

天然气/新能源齐发力，公司业绩表现亮眼

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年报，公司实现营业收入 449.3 亿元，同比+6.8%，归母净利润 14.8 亿元，同比+37.0%。单季度来看，24Q4 实现营业收入 113.4 亿元，同比+0.3%，环比+23.5%，24Q4 实现归母净利润 5.5 亿元，同比+28.4%，环比+73.0%。
- **量价齐升，公司业绩表现亮眼。**24 年公司归母净利润 14.8 亿元，同比+37.0%，24Q4 实现归母净利润 5.5 亿元，同比+28.4%，环比+73.0%。全年来看，公司量价均有所提升，**量：**24 年公司整车销量 13.3 万辆，同比+4.3%，市占率 14.7%，同比+0.7pp；**价：**24 年单车价格为 27.0 万元/辆（整车收入/整车销量），同比+1.5%。我们预计，公司利润增长主要受益于整体销量增长，尤其是燃气/新能源重卡销量增长带来的产品结构优化。从盈利能力来看，24 年毛利率 8.7%，同比+0.8pp，净利率 4.2%，同比+0.8pp；24Q4 毛利率 11.5%，同比+2.1pp，环比+3.2pp，Q4 净利率 5.5%，同比+0.8pp，环比+1.1pp。对应费用来看，24 年期间费用率为 2.8%，同比+0.1pp，销售费用率 0.8%，同比-0.2pp，管理费用率 0.7%，同比-0.1pp，研发费用率 1.8%，同比+0.4pp；24Q4 期间费用率为 2.6%，同比-0.03pp，环比-0.6pp，销售/管理/研发费用率为 1.1%/0.5%/1.8%，同比+0.5pp/-0.8pp/+0.2pp，环比+0.3pp/-0.2pp/-0.4pp。
- **政策红利驱动，天然气与新能源重卡贡献利润弹性。**3 月 18 日交通运输部、国家发展改革委、财政部发布的《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》将天然气重卡纳入补贴范围，考虑当前汽柴比为 0.61，叠加本轮补贴，天然气重卡的经济性优势得到显著加强，市场竞争力进一步提升。公司积极布局燃气和新能源重卡，其中，新能源重卡销量 6166 辆，同比+676.6%，占集团新能源重卡销量 78.9%，asp 达 47.6 万元。一般而言，天然气重卡以及新能源重卡单价较高，随着天然气重卡与新能源重卡市场需求持续增长，公司的销量/收入/利润后续在内销层面弹性可期。
- **非俄市场助力出口增长，利好公司业绩增长。**根据海关总署数据，2025 年 1-2 月行业出口非俄市场共计 3.8 万辆，同比+29%，预计今年非俄市场将对出口形成重要支撑。我们认为，非俄市场系公司出口的优势市场，2025 年俄罗斯市场重卡需求下滑对公司出口影响相对有限。同时，24 年集团出口 13.4 万辆，同比+3%，位居行业第一，借助集团在海外市场的有力布局和品牌积淀，公司在海外市场的竞争力和影响力不断提升，后续有望有亮眼表现。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 25/26/27 年归母净利润 19.1/22.2/25.1 亿元，对应 PE 为 13/11/10 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策推行不及预期风险；天然气价格大幅上涨风险；新能源重卡需求不及预期风险；海外竞争加剧风险等。

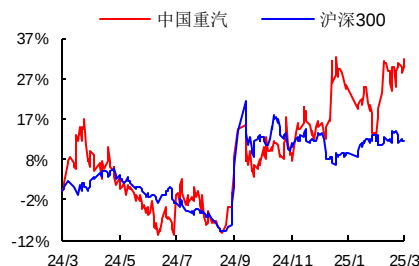
指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	44929.09	55191.87	64657.58	73750.61
增长率	6.80%	22.84%	17.15%	14.06%
归属母公司净利润（百万元）	1479.66	1911.65	2223.06	2514.09
增长率	36.96%	29.19%	16.29%	13.09%
每股收益 EPS（元）	1.26	1.63	1.89	2.14
净资产收益率 ROE	11.37%	15.21%	15.84%	16.12%
PE	16	13	11	10
PB	1.47	1.35	1.24	1.15

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：郑连声
执业证号：S1250522040001
电话：010-57758531
邮箱：zlans@swsc.com.cn
联系人：郭瑞晴
电话：13379781776
邮箱：grq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.75
流通 A 股(亿股)	11.75
52 周内股价区间(元)	13.51-20.59
总市值(亿元)	241.91
总资产(亿元)	413.55
每股净资产(元)	13.04

相关研究

1. 中国重汽（000951）：Q3 利润高增长，盈利能力持续强化（2024-11-05）
2. 中国重汽（000951）：盈利能力持续增强，市占率有所提升（2024-08-26）

盈利预测

关键假设：

假设 1：3 月 18 日交通运输部、国家发展改革委、财政部发布的《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》将天然气重卡纳入补贴范围，天然气重卡经济性优势得到加强，且考虑国四保有量较大、新能源需求增长以及非俄市场对中国重卡需求旺盛，假设 25/26/27 年行业销量为 105/110/120 万辆。考虑公司产品力较强且可借助集团的渠道等资源，故假设公司重卡市占率为 15.1%/15.3%/16.1%；同时基于公司产品结构有望优化，假设 25-27 年销售均价分别为 27.5/28.5/28.8 万元。

假设 2：考虑宏观经济持续向好，下游需求回升，故假设 25-27 年公司汽配业务收入增长 45%/25%/25%。

假设 3：随着产能利用率提升和产品结构优化，公司毛利率将显著改善，假设 25-27 年公司整车毛利率分别 7.5%、7.55%、7.6%，汽配毛利率分别 13.72%、13.73%、13.75%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
整车	收入	35,933.55	43466.50	50017.50	55468.80
	增速	5.81%	28.00%	15.07%	10.90%
	毛利率	7.26%	7.50%	7.55%	7.60%
汽配	收入	8,906.61	11614.53	14518.16	18147.70
	增速	11.19%	45.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	13.70%	13.72%	13.73%	13.75%
其他	收入	88.93	110.84	121.92	134.11
	增速	-11.7%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	82.05%	58.00%	58.00%	58.00%
合计	收入	44,929.09	55,191.87	64,657.58	73,750.61
	增速	6.80%	22.84%	17.15%	14.06%
	毛利率	8.68%	8.91%	9.03%	9.20%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

我们选取潍柴动力、福田汽车、奥福环保作为可比公司，其中，奥福环保的产品主要应用于重卡尾气处理，与公司业务具有相关性，2025 年 3 家公司平均 PE 为 13 倍。考虑重卡报废更新政策持续推动以及公司在重卡行业的领先地位，给予公司 2025 年 16 倍 PE，对应目标价 26.08 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司 PE 估值（2025 年 3 月 28 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
000338.SZ	潍柴动力	16.30	1.31	1.47	1.67	-	12.44	11.11	9.75	-
600166.SH	福田汽车	2.46	-	0.17	0.22	-	-	14.41	11.01	-
688021.SH	奥福环保	11.61	-0.54	0.94	0.22	-	-21.50	12.41	51.97	-
平均值							-	12.65	24.24	-
000951.SZ	中国重汽	20.59	1.26	1.63	1.89	2.14	16.35	12.65	10.88	9.62

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	44929.09	55191.87	64657.58	73750.61	净利润	1868.58	2730.93	3087.58	3397.42
营业成本	41028.48	50274.08	58817.20	66961.89	折旧与摊销	457.37	444.38	458.78	463.53
营业税金及附加	176.06	216.28	253.37	289.00	财务费用	-251.71	-143.31	-181.57	-216.58
销售费用	375.35	800.28	1034.52	1032.51	资产减值损失	-308.30	-200.00	-150.00	-100.00
管理费用	326.88	827.88	1021.59	1534.01	经营营运资本变动	2779.06	2189.12	1811.54	1662.61
财务费用	-251.71	-143.31	-181.57	-216.58	其他	731.94	235.35	146.84	95.69
资产减值损失	-308.30	-200.00	-150.00	-100.00	经营活动现金流净额	5276.94	5256.46	5173.16	5302.68
投资收益	8.90	0.00	0.00	0.00	资本支出	147.18	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-3961.40	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3814.23	-100.00	-100.00	-100.00
营业利润	2229.92	3416.66	3862.47	4249.78	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	103.23	-3.00	-3.00	-3.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2333.14	3413.66	3859.47	4246.78	股权融资	3.26	0.00	0.00	0.00
所得税	464.56	682.73	771.89	849.36	支付股利	-880.25	-1205.58	-1557.55	-1811.27
净利润	1868.58	2730.93	3087.58	3397.42	其他	-261.36	143.30	181.57	216.58
少数股东损益	388.92	819.28	864.52	883.33	筹资活动现金流净额	-1138.35	-1062.28	-1375.98	-1594.70
归属母公司股东净利润	1479.66	1911.65	2223.06	2514.09	现金流量净额	324.36	4094.18	3697.18	3607.98
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	12950.16	17044.34	20741.52	24349.50	成长能力				
应收和预付款项	11094.39	13774.93	16103.49	18354.03	销售收入增长率	6.80%	22.84%	17.15%	14.06%
存货	3453.55	5051.44	5685.47	6455.46	营业利润增长率	25.70%	53.22%	13.05%	10.03%
其他流动资产	3012.42	295.89	346.64	395.39	净利润增长率	30.57%	46.15%	13.06%	10.04%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	24.15%	52.64%	11.35%	8.63%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4555.44	4249.83	3929.81	3605.04	毛利率	8.68%	8.91%	9.03%	9.20%
无形资产和开发支出	808.21	769.44	730.68	691.92	三费率	1.00%	2.69%	2.90%	3.19%
其他非流动资产	5480.34	5480.34	5480.34	5480.34	净利率	4.16%	4.95%	4.78%	4.61%
资产总计	41354.52	46666.21	53017.94	59331.68	ROE	11.37%	15.21%	15.84%	16.12%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.52%	5.85%	5.82%	5.73%
应付和预收款项	19787.60	23006.65	27233.92	31064.17	ROIC	42.91%	152.06%	864.52%	-390.65%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.42%	6.74%	6.40%	6.10%
其他负债	5135.85	5703.16	6297.59	7194.93	营运能力				
负债合计	24923.45	28709.81	33531.52	38259.10	总资产周转率	1.15	1.25	1.30	1.31
股本	1174.87	1174.87	1174.87	1174.87	固定资产周转率	10.76	13.14	15.81	19.58
资本公积	4933.29	4933.29	4933.29	4933.29	应收账款周转率	6.00	5.38	5.26	5.20
留存收益	9291.78	9997.84	10663.35	11366.17	存货周转率	10.45	11.48	10.67	10.79
归属母公司股东权益	15324.84	16030.90	16696.40	17399.22	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.99%	—	—	—
少数股东权益	1106.23	1925.51	2790.03	3673.36	资本结构				
股东权益合计	16431.07	17956.40	19486.43	21072.58	资产负债率	60.27%	61.52%	63.25%	64.48%
负债和股东权益合计	41354.52	46666.21	53017.94	59331.68	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.24	1.28	1.29	1.31
					速动比率	1.10	1.10	1.12	1.14
					股利支付率	59.49%	63.07%	70.06%	72.04%
					每股指标				
					每股收益	1.26	1.63	1.89	2.14
					每股净资产	13.99	15.28	16.59	17.94
					每股经营现金	4.49	4.47	4.40	4.51
					每股股利	0.75	1.03	1.33	1.54
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	2435.58	3717.73	4139.68	4496.73					
PE	16.35	12.65	10.88	9.62					
PB	1.47	1.35	1.24	1.15					
PS	0.54	0.44	0.37	0.33					
EV/EBITDA	2.36	0.45	-0.49	-1.25					
股息率	3.64%	4.98%	6.44%	7.49%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn