

重卡	收盘价 港元 22.40	目标价 港元 26.45↓	潜在涨幅 +18.1%
----	-----------------	------------------	----------------

2025 年 3 月 28 日

中国重汽 (3808 HK)

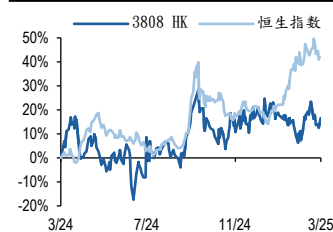
业绩稳健，派息比率进一步提升，维持买入

- 业绩稳健，派息比率进一步提升。中国重汽 2024 年收入增 11.2%至 950.6 亿元（人民币，下同），归母净利润增 10.2%至 62.2 亿元，较市场和我们预期高 2%，主因费用支出较我们预期略低。重卡内地/海外销量分别增 12.8%/3.1%。毛利率同比大致持平在 15.8%。营业利润增长 15.0%至 74.6 亿元，得益于高效的成本控制，销售和行政费用分别增长 4.1%/6.5%，低于收入增速。2024 年重卡/轻卡收入分别增长 11.1%/11.5%，其中重卡营业利润率由 2023 年的 5.8%下滑至 2024 年的 5.3%。公司派发年度末期息每股人民币 0.51 元，派息比率由 2023 年的 50.1%提升至 2024 年的 55%。在 2024 年下半年重卡需求受压和出口增速放缓的情况下，中国重汽依靠高效成本控制和持续提高派息比率，交出亮丽的业绩。
- 2025 年内地重卡销量有望触底回暖。据中汽协批发数据，2025 年前两个月中国重卡销量 15.35 万辆，同比微降 1.2%。但如果看终端数据，2025 年 2 月重卡终端销量 4.8 万辆，环比增长 43%，1-2 月为 8.2 万辆，同比增长 36%。我们预测，受季节性开工需求及以旧换新政策落地推动，3 月批发销量将会增长 15-20%。随着 3 月份的旧营运货车报废政策加码，特别是报废补贴范围扩展至国四和此前我们预期天然气重卡首次纳入新购补贴范围。在政策刺激下我们预期会为 2025 年重卡带来 12-15 万辆的增量需求。考虑重卡每年销量的基本盘为 80-90 万辆，因此 2025 年销量有望冲击百万辆水平。根据中汽协和第一商用车网统计，中国重汽 1-2 月市场份额约为 28%，稳居行业龙头地位，有望受惠于行业回暖。
- 维持买入，估值吸引。我们略为下调 2025/26 年盈利预测，反映毛利率下调。中国重汽作为行业龙头将受惠于重卡销量恢复。我们最新目标价为 26.45 港元（前为 26.49 港元），对应 2025 年市盈率 10 倍。现价对应 2025 年股息率 6.6%，估值具吸引力，维持买入。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	24.65
52周低位 (港元)	15.90
市值 (百万港元)	61,846.25
日均成交量 (百万)	5.83
年初至今变化 (%)	(1.75)
200天平均价 (港元)	22.01

资料来源: FactSet

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

财务数据一览

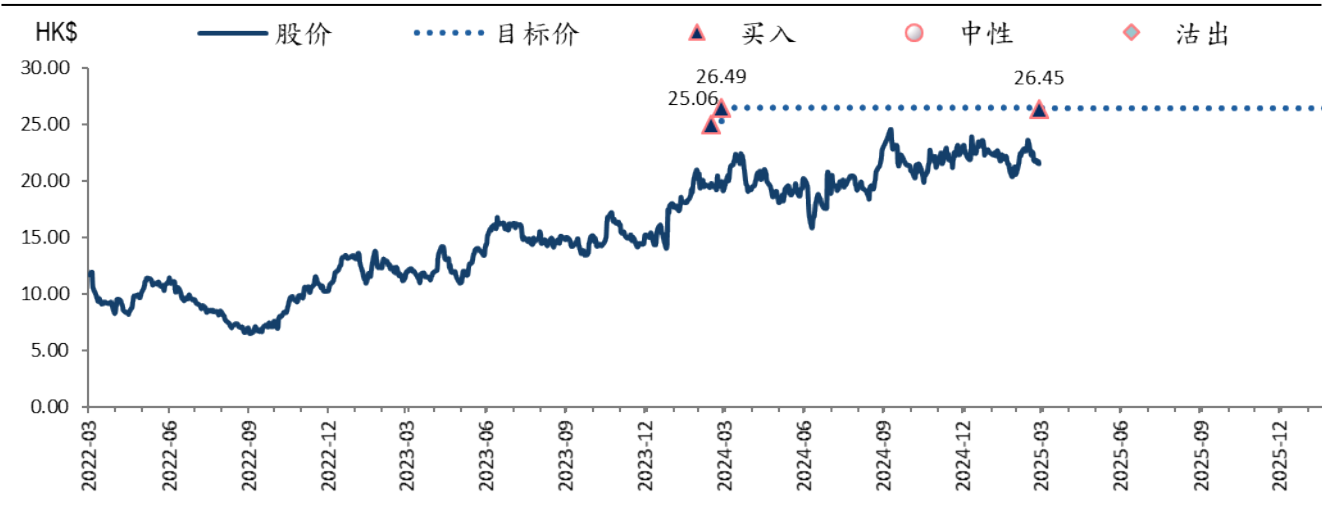
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	85,498	95,062	109,886	114,683	120,158
同比增长 (%)	43.9	11.2	15.6	4.4	4.8
净利润 (百万人民币)	5,318	5,858	6,719	7,029	7,673
每股盈利 (人民币)	1.93	2.12	2.43	2.55	2.78
同比增长 (%)	217.9	10.2	14.7	4.6	9.2
前EPS预测值 (人民币)			2.71	2.86	
调整幅度 (%)			-10.2	-11.1	
市盈率 (倍)	10.9	9.9	8.6	8.2	7.5
每股账面净值 (人民币)	14.59	14.91	13.88	15.46	17.19
市账率 (倍)	1.43	1.40	1.51	1.35	1.22
股息率 (%)	5.1	6.1	6.4	6.9	7.6

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 中国重汽 (3808 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
3931 HK	中创新航	买入	19.18	24.77	29.1%	2025 年 03 月 27 日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	256.80	314.11	22.3%	2025 年 01 月 23 日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	47.98	56.51	17.8%	2024 年 12 月 02 日	电池
002074 CH	国轩高科	买入	22.10	29.07	31.5%	2024 年 12 月 02 日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	买入	10.44	14.25	36.5%	2025 年 03 月 27 日	电池
1585 HK	雅迪控股	买入	15.62	19.84	27.0%	2025 年 03 月 26 日	电动两轮车
689009 CH	九号公司	买入	65.15	53.74	-17.5%	2024 年 10 月 29 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	6.84	6.24	-8.8%	2024 年 07 月 02 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	22.40	26.45	18.1%	2025 年 03 月 28 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	16.76	20.50	22.3%	2025 年 03 月 28 日	重卡
1211 HK	比亚迪股份	买入	406.80	503.25	23.7%	2025 年 03 月 25 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	30.25	48.96	61.9%	2025 年 03 月 24 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	16.70	22.50	34.7%	2025 年 03 月 21 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	77.25	134.69	74.4%	2025 年 03 月 12 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	14.20	17.36	22.3%	2024 年 10 月 28 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	99.60	93.62	-6.0%	2025 年 03 月 17 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.11	3.34	7.4%	2024 年 04 月 01 日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2025 年 3 月 28 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	85,498	95,062	109,886	114,683	120,158
主营业务成本	(71,960)	(80,196)	(92,841)	(96,854)	(101,342)
毛利	13,538	14,865	17,045	17,828	18,816
销售及管理费用	(3,305)	(3,441)	(3,978)	(4,151)	(4,349)
研发费用	(4,669)	(4,974)	(5,714)	(5,849)	(5,888)
其他经营净收入/费用	923	1,007	1,164	1,215	1,273
经营利润	6,487	7,458	8,517	9,043	9,852
财务成本净额	285	193	270	221	291
应占联营公司利润及亏损	111	130	136	143	143
税前利润	6,883	7,780	8,923	9,407	10,286
税费	(1,056)	(1,092)	(1,252)	(1,351)	(1,485)
非控股权益	(509)	(830)	(952)	(1,027)	(1,128)
净利润	5,318	5,858	6,719	7,029	7,673
作每股收益计算的净利润	5,318	5,858	6,719	7,029	7,673

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	20,185	19,080	16,058	20,596	23,399
应收账款及票据	17,078	27,296	25,590	21,994	23,044
存货	13,338	11,640	14,498	18,575	19,435
其他流动资产	36,465	32,411	34,269	34,402	34,693
总流动资产	87,067	90,427	90,416	95,567	100,571
物业、厂房及设备	15,823	15,424	16,346	16,964	17,825
无形资产	152	131	91	49	5
其他长期资产	18,744	23,794	24,218	24,558	24,937
总长期资产	34,719	39,350	40,655	41,571	42,766
总资产	121,785	129,777	131,071	137,138	143,337
短期贷款	4,907	5,232	5,494	5,768	6,057
应付账款	46,624	53,072	57,740	59,705	61,083
其他短期负债	20,999	20,751	18,948	17,337	15,901
总流动负债	72,530	79,055	82,181	82,811	83,040
长期贷款	142	466	467	468	470
其他长期负债	1,153	1,104	1,157	1,213	1,272
总长期负债	1,295	1,570	1,624	1,682	1,742
总负债	73,825	80,625	83,806	84,492	84,782
股本	16,717	16,717	16,717	16,717	16,717
储备及其他资本项目	23,555	24,443	21,605	25,958	30,740
股东权益	40,272	41,161	38,322	42,675	47,457
非控股权益	7,688	7,992	8,944	9,971	11,099
总权益	47,961	49,152	47,265	52,646	58,555

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	6,883	7,780	8,923	9,629	10,577
折旧及摊销	1,517	1,642	1,704	1,578	1,711
营运资本变动	10,842	(2,368)	(858)	(931)	(2,893)
税费	(923)	(1,141)	(1,317)	(1,418)	(1,553)
其他经营活动现金流	101	107	112	117	123
经营活动现金流	18,420	6,020	8,564	8,976	7,965
资本开支	(8,920)	(6,594)	(3,000)	(2,600)	(3,000)
其他投资活动现金流	284	462	372	401	425
投资活动现金流	(8,636)	(6,132)	(2,628)	(2,199)	(2,575)
负债净变动	(6,418)	4,776	1,029	1,004	981
股息	(812)	(2,665)	(3,705)	(2,897)	(3,182)
其他融资活动现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	(7,231)	2,111	(2,676)	(1,893)	(2,201)
汇率收益/损失	473	0	0	0	0
年初现金	15,329	16,582	13,227	16,058	20,596
年末现金	20,185	19,080	16,058	20,596	23,399

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.926	2.122	2.434	2.546	2.779
全面摊薄每股收益	1.926	2.122	2.434	2.546	2.779
每股股息	1.072	1.272	1.342	1.448	1.590
每股账面值	14.586	14.908	13.880	15.456	17.188
利润率分析(%)					
毛利率	15.8	15.6	15.5	15.5	15.7
EBIT利润率	7.7	8.0	7.9	8.0	8.3
净利率	6.2	6.2	6.1	6.1	6.4
盈利能力(%)					
ROA	4.7	4.7	5.2	5.4	5.7
ROE	14.0	14.4	16.9	17.9	17.7
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
存货周转天数	68.1	56.8	57.0	70.0	70.0
应收账款周转天数	71.1	85.2	85.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	202.6	226.9	227.0	225.0	220.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。