

## 盈利能力及重卡市占率均实现提升

### 核心观点

- 公司业绩显著改善。**公司 2024 年实现营业收入 449.29 亿元，同比增长 6.8%；实现归母净利润 14.80 亿元，同比增长 37.0%；实现扣非归母净利润 13.27 亿元，同比增长 27.3%。2024 年 4 季度实现营业收入 113.42 亿元，同比增长 0.3%，环比增长 23.5%；实现归母净利润 5.46 亿元，同比增长 28.4%，环比增长 73.0%；实现扣非归母净利润 4.70 亿元，同比增长 16.5%，环比增长 71.6%。2024 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4.05 元。
- 毛利率和现金流改善。**公司 2024 年毛利率 8.7%，同比提升 0.8 个百分点；4 季度毛利率 11.5%，同比提升 2.1 个百分点，环比提升 3.2 个百分点，主要系公司产品结构持续优化，新能源重卡销量提升、数智化转型获得成效以及出口态势良好。2024 年期间费用率 2.8%，同比提升 0.1 个百分点，其中销售费用率和管理费用率分别同比下降 0.2 和 0.1 个百分点，研发费用率同比提升 0.4 个百分点，主要系公司布局新能源重卡和整车集成技术，加大新产品开发及技术升级所致。2024 年经营活动现金流净额 52.77 亿元，同比增长 149.7%，主要系税收返还和销售回款增加所致。
- 公司重卡市占率持续提升。**2024 年重卡行业呈现出“两头高、中间低”的态势，国内全年重卡销量 90.17 万辆，同比下降 1.0%。分季度看，2024 年 1 至 4 季度分别销售重卡 27.27、23.18、17.85、21.88 万辆，同比分别 +13.0%/-6.2%/-18.2%/+7.0%。经历行业一季度高预期后国内重卡市场因宏观经济景气度下行和地产、基建开工不足等因素表现疲软，四季度老旧货车以旧换新政策发力带动重卡销量增长，尤其是 12 月呈现出“翘尾效应”。在行业承压背景下，2024 年重汽 A 股公司重卡销量 13.30 万辆，同比增长 4.29%；重汽集团重卡销量 24.34 万辆，同比增长 7.2%，市占率达 27.0%，同比提升 2.1 个百分点。2025 年 3 月交通部、发改委、财政部发布《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》，鼓励国三、国四排放标准营运货车报废更新，预计 2025 年重卡市场将呈平稳运行或恢复性增长。
- 新能源和燃气重卡销量高速增长。**据第一商用车网，2024 年国内新能源重卡销量 8.20 万辆，同比增长 140%，我国重卡电动化进程加速推进。2024 年 A 股公司销售新能源重卡 6166 辆，同比增长 676.6%，占总销量 4.6%；重汽集团销量为 7814 辆，同比增长 294.4%，市占率 9.53%排名第四，同比增长 3.7 个百分点。2024 年国内燃气重卡销量 17.82 万辆，同比增长 17%，其中重汽集团销量 4.21 万辆，同比增长 56%，市占率 23.6%排名第二。2025 年以旧换新补贴政策删除“柴油货车”表述，预计将涵盖天然气重卡，有望带动细分市场销量增长。出口方面，2024 年重汽集团出口量同比增长 3.1%至 13.40 万辆创下新高，A 股公司出口占总销量约 50%，公司主要出口非洲、东南亚和中东等地，后续还将开拓新兴市场带来增量空间。

### 盈利预测与投资建议

- 调整收入、毛利率等，新增 2027 年预测，预测 2025-2027 年 EPS 为 1.49、1.82、2.16 元（原 2025-2026 年为 1.50、1.83 元），可比公司 25 年 PE 平均估值 21 倍，对应目标价为 31.29 元，维持买入评级。

### 风险提示

重卡行业销量低于预期、公司重卡销量、均价低于预期、原材料成本波动风险。

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	42,070	44,929	52,463	59,996	67,621
同比增长(%)	46.0%	6.8%	16.8%	14.4%	12.7%
营业利润(百万元)	1,774	2,230	2,866	3,415	4,057
同比增长(%)	207.0%	25.7%	28.5%	19.2%	18.8%
归属母公司净利润(百万元)	1,080	1,480	1,751	2,140	2,541
同比增长(%)	405.5%	37.0%	18.4%	22.2%	18.7%
每股收益(元)	0.92	1.26	1.49	1.82	2.16
毛利率(%)	7.6%	8.7%	9.2%	9.3%	9.6%
净利率(%)	2.6%	3.3%	3.3%	3.6%	3.8%
净资产收益率(%)	7.6%	9.8%	11.0%	12.3%	13.2%
市盈率	22.4	16.3	13.8	11.3	9.5
市净率	1.6	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

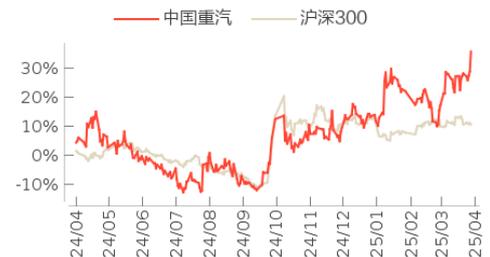
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2025年03月28日）	20.59 元
目标价格	31.29 元
52 周最高价/最低价	20.88/13.16 元
总股本/流通 A 股（万股）	117,487/117,487
A 股市值（百万元）	24,191
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2025 年 03 月 30 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	5.86	15.74	19.43	36.86
相对表现%	5.85	15.09	21.08	25.66
沪深 300%	0.01	0.65	-1.65	11.2



### 证券分析师

姜雪晴	jiangxueqing@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860512060001
袁俊轩	yuanjunxuan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523070005

### 相关报告

3 季度行业淡季下盈利能力同比改善	2024-11-10
业绩符合预期，重卡市占率持续提升	2024-08-25
毛利率改善，市场份额持续提升	2024-03-31

**表 1：可比公司估值比较**

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2025年3月28日	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
福田汽车	600166	2.46	0.11	0.10	0.17	0.22	21.41	25.47	14.41	11.01
隆盛科技	300680	41.30	0.64	1.00	1.39	1.88	64.99	41.39	29.77	21.94
潍柴动力	000338	16.30	1.03	1.31	1.47	1.67	15.78	12.47	11.11	9.75
一汽解放	000800	8.16	0.16	0.13	0.31	0.35	49.82	64.56	26.63	23.08
调整后平均							35.61	33.43	20.52	16.47

数据来源：Wind、东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	13,855	12,950	12,617	13,658	14,949	营业收入	42,070	44,929	52,463	59,996	67,621
应收票据、账款及款项融资	11,936	13,661	19,551	21,799	25,492	营业成本	38,859	41,028	47,625	54,415	61,125
预付账款	312	111	330	323	319	营业税金及附加	110	176	205	234	264
存货	4,096	3,454	5,118	5,388	5,922	销售费用	351	375	420	480	541
其他	167	334	257	278	321	管理费用及研发费用	918	1,126	1,364	1,560	1,758
<b>流动资产合计</b>	<b>30,366</b>	<b>30,511</b>	<b>37,872</b>	<b>41,446</b>	<b>47,002</b>	财务费用	(229)	(252)	(145)	(137)	(161)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	311	264	150	56	64
固定资产	4,203	4,149	4,404	4,730	5,042	公允价值变动收益	0	0	5	5	5
在建工程	499	406	705	854	929	投资净收益	18	9	5	10	10
无形资产	829	808	788	768	748	其他	8	10	12	12	12
其他	1,185	5,480	2,515	3,060	3,685	<b>营业利润</b>	<b>1,774</b>	<b>2,230</b>	<b>2,866</b>	<b>3,415</b>	<b>4,057</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,717</b>	<b>10,844</b>	<b>8,411</b>	<b>9,412</b>	<b>10,403</b>	营业外收入	40	114	20	20	20
<b>资产总计</b>	<b>37,083</b>	<b>41,355</b>	<b>46,283</b>	<b>50,858</b>	<b>57,405</b>	营业外支出	2	11	5	5	5
短期借款	0	0	167	56	74	<b>利润总额</b>	<b>1,812</b>	<b>2,333</b>	<b>2,881</b>	<b>3,430</b>	<b>4,072</b>
应付票据及应付账款	16,255	19,361	21,608	24,376	27,986	所得税	381	465	576	686	814
其他	4,725	5,159	5,781	5,492	5,791	<b>净利润</b>	<b>1,431</b>	<b>1,869</b>	<b>2,304</b>	<b>2,744</b>	<b>3,258</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>20,981</b>	<b>24,520</b>	<b>27,556</b>	<b>29,924</b>	<b>33,852</b>	少数股东损益	351	389	553	604	717
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,080</b>	<b>1,480</b>	<b>1,751</b>	<b>2,140</b>	<b>2,541</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.92	1.26	1.49	1.82	2.16
其他	378	404	406	396	402						
<b>非流动负债合计</b>	<b>378</b>	<b>404</b>	<b>406</b>	<b>396</b>	<b>402</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>21,359</b>	<b>24,923</b>	<b>27,962</b>	<b>30,320</b>	<b>34,254</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	999	1,106	1,659	2,263	2,980	<b>成长能力</b>					
实收资本 (或股本)	1,175	1,175	1,175	1,175	1,175	营业收入	46.0%	6.8%	16.8%	14.4%	12.7%
资本公积	4,855	4,858	4,933	4,933	4,933	营业利润	207.0%	25.7%	28.5%	19.2%	18.8%
留存收益	8,692	9,292	10,567	12,182	14,081	归属于母公司净利润	405.5%	37.0%	18.4%	22.2%	18.7%
其他	3	0	(14)	(15)	(17)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>15,724</b>	<b>16,431</b>	<b>18,321</b>	<b>20,538</b>	<b>23,152</b>	毛利率	7.6%	8.7%	9.2%	9.3%	9.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>37,083</b>	<b>41,355</b>	<b>46,283</b>	<b>50,858</b>	<b>57,405</b>	净利率	2.6%	3.3%	3.3%	3.6%	3.8%
						ROE	7.6%	9.8%	11.0%	12.3%	13.2%
						ROIC	7.9%	9.9%	12.5%	13.4%	14.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	57.6%	60.3%	60.4%	59.6%	59.7%
净利润	1,431	1,869	2,304	2,744	3,258	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	407	374	470	548	637	流动比率	1.45	1.24	1.37	1.39	1.39
财务费用	(229)	(252)	(145)	(137)	(161)	速动比率	1.24	1.10	1.18	1.19	1.20
投资损失	(18)	(9)	(5)	(10)	(10)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	76	2,576	(5,025)	(75)	(425)	应收账款周转率	7.2	6.1	5.6	6.0	5.9
其它	445	719	3,099	(506)	(562)	存货周转率	9.7	10.4	10.7	9.8	10.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,113</b>	<b>5,277</b>	<b>699</b>	<b>2,564</b>	<b>2,738</b>	总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
资本支出	72	(185)	(1,003)	(1,003)	(1,003)	<b>每股指标 (元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.92	1.26	1.49	1.82	2.16
其他	(2,960)	(3,629)	10	14	14	每股经营现金流	1.80	4.49	0.60	2.18	2.33
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,888)</b>	<b>(3,814)</b>	<b>(993)</b>	<b>(989)</b>	<b>(989)</b>	每股净资产	12.53	13.04	14.18	15.56	17.17
债权融资	(150)	0	50	(33)	6	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	3	75	0	0	市盈率	22.4	16.3	13.8	11.3	9.5
其他	(197)	(1,142)	(164)	(500)	(463)	市净率	1.6	1.6	1.5	1.3	1.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(347)</b>	<b>(1,138)</b>	<b>(39)</b>	<b>(533)</b>	<b>(457)</b>	EV/EBITDA	6.9	5.8	4.2	3.5	3.0
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	8.8	6.8	5.0	4.1	3.5
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,122)</b>	<b>324</b>	<b>(333)</b>	<b>1,041</b>	<b>1,291</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。