

公司销量逆势增长，派息比率进一步提升

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年度报告, 24 年实现营收 950.6 亿元, 同比+11.2%, 实现权益股东应占溢利 58.6 亿元, 同比+10.2%。24H2 实现营收 462.4 亿元, 同比+4.8%, 环比-5.3%, 实现权益股东应占溢利 25.6 亿元, 同比-12.9%, 环比-22.2%。公司拟实施年末每股派发现金股利人民币 0.51 元, 派息比率达 55.1%, 同比+5.0pp。
- **公司销量逆势增长, 经营业绩稳健向上。** 24 年集团重卡销量共计 24.3 万辆, 同比+7.2% (市占率 27.0%, 同比+2.1pp), 高于行业销量增速。内外销拆分来看, 内销 10.9 万辆, 同比+12.8%, 占总销量 44.9%, 同比+2.2pp, 市占率达 17.9%, 同比+2.6pp; 外销 13.4 万辆, 同比+3.1%, 占总销量 55.1%, 同比-2.2pp, 市占率 46.1%, 同比-1.1pp。公司 24 年权益股东应占溢利 58.6 亿元, 同比+10.2%, 24H2 实现权益股东应占溢利 25.6 亿元, 同比-12.9%, 环比-22.2%。盈利能力方面, 24 年毛利率 15.6%, 同比-1.0pp, 净利率 7.0%, 同比+0.2pp; 24H2 毛利率 16.7%, 同比+0.3pp, 环比+2.0pp, 净利率 5.5%, 同比-1.1pp, 环比-1.2pp。费用端, 24 年销售费用率 3.6%, 同比-1.0pp, 管理费用率 5.2%, 同比-0.2pp; 24H2 销售费用率 4.1%, 同比-0.5pp, 环比+1.0pp, 管理费用率 5.7%, 同比-0.2pp, 环比+0.9pp。营业利润率方面, 重卡/轻卡/发动机/金融业务利润率分别为 +5.2%/-1.9%/+14.2%/+54.6%, 同比-0.6pp/+4.1pp/-0.1pp/-1.0pp。
- **报废更新政策延续, 利好燃气重卡内销增长。** 25 年 1 月 8 日报废更新政策扩大至国四标准车辆, 目前国四保有量 76.4 万辆, 明显高于国三保有量 (40.1 万辆), 国四报废更新成为今年行业重要看点。25 年 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 0.6, 叠加本轮补贴政策, 天然气重卡的经济性优势得到显著加强, 今年天然气重卡将成为激活内销市场的重要力量。2024 年集团天然气重卡上险量为 4.2 万辆, 同比+56.5%, 市占率为 23.6%, 同比+5.9pp; 2025 年 1-2 月集团天然气重卡上险量为 5174 辆, 同比+35%, 市占率为 20.4%, 同比-3.7pp, 市场地位整体处于较高水平。基于公司当前在燃气重卡领域的布局以及市占率优势, 公司有望充分受益于报废更新政策而实现业绩增长。
- **新能源重卡市占率快速提升, 全力抢抓增长机遇。** 24 年行业新能源重卡上险量 8.2 万辆, 同比+139.9%, 渗透率达 13.7%, 同比+8.1pp, 25 年 1-2 月新能源重卡上险量 1.5 万辆, 同比+170.9%, 渗透率达 19.0%, 同比+9.7pp, 渗透率实现快速提升。第一商用车网数据, 24 年集团新能源重卡上险量 7814 辆, 同比+294%, 市占率 9.5%, 同比+3.7pp; 2025 年 1-2 月集团新能源重卡上险量 2215 辆, 同比+203%, 市占率达 14.5%, 同比+1.6pp。公司加快新能源转型, 打造以纯电动为核心, 混动和燃料电池为支撑的技术矩阵, 全力布局新能源领域以抢抓增长机遇。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 70.4、82.0、91.7 亿元, 对应 PE 为 8/7/6X, 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等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	95061.59	109353.48	125287.98	136559.11
增长率	11.19%	15.03%	14.57%	9.00%
归属母公司净利润 (百万元)	5858.39	7039.71	8202.75	9166.36
增长率	10.16%	20.16%	16.52%	11.75%
每股收益 EPS (元)	2.12	2.55	2.97	3.32
净资产收益率 ROE	14.23%	14.78%	14.78%	14.30%
PE	9.17	7.63	6.55	5.86
PB	1.31	1.13	0.97	0.84

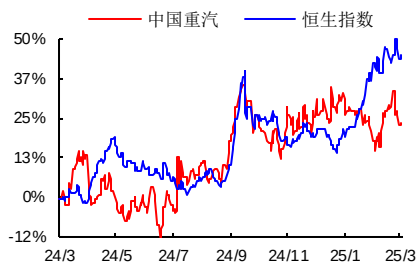
数据来源: Wind, 西南证券

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

52 周区间(港元)	15.9-24.65
3 个月平均成交量(百万)	3.84
流通股数(亿)	27.61
市值(亿)	582.57

相关研究

1. 中国重汽 (3808.HK): 把握重卡结构性机遇, 收入利润双增长 (2024-08-27)
2. 中国重汽 (3808.HK): 龙头地位得以巩固, 盈利能力持续增强 (2024-07-16)
3. 中国重汽 (3808.HK): 完成股权激励授予, 促进长远高质量发展 (2024-06-12)

