	0.72
应收账款周转率	8.84	9.47	9.47	10.80	11.20
应付账款周转率	3.38	3.20	2.90	3.00	3.20
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	1.03	1.26	1.43	1.64
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.27)	3.15	3.13	3.38	2.27
每股净资产(最新摊薄)	8.39	9.09	9.83	10.63	11.47
估值比率					
PE (倍)	28.11	15.30	12.51	11.04	9.63
PB (倍)	1.88	1.74	1.61	1.49	1.38
EV EBITDA (倍)	10.07	5.90	4.89	3.90	3.55

正文目录

投资要点	5
投资逻辑.....	5
与市场不同的观点.....	5
穿越牛熊周期，兼具价值与成长	6
柴油动力总成龙头，管理层平稳换届.....	6
多元化业务布局，业绩扩张穿越周期.....	8
股价与重卡周期强相关，高景气助力戴维斯双击.....	10
发动机构筑利润地基，多元业务助力非线性成长	12
发动机：格局优+利润重心，行业周期向上释放弹性可期.....	12
重卡整车：受益 LNG+高端化+出口，盈利或持续改善.....	21
多元业务：大缸径发动机与凯傲有望贡献重要边际弹性.....	23
潜力业务：布局液压与氢燃料电池，利润潜力较大.....	31
他山之石：康明斯跨越周期创造稳定分红	34
盈利预测与估值	38
盈利拆解.....	38
估值结果.....	39
风险提示.....	40

图表目录

图表 1：潍柴动力业务布局.....	6
图表 2：潍柴纵横拓展业务历程.....	6
图表 3：公司产品矩阵.....	7
图表 4：潍柴动力股权结构（截止 2024Q3）.....	8
图表 9：公司分业务板块营收贡献.....	10
图表 10：公司分业务板块盈利能力.....	10
图表 11：公司股价走势及重卡销量情况.....	10
图表 12：公司市值走势复盘.....	11
图表 13：我国重卡销量预测情况.....	12
图表 14：大宗商品公路运输运价情况（单位：元/吨公里）.....	13
图表 15：当前重卡保有量按排放标准的分布情况（单位：辆）.....	14
图表 16：重卡排放标准切换时间.....	14
图表 17：2025-2026 年工程重卡销量和保有量推算情况.....	15
图表 18：2025-2026 年物流重卡销量和保有量推算情况.....	16
图表 19：2023 年除印度外的新兴市场卡车市场容量约 90 万辆.....	17
图表 20：中国重卡出口平均价格情况.....	17
图表 21：我国重卡出口销量判断.....	18

图表 22: 燃油与新能源自卸车能源成本对比.....	19
图表 23: 短途运输场景的不同燃料类型重卡综合成本对比.....	19
图表 24: 潍柴 2020-2024 年柴油机高热效率实现四大跨越.....	20
图表 25: 53.09%热效率柴油机能带来较大的经济效益和社会效益.....	20
图表 26: 公司的重卡发动机配套情况.....	20
图表 27: 重汽发动机配套情况.....	20
图表 28: 重卡发动机竞争格局.....	21
图表 29: 天然气重卡发动机竞争格局.....	21
图表 30: 重卡整车与发动机头部企业的净利率对比.....	21
图表 31: 潍柴动力资本开支情况.....	21
图表 32: 陕重汽重卡销量及增速.....	22
图表 33: 国内重卡市场竞争格局.....	22
图表 34: 陕重汽营业收入及增速 (2015-2023 年).....	22
图表 35: 陕重汽净利润及增速 (2015-2023 年).....	22
图表 36: 陕重汽月度 LNG 重卡销量.....	23
图表 37: LNG 重卡市场月度销量竞争格局.....	23
图表 46: 国内外叉车品牌对比情况.....	25
图表 55: 北美数据中心空置率继续降低.....	28
图表 56: 北美数据中心机柜单价持续上涨.....	28
图表 61: 林德液压发展历程.....	31
图表 62: 挖机市场成套匹配的潜在利润空间.....	32
图表 63: 国内氢能公司的业务进展及产能规划.....	33
图表 65: 康明斯收入及增速.....	35
图表 66: 康明斯利润及增速.....	35
图表 67: 康明斯分业务部门的收入情况.....	35
图表 68: 康明斯分地区的收入情况.....	35
图表 69: 康明斯重型发动机及所有发动机平均售价.....	35
图表 70: 康明斯发动机业务及所有业务资本开支.....	35
图表 71: 康明斯经营性净现金流及净现比 (2012-2023).....	36
图表 72: 康明斯历史现金分红金额及股息支付率 (2010-2023).....	36
图表 73: 公司历史盈利与未分配利润情况.....	36
图表 74: 公司历史折旧摊销与资本支出情况.....	36
图表 75: 公司历史自由现金流情况.....	37
图表 76: 公司历史分红金额与股息支付率.....	37
图表 77: 公司业绩拆分与预测结果.....	39
图表 78: 可比公司估值表 (截止 2025 年 3 月 26 日).....	40
图表 79: 潍柴动力 PE-Bands.....	40
图表 80: 潍柴动力 PB-Bands.....	40

投资要点

投资逻辑

公司从单一发动机供应商走向全球多元化业务布局，可对标美国发动机龙头康明斯，具备**跨越周期的能力**。康明斯在传统重卡发动机领域头部地位稳固，凭借产品结构升级，在美国重卡周期波动中，业绩屡创新高，同时其资本开支增速放缓、在手现金充裕，保持长期高分红（近五年股息率均值为 2.42%），在过去 5 年股价近乎翻倍。我们认为潍柴动力通过布局多元业务也具有跨周期的潜力，往后看公司的传统发动机业务释放规模效应和头部效应或继续抬高利润中枢、智慧物流业务盈利逐步改善、大缸径发动机受益于 AI 资本开支增加带来的备用电源国产替代加速机遇，我们看好公司盈利能力持续提升，同时公司近 5 年分红率在 30%+，维持良好分红习惯（近五年股息率均值为 2.70%），随着其资本开支增速放缓、在手现金流继续增厚，具备维持高股息的潜力。

近年来潍柴动力的主要收入构成为凯傲、陕重汽、发动机，收入贡献分别约为 40%-45%、20%-30%、15-20%（发动机业务考虑了内部抵消），其中发动机业务贡献了 70%-80% 的利润，我们认为公司未来的利润增量来自：

（1）传统发动机与整车板块伴随行业周期向上和公司发挥规模效应，有望持续巩固利润地基：传统发动机业务方面，我们预计 2025-2026 年重卡总量中枢在 100 万辆，行业景气度向上，公司产品谱系全面、有能耗经济性优势，基本配套了重卡主流客户，并在 23 年通过把握 LNG 重卡机遇进一步稳固了头部地位，有望充分受益行业周期向上。同时公司持续进行产品升级、内部降本增效，传统发动机单台利润或继续提高。整车业务方面，公司子公司陕重汽把握了出口和 LNG 重卡的市场机遇，自身在加快高端干线物流重卡推广，盈利能力不断修复，24H1 利润额接近 23 全年水平，往后有望随重卡行业向上进一步提振利润。

（2）智能物流与叉车业务步入利润修复通道：公司通过重组凯傲集团，进军叉车与智能物流赛道，当前凯傲已基本消化前期问题订单，盈利能力显著提升，24H1 收入实现 57.4 亿欧元/yoy+2%，调整后 EBITA 达 4.5 亿欧元/yoy+28%，凯傲近五年净利率高点为 5%+，若其盈利修复至高点，在 880 亿元的营收体量下存在 6-9 亿元的利润增厚。

（3）大缸径发动机或开启非线性增长：大缸径发动机为附加值高、竞争壁垒高、格局清晰、增量明确的优质成长赛道，2025/2026 年全球市场容量约 8.67/9.13 万台。当前生成式 AI 对算力和数据存储的需求大幅提升，带动数据中心以及相关的备用电源需求迅速增长，大缸径发动机为数据中心不可或缺的备用电源，目前海外产能有限，行业存在供需缺口。公司通过收购和内化技术实现了大缸径发动机从无到有，目前已具备自研能力和量产能力以及较丰富的产品谱系，具备与海外巨头竞争的能力，我们看好公司在数据中心赛道持续斩获订单，盈利更高的大缸径发动机放量或创造新成长曲线。

与市场不同的观点

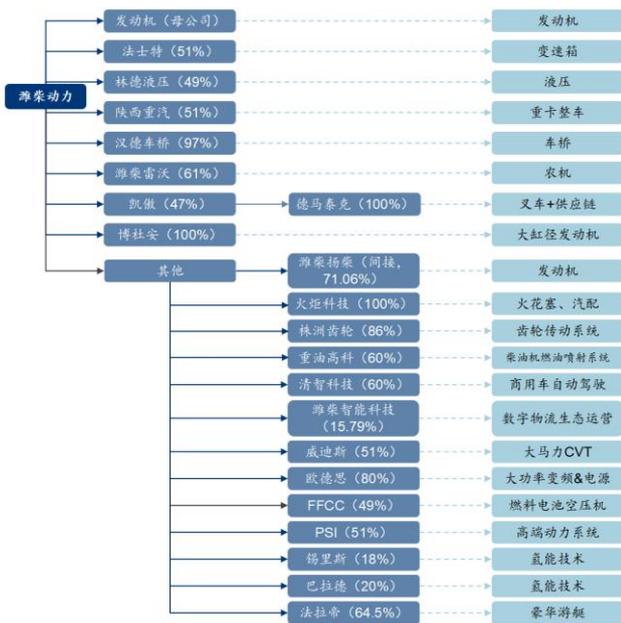
市场担忧公司的周期性属性更重，历史上公司股价超额收益多发生在重卡高景气阶段，而重卡周期波动较大，或影响公司的盈利稳定性。**我们认为行业层面看，未来两年重卡或周期向上：**24 年重卡以旧换新政策延续到 25 年，且置换范围拓展到国四车与天然气车，24 年底国四保有量 76 万辆(23 年底国三保有量 51 万辆)，25 年置换力度或明显强于 24 年，同时 25-26 年对应上一轮周期高点淘汰释放新一轮置换需求，我们预计 25-26 年重卡总销量为 102/116 万辆，同比+13%/+14%。**潍柴动力层面，传统业务利润地基抬升+多元业务逐步兑现业绩，有望开启新增长周期：**公司传统发动机的产品力与品牌力强，市场地位稳固，并通过内部降本增效放大了规模效应，基本盘业务利润中枢或继续上移，同时多元化业务如智慧物流和大缸径发动机或开启业绩兑现期，平滑重卡周期的同时也有望提供更可观利润增量。此外，24 年集团一把手已平稳换届，“老潍柴人”接班，有望推动公司的战略方向和经营策略稳健执行。

穿越牛熊周期，兼具价值与成长

柴油动力总成龙头，管理层平稳换届

以柴油动力总成起家，目前已形成多个产业板块协同发展的新业务布局。公司前身为 1953 年建成的潍坊柴油厂，成立之初以柴油发动机为基本盘，2002 年后公司逐步通过兼并收购扩展商业布局：①2002-2011 年聚焦重卡产业链的纵向发展，2007 年收购湘火炬后，构筑起整车（陕西重汽）+变速箱（法士特变速箱）+车桥（汉德车桥）的重卡动力总成“黄金产业链”；②2012-2017 年通过重组德国凯傲，并帮助凯傲收购德马泰克布局了工程机械和仓库技术服务业务，形成了智能物流产业链；③2018 年至今收购巴拉德、锡里斯、雷沃重工等，布局氢燃料电池和高端农业装备，同时深化与重汽的合作，在进一步巩固重卡产业链头部地位同时，成为了多元业务覆盖的全球领先智能化工业装备跨国集团。

图表1：潍柴动力业务布局



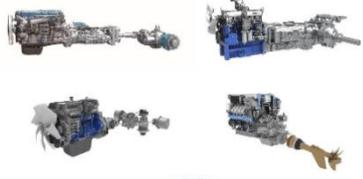
资料来源：Wind、华泰研究

图表2：潍柴纵横拓展业务历程

领域	时间	收购公司
重卡产业链	2007	控股株洲齿轮、陕西重汽、法士特、汉德车桥
	2012	收购德国凯傲，布局智能仓储物流领域
智能物流与叉车、仓储		全资收购德马泰克，搭建起“潍柴卡车运输+凯傲物料搬运硬件+德马泰克系统集成”智能物流产业链，逐步从装备制造企业向整体解决方案服务商转型
	2016	
农业	2022	战略重组雷沃智慧农业，布局农业装备领域
其他	2005	收购湘火炬
	2009	收购法国动力品牌博杜安发动机公司，补全大缸径发动机技术
	2012	战略收购林德液压
	2016	投资苏州弗尔赛能源，加码布局新能源业务
	2017	控股 PSI，使得潍柴动力能快速进入北美市场，正面参与北美动力系统市场竞争
	2018	控股巴拉德动力系统、锡里斯
	2020	战略重组德国欧德思，收购奥地利威迪斯

资料来源：Wind、华泰研究

图表3: 公司产品矩阵

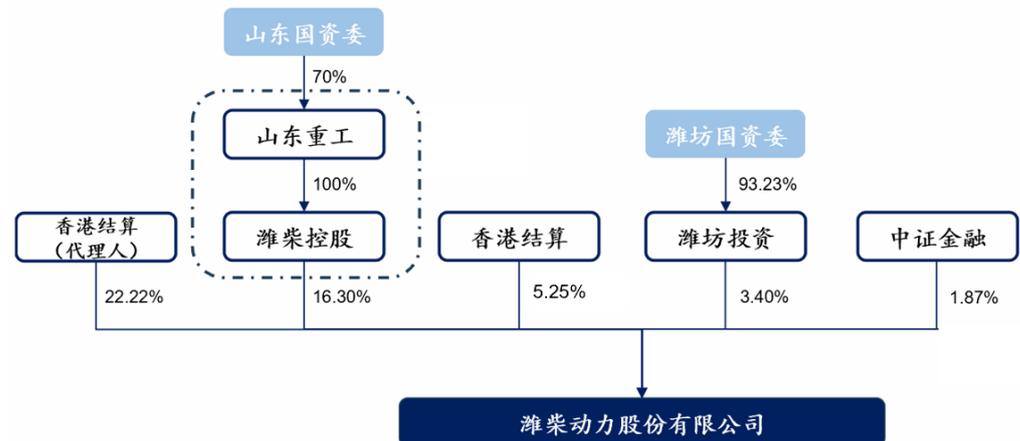
业务板块	产品图	概述
动力系统		<p>全新一代 H/T 系列重型发动机产品: 在干线物流、绿通冷链、快递快运等市场树立行业新标杆;</p> <p>M 系列大缸径高功率密度发动机: 全面进入数据工程中心、刚性矿卡等全球高端市场;</p> <p>工程机械液压力总成产品: WP15H/17T/6M33/8M33 配套液压力总成在大型矿挖市场实现全面突破。</p>
商用车		<p>产品涵盖牵引车、自卸车、载货车、专用车, 形成 X/M/H/L/F 五大系列, 由车型定位、马力大小、以及驾驶室大小区分;</p> <p>目前正从传统工程车为主向标载物流、天然气、新能源等多元化产品转型: 中高端产品销量占比超过 30%, 高端车型 X6000 销量超 9000 辆, 市场结构更加均衡; 天然气重卡销量超 2.6 万辆, 同比增长 416%。</p>
农业装备		<p>潍柴雷沃旗下收获机械、拖拉机等业务连续多年保持行业领先, 是国内少数可以为现代农业提供全程机械化整体解决方案的品牌之一;</p> <p>依托潍柴集团在液压电控、CVT 动力总成、新能源、智能驾驶等新科技领域优势, 公司正推动产品高端化、智能化: P3404-8V 大马力智能拖拉机具备自主知识产权, 实现整车全电控操纵, 综合作业效率提升 30%, 综合燃油消耗降低 10%, 技术配置国内最优; 发布中国首个系统性 CVT 拖拉机智慧农业应用场景解决方案, 实现 240hp-340hp 大马力 CVT 系列拖拉机产业化突破, 大喂入量收获机械、电驱精量播种机等关键核心技术快速突破。</p>
智慧物流		<p>叉车业务: 旗下林德叉车、斯蒂尔叉车、宝骊叉车聚焦不同客群, 满足从高端到大众市场的物料搬运需求;</p> <p>供应链解决方案业务: 提供包括存储与缓存、输送、分拣、码垛、拣选等全系列智慧物流解决方案。</p>
新能源、新科技、新业态		<p>完成重卡、轻卡、客车专用电驱动总成产品开发: 电机功率覆盖 50-430kW, 功率密度较竞品提升 20%以上; 高集成度六合一控制器最高效率 99%, 集成度较竞品提升 30%;</p> <p>燃料电池核心技术实现突破: 发布全球首款大功率金属支撑 SOFC 商业化产品, 热电联产效率高达 92.55%, 创全球最高纪录; 多款燃料电池产品实现批量配套, 产品寿命达 3 万小时, 在氢燃料电池领域实现核心技术与产业化的全球引领。</p>

资料来源: Wind、公司官网、华泰研究

股权架构稳定的地方国有企业, 管理层具备深厚行业经验, 23 年发布股权激励目标超市场预期, 彰显长期发展信心。山东省国资委为公司实控人, 间接持股 16.30%, 股权结构稳定。公司核心管理团队均有深厚的产业背景。2023 年 10 月公司发布股权激励计划, 制定业绩考核目标为 2024-2026 年营收不低于 2102/2312/2589 亿元, 销售利润率不低于 8%/9%/9%, 即利润总额较 2023 年增长 27.9%/58.2%/77.2%, 公司此次股权激励设定的 2025-2026 年销售利润率目标高于公司近十年来的最高点, 略超市场预期, 彰显公司的长期发展信心。

2024 年集团一把手平稳换届, “老潍柴人” 接班, 有望推动公司的战略方向和经营策略稳健执行。2021-2023 年公司逐步实现管理层换届, 2024 年一把手平稳交接, 新管理团队大多为“老潍柴人”, 其中潍柴的母公司/上市公司董事长马常海、潍柴 CEO 王德成均为长期任职在潍柴的核心成员, 历任了集团多个职位, 具有丰富产业经验, 有望在公司的经营、战略、执行力等方面保持稳健。

图4：潍柴动力股权结构（截止 2024Q3）



资料来源：Wind、华泰研究

多元化业务布局，业绩扩张穿越周期

从单一发动机供应商走向多元化业务全球化布局，收入体量稳步扩张穿越周期。复盘公司发展，我们认为公司业绩特点为：凭借并购实现业务规模的扩张；重卡周期性导致利润波动较大，但多元化业务布局平滑了重卡周期下行幅度；发动机具有重资产属性，公司竞争格局好，规模效应释放的利润弹性可观。具体分阶段来看：

(1) 2007-2012年，公司通过合并湘火炬，获得湘火炬、法士特、陕重汽优质资产，实现了发动机-变速箱-整车的重卡黄金产业链布局，2010年受益于重卡销量破百万和公司整合有效，净利润增至近70亿元/净利率近11%（2007年净利润20亿元/净利率不到6%）。

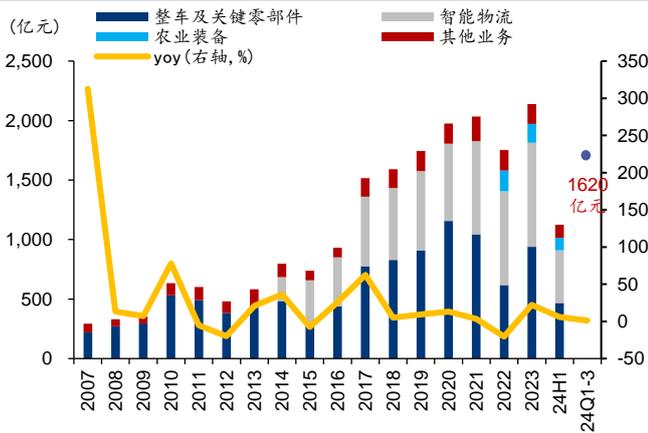
(2) 2012-2015年，公司开启海外收购步伐，于2012年并购凯傲，2014年与凯傲并表，2015年由于重卡周期性下行（销量同比-26%），公司净利润下滑较多。

(3) 2016-2020年，重卡行业开启新一轮上行周期，加之凯傲经营改善、公司产品结构优化、内部降本控费效果显著，潍柴营收体量从932亿元增至975亿元，归母净利润从24亿元增至92亿元。

(4) 2021-2022年，重卡行业下行销量斩半、凯傲受制于地缘冲突供应链断裂和通货膨胀，导致公司22年净利润同比下滑48%。

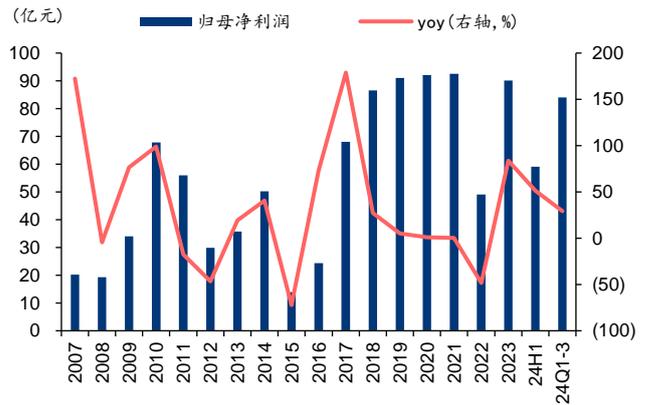
(5) 2023-2024年：重卡行业温和复苏，并呈现结构性高景气行情，由于油气价差大、货运市场较低迷，凸显出天然气重卡的能耗经济性，23H2天然气重卡渗透率得以快速提升，公司受益于天然气重卡发动机的技术优势和产能优势，份额大幅提高，叠加出口高景气，2023年公司实现营收2139.59亿元/同比+22%，归母净利润90.14亿元/同比+84%，盈利接近2021年高点。24Q1-Q3公司实现收入1620亿元/同比+1%、归母净利润84亿元/同比+29%，Q3实现收入495亿元，同比-8.8%/环比-11.8%，实现归母净利润25亿元，同比-4%/环比-24.4%。其中24Q3重卡行业销量同比-18%至17.8万辆，而公司业绩降幅好于行业，我们认为得益于：公司内部持续降本增效和优化产品结构；凯傲走出通胀和供应链问题阴影，利润转正；陕重汽出口/LNG重卡/高端化卡车销量增长快，带动盈利改善。

图表5: 公司近年营收情况与结构



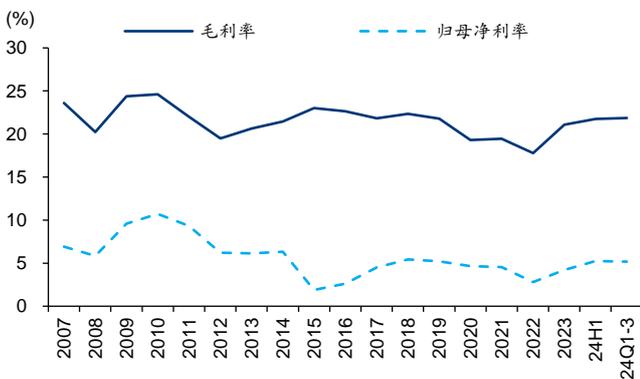
资料来源: Wind、华泰研究

图表6: 公司近年归母净利润及增速



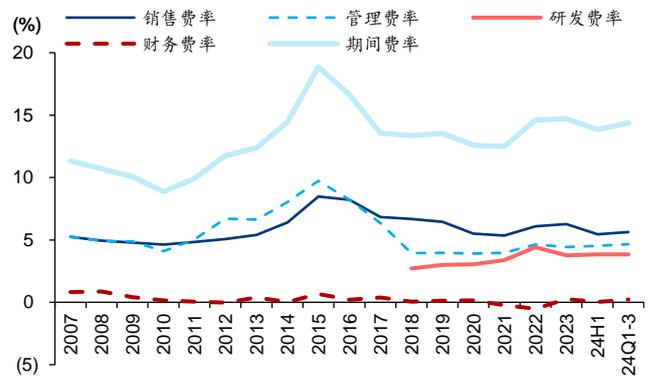
资料来源: Wind、华泰研究

图表7: 公司近年盈利能力



资料来源: Wind、华泰研究

图表8: 公司近年费用支出



注: 公司 2013-2017 年的管理费用中包含研发费用, 2018 年之后的不包括; 2024 年销售费用的质保成本计入主营业务成本

资料来源: Wind、华泰研究

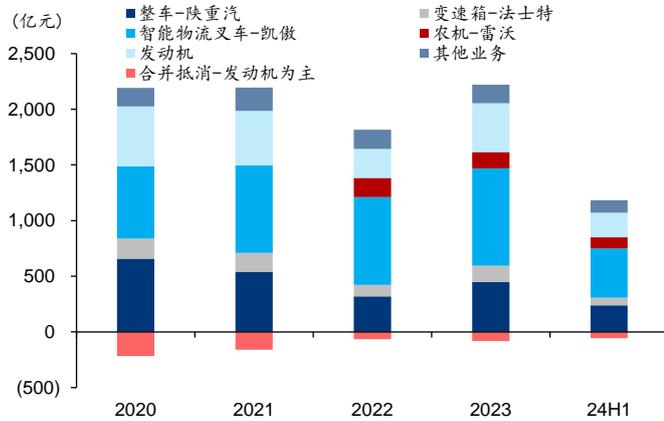
发动机为公司的核心盈利来源, 凯傲收入基数大具有可观的潜在利润弹性。拆解公司业绩构成看, 近年来公司收入主要来自凯傲、陕重汽、主营发动机的母公司, 收入贡献分别约为 40%-45%、20%-30%、15-20% (发动机业务考虑了内部抵消因素, 占比有所减少); 归母净利润贡献口径上, 发动机业务贡献了 70%-80% 的利润, 为核心利润部门, 我们认为公司往后的利润增量在于:

(1) **发动机板块:** 受益于内部降本增效、更高盈利的天然气重卡发动机和大马力牵引车发动机份额提升、发动机出口较好等, 公司发动机单台利润持续向上, 24H1 发动机利润达 40.5 亿元/yoy+7%, 单台净利润达 1.05 万元/yoy+0.2 万元(若剔除轻型发动机, 重卡发动机单台利润或更高)。同时, 当前 AI 数据中心等下游需求增长带动了大缸径发动机市场规模扩张, 而全球市场存在供需缺口, 公司已具备大缸径发动机的自研和量产能力, 有望加快国产替代, 大缸径发动机利润更高, 交付放量或继续抬高基本盘业务的利润中枢。

(2) **智能物流板块:** 凯傲走出通胀和供应链问题阴影, 盈利有望修复至高点。当前凯傲已基本消化前期问题订单, 盈利能力显著提升, 24H1 收入达 57.4 亿欧元/yoy+2%, 调整后 EBITA 达 4.5 亿欧元/yoy+28%, 我们测算 24H1 对公司的利润贡献近 6 亿元。凯傲近五年净利率高点为 5%+, 若盈利修复至高点, 在凯傲 880 亿元的营收体量下存在 6-9 亿元的利润边际贡献。

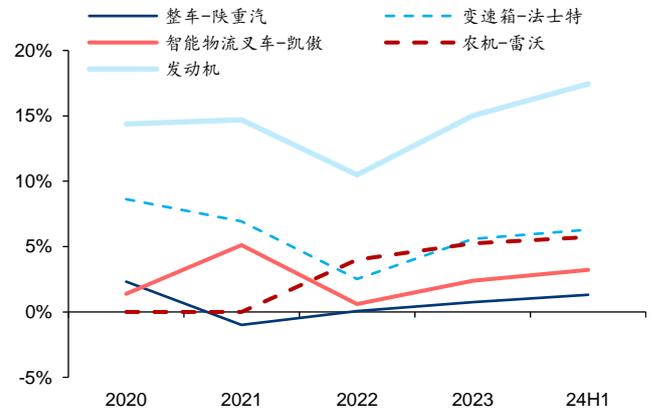
(3) 重卡整车板块: 受益于重卡出口景气度高 (出口占陕重汽总销量的 20%，达历年同期最高水平)、重卡高端化进展快 (24H1 陕重汽干线物流高端重卡销量同比+23%)、LNG 重卡快速上量，24H1 陕重汽净利润额接近 23 全年水平，净利率从 0.75% 爬升至 1.3%+，往后随着重卡周期向上，陕重汽利润有进一步改善空间。

图表9: 公司分业务板块营收贡献



资料来源: Wind、华泰研究
注: 发动机收入为母公司口径

图表10: 公司分业务板块盈利能力



注: 采用归母净利率口径; 其中, 发动机净利率为母公司口径, 即 (母公司收入-投资收益)/母公司收入
资料来源: Wind、华泰研究

股价与重卡周期强相关，高景气助力戴维斯双击

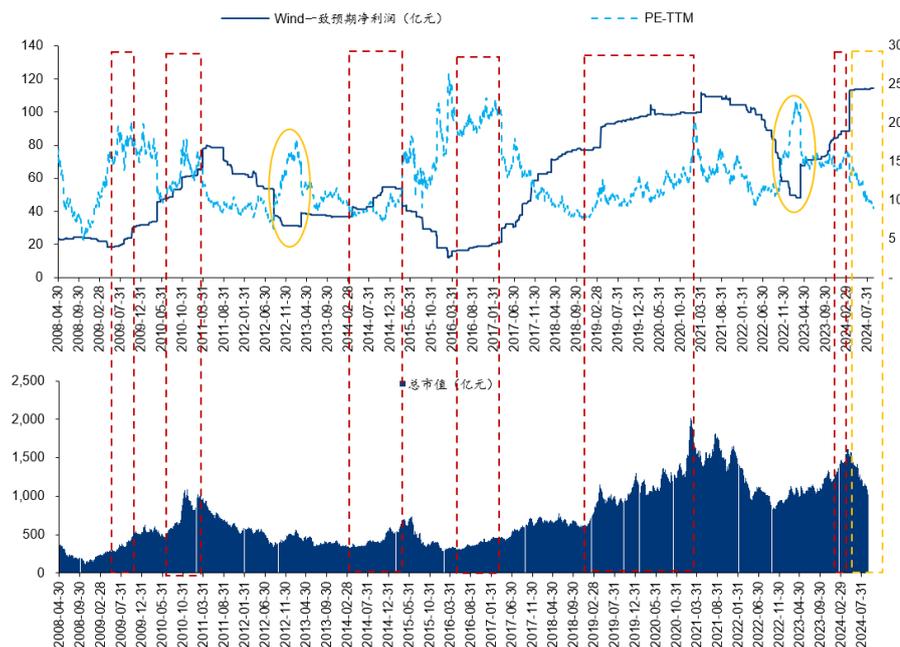
公司股价受重卡周期波动的影响较大，23 年因 LNG 重卡与出口高景气的结构性行情，实现超额收益 38%。潍柴股价和重卡销量走势高度相关，由于上游供应商排产先于重卡终端，重卡销量一般是潍柴股价的滞后指标，且在数据落地后股价表现存在惯性，23 年重卡市场呈现天然气与出口双轮驱动的结构行情，公司充分受益，股价表现强势，相对上证指数实现 38% 的超额收益。

图表11: 公司股价走势及重卡销量情况



资料来源: Wind、中汽协、华泰研究

我们基于 Wind 一致预期净利润复盘公司的市值走势，发现公司股价有超额收益的阶段基本发生在重卡行业高景气时期，实现了估值与利润共振的戴维斯双击（如下图红框展示，2010 年重卡销量首次破百万辆、2016 年重卡继 2015 年销量触底实现全面反弹、2019-2020 年重卡达历史销量高峰、23H2 天然气重卡高景气），此外是发生在公司通过并购重组、整合顺利，实现了业务体量质的扩张（如下图红框展示，潍柴并购整合湘火炬和凯傲集团，释放业绩的时期）。而在重卡行业触底实现复苏的阶段（如下图黄圈展示），公司股价上涨先由估值修复驱动，后由业绩预期修复驱动，估值表现回归。24 年以来公司利润预期持续上修，而估值有较大缩水，当前 PE-TTM 已接近 22Q1 水平，考虑公司管理层平稳换届有望维持经营稳定、公司在手现金充裕有安全垫、重卡行业受以旧换新政策驱动或迎来周期向上，我们认为当前公司估值具有较大性价比。

图表12：公司市值走势复盘


资料来源：Wind、华泰研究

发机构筑利润地基，多元业务助力非线性成长

发动机：格局优+利润重心，行业周期向上释放弹性可期

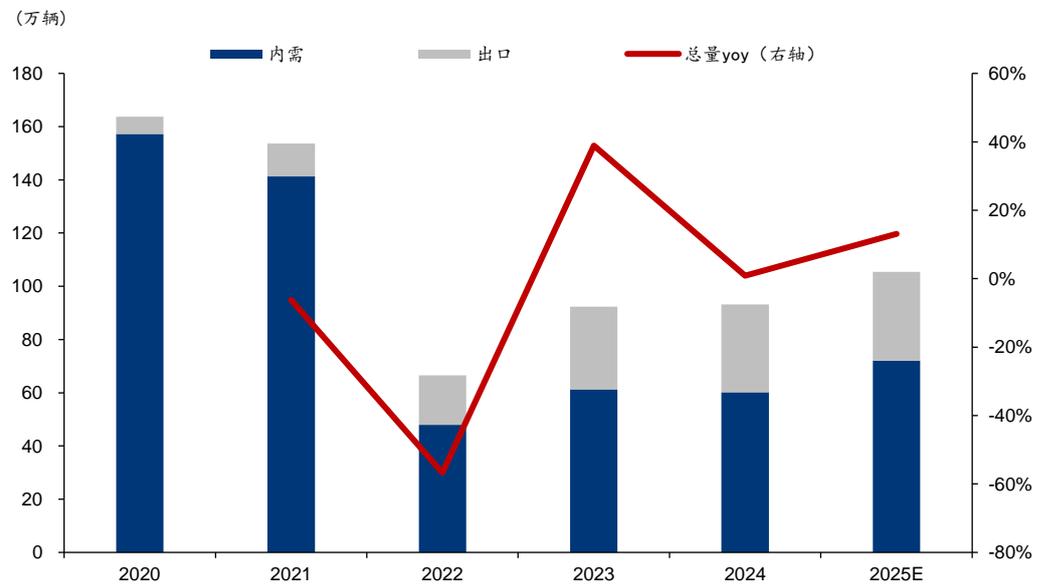
潍柴动力母公司主营全系列发动机，涉及卡车、工程机械、农业装备、客车等领域，重卡发动机是重要业绩来源，我们认为公司发动机业务利润中枢有望上移：

► β：国四置换政策靴子落地，25年重卡销量或超百万辆

以旧换新政策延续+国四置换政策靴子落地+新置换政策覆盖天然气车，25年重卡β值得期待。24年货车以旧换新政策延续到25年，且拓展到国四车置换，23年底国三重卡保有量50万左右，而24年底国四重卡保有量76万左右，置换基数显著较高，我们认为25年置换力度有望明显强于24年，全年总销量破百万辆的概率较大，我们预计25年重卡总量为102万辆，同比+13%，其中内需为72万辆/同比+20%，出口33万辆/同比持平，能源结构上，天然气/新能源/柴油车销量分别为19万辆、11万辆、42万辆。

往后看，我们认为重卡行业β的增长点在于：政策鼓励或强制报废老旧排放标准车型；上一轮上行周期的自然淘汰；亚非拉出口。

图表13：我国重卡销量预测情况

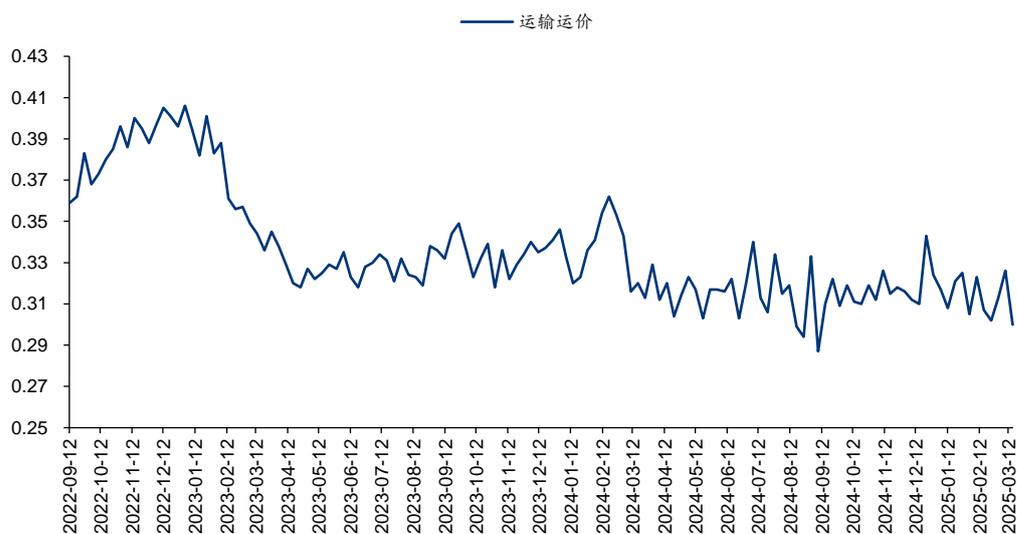


资料来源：Wind、Thinkcar、华泰研究预测

(一) 内需：

本轮周期供给侧的影响大于需求侧，研究重卡销量的主要矛盾在于研究保有量（即存量）：

(1) 需求端看，下游运价低迷且车多货少常态化，房地产基建投资活动承压时期较长，缺乏重卡保有量中枢上移的需求支撑。以重卡销量主力的物流车为例，2023年以来大宗商品公路运输价格仍处于低迷状态，2024年9月以来运输均价在0.3元/吨公里左右，不及2022年的价格，而2024年Q1-3的物流车开工率与22-23年同期持平，未出现显著上移，反映货运需求仍处于较低迷状态；供给端看，重卡治超治载效果显著，单车运力已有明显下降，此外物流中重卡保有量增速已显著超过下游需求增速，反映治超治限导致的物流类公路货运运力缺口已基本填补。

图表14：大宗商品公路运输运价情况（单位：元/吨公里）


资料来源：物泊科技、华泰研究

（2）以旧换新是长效传导机制，利好运力出清。短期看，市场担忧以旧换新政策落地晚、地方因财力差异执行力度差异大、国三车保有量有限，因此贡献的重卡销量增量有限。我们认为以旧换新是长效机制，乐观情况下可能在 24 年贡献销量增量，悲观情况下也利于重卡运力出清，为日后重卡销量反弹打下基础。考虑到以旧换新政策定位是鼓励报废而非强制报废，而重卡是生产资料，鼓励性质的政策效果和下游需求紧密挂钩，我们分三种情况讨论：

- 下游需求好→用户报废车拿补贴换新车→24 年释放国三车置换需求
- 下游需求低迷→用户退出市场→报废国三车拿补贴，但不增购→出清单车运力
- 运价一般、汽价上涨→柴油车补贴后也较贵，用户选择购买二手车→转换闲置运力

我们认为重卡综合运力=闲置运力+有效运力，闲置运力包括二手车或没需求停滞使用的车，有效运力是当前经济状态所需的供给量，考虑到当前下游需求低迷，以旧换新的短期销量增量传导或有阻碍，但长期看利于出清闲置运力，降低重卡的综合单车运力，若下游需求出现反转，在单车运力较低情况下，重卡市场或存在供给缺口，释放较多的销量增量。（单车运力详细分析请见《汽车：周期与成长共舞，行业从底部走出》，2023.2.23）。

（3）国四淘汰与上一轮周期高点淘汰，有望释放新一轮置换需求。重卡使用寿命一般在 8-10 年，考虑到当前运价低迷、市场需求一般，用户或延长重卡置换周期，25-26 年或对应着 16-18 年的国四车与国五车自然更换需求，而 16-18 年为国内重卡销量高峰，国四车国五车在该三年期间分别实现销售总量 64 万辆、209 万辆，存在较充分的置换存量基础，若未来政策推行鼓励国四车更新替换，则 25-26 年有望释放较大销量弹性。

图表15：当前重卡保有量按排放标准的分布情况（单位：辆）

单位:万辆	零售总量	新能源	国 II	国 III	国 IV	国 V	国 VI
2016	66.61	0.07	0.03	0.33	50.90	15.29	0.00
2017	102.81	0.07	0.00	0.03	12.98	89.72	0.00
2018	104.44	16.05	-	0.0001	0.21	104.17	-
2019	116.32	0.50	-	0.0001	0.04	112.31	3.47
2020	157.29	0.26	-	-	0.05	133.36	23.61
2021	141.26	1.04	0.0002	0.0009	0.18	108.16	31.88
2022	47.89	2.50	-	-	0.06	0.76	44.58
2023	61.28	3.40	-	-	0.02	0.16	57.70
2024	60.19	8.15	-	-	0.02	0.04	51.98

资料来源：Wind、华泰研究

图表16：重卡排放标准切换时间

全面实施时间		不同类型具体实施时间	
国 I	2001年7月1日	轻型柴油车	2001年10月1日
		重型汽油车	2003年7月1日
		重型燃气车	2003年7月1日
		重型柴油车	2001年9月1日
国 II	2004年7月1日	轻型柴油车	2006年7月1日
		重型汽油车	2004年9月1日
		重型燃气车	2004年9月1日
		重型柴油车	2005年9月1日
国 III	2009年7月1日	轻型柴油车	2009年7月1日
		重型汽油车	2010年7月1日
		重型燃气车	2008年7月1日
		重型柴油车	2008年7月1日
国 IV	2013年7月1日	轻型柴油车	2013年7月1日
		重型汽油车	2013年7月1日
		重型燃气车	2011年1月1日
		重型柴油车	2013年7月1日
国 V	2017年7月1日	东部11省市所有轻型汽油车、轻型柴油客车、重型柴油车(仅公交、环卫、邮政用途)	2016年4月1日
		所有轻型汽油车、重型柴油车(客车和公交、环卫、邮政用途)	2017年1月1日
		所有重型柴油车	2017年7月1日
国 VI	2019年7月1日	所有轻型柴油车	2018年1月1日
		所有燃气汽车	2019年7月1日
		所有轻型汽车	2020年7月1日
国 VI	2023年7月1日	重型车	2021年7月1日
		所有轻型汽车	2023年7月1日
		所有燃气汽车	2021年1月1日
		重型车	2023年7月1日

资料来源：Wind、华泰研究

24年底下游需求状态对应 523 万辆的物流重卡保有量，293 万辆的工程重卡保有量，物流重卡置换或为未来销量主力军，工程重卡处于筑底阶段，触底反弹具有较大弹性。我们认为，由于下游需求结构变化，重卡保有量结构已发生较大变化，工程重卡保有量自 2021 年来持续下降，而物流重卡保有量稳定上升，进一步拆解看，2018-2021 年物流：工程重卡销量比约为 6:4，工程重卡年销量中枢约为 45-50 万辆；2022 年起工程重卡受房地产建设缩紧影响，销量大幅下滑，2022 年至今销量中枢降至约 18 万辆，物流：工程销量比约为 7:3。物流重卡的下游需求较为稳定，且在 2019-2021 年销量快速上涨，年均销量在 85 万辆以上，为后续重卡自然置换需求释放奠定充足基础。而工程重卡已连续四年下滑，销量处于底部位置，2010-2014 年工程重卡销量中枢在 40-50 万辆左右，2018-2021 年中枢在 45-55 万辆，我们认为工程重卡处于筑底阶段，若基建和房地产建设需求反弹，工程重卡或有较大弹性。

我们预计 2025-2026 年国内工程车新增销量需求为 10/23 万辆：工程车需求承压→保有量中枢下移→新增销量低迷的传导路径不必太过悲观，随着闲置运力基本出清、有效运力供给不足，下游需求反转有望带动工程车释放较大销量弹性：

- (1) **需求端-基建投资额**，假设 2025-2026 年降幅分别为 8%/7%：我们参考房地产组判断（《房地产开发/房地产服务：以价为锚，重塑预期》，2024.11.4），考虑 2024 年土地购置费同比-7.5%，参考 2025 年销售景气度和供应链提质减量的判断，土地购置费预期同比持平；施工投资取决于施工面积和施工强度，24 年 1-9 月施工强度同比小幅回升，我们预期全年维持这一水平，25 年前端投资（拿地和新开工）降幅收窄的预判下，我们认为施工强度同比延续 24 年表现，考虑到高质量供应占比或将提升，同比增速预计达 2%。
- (2) **供给端-工程车单车运力**，假设 2025-2026 年每亿元基建投资对应工程车需求为 0.7/0.7 万辆：考虑到工程重卡下游需求整体为下滑态势，闲置运力加速出清同时车企的产品更新迭代动力不强，预计单车有效运力未来仍在低位。
- (3) **2025-2026 年的房地产建设需求对应工程重卡保有量为 275/256 万辆**，测算相关置换需求为 10/23 万辆。

图表 17：2025-2026 年工程重卡销量和保有量推算情况

销量(万辆)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
2016 年以前	317	280	226	175	132	88	44	12	2	0	-
2016	16	16	16	16	16	16	16	16	5	2	-
2017	-	32	32	32	32	32	32	32	32	10	1
2018	-	-	46	46	46	46	46	46	46	46	14
2019	-	-	-	46	46	46	46	46	46	46	46
2020	-	-	-	-	56	56	56	56	56	56	56
2021	-	-	-	-	-	53	53	53	53	53	53
2022	-	-	-	-	-	-	18	18	18	18	18
2023	-	-	-	-	-	-	-	18	18	18	18
2024	-	-	-	-	-	-	-	-	17	17	17
2025E	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10	10
2026E	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	23
工程车保有量(万辆)	333	328	320	315	327	336	311	297	293	275	256
基建投资额(亿元)	20,746	21,074	3,100	5,872	6,207	393	21,727	17,330	20,936	19,261	17,913
每亿元基建投资完成	0.62	0.64	0.10	0.19	0.19	0.01	0.70	0.58	0.72	0.70	0.70
额对应重卡需求(万辆)											

资料来源：Wind、Thinkcar、华泰研究预测

我们预计 2025-2026 年物流车销量需求为 62/63 万辆：物流重卡保有量中枢有望保持稳定，增量主要来自置换需求：

- (1) **需求端-运价**：假设大宗商品公路运价 2025-2026 年为 0.32/0.32 元/吨公里。考虑到公路货运量近年稳步上行，而运价相对低迷，反应国内市场供应大于需求，整体货运市场规模在边际下滑。我们 2025 年假设运价略有下降，由于 2024 年公路货运量已逼近 2019 年的高点，我们假设 2025 年运量基本稳定，对应的货运市场总规模略有下降。
- (2) **供给端-单车运力**：假设 2025-2026 年基本不变。考虑到物流重卡为相对需求较好的市场，车企有竞争动力，且在 2024 年国内市场运价较低迷时期，用户购买二手重卡意愿强，出清了市场闲置运力，我们假设 25-26 年物流重卡单车运力不变，每单位货运市场规模对应物流车运力为 0.257。
- (3) **若要满足 2025-2026 年的公路货运需求**，我们测算对应物流重卡保有量为 523/521 万辆，对应置换需求应为 62/63 万辆。

图表18：2025-2026年物流重卡销量和保有量推算情况

销量(万辆)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
2016年以前	175	157	127	95	74	50	29	8	2	-	-
2016	51	51	51	51	51	51	51	51	15	5	-
2017	-	71	71	71	71	71	71	71	71	21	2
2018	-	-	58	58	58	58	58	58	58	58	18
2019	-	-	-	71	71	71	71	71	71	71	71
2020	-	-	-	-	101	101	101	101	101	101	101
2021	-	-	-	-	-	88	88	88	88	88	88
2022	-	-	-	-	-	-	30	30	30	30	30
2023	-	-	-	-	-	-	-	43	43	43	43
2024	-	-	-	-	-	-	-	-	43	43	43
2025E	-	-	-	-	-	-	-	-	-	62	62
2026E	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	63
物流车保有量(万辆)	226	279	307	346	427	491	499	522	523	523	521
公路货运量(万吨)	0.39	0.40	0.37	0.37	0.37	0.38	0.39	0.34	0.32	0.32	0.32
大宗商品运输价格 (元/吨公里)	1,314,927	1,479,554	1,463,443	1,536,849	1,275,757	1,480,100	1,432,340	1,371,141	1,344,948	1,344,948	1,340,165
货运市场总量(元/万吨/公里)	0.58	0.53	0.48	0.44	0.30	0.30	0.29	0.26	0.26	0.26	0.26
每万吨公路货运量对 应重卡需求(辆)	0.39	0.40	0.37	0.37	0.37	0.38	0.39	0.34	0.32	0.32	0.32

资料来源：Wind、Thinkcar、华泰研究预测

(二) 出口：预计25/26年我国重卡出口33/34万辆，亚非拉为主力出口国家

我国重卡出口聚焦发展中国家市场，出口结构趋于多元化。17-19年，我国重卡出口主要集中在东南亚和非洲地区，2019年TOP3出口国家为菲律宾、尼日利亚和越南，销量分别为1.4/0.9/0.8万辆，对应出口占比13%/8%/8%；公共卫生事件期间，受海运物流及基建人员流动限制影响，非洲市场出口有所下滑，出口重心转向独联体国家及东南亚等陆地接壤地区；2022年，出口量排名前三的市场分别为独联体国家、越南和菲律宾，销量分别为3.6/2.8/1.4万辆；2023-2024年，随着全球经济和基建需求逐步复苏，除独联体国家和沙特外，我国重卡出口开始重点突破新兴市场，如墨西哥、乌兹别克斯坦、刚果等地销量大幅提升，出口结构更加多元化。

往后看，独联体出口收窄，亚非拉出口或成为重要增量。根据帕卡数据，全球除印度外的新兴市场的6吨以上卡车的市场容量约为90万辆，而我国重卡出口中枢约30-35万辆，仍有较大渗透空间，往后看，我们认为亚非拉是我国重卡出口重点国家（剔除印度日韩），重卡需求有望随当地基建投资增加、城市化率提高而增加，而我国重卡较欧美日韩二手车更具成本优势，有望抢占更多市场份额。

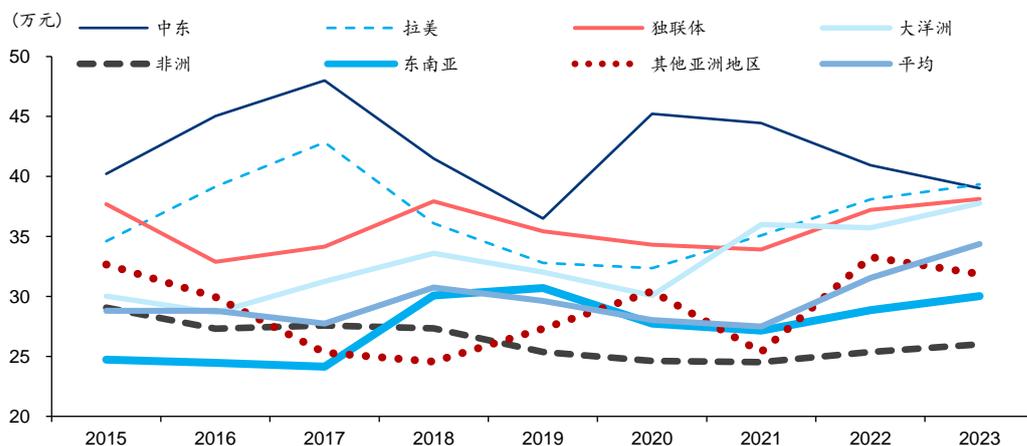
图表19：2023 年除印度外的新兴市场卡车市场容量约 90 万辆



资料来源：PACCAR、华泰研究

考虑报废税增加或使独联体出口体量收窄，以价换量有望成为 25 年重卡出口重要手段。2023 年独联体贡献了 35%左右的出口量，为我国重卡出口的重要市场之一，考虑到独联体部分国家对我国重卡出口的报废税有增加，往后看独联体出口体量或有所下滑，我们认为重卡企业或采取以价换量手段，在非独联体国家博取更大出口体量，对冲独联体出口下滑。同时海关数据显示，近年来我国重卡出口平均单价呈现明显上移，从 21 年 27 万元增至 23 年的 34 万元，尤其是拉美、亚洲等地区的价格边际增长更大，侧面反应重卡出口存在较大的以价换量空间。

图表20：中国重卡出口平均价格情况



资料来源：海关总署、华泰研究

基于中汽协口径，我们预计 25-26 年我国重卡出口为 33/34 万辆，保持稳增态势。重卡为生产资料，我们认为我国重卡出口增速与各国 GDP 总量增速为正相关关系，并将二者增速做简单线性相关，其中中东与东南亚 GDP 增速或较高，但性价比较高的日韩重卡在当地销售较多，我国重卡出口增速或不完全与当地经济增速挂钩：

- (1) 欧洲与部分独联体国家：独联体部分国家自 2024 年 10 月起将大幅提高汽车报废税，增幅达 70-85%，并计划每年持续增长至 2030 年，影响了我国卡车的成本优势，长期对重卡出口或有压制，但基于加税具有阶段性，并非短期大幅增加，我们预计独联体出口短期趋于稳定，体量逐渐收窄；欧洲国家重卡出口体量不大，整体看，我们预计 25-26 年出口量为 9.4/9.0 万辆。

- (2) **亚洲&中东&非洲**: 当地基建需求增速高、城市化率快速提升, 自身重卡需求有望持续增长, 且当地多应用欧美二手重卡, 凸显了我国重卡明显的经济性优势, 看好我国重卡持续斩获市场份额。我们参考 Allianz Trade 对经济体 GDP 的预测, 并假设我国重卡可斩获较多需求增量, 对应 25-26 年亚洲出口量为 7.7/8.1 万辆, 中东出口量为 4.4/4.5 万辆, 非洲出口量为 8.9/9.2 万辆。
- (3) **拉美**: 当地重卡体量大, 且本地重卡工业基础好, 我国重卡出口有望凭借产品力逐步提高市场份额, 我们参考 Allianz Trade 对经济体 GDP 的预测, 并假设我国重卡可逐步提高市场份额, 预计 25-26 年我国重卡对拉美出口量分别为 2.4/2.5 万辆。

图表21: 我国重卡出口销量判断

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
独联体	3,933	6,308	9,217	8,759	14,126	44,937	135,705	104,605	94,145	90,379
亚洲	46,260	28,746	32,242	27,703	55,989	53,623	53,271	72,581	76,936	80,783
非洲	23,326	22,114	29,491	26,347	47,336	52,040	64,254	83,845	88,876	92,431
拉美	3,974	5,051	5,678	4,511	8,204	14,233	18,235	23,742	24,217	24,701
中东	4,734	5,788	4,157	2,140	3,061	9,336	22,899	41,448	43,520	44,608
欧洲	1,469	354	407	671	711	564	669	737	750	800
北美洲	81	123	149	978	1,402	91	438	1,139	1,500	2,000
大洋洲	721	889	819	462	708	998	1,400	1,819	2,000	2,200
总计	84,498	69,373	82,160	71,571	131,537	175,822	296,871	329,916	331,943	337,902

资料来源: 中汽协、华泰研究预测

(三) 能源结构: 油气价差稳定下 LNG 重卡销量或平稳, 新能源车弹性大

LNG 重卡: 预计 25-26 年国内 LNG 重卡销量 19/23 万辆, 受益于国四置换政策的补贴范围扩大至天然气重卡, LNG 车需求有望进一步释放, 关键假设如下:

(1) **油气价差**: 天然气价格为柴油价格的 60-70% 可节省 17 万元的燃料成本, 在油气价差扩大态势下, 天然气卡车具备突出的能耗经济性。根据卡车之家, 传统柴油卡车和 LNG 卡车百公里的油耗和气耗基本持平, 在 32 升/公斤左右, LNG 价格一般为 0 号柴油价格的 60%-70%, LNG 卡车每公里在燃料方面有着 0.87 元的优势。一年运营里程 20 万公里的燃料成本差异可达 17 万元。

考虑国内 LNG 产量基本稳定, 加气站数量增加, 但国际 LNG 库存减少、国内工厂出货顺畅且库存低, LNG 价格或震荡走高, 我们参考科瑞咨询, 预计 25 年 LNG 价格增长 7%。但柴油价格或同样在低位, 参考化工组观点 (《基础化工/石油天然气: 中上游压力仍存, 下游或率先修复》, 2024.11.4), 我们预计 24-26 年油价或有所降低: 在 24H2-25H1 需求淡季及 OPEC+ 减产协同力度减弱等因素下, 油价或面临短期压力, 但考虑主力产油国及增量来源国的财政盈亏平衡油价处于 37-60 美元/桶区间, 油价长期中枢或存在底部支撑)。综合来看, 我们预计 25 年油气价差或在低位, LNG 重卡的成本优势较 23H2-24H1 有一定程度的削弱。

(2) **牵引车渗透率**: 24 年以来, 油气价差前高后低, 9 月牵引车的 LNG 渗透率已从 4 月 76% 的高点降至 42%。考虑 25 年油气价差或在低位、下游运价保持低迷状态, LNG 重卡较柴油车仍有一定经济性, 同时, 国四卡车置换政策将天然气车纳入了补贴范围, 有望强化 LNG 车的经济优势, 我们预计 LNG 重卡需求或进一步释放。假设 25-26 年 LNG 牵引车渗透率高于 24H2, 在 50% 左右, 对应 25-26 年 LNG 重卡销量为 19/23 万辆。

新能源重卡: 预计 25-26 年销量 11/16 万辆, 牵引车渗透率或达 30-35%。我们认为新能源重卡渗透主力场景在于封闭场景倒短与短途运输: 新能源重卡在价格端受益于政策补贴、税费减免、优惠路权政策, 运营端受益于电池价格下降, 综合公里运营成本低于柴油重卡, 有望在部分场景如港口/园区/砂石料短途运输/煤炭运输替代柴油城建渣土车, 以及在中心仓-城市仓的中短途运输替代柴油牵引车:

(1) 封闭场景倒短：如钢厂煤矿港口等作业路线固定、重卡高负荷连续作业、工况差油耗高电价低等场景，新能源重卡有较强经济性。根据运联智库，以新疆的煤矿区应用为例，开采区运输到卸料区单趟距离 2km，日均往返 63 次，以当地电价和柴油价计算，新能源自卸车的单公里能源成本可较柴油车降低 78%。

(2) 短途运输：如煤矿电厂间短途运输、铁路水路的公路接驳运输、短途直送的运输等单程距离短切线路固定的大宗商品短途运输场景，新能源重卡经济性也较强。根据运联智库，以钢厂的短驳运输场景为例，单趟运距在 50km 以内，年公里数 10 万公里左右，纯电重卡和换电重卡的购车成本、能源成本、维保成本均低于燃油重卡。

图表22：燃油与新能源自卸车能源成本对比

车型	8X4燃油自卸车	8X4换电自卸车
月公里数 (km)	3800	3800
单公里油/电耗 (L/km、kWh/km)	1	2.2
单位油/电耗费用 (元/L、元/kWh)	7	0.5
公里油/电耗费用 (元)	5	1.1
月油/电耗费用 (元)	19152	4180

资料来源：运联智库、华泰研究

图表23：短途运输场景的不同燃料类型重卡综合成本对比

关键成本项		燃油重卡	纯电重卡	换电重卡	燃料重卡
购车成本	总成本 (万元)	48	50	35	125
	年成本 (万元)	4	4.2	2.9	10.4
能源成本	单位能源价格 (元/L、元/kWh、元/kg)	7.5	1.1	1.5	30
	单公里能耗 (L、kWh、kg)	0.38	1.6	1.6	0.09
	年成本 (万元)	28.5	17.6	24	27
维保成本	单公里维保成本 (元/km)	0.18	0.07	0.05	0.08
	年成本 (万元)	1.8	0.7	0.5	0.8

注：购车成本=车头+车挂，折旧公里数 120 万 km，单位能源价格包含服务费，换电车型包括电池租赁费

资料来源：运联智库、华泰研究

以旧换新政策对新能源重卡补贴力度最大，政策效果在 Q4 释放，11 月提振新能源重卡销量，销量重新破万，12 月延续该趋势，24 年全年销量为 7.85 万辆。往后看，随着新能源重卡政策持续加码、电池价格下降带动终端价格下降，我们假设 25-26 年新能源在牵引车的渗透率为 30-35%，对应销量为 11/16 万辆。

➤ **α：重卡发动机竞争格局优，LNG 景气+公司产品优势+降本能力有望强化头部效应**
公司发动机核心优势在于产品力与品牌力。重卡为生产工具，能耗经济性与可靠性为用户购车的主要决策点，而强产品力易塑造更强的品牌认可度。潍柴动力发动机技术积累深厚，1983 年通过引进斯太尔发动机技术，取得技术先发优势，此后公司大力加强质量意识、创新意识、市场意识，产品基于市场需求持续迭代，目前已形成产品可靠、品类丰富、经济性强的产品序列。以排量 13L、最大功率 600HP 左右的市场主流重卡量产柴油机为例，公司早在 2020 年实现了 13L 发动机本体热效率>50% (最大功率 600HP)，目前已实现 13.5L 发动机热效率>52% (最大功率 610HP)，目标是 2025 年突破 55%热效率，2030 年突破 60%热效率。对标竞品，玉柴 2021 年发布 13L 发动机 YCK13 (最大功率 590HP) 热效率攻破 50%后并未继续跃进，东风康明斯 13L 发动机 Z13 (最大功率 560HP) 量产热效率为 48.5%，未突破 50%。此外，潍柴 13-15L 发动机热效率均超过 50%，推出了全球首款 52.28%热效率的商业化柴油机平台产品 WP14T，2024 年 4 月进一步发布了 53.09%热效率内燃机，为全球首款本体热效率突破 53%的柴油机，与 45%至 46%热效率水平相比，53%热效率柴油机经济性提升约 14%，每年可节约燃油约 3100 万吨，减少碳排放约 9700 万吨。

图表24: 潍柴 2020-2024 年柴油机高热效率实现四大跨越



资料来源: 公司官网、华泰研究

图表25: 53.09%热效率柴油机能带来较大的经济效益和社会效益



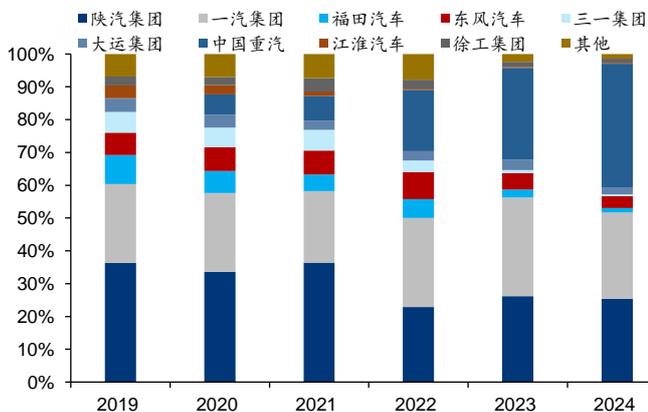
资料来源: 公司官网、华泰研究

得益产品谱系全面和能耗经济性优势, 公司基本配套了重卡主流客户, 稳居国内市场第一。2012 年至 2014 年, 受益于下游客户一汽、陕重汽、福田的扩张, 潍柴重卡发动机市占率由 33% 提升至 37% (2015 年回落至 21.4%, 系福田康明斯 ISG 系列发动机的投产使潍柴动力在福田的配套比例下降, 以及行业处于周期低点, 整车厂优先保障自有供应链的生产与销售从而提升了自配率), 但此后公司凭借其 12、13L 大马力的优势产品提升客户配套份额, 市占率触底回升。2018 年 9 月潍柴动力对重汽配套比例逐渐由 3% 左右提升至 2024 年的 41%, 公司的重卡发动机市占率逐渐与竞争对手拉开差距, 稳居行业第一。

重卡行业的头部效应明显, 且在每轮下行周期不断强化头部效应, 中国重汽、陕重汽销量均稳定在重卡整车销售量前五, 作为关联方为潍柴动力提供稳定的配套份额, 同时随着公司的技术能力与产品能力加强, 不断完善产品谱系适应细分市场变化, 一汽、福田、东风等整车厂出于供应链稳定以及公司的产品力优势考虑, 配套趋于稳定, 我们看好公司维持市场头部地位。

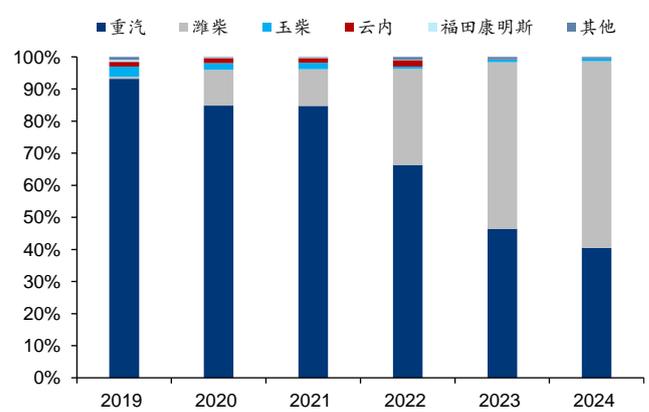
LNG 重卡发动机为公司强化市场头部地位的重要抓手。23 年国内运价延续低迷, 而油气价差扩大凸显了 LNG 重卡的全生命周期经济性, 终端渗透率从年初的 12% 增至 40%+。公司得益于 LNG 发动机产能较充足、产品可靠稳定、市场沉淀久已有较高的份额, 充分受益本轮 LNG 发动机供需缺口红利, 23 年公司市场份额从 22 年的 27% 提升到 32%。同时 LNG 发动机溢价更高 (发动机占据整车 BOM 成本的 25-30%, 13L 及以上排量的柴油发动机单价约 10 万元, LNG 发动机单价较柴油发动机高出 2-3 万元), 公司利润中枢同步明显提升。往后看, 若国内货运市场仍较低迷、油气价差保持较大差距, LNG 重卡或维持 40-45% 的终端渗透率, 公司凭借强势产品力以及先发优势, 有望继续卡位竞争格局。

图表26: 公司的重卡发动机配套情况



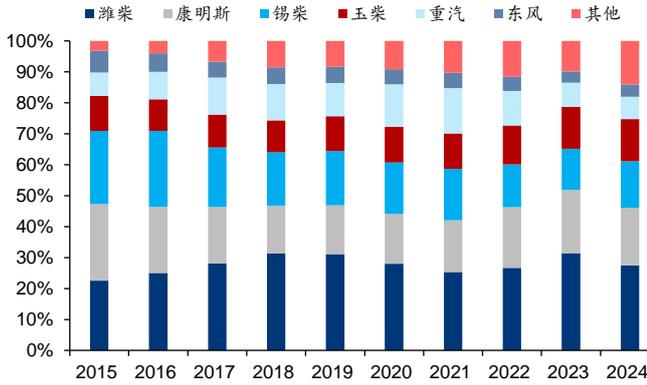
资料来源: 中汽协、交强险、华泰研究

图表27: 重汽发动机配套情况



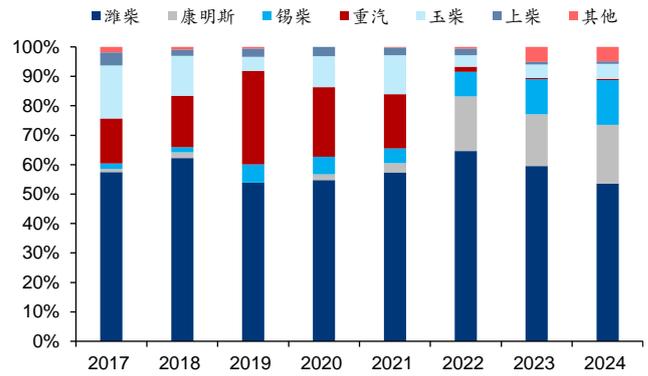
资料来源: 中汽协、交强险、华泰研究

图表28: 重卡发动机竞争格局



资料来源: 中汽协、交强险、华泰研究

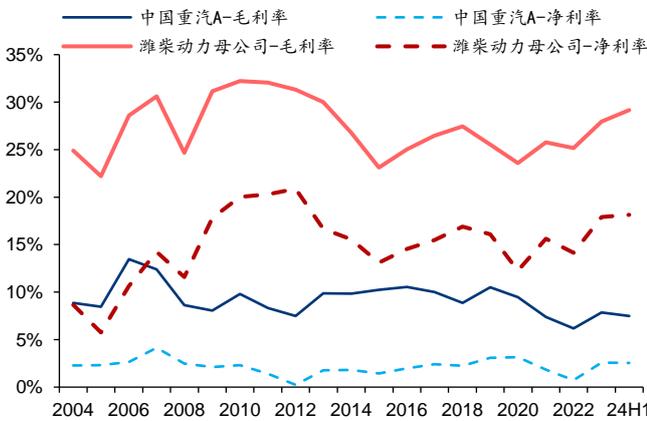
图表29: 天然气重卡发动机竞争格局



资料来源: 中汽协、交强险、华泰研究

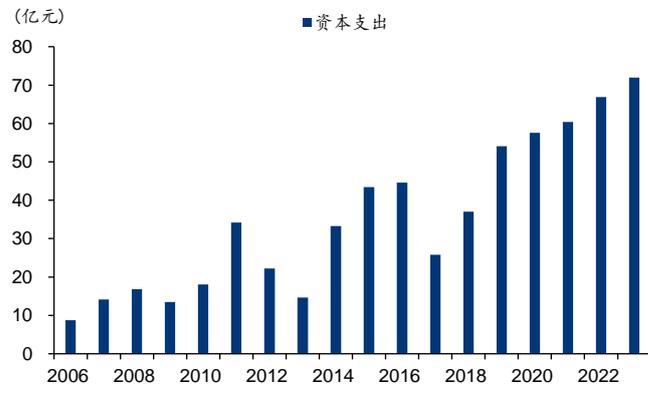
发动机为重卡产业链的利润中心，重资产投入+资本开支增速降低=强规模效应。我们对比重卡整车的头部企业中国重汽A与发动机头部企业潍柴动力A的盈利能力来看，发动机毛利率中枢在20-30%、净利率中枢在10-20%，重卡整车毛利率中枢在5-10%、净利率中枢在0-5%，发动机环节盈利能力更优，为重卡产业链的利润中心，同时发动机的盈利波动更大，或系发动机环节为重资产投入，规模效应强，受下游重卡景气度的影响更大。近年来潍柴动力资本开支增速放缓、业务规模增速快、内部持续降本增效，或可进一步放大规模效应，我们看好重卡景气度向上带动公司释放业绩弹性。

图表30: 重卡整车与发动机头部企业的净利率对比



资料来源: Wind、华泰研究

图表31: 潍柴动力资本开支情况



资料来源: Wind、华泰研究

重卡整车: 受益 LNG+高端化+出口, 盈利或持续改善

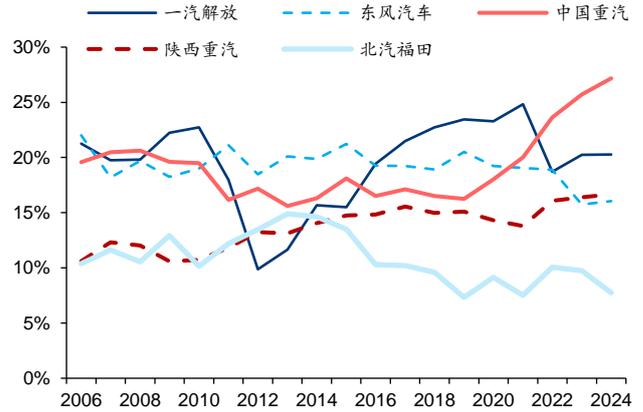
陕重汽负责重卡整车销售，稳居重卡行业第一梯队。陕重汽由陕汽集团以及潍柴动力共同持股，潍柴动力持股51%，陕汽集团持股49%。陕重汽常年位于重卡行业销量前五，份额稳定在15%左右，23年销售重卡15万辆，同比增长38%（中汽协口径），其中国际市场销售5.2万辆，同比增长51%，创历史最好水平（公司口径）。

图表32: 陕重汽重卡销量及增速



资料来源: 中汽协、华泰研究

图表33: 国内重卡市场竞争格局



资料来源: 中汽协、华泰研究

跟随国内外重卡景气温和向上,公司业绩边际改善。公司业绩受重卡行业周期波动影响大,2015-2020年受益行业上行,陕重汽营业收入增长迅速,CAGR为31.8%,后重卡景气下行导致陕重汽在2021年出现亏损。2023年公司业绩有大幅改善,营收达449.7亿元,同比+40.5%,净利润达3.4亿元,同比+1771.1%,主要系:①公司的天然气重卡产品配套潍柴天然气发动机,市场接受度高且推广快,23年LNG产品销量超2.5万辆,同比增长400%以上,占国内市场份额17%,位列第三,同时从月度销量来看,陕重汽LNG重卡月销市场份额稳定且靠前,基本位列第3-4位;②公司产品高端化加速,23年中高端产品销量占比超过30%,高端牵引车车型X6000销量超9000辆,同比+159.2%;④海外市场回暖,公司23年出口销量56499辆,同比+64.81%。

图表34: 陕重汽营业收入及增速 (2015-2023年)



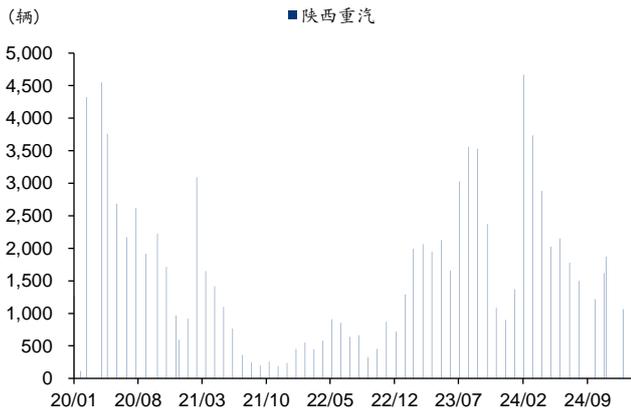
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表35: 陕重汽净利润及增速 (2015-2023年)



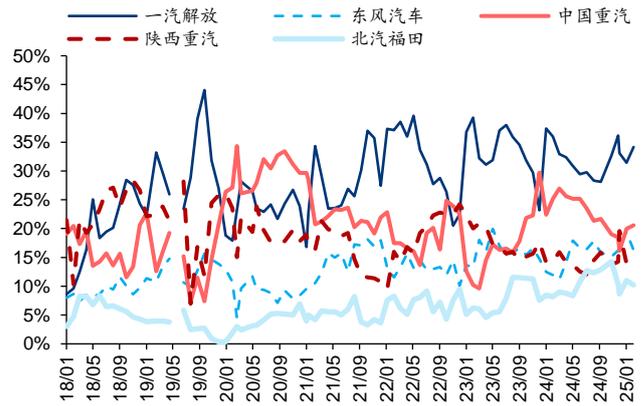
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表36: 陕重汽月度 LNG 重卡销量



资料来源: 中汽协、华泰研究

图表37: LNG 重卡市场月度销量竞争格局



资料来源: 中汽协、华泰研究

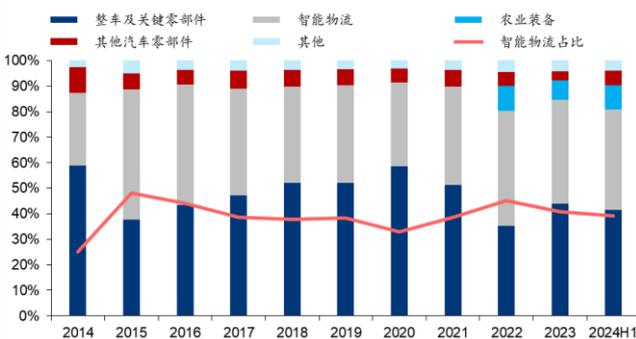
多元业务: 大缸径发动机与凯傲有望贡献重要边际弹性

➤ 凯傲: 工业车辆和供应链解决方案的全球领导者, 利润弹性可期

并购重组凯傲集团进军叉车与智能物流赛道。2012年, 经济危机下凯傲遭遇经营危机, 其原始股东高盛和KKR急于寻求并购者, 加之潍柴动力出于平滑重卡强周期考虑, 公司以7.38亿欧元的低价入股凯傲, 持股25%, 同时剥离林德液压业务并持股70%, 主动扩展业务边界至工程机械领域, 2014年凯傲正式并表, 2016年潍柴动力进一步助力凯傲全资收购德马泰克。截至24Q2, 凯傲稳居全球第二大叉车厂, 德马泰克则是全球第一大供应链解决方案企业, 为潍柴动力在智能物流领域的发展提供了重要支撑, 自此公司搭建起“潍柴动力卡车运输+凯傲物料搬运硬件+德马泰克系统集成”的智能物流产业链, 逐步从装备制造企业向整体解决方案服务商转型。2014-2024H1 智能物流板块占公司营收比重在35%-45%, 成为公司业绩的重要影响因子。

凯傲业务包括工业车辆与服务+供应链解决方案, 前者为核心利润业务单元。2016年并购德马泰克后, 凯傲于2017年将业务板块重分为工业车辆与服务和供应链解决方案, 前者为凯傲原有叉车板块, 后者主要为德马泰克经营, 两者贡献营收比率稳定在7:3左右。工业车辆与服务部门利润水平更高且波动较小, 调整后 EBITDA 利润率稳定在20%附近; 供应链解决方案调整后 EBITDA 利润率波动大且低于工业车辆与服务部门。

图表38: 智能物流营收在潍柴营收中的占比 (2014-2024H1)



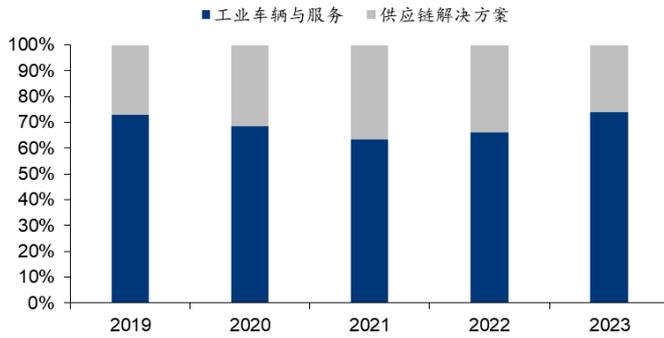
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表39: 凯傲在叉车和供应链解决方案方面的市场地位



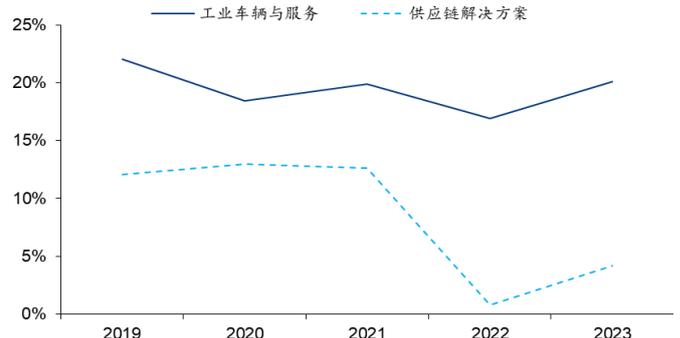
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表40: 凯傲历年净利润情况



资料来源: 公司公告、华泰研究

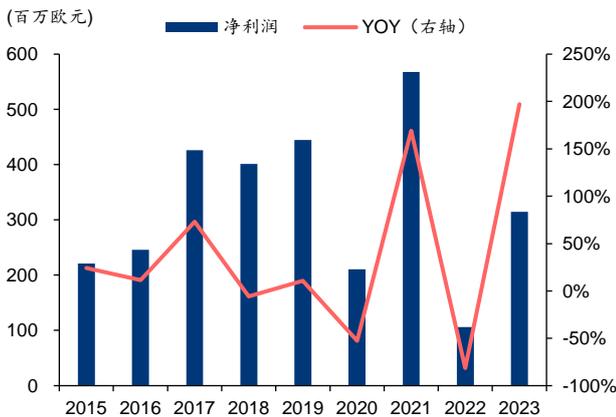
图表41: 凯傲两大业务板块调整后 EBITDA 利润率



资料来源: 公司公告、华泰研究

凯傲盈利受外因影响波动较大, 目前基本消化了前期问题订单, 已进入盈利修复通道。2015-2023 年凯傲净利润由 2.2 亿欧元增长至 3.1 亿欧元, 期间利润波动较大: 2017 年净利润显著增长主要系德马泰克被纳入供应链解决方案部门; 2022 年公共卫生事件与地缘冲突引起通胀, 导致物料能源物流成本高企且供应链长期受阻, 凯傲的整体项目成本显著上升 (总体营业成本+16%, 德马泰克营业成本+48.84%), 产生大量交付期延长的问题订单, 从而拖累公司利润。2023 年, 前期问题订单陆续解决、公司生产水平提高、通胀等利空释放, 凯傲的盈利水平稳步进入修复通道, 净利润与 EBITDA 同比增速在 40%+。

图表42: 凯傲净利润情况



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表43: 凯傲 EBITDA 和调整后的 EBITDA 情况

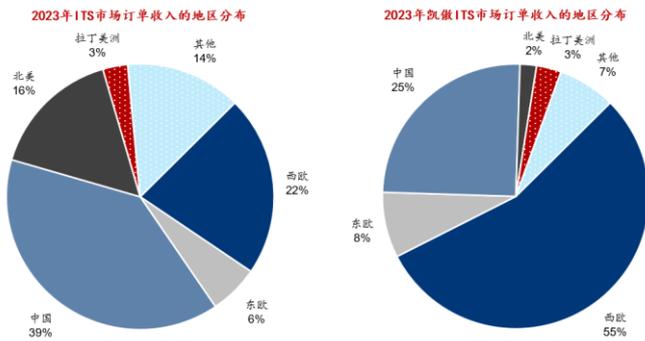


资料来源: 公司公告、华泰研究

我们认为凯傲的增长点在于叉车板块:

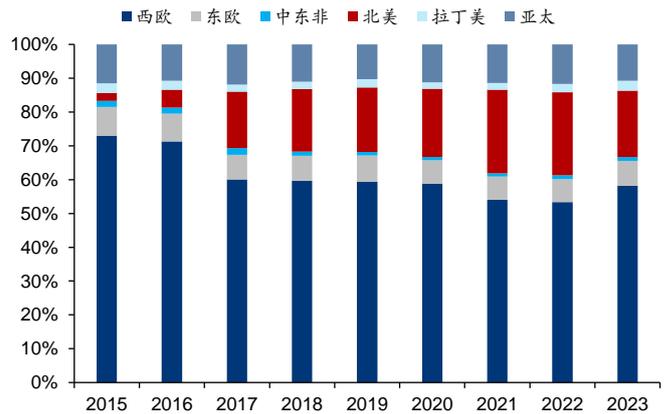
凯傲业务目前主要集中于西欧, 中国地区是叉车板块未来营收增长点。按地区看, 目前凯傲收入主要集中于西欧 (2023 年凯傲 55% 的叉车订单来自西欧), 而凯傲在 2022 年已明确把发展中国市场定为中长期目标。中国市场经过近年迅猛增长, 2023 年已成为全球最大单体叉车市场, 全球市场份额达 39%, 据中叉网数据, 2022 年凯傲旗下林德 (中国) 和凯傲宝骊的在国内市场的总市占率在 7% 左右, 而两大国产叉车龙头市占率合计 50% 左右, 凯傲份额还有较大提升空间。按台数计算, 2023 年凯傲来自中国的叉车新增订单量占比已达 25%, 我们认为随着中国地区订单释放, 凯傲凭借“国产化、电动化、高端化、平台化”或进一步扩大中国市场份额, 中国区有望成为凯傲叉车业务新增长点。

图表44：2023 年全球叉车订单分地区占比与凯傲订单量分地区占比



资料来源：公司公告、华泰研究

图表45：凯傲营业收入的区域占比



资料来源：公司公告、华泰研究

市场担忧，凯傲叉车在中国竞争力不及国内的叉车龙头，以及未来中国企业的叉车业务出海可能会影响凯傲在西欧的叉车销售，而西欧的叉车业务是凯傲重要的收入和利润来源。我们认为，内销方面，凯傲中国区域的叉车业务增长多依赖高端市场（如新能源汽车工厂的自动化需求），而中国本土企业主要通过电动化替代内燃车型快速扩张。出海方面，中国叉车出海更多面向中低端需求为主的东南亚和非洲，以高性价比优势获得西欧同类产品的市场份额，近年通过产品升级和本地化生产逐步渗透欧洲（尤其是东欧、南欧）。凯傲西欧市场更多瞄准高端市场，其在在自动化仓储、氢能叉车的技术优势领先，短期内难以被超越，同时客户粘性较高，汽车、航空等高端制造业更关注全生命周期成本而非采购价格，倾向选择林德等品牌。而在中低端市场，中国叉车可能会凭借性价比，抢占小型物流、零售业客户，影响凯傲经济型产品线如宝骊型号，同时中国企业提供了高性价比电动化方案，或吸引对成本敏感的欧洲中小企业。

图表46：国内外叉车品牌对比情况

维度	凯傲（林德/宝骊）	杭叉/合力
技术壁垒	氢能叉车、自动化仓储解决方案领先	锂电池技术成熟，AGV快速迭代
成本控制	高端产品溢价高，宝骊本土化降本	全产业链自主可控，规模效应显著
服务网络	全球覆盖，但中国本土响应速度待提升	渠道下沉至三四线城市，服务响应快
客户粘性	高端制造业客户依赖定制化解决方案	性价比敏感型客户为主，价格战频繁

资料来源：Wind、华泰研究

国产化：国产化为凯傲提高中国市场份额、稳定全球供应链的重要抓手。2021年12月凯傲在中国的第五座生产基地在济南落成，项目规划总投资50亿元，以生产新能源平衡重式叉车为主，年产能达4万台。我们认为凯傲扩大本土化规模利于降低生产成本以更好适配中国客户需求，扩大中国市场份额，同时也利于凯傲优化全球产能布局，凯傲可利用中国工厂的零部件支持海外市场供应，来减缓地缘冲突和能源短缺导致的供应链受阻，从而缩短国外生产交付时间。

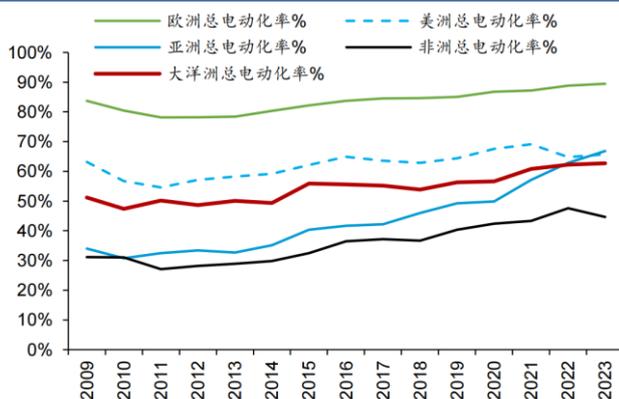
图表47：凯傲全球产能布局情况



注：截至 2023 年 12 月 31 日，红框内为中国工厂
资料来源：凯傲年报、华泰研究

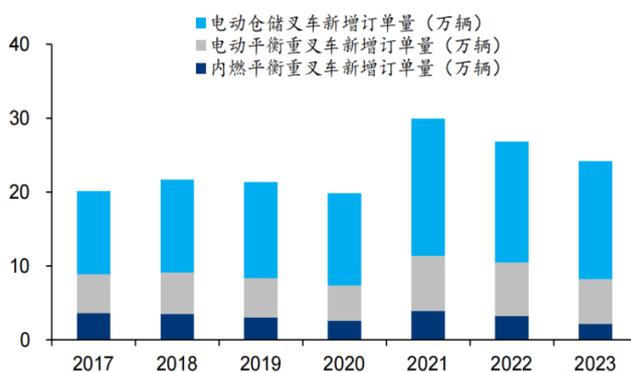
电动化：全球叉车电动化渗透率不断提高，凯傲电动化步伐领先行业。电动叉车购置初始成本较高，而使用和维护成本较低，综合看其全生命周期成本具有优势，加之叉车使用场景较少涉及爬坡等情形，对最大功率和峰值扭矩要求有限，受益于此，近年全球叉车电动化率不断提高，2009-2023 年渗透率从 50%增至 73%，尤其是亚洲地区近年来渗透较快，2009-2023 年渗透率从 32%增至 60%+。凯傲从 2019 年开始为其生产的平衡重式叉车装配 48V 和 80V 的电池，目前新增订单中超过 90%为电动叉车，产品力领先于全球。此外凯傲布局中国工厂后可加大对本土成熟锂电供应链的利用，我们看好凯傲继续巩固电动化叉车领域的优势，持续受益于叉车电动化浪潮。

图表48：全球分地区叉车总电动化率情况



资料来源：WITS、华泰研究

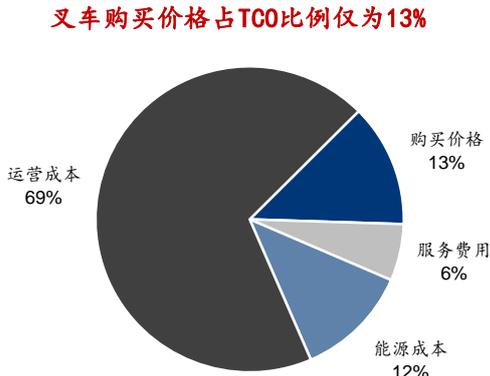
图表49：凯傲叉车新增订单结构情况



资料来源：凯傲年报、华泰研究

高端化：凭借高技术能力与模块设计，推出低 TCO 的高端化产品。凭借人体工程学、电动平衡重软件编写经验、高标准的工艺和测试要求，凯傲旗下林德与斯蒂尔叉车在高端领域产品的优势显著。同时 2021 年 12 月凯傲开发的高价值模块化平台投入使用，车架、底盘、顶罩等部件均实现模块化，保障高用户体验且降低了维修成本，叠加电动叉车自身使用成本低，凯傲叉车的 TCO 得以进一步降低（根据凯傲测算，其 TCO 比竞对低 15%左右），支撑了高端化产品的市场推广。此外，模块化设计叠加中国工厂的低成本生产，凯傲的生产成本可进一步降低，从而提振盈利能力。2024 年，凯傲推出 20 多款采用模块化配置、用户性价比突出的新车型，我们看好其产品放量，带动利润释放。

图表50: 叉车使用的全生命周期成本



资料来源: WITS、华泰研究

图表51: 凯傲高价值模块化平台



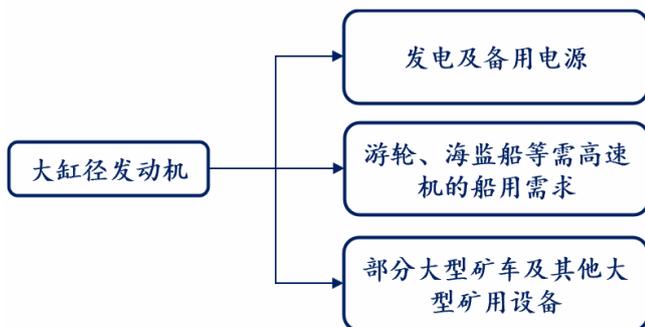
资料来源: 公司公告、华泰研究

受宏观因素影响, 德马泰克短期业绩有一定不确定性。德马泰克 2018 年以来营收从 2018 年的 20.52 亿欧元攀升至 2022 年的 37.89 亿欧元, 增长 84.66%, CAGR 达 16.57%, 增速快于叉车板块。而由于欧美市场加息周期、供应链解决方案实施周期较长, 全球仓库自动化解方案市场增速近两年略微疲软, 德马泰克新增订单增速放缓, 24Q2 德马泰克的调整后 EBIT 为 4210 万欧元, 为上一年同期 (1480 万欧元) 的 3 倍, 但德马泰克的新增订单同比-23%, 其中商业解决方案同比-27%, 2/3 的 Q1 未签订单在 Q2 签署, 反映出客户在宏观环境不确定性下的投资推迟, 而 Q3 新增订单依旧承压 (yoy-29%, qoq-6%), 而美联储开启降息周期后, 投资需求的上升或可拉动新增订单, 综上我们对德马泰克短期业绩增长保持中性态度。

➤ **大缸径发动机或开启量价齐升, 助力公司实现盈利非线性成长**

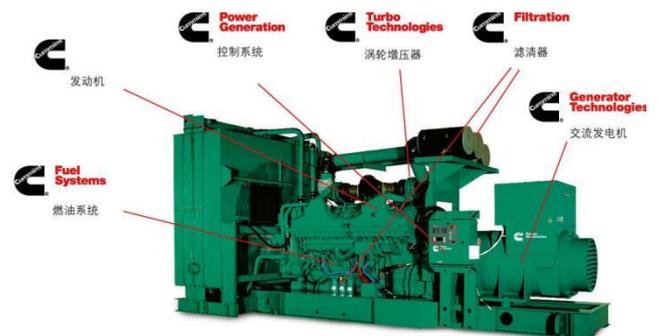
大缸径发动机长期为海外巨头垄断, 是附加值高且竞争壁垒高的优质赛道。大缸径发动机指 500kW 以上到 1 万 kW 的发动机, 广泛应用于备用电源、船舶动力、矿用动力、岛屿国家发电等领域。全球大缸径发动机市场格局稳定, 大缸径发电用发动机为卡特彼勒、MTU、康明斯、三菱等海外巨头垄断 (根据康明斯年报, 2023 年康明斯在全球大缸径发电用发动机市场份额约为 11%), 大缸径船用发动机的市场主导者则为瓦锡兰、曼恩、卡特彼勒等, 附加值和进入壁垒高, 目前大缸径发动机全球市场容量约为 8 万台/年, 市场规模约为 200 亿美元, 对应 ASP 为 25 万美元。

图表52: 大缸径发动机需求场景



资料来源: Wind、华泰研究

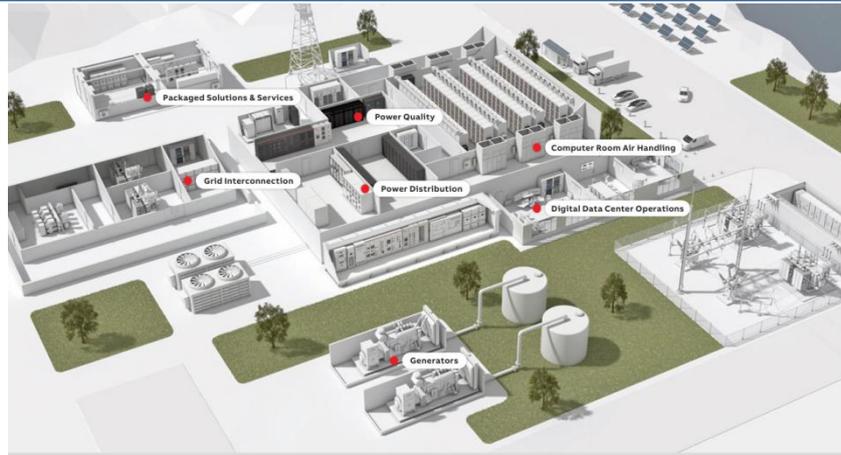
图表53: 康明斯柴油发电机组



资料来源: 康明斯中国、华泰研究

AI 数据中心建设需求井喷，备用电源产业链供不应求。数据中心对电力稳定性要求高，一般需要不间断电源与柴油发电机组相互配合，其中发电机组作为备用电池组，要求在停电后第一时间启动，以维系数据中心的用电需求来保障数据安全。整套电力供应系统在数据中心成本占比达 15-25%，为高价值量、高可靠性要求的核心系统，其中大缸径发动机为柴油发电机组的核心部件，长期被海外头部企业康明斯、MTU 等垄断，而外资产能有限、供货周期长，导致市场存在供需缺口，24 年部分数据中心的备用发电机交付时间已从几个月拉长到一两年。我们看好 AI 资本开支扩张带动大缸径发动机需求扩张，国产供应商凭借稳定可靠的产品、较短的供货周期，把握行业供需缺口加速国产替代。

图表54：数据中心的电力解决方案



资料来源：ABB、华泰研究

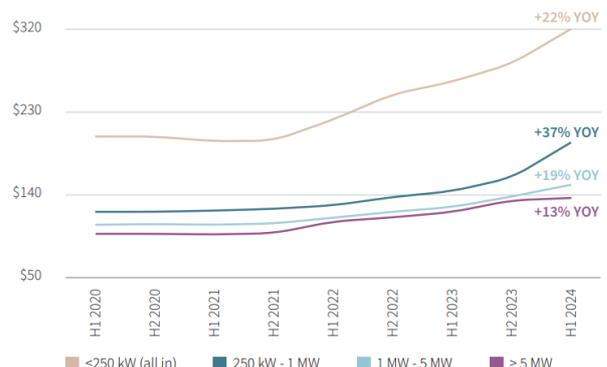
国内外云厂商资本支出高增，AI 数据中心相关建设进一步提速。根据华泰通信 2025.1.13 《持续关注 AIDC 产业机遇》，海外方面，微软计划在 25 年投入 800 亿美元建设 AI 数据中心，其中预计超过一半的投资将用于美国市场，从其他云厂商的资本开支看，24Q3 微软、亚马逊、苹果、Meta、谷歌合计资本开支同比提升 59.12%至 608.01 亿美元，继续创历史新高。在北美云厂商资本开支高增下，有望带动国内互联网厂商加入“军备竞赛”，加速 AI 数据中心的相关建设。海外市场数据中心行业进入快速扩张期，单机柜租金及机柜利用率持续上涨。据 JLL，截止 2024H1，美国在运营数据中心总容量为 12GW，较 2020 年在运营容量增长一倍，CAGR 达 21%。同时，美国正在建设/计划建设的数据中心容量分别达到 5.3GW/22GW，截止 1H24，美国数据中心的空置率进一步下降至 3%。国内方面，24Q3 行业头部厂商万国数据、世纪互联上架率明显提升，继续斩获新订单，据国务院发改委，2025 年底目标将全国数据中心整体上架率提升至 60%以上，平均电能利用效率降至 1.5 以下，在顶层政策的指引下，有望持续改善数据中心的供需不平衡。

图表55：北美数据中心空置率继续降低



资料来源：JLL，华泰研究

图表56：北美数据中心机柜单价持续上涨



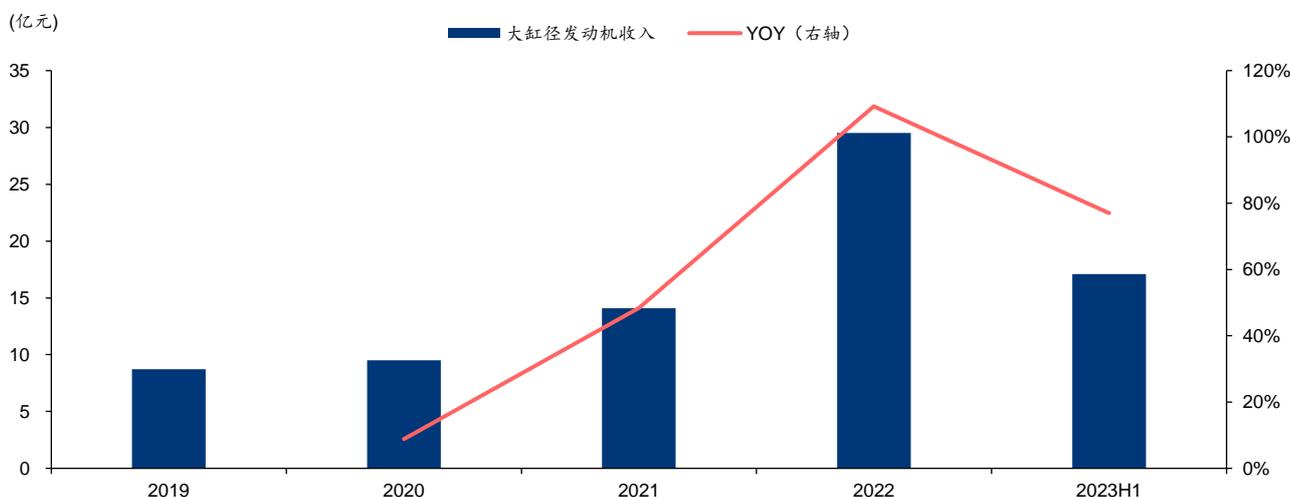
资料来源：JLL，华泰研究

数据中心或为大缸径发动机市场扩容提供主要增量。根据穆迪，未来 5 年全球数据中心容量将翻番，对应 CAGR 为 15%，根据 SemiAnalysis，数据中心的关键电力需求将从 2023 年的 49GW 激增至 2026 年的 90GW（其中 AI 将消耗约 40GW），我们判断备用发电机组配套量有望随之增加，进而带动大缸径发动机需求提升。我们测算 2023 年全球数据中心所需大缸径高速发动机约 0.8 万台，预计 2024-2026 年的需求分别将达 0.91 万/1.03 万/1.26 万台，对应 2024-2026 年 CAGR 为 16%，合计贡献增量需求 3.21 万台。而基于船舶、采矿等的大缸径发动机需求较为平稳，假设每年增速 3%，以 2023 年 7.2 万台基数计算，预计 2024/2025/2026 年的需求分别为 7.42 万/7.64 万/7.87 万台。综上，我们预计 2024-2026 年全球大缸径发动机市场容量分别将达 8.33/8.67/9.13 万台。

公司大缸径发动机实现从无到有到优，有望卡位供需缺口。公司在 2008 年金融危机时期，以 299 万欧元低价收购船用动力老牌企业法国博杜安，实现了大缸径发动机从 0 到 1 的突破，后通过内化海外技术、拓展产品谱系，已具备大缸径发动机的自研和量产能力，产品矩阵逐步丰富，凭借高可靠性高稳定性的产品和较短的交付周期，顺利实现出海。近年公司大缸径发动机收入增长迅速，2019-2022 年相关营收 CAGR 达到 50.1%，2023 年潍柴动力 M 系列大缸径高功率密度发动机销售超 8100 台，同比+38%，其中出口占比达 72.4%，24H1 销售约 3600 台，其中出口占比达 75.6%。

我们看好公司大缸径发动机充分受益数据中心市场红利：当前公司大缸径发动机产品已经过海外市场验证，且有交货周期短和价格优势，有望斩获更多海外订单，同时往后随着国内 IDC 向 AIDC 换代升级，公司产品有望凭借已有海外市场验证获得更高市场认可度，扩大国内市场覆盖率。

图表57：公司大缸径发动机收入（2019-2023H1）



注：公司 2023 年年报中未披露 2023 整年大缸径发动机营收
 资料来源：Wind、华泰研究

大缸径发动机盈利呈现非线性增长，看好交付放量再造一个发动机板块。以重卡柴油发动机为例，根据第一商用车网，每单位重量发动机的成本在 50-52 元/kg 左右，但随着排量的提升，单位重量发动机的价格为非线性成长，大排量发动机的毛利率显著高于小排量发动机，如根据中国内燃机工业协会，11L 以上的重卡发动机毛利率可高至 30% 以上，远高于轻卡发动机 10% 左右的毛利率。大缸径发动机具备更高的盈利能力，潍柴大缸径发动机售价较国外竞对低 40% 左右，有较高性价比，以 40 万元的 ASP、20% 的净利润率计算，其单台盈利达 8 万元，远高于公司传统发动机单台盈利 1.3 万元。我们看好大缸径大排量发动机放量，带动传统发动机业务转型，参考海外巨头康明斯与卡特彼勒的发展路径，其大缸径发动机业绩增速可观，正在成为重要的业绩增长来源。24Q2 康明斯总营收同比+2%，其中发电机组业绩增速可观，收入同比+15.6%至 9.87 亿美元，销量同比+12.1%至 3700 台（对应 ASP 达 26.7 万美元）；24Q2 卡特彼勒总营收同比-3%，其中发电机组收入同比+14.59%至 18.85 亿美元，销量同比+12%。

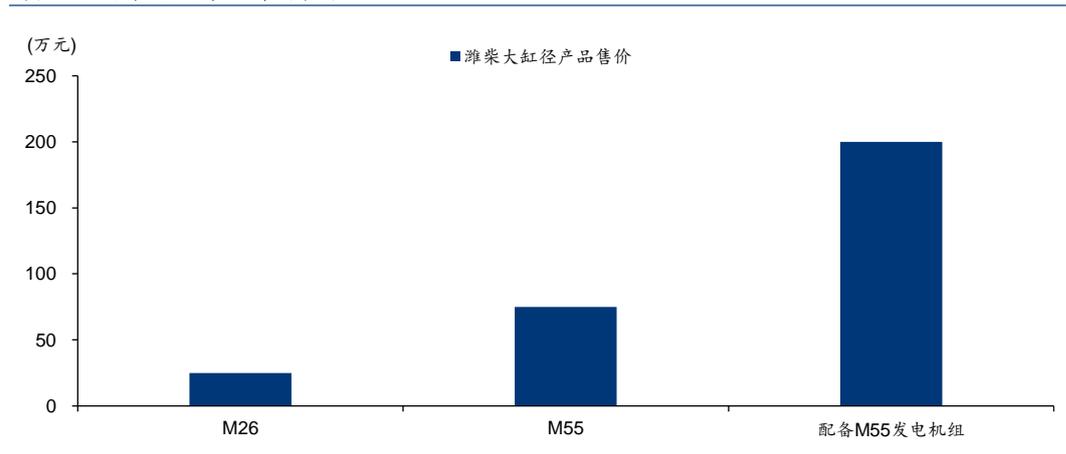
图表58：卡特彼勒能源与运输板块销售分析

能源与运输业务	24Q2	24Q1	23Q4	23Q3
发电机组	+28%	+9%	+26%	+44%
工业	-40%	-39%	-21%	+6%
运输	+68%	+45%	+54%	+3%
油气	+9%	+35%	+25%	+45%
总和	+10%	+9%	+20%	+34%

资料来源：卡特彼勒公司公告、华泰研究

2 万台中期规划扎实推进，远期利润弹性可期。公司 2018-2020 年大缸径发动机销量为 0.18/0.28/0.34 万台，2023 年销量 8100 余台，已占全球市场份额 10%，交付的客户包括全球前十大发电设备 OEM 厂商，ASP 达 40-50 万，最高达 100-120 万元，当前公司逐步朝年销量 1 万台的阶段性目标和年销量 2 万台的中期目标迈进。我们预计，随着 M55 等大排量产品推广，ASP 有望提升至 40 万元左右，在净利润率 20% 的假设下，远期交付 2 万台大缸径发动机对应 16 亿元的利润弹性。

图表59：潍柴大缸径产品平均售价



资料来源：1688 官网、华泰研究估算

图表60：大缸径产品边际利润弹性测算

	保守	中性	乐观
大缸径发动机销量 (台)	10,000	15,000	20,000
ASP (万元)	40	40	40
边际利润率	20%	20%	20%
边际利润贡献 (万元)	80,000	120,000	160,000

资料来源：华泰研究预测

潜力业务：布局液压与氢燃料电池，利润潜力较大

► 林德液压：全球老牌液压龙头，具备深厚技术与经验优势

林德液压与潍柴动力强强联合打造非道路机械黄金动力链，向外拓展路径清晰。林德液压成立于 1904 年，是全球模块化液压系统领导者，在 50 多个国家拥有超过 60 个代理与服务商，产品覆盖液压系统、电动系统和电控系统，广泛应用于移动作业机械领域。林德液压产品在控制精度与可靠性方面具备领先优势，非道路机械市场认可度高，客户包括卡特彼勒、沃尔沃、JCB、利勃海尔、约翰迪尔等。潍柴动力自 2012 年开始逐步并购林德液压，目前已持有林德液压 90% 的股份，我们看好潍柴发动机+林德液压件强强联手，打造非道路机械的黄金动力链，大幅提升动力链经济性和整机工作效率，客户群体从内配（雷沃等）到传统客户（徐工、柳工、临工等）再延伸到其他厂商（三一重工等）。

图表61：林德液压发展历程

时间	事件
2012	潍柴动力和凯傲集团签署战略合作协议，收购凯傲集团 25% 股权及下属新成立的林德液压公司 70% 控股权。
2013	潍柴动力通过间接全资子公司潍柴卢森堡行使凯傲认购期权，进一步增持凯傲股权达已发行股份的 30%。
2014	年林德液压和 PMP 工业组成战略联盟，双方将在移动机械的动力传动和流体动力领域展开广泛合作。同年 12 月 9 日，林德液压（中国）有限公司在山东潍坊成立，林德液压持股 51%，潍柴动力持股 49%，是林德液压在中国乃至东南亚、南亚的研发、生产、制造和销售基地。
2015	林德液压潍坊工厂正式投产。
2016	全新 CMF/CMV 弯轴系列马达面市，林德中国第二条液压马达生产线调试完毕；潍柴增持德国子公司凯傲集团股份（由 40.23% 增至 43.26%），为此注资约 1.8 亿欧元。
2017	林德中国市场销售过亿，并从德国引入第一条液压泵生产线，至此液压件的核心零部件已基本落户中国，实现本土化生产国产化进程获突破。
2018	全新液压工厂（潍坊）开工建设，潍柴增持凯傲集团 205.4 万股股份，对价约为 1.5 亿欧元。公司所持凯傲股权由约 43.26% 增至 45%。
2019	全新液压工厂建设项目投产。
2020	首批出口德国 CMV170 弯轴马达顺利下线。

资料来源：林德液压官网、华泰研究

对内：整合动力链资源突破 CVT 农机外资垄断，在原客户体系内加快推广高端大马力 CVT 农机。CVT 液压机械混合无级变速技术的作业效率和经济性更高，为农机发展的主要方向，相比传统有级传动农机需频繁换挡的低效率操作，CVT 技术可以任意设置速度、精确匹配作业所需的发动机负荷，在高效工作区间也可达到省油目的，兼顾高效与经济性，为大马力重型拖拉机的核心技术之一，长期为外资垄断。通过整合林德液压与潍柴动力在发动机、变速箱、液压、电控、智慧驾驶等的技术资源，潍柴旗下的雷沃农机实现了 CVT 国产突破，打破了外资垄断的高端大马力 CVT 农机市场。雷沃在 2021 年 10 月发布了我国首台 CVT 智能拖拉机，并在 2022 年 4 月实现交付，对比传统有级拖拉机，雷沃搭载了 CVT 的 P2407-7V 型拖拉机亩均油耗降低了 25.5%、效率提高了 29.8%。

我们认为林德液压与潍柴动力强强联合利于创造双赢局面：一方面雷沃、山推与潍柴同属山东重工体系，林德液压产品有广泛的用户基础；一方面潍柴动力+林德液压产品更具经济性和作业高效率，全面渗透雷沃系提高份额的同时，也可进一步强化雷沃自身产品竞争力。

对外：扩展外部工程机械客户，开发新增长来源。林德液压布局发动机、液压泵、液控阀等工程机械液动力链，原先面向中大型挖掘机为主，后林德积极拓展工程机械领域客户，如三一徐工柳工等厂商试用反馈良好，我们看好林德液压与外部更多工程机械客户配套，潍柴动力也有望发挥动力总成与液压控制的协同优势，开辟新增长曲线，减少对重卡行业的过多依赖。

10万台套液压件打开40亿收入空间，发动机配套再增利润弹性。国内液压件需求旺盛、林德产品渗透路径清晰，我们认为公司第一期10万台套产能有望得到充分利用。我们测算得公司液压件ASP约为1.2万元，10万台套对应约30-40万件。考虑到国产化后成本与售价存在一定的降低空间，我们将ASP设定为1.0万元，测算收入规模依然可达40亿元左右，以15%-20%净利润率估计，净利润弹性为6-8亿元。同时成套匹配有望带来发动机额外需求增量，挖机是核心市场，我们认为在非道路国四阶段，潍柴+林德动力链有望加速潍柴发动机在挖机中的渗透，我们分别假设潍柴动力+林德液压动力链在国内挖机市场实现10%/20%/30%的整机成套配套率，全国按照20万台挖机估计，每年增量带动2/4/6万台发动机销量，假设ASP7万元，收入增量规模为14/28/42亿元收入；以15%净利润率估计，预计将带动2.1/4.2/6.3亿元净利润。

图表62：挖机市场成套匹配的潜在利润空间

	保守预测	中性预测	乐观预测
挖机整机配套率	10%	20%	30%
全国挖机数量, 万台	20	20	20
发动机销量, 万台	2	4	6
ASP, 万元	7	7	7
收入, 亿元	14	28	42
净利率	15%	15%	15%
净利润, 亿元	2.1	4.2	6.3

资料来源：华泰研究预测

➤ 氢燃料电池：期权业务，有望构成全产业链先发优势

氢燃料电池布局早，潍柴在国内可比公司中具有先发优势。潍柴早在2016年就认购了燃料电池技术产品开发设计企业弗尔赛能源34%的股权，2018年又收购加拿大巴拉德和英国锡里斯，巴拉德为全球氢燃料电池领军企业，锡里斯主攻固态氧化物燃料电池。目前潍柴与巴拉德的合资正有序推进，叠加中央和山东省地方扶持政策较为积极，我们认为公司利用自身产业化经验和商业化能力，有望形成从动力系统到整车的全产业链先发优势。

图表63: 国内氢能公司的业务进展及产能规划

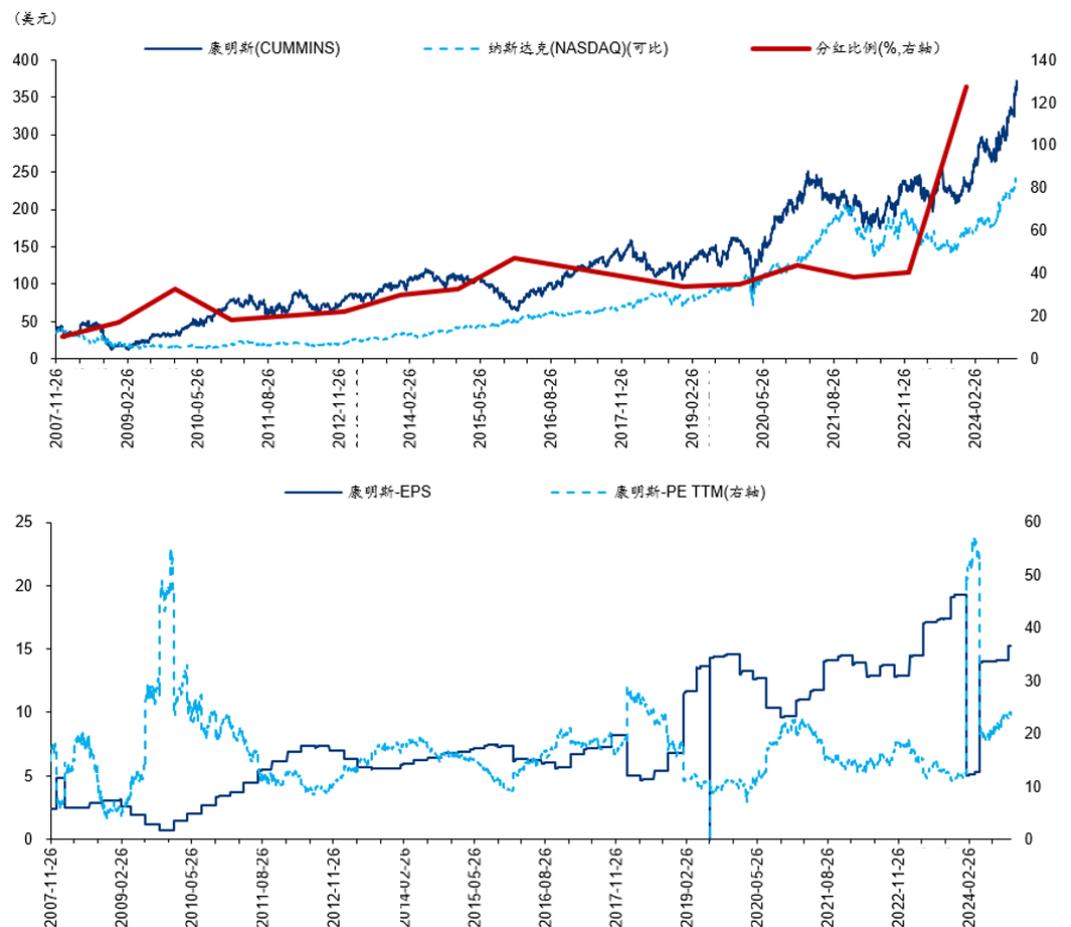
公司	业务进展	产能及产能规划
重塑集团	截至2020年9月末, Caven系列燃料电池系统累计销量达1,594套, Prisma镜星系列燃料电池系统产品已具备批量生产能力。 截止2020年12月, 全球所有采用公司燃料电池技术的车辆累计行驶突破5,000万公里, 为目前燃料电池商用车最长运营距离, 搭载车型包括奔驰Citaro、42T北汽福田智蓝燃料电池重卡、云南五龙客车等。 按截至2023年9月30日已售安装燃料电池系统的燃料电池汽车的累计行驶里程计, 该公司位居中国氢燃料电池系统市场第一。	氢燃料电池系统方面, 将燃料电池电堆的年产能扩大至约2万台及将膜电极的年产能扩大至600万片; 双极板的产能提升至设计年产能约300万片, 此外, 公司还打算建立新的生产设施, 以扩大氢能装备的产能与丰田的合资公司一期最大产能10000台(已投产), 二期26年开工建设
亿华通	攻克了高功率密度、高稳定性电堆开发、智能水管理、系统抗氧化设计等技术难点, 氢燃料电池发动机量产产品覆盖30kW~120kW。 搭载亿华通发动机系统的燃料电池客车先后在北京、张家口、郑州、上海、苏州、成都等地上线运营, 2019年/2020年, 亿华通共计实现燃料电池发动机系统销售498套/494套。	截至22年底, 年产能达120万片膜压柔性石墨双极板, 30万KW氢燃料电池电堆, 2000套氢燃料电池系统
国鸿氢能	燃料电池系统覆盖30kW到120kW, 零部件国产化率达到90%。国鸿备用电源示范基站已稳定运行超过两年, 正在进行100个基站的推广, 已有2,000多辆搭载国鸿产品的商用车交付使用。	22年募建设年8万台液化天然气(LNG)供气系统模块总成智能制造项目
致远新能	公司的车载LNG供气系统具有较强的市场竞争力, 2020年公司车载LNG供气系统销量为43,449台, 全国天然气商用车产量为142,702辆, 公司市场占有率较高。	23年4月IV型储氢瓶生产线在保定落成, 26年规划产能10万只, 9月唐山基地投产, 3款氢燃料电池电堆、系统产品均达成年产2000台套
未势能源	2021年, 未势能源“百辆氢能重卡”正式投入雄安建设, 搭载上燃动力100kW燃料电池系统的内蒙古首台氢燃料电池环卫重卡下线。	捷氢科技上海新园区一期年产能达12,000台套, 常熟高新区燃料电池系统生产线一期年产能2,000台套
捷氢科技	捷氢科技已形成30kW~100kW级以上较为完整的燃料电池产品组合, 可提供35MPa和70MPa储氢系统及整车氢安全的解决方案。 搭载公司产品的上汽大通FCV80燃料电池轻型客车已推广409辆, 累计运行超300万公里; 中沃燃料电池客车推广6辆; 与上汽红岩、上汽集团在鄂尔多斯市投资20亿元打造全球首个万辆级燃料电池汽车(重卡)产业化应用项目。	2021年定增募集130亿元, 其中20亿元将用于燃料电池全产业链项目。氢燃料电池及关键零部件产业化项目达产后年产能20,000台氢燃料电池; 固态氧化物燃料电池及关键零部件产业化项目建成后年产能30,000台新型燃料电池及关键零部件。
潍柴动力	与瑞士飞速集团战略合作, 进一步纵向延伸燃料电池产业链中的空气总成和涡轮技术, 实现空压机在中国落地。 建成集研发、测试、检验、试制等功能为一体的国际一流水平的燃料电池产业园, 形成了完整产业链检验检测能力。 2021年3月, 由潍柴动力牵头、全国唯一的国家燃料电池技术创新中心落户山东。 在全国开通燃料电池公交专线29条, 运行里程超过800万公里。 截至2021年4月, 研发的氢燃料电池系统寿命达25000小时, 电堆功率密度达3.0kW/L, 最大续航里程达600km。	

资料来源: 各公司公告、华泰研究

他山之石：康明斯跨越周期创造稳定分红

康明斯：美国重卡发动机龙头企业，跨越周期百年长青。康明斯是美国最大的动力系统总成制造商，在美国重卡发动机市场保持绝对领先，2002-2023 年康明斯占美国 Class 8 重卡发动机市场份额由 24.4% 提升至 36.7%，美国 Class 7 重卡发动机市场份额由 10.6% 提升至 58.8%。公司早期起家于柴油发动机，通过兼并收购、扩大海外市场、开发新能源技术具备了多元化产品能力，目前公司生产的发动机广泛应用于重型卡车、中型卡车、拖车、挖掘机、发电机组、船舶和其他工业领域，此外，康明斯开拓了发电机组、发电系统、交流发电机、排放处理系统、变速箱、车桥、氢能制造存储、燃料电池等产品。公司过去十余年股价涨幅高达 6 倍，且获得显著超额收益，我们认为得益于公司盈利能力与分红比例持续向上。

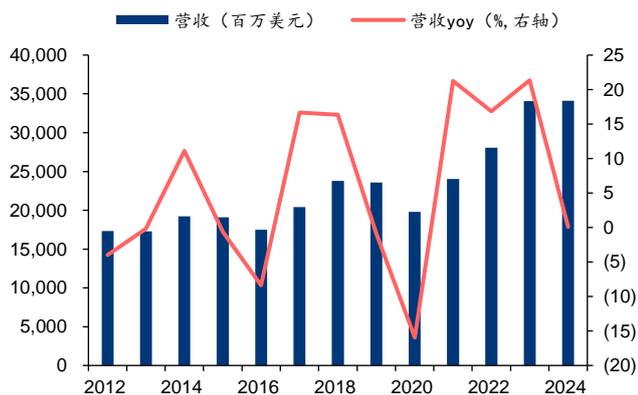
图表64：康明斯股价走势拆解



资料来源：Wind、华泰研究

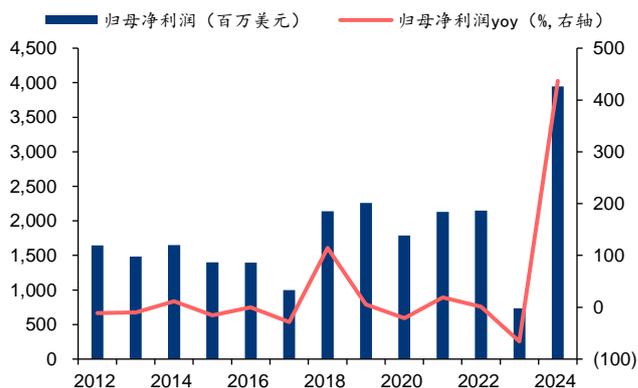
2010 年以前公司的收入与利润体量稳定在 100/10 亿美元左右，而 2023 财年公司实现收入/盈利分别在 300/15 亿美元以上，我们认为主要得益于多元化业务与全球化布局：①排放标准升级与产品结构改善带动发动机单价提高（得益于发动机大马力趋势以及大缸径发动机出货量增加，康明斯重型发动机平均售价由 2012 年的 25000 美元/台增加至 2023 年的 31000 美元/台）；②多元业务布局平滑了重卡周期波动（康明斯发动机收入占比已从高点的 70% 左右降至 2023 财年的 35% 左右，零部件/分销业务的收入占比已达 39%/30%）；③全球化布局完善，避免了对北美单一市场的依赖（美国占公司 55% 左右的收入，当北美重卡市场低迷时，海外基建需求如亚洲、非洲的发电设备弥补了增长缺口）；④资本开支维持低位（公司在发动机领域与核心大客户长期绑定，稳居头部且发动机重资产投资的规模效应强，近年来发动机相关业务的资本开支占比陆续下降，绝对额处于相对较低水平）。

图表65: 康明斯收入及增速



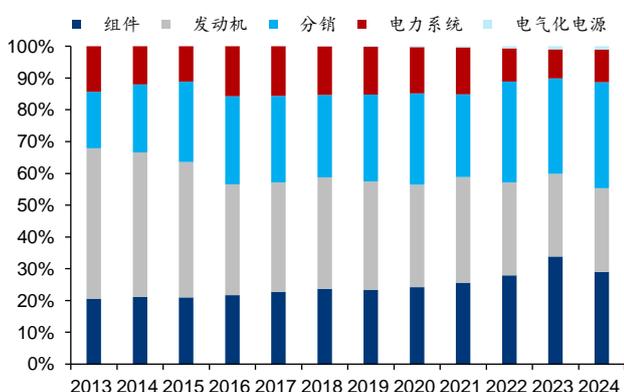
资料来源: Wind、华泰研究

图表66: 康明斯利润及增速



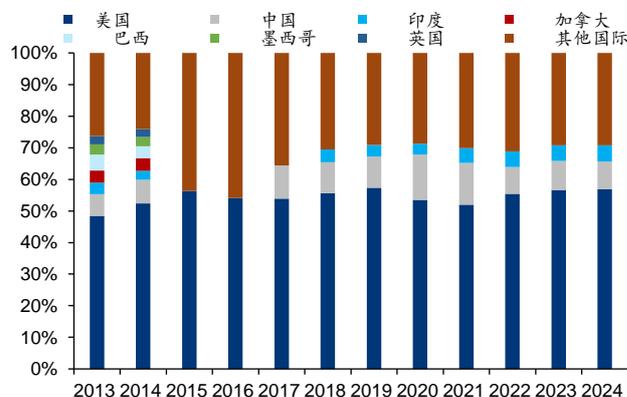
资料来源: Wind、华泰研究

图表67: 康明斯分业务部门的收入情况



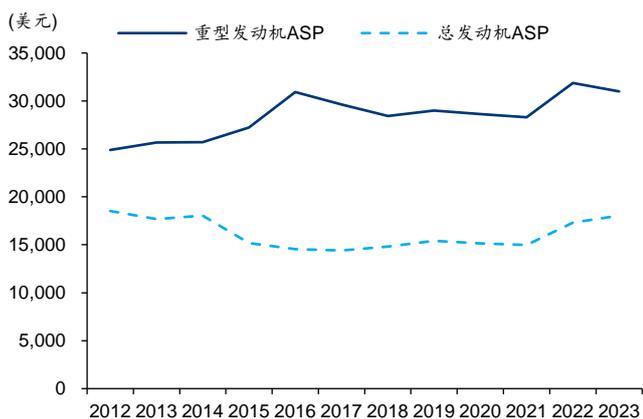
资料来源: Wind、华泰研究

图表68: 康明斯分地区的收入情况



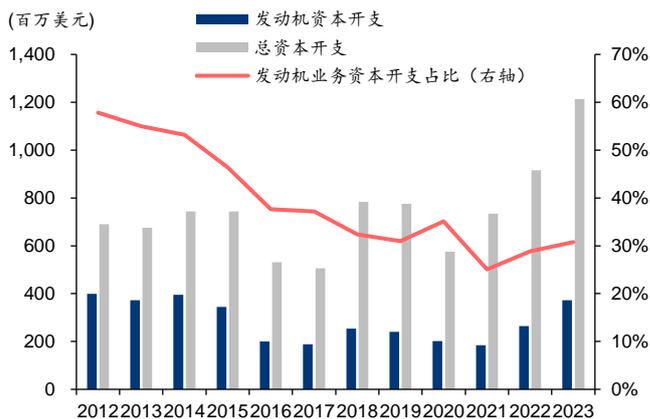
资料来源: Wind、华泰研究

图表69: 康明斯重型发动机及所有发动机平均售价



资料来源: 康明斯年报、华泰研究

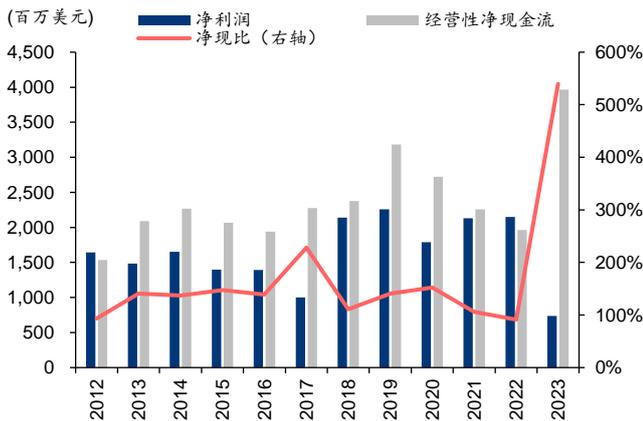
图表70: 康明斯发动机业务及所有业务资本开支



资料来源: 康明斯年报、华泰研究

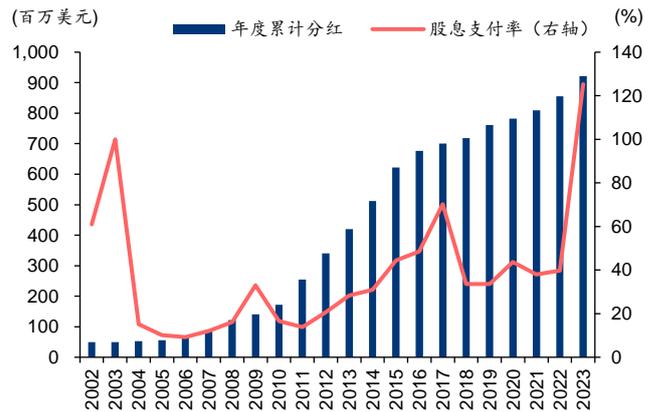
持续良好的盈利能力+低位资本开支，公司健康的现金流支撑常年稳定高分红。康明斯2012-2023年净现比始终保持在1以上，良好现金流支撑康明斯为股东提供稳定分红，且分红比例不断上升，2006年公司股息支付率为9.2%，逐步增加到2017年的70.2%，后围绕40%上下波动，2023年股息支付率达到历史最高点125.3%。自2002年以来，公司累计分红91.7亿美元。

图表71: 康明斯经营性净现金流及净现比 (2012-2023)



资料来源: 康明斯年报、华泰研究

图表72: 康明斯历史现金分红金额及股息支付率 (2010-2023)

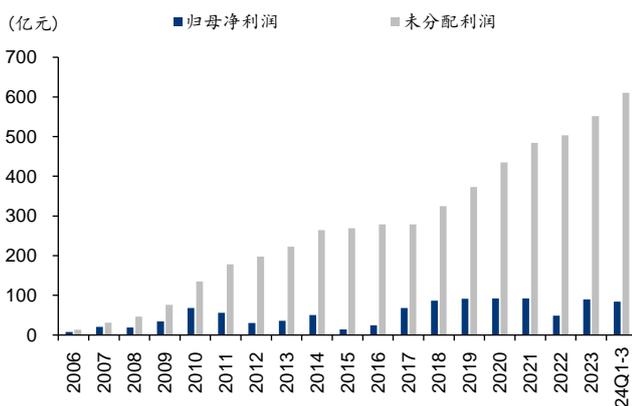


资料来源: 康明斯年报、CIQ、华泰研究

潍柴动力与康明斯发展路径相似, 具备强分红潜力:

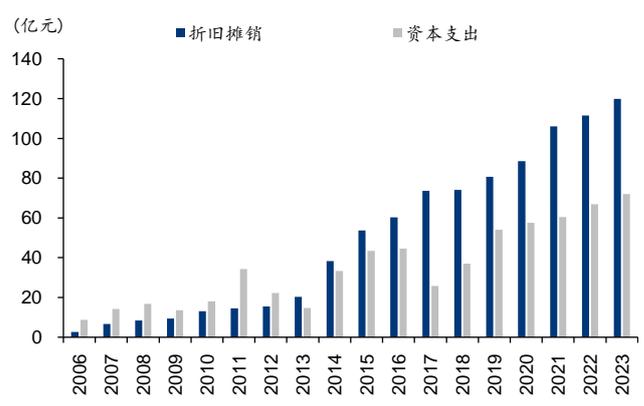
- 利润: 从行业β看**, 未来3年重卡内需有历史销量旺季的自然替换需求托底, 出口亚非拉需求较旺盛且有以价换量空间, 总量有望保持稳增长; 格局方面, 市场担忧山东重工集团人事调整会影响潍柴在重汽的配套份额, 而重汽已在2019年实行市场点单制, 考虑到市场终端对潍柴发动机的高认可度且潍柴在天然气和大排量的行业发展趋势中地位稳固, 我们认为潍柴份额有望维稳。从公司α看, 潍柴发力大马力发动机与大缸径发动机等高盈利业务, 多元业务线如凯傲和雷沃农机已逐步进入增长通道, 加之公司自身规模效应强、内部大力降本增效, 我们看好公司盈利能力持续改善, 为高分红提供坚实客观条件。
- 折旧摊销&资本开支**: 商用车为周期行业, 当前处于行业周期低点且市场玩家已完成了产能扩建, 当前行业几乎没有新增需求且产能储备充足, 重卡产业链的新增投资与资本开支较为稳定, 潍柴动力已度过资本开支高峰, 近年来以技改项目和产能维护为主, 资本开支水平较为稳定; 折旧摊销存在滞后性, 公司近年折旧摊销增长较多对应上一轮产能扩张, 往后看有望保持稳定。

图表73: 公司历史盈利与未分配利润情况



资料来源: Wind、华泰研究

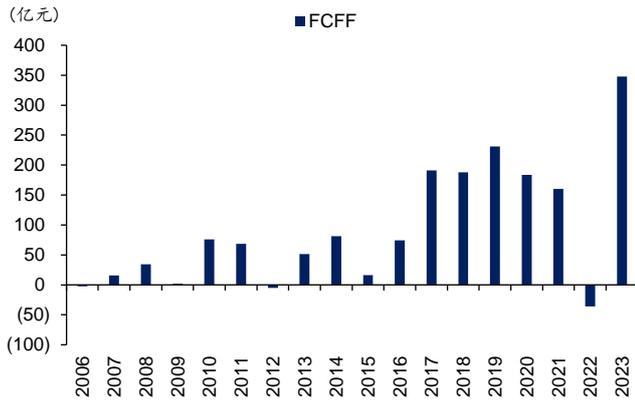
图表74: 公司历史折旧摊销与资本支出情况



资料来源: Wind、华泰研究

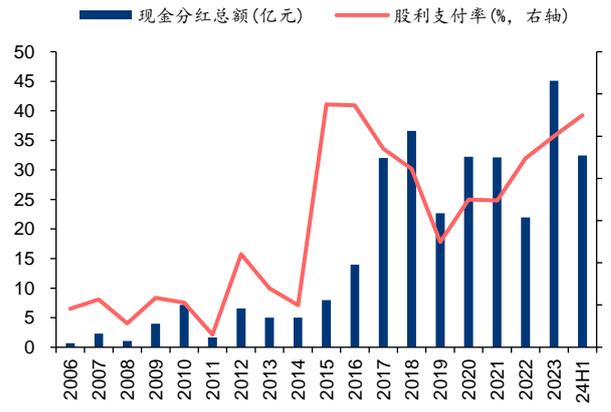
自由现金流长期良好, 奠定长期高分红的客观基础。2017年起, 公司自由现金流开始大幅改善, 剔除2022年受到行业低景气影响外, 基本潍柴在150亿元以上, 2023年受益于重卡复苏、高盈利的天然气重卡和大马力重卡发动机放量、多元业务开始业绩兑现, 自由现金流高达350亿元左右。良好现金流为长期分红奠定客观基础, 公司历史分红习惯良好, 自上市以来累计现金分红310.55亿元, 2019年以来股利支付率持续提高, 24H1达50%。

图表75: 公司历史自由现金流情况



资料来源: Wind、华泰研究

图表76: 公司历史分红金额与股息支付率



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测与估值

盈利拆解

经前文分析，公司主要收入来源为发动机和智能物流板块，而利润主要来自发动机业务，我们按照业务开展主体拆分业绩：

(1) 发动机业务（母公司口径）：涉及中重卡、非道路、大缸径、轻型发动机等，我们预计 2024-2026 年收入为 403/448/532 亿元，净利率为 16.9%/17.4%/17.9%，具体而言：

- **重卡：**量方面，行业而言，根据前文分析，中汽协口径下，我们预计 2024-2026 年重卡行业销量为 90/102/116 万辆，其中 LNG 重卡销量 17/19/23 万辆；公司而言，考虑下游客户可能提高 LNG 发动机自配率，我们假设 2024-2026 年公司 LNG 发动机份额为 60%，而柴油发动机格局竞争格局较为稳定，预计公司份额在 25%-26%，综合看公司国内重卡发动机销量为 28.5/32.1/37.6 万台；出口上，考虑发展中国家下游需求较旺盛，我们预计公司出口稳增，假设 2024-2026 年发动机出口为 6.6/7.3/8.0 万台。

价方面，考虑近期重卡竞争激烈，发动机价格或略有影响，而随着 2026 年附加值更高的国六重卡销量占比提高，发动机单价或有提高，假设 2024-2026 年气体机单价为 11.6/11.6/11.8 万元，柴油机单价为 8.6/8.6/8.9 万元。而利润率上，我们认为随着公司产品优化升级、内部分降本增效、发挥规模效应，利润率或温和提高。

- **非道路与轻型：**非道路发动机应用领域包括工程机械、农机、工业动力、客车、船用等，量方面，我们预计未来 2-3 年保持 5% 左右的增速，预计 2024-2026 年销量为 16.7/18/19 万台。价方面，我们假设单价与盈利相对重卡发动机稳定。轻型发动机附加值低，我们假设其业绩保持稳定。

- **大缸径发动机：**该业务属于公司的利润弹性潜在来源，考虑数据中心往后有望释放需求，对应附加值更高，或提高大缸径发动机 ASP，我们假设 2024-2026 年销量为 9000/10000/12000 台，单台收入为 48/50/54 万元，利润率跟随产品结构改善、规模效应提振而改善。

(2) 整车业务（陕重汽口径）：我们认为陕重汽有望在 LNG、出口、高端化的能力加持下，伴随重卡行业复苏，有望修复自身盈利水平，预计 2024-2026 年收入为 465/487/531 亿元，净利率为 1.3%/1.3%/1.4%。量方面，我们预计陕重汽内销份额稳定，出口有望实现 10% 的增速；利方面，随着公司产品优化升级、高端化加速，预计利润率有明显改善。

(3) 变速箱业务（法士特口径）：变速箱业务主要跟随重卡行业趋势而变化，公司格局好或有更高增速，假设 2024-2026 年公司变速箱增速为 5-10%，预计 2024-2026 年收入为 137/159/185 亿元，净利率在 6-8% 左右。

(4) 智能物流与叉车业务（凯傲口径）：根据前文分析，我们认为凯傲近年收入增速变化不大，预计 2024-2026 年收入为 906/925/952 亿元，增速在 3% 左右，核心变化在于问题订单消化，净利率有望持续修复，24H1 净利率为 3.2%，假设 2024-2026 年修复至 3.3-3.6%。

(5) 农机业务（雷沃口径）：我们认为农机业务的边际增量在于 CVT 国产替代以及大马力趋势，盈利能力有望随之改善。我们假设 2024-2026 年公司农机销量增速为 6-10%，单台收入与利润有所提高，预计 2024-2026 年收入为 180/206/234 亿元，24H1 净利率为 5.7%（上半年为农机旺季，下半年为淡季），假设 2024-2026 年净利率为 5.6%/5.7%/5.8%。

(6)费用端:考虑公司 2024-2026 年各业务线有望改善向上,释放规模效应摊薄期间费用,同时公司持续推进内部降本增效,预计公司费用端保持稳定状态。假设 2024-2026 年销售费用/管理费用的同比变化分别为 -8.6%/+5%/+5%、+7.8%/+6.5%/+6.5%,对应销售费率/管理费率为 5.6%/5.5%/5.3%、4.6%/4.7%/4.5%,研发费用或因新品迭代保持温和增加,假设 2024-2026 年同比增加 7%/10%/12%,对应研发费率为 3.9%/4.1%/4.2%。

图表77: 公司业绩拆分与预测结果

单位: 百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	203,548	175,158	213,958	219,822	233,599	255,031
yoy	3.2%	-20.5%	22.2%	2.7%	6.3%	9.2%
毛利率	19.5%	17.8%	21.1%	20.9%	21.6%	21.8%
整车-陕重汽						
收入	54,090	32,000	44,971	46,495	48,684	53,139
销量	150,000	80,000	116,000	121,080	126,780	136,254
净利率	-1.0%	0.1%	0.7%	1.3%	1.3%	1.4%
变速箱-法士特						
收入	16,864	10,260	14,385	13,740	15,944	18,457
销量	1,153,000	590,000	838,000	954,000	1,077,321	1,230,471
净利率	6.9%	2.5%	5.6%	6.6%	7.4%	8.0%
智能物流叉车-凯傲						
收入	78,625	79,010	87,521	90,642	92,455	95,228
净利率	5.1%	0.6%	2.4%	3.3%	3.5%	3.6%
农机-雷沃						
收入	-	17,164	14,693	18,018	20,568	23,360
销量	104,154	138,787	126,282	138,600	146,916	155,731
净利率	0.0%	4.0%	5.3%	5.6%	5.7%	5.8%
发动机-母公司						
收入	49,121	26,080	43,830	40,328	44,819	53,161
销量	1,020,000	573,000	736,000	764,886	826,845	906,460
净利率	14.7%	10.5%	15.0%	16.9%	17.4%	17.9%
其他业务+抵消						
收入	4,848	10,643	8,558	10,599	11,129	11,686
销售费率	5.4%	6.1%	6.3%	5.6%	5.5%	5.3%
管理费	4.0%	4.6%	4.4%	4.6%	4.7%	4.5%
研发费率	3.4%	4.4%	3.8%	3.9%	4.1%	4.2%

资料来源: WIND、华泰研究预测

估值结果

我们预计 2024-2026 年公司收入为 2198/2336/2550 亿元,归母净利润为 110.2/124.9/143.2 亿元,我们选取重卡头部企业中国重汽 A 和一汽解放、工程机械头部企业三一重工、叉车头部企业杭叉集团作为潍柴动力 A 股可比公司, WIND 一致预期下 2025 年的平均 PE 为 14 倍,我们给予 A 股 2025 年 14 倍 PE,对应 A 股目标价为 20.02 元,采用公司近三年以来 AH 价格比均值为 1.20,对应 H 股目标价 18.13 港元(汇率 1HKD=0.92CNY)。首次覆盖给予买入评级。

图表78：可比公司估值表（截止 2025 年 3 月 26 日）

代码	公司	市值 (亿元)	净利润 (亿元)		PE		PB	
			2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
000951 CH	中国重汽 A	222.40	13.78	16.82	16.14	13.23	1.43	1.35
600031 CH	三一重工	1,305.15	61.12	82.08	21.35	15.90	2.31	2.13
603298 CH	杭叉集团	249.13	20.28	22.74	12.28	10.96	2.73	2.35
000800 CH	一汽解放	391.82	7.87	22.74	49.80	17.23	1.50	1.43
	平均值	-	-	-	24.89	14.33	1.99	1.82
000338 CH	潍柴动力 A	1,226.00	110.2	124.3	12.87	11.42	1.65	1.53

注：除潍柴动力以外，采用 Wind 一致预期，潍柴动力采取华泰研究预测
资料来源：Wind、华泰研究预测

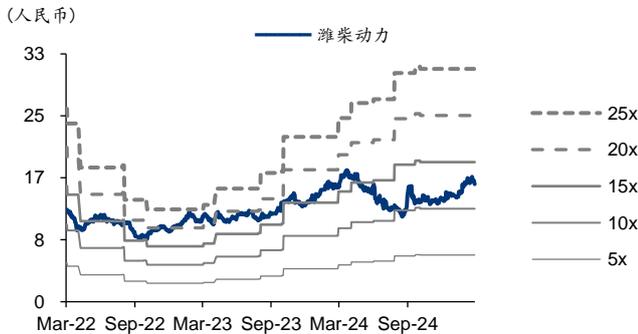
风险提示

(1) **重卡销量不及预期。**公司发动机为利润中心，受重卡强周期影响较大。若以旧换新政策效果不及预期、国四淘汰政策不及预期、下游需求较低迷，则重卡面临销量不及预期风险。发动机为重资产投资行业，行业不景气抑制规模效应发挥，公司盈利可能不及预期。

(2) **行业竞争情况超预期。**若重卡销量不及预期、行业竞争恶化，则下游市场存在价格战、主机厂加大自配率以保证盈利稳定性等风险，进而可能影响上游发动机的利润中枢。

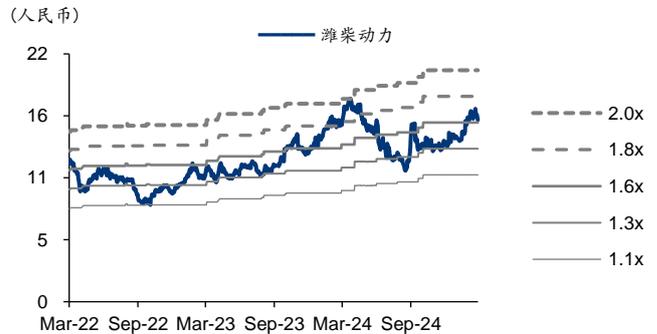
(3) **出口不及预期。**公司出口业务包括传统发动机、重卡、大缸径发动机等产品，若海外终端的重卡或数据中心建设等需求增长不及预期、贸易政策趋紧，则可能影响公司相关产品出口业务，而海外业务利润中枢较高，尤其是高盈利性的大缸径发动机较多业务位于海外，公司利润则面临下滑风险。

图表79：潍柴动力 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表80：潍柴动力 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，宋亭亭，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师宋亭亭本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司