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 105/115/120 万辆。考虑重卡行业格局相对稳定, 且公司产品具有一定竞争力, 故保守假设 25-27 年公司重卡市占率为 25%;

假设 2: 考虑国六产品升级、高端产品市占率提升等方面影响, 公司产品结构有望优化, 假设 25-27 年重卡销售均价分别为 35.5、36.0、36.5 万元;

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 年公司综合毛利率分别 17.1%、17.3%、17.5%。

基于以上假设, 我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
重卡	收入	83,152.31	92,889.30	104,094.00	108,341.13
	增速	11.12%	24.13%	12.06%	4.08%
轻卡及客车	收入	9,840.09	13,995.45	18,248.37	24,703.17
	增速	11.47%	58.54%	30.39%	35.37%
发动机	收入	715.03	843.74	995.61	1174.82
	增速	15.4%	18.00%	18.00%	18.00%
金融业务	收入	1354.16	1624.99	1949.99	2339.99
	增速	11.0%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	95,061.59	109353.48	125287.98	136559.11
	增速	10.82%	15.03%	14.57%	9.00%
	毛利率	15.64%	17.10%	17.30%	17.50%

数据来源: Wind, 西南证券 (注: 公司未披露分业务毛利率)

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	利润表 (百万元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
货币资金	19080.08	35539.88	40718.59	44617.23	营业额	95061.59	109353.48	125287.98	136559.11
应收账款	17418.05	14776.32	16929.45	18452.46	销售成本	80196.09	90654.03	103613.16	112661.26
预付款项、按金及其他应收款项	26967.73	37572.85	43047.80	46920.46	其他费用	173.59	109.35	125.29	136.56
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	3440.97	3892.98	4385.08	4834.19
存货	11639.71	18318.18	20936.79	22765.11	管理费用	4973.52	4483.49	5262.09	5872.04
其他流动资产	15321.65	23224.75	23984.86	25229.86	财务费用	-192.73	266.55	310.29	100.03
流动资产总计	90427.20	129431.97	145617.50	157985.11	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1571.72	1571.72	1571.72	1571.72	投资收益	129.60	0.00	0.00	0.00
固定资产	15424.22	14701.66	13981.37	13260.85	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	2.50	2.50	2.50	营业利润	6599.74	9947.06	11592.07	12955.02
无形资产	2386.15	2030.12	1715.76	1403.91	其他非经营损益	1180.59	10.00	10.00	10.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	7780.33	9957.06	11602.07	12965.02
其他非流动资产	19967.74	16078.86	18088.86	19103.86	所得税	1092.05	2031.45	2367.07	2645.14
非流动资产合计	39349.83	34384.87	35360.22	35342.83	税后利润	6688.28	7925.61	9235.00	10319.88
资产总计	129777.02	163816.84	180977.71	193327.95	归属于非控股股东利润	829.88	885.90	1032.25	1153.52
应付账款	53071.54	60139.92	68737.01	74739.53	归属于母公司股东利润	5858.39	7039.71	8202.75	9166.36
其他流动负债	20750.97	31620.30	36216.16	39467.48	EBITDA	7587.60	11354.70	13062.01	14237.43
流动负债合计	79054.65	103364.38	111621.47	114207.01	NOPLAT	5507.72	8129.82	9474.02	10391.54
长期借款	465.68	2838.66	2838.66	2838.66	EPS(元)	2.12	2.55	2.97	3.32
其他非流动负债	1104.29	1104.29	1104.29	1104.29					
非流动负债合计	1569.97	3942.95	3942.95	3942.95	主要财务比率	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
负债合计	80624.62	107307.34	115564.43	118149.97	成长能力				
股本	16717.02	16717.02	16717.02	16717.02	营收额增长率	11%	15%	15%	9%
归属于母公司股东权益	41160.52	47631.72	55503.25	64114.43	EBIT 增长率	15%	35%	17%	10%
归属于非控股股东权益	7991.88	8877.78	9910.03	11063.55	EBITDA 增长率	-7%	50%	15%	9%
权益合计	49152.40	56509.50	65413.29	75177.98	税后利润增长率	15%	19%	17%	12%
负债和权益合计	129777.02	163816.84	180977.71	193327.95	盈利能力				
					毛利率	16%	17%	17%	18%
					净利率	7%	7%	7%	8%
					ROE	14%	15%	15%	14%
					ROA	5%	4%	5%	5%
					ROIC	13%	18%	16%	16%
					估值倍数				
现金流量表 (百万元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	P/E	9.17	7.63	6.55	5.86
税后经营利润	5561.99	7917.65	9227.04	10311.92	P/S	0.57	0.49	0.43	0.39
折旧与摊销	1798.41	1131.08	1149.65	1172.38	P/B	1.31	1.13	0.97	0.84
财务费用	-192.73	266.55	310.29	100.03	股息率	-	0.01	0.01	0.01
其他经营资金	4717.75	-3607.26	1186.14	784.85	EV/EBIT	43.36	33.12	28.10	25.18
经营性现金净流量	10087.00	5708.03	11873.11	12369.18	EV/EBITDA	43.36	29.82	25.62	23.10
投资性现金净流量	-8662.00	2841.84	-1117.04	-1147.04	EV/NOPLAT	59.73	41.65	35.33	31.65
筹资性现金净流量	-4780.00	7909.94	-5577.36	-7323.51					
现金流量净额	-3355.00	16459.81	5178.71	3898.63					

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。

本报告及附录版权为西南证券所
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
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn