

香港股市 | 汽车行业

中国重汽 (3808 HK)

国内市场份额持续提升；派息增加

收入同比增长 11.2%，达成股权激励目标

中国重汽 FY24 实现总收入 950.6 亿元（人民币，下同），同比增加 11.2%，达成股权激励目标。公司重卡业务收入 831.5 亿，同比增长 11.1%，轻卡业务收入 98.4 亿，同比提升 11.5%。2024 年重卡销量 24.3 万台，其中国内销量 10.9 万，同比增加 12.8%；海外销量 13.4 万，同比仅增加 3.1%。公司国内重卡市场份额提升 1.5 个百分点至 12.1%。由于会计准则变更，以及海外出口地区结构变化，导致 FY24 毛利率同比下跌 1.1 个百分点至 15.6%。得益于成本控制，销售/行政费用占收入比例从 10.2% 下降至 8.9%，以及合资公司利润提升，公司 FY24 净利润 58.6 亿元，同比提升 10.2%，净利润率 6.2%。FY24 国内重卡平均单价 37.2 万元，同比提升 6.9%，相信受到新能源重卡占比提升带动均价向上。公司派发期末股息 1.408 人民币，派息率提升至 55%。

经营利润率微升 0.3 百分点

业务经营利润率方面，FY24 重卡经营利润率微跌 0.5 个百分点至 5.3%。下半年重卡业务环比承压，2H24 重卡经营利润率环比下跌 1.4 百分点。轻卡业务全年经营亏损收窄，经营亏损率由 FY23 的 7.1% 改善至 2.2%。FY24 整体经营利润 75.1 亿，同比提升 15.4%，经营利润率 7.9%，略高于 2023 年。

2025 年政策有效刺激重卡销量

2025 年 3 月，发改委、财政部等部门公布老旧营运货车报废更新的实施细则。其中将国四标准的货车和天然气货车纳入报废补贴范围中。现时国四保有量约 80 万辆，新政策推动更新换代，有效刺激今年重卡行业销量回升。新能源重卡渗透率有望从 2024 年的 13.9% 进一步提升至 20%。轻卡市场方面，在消费复苏，扩大内需背景下，冷藏，物流场景用轻卡有望迎来机遇。

下调 FY25E 净利润预测 3.3%；维持“买入”评级

由于 2H24 国内重卡业务利润率承压，我们略微下调 FY25E 毛利率预测至 16.0%，FY25E 净利润下调 3.3%，至 67.0 亿元，同比提升 14.4%。公司股息率约 6.9%，当前对应 FY25E 市盈率约 7.9 倍，估值仍较吸引。我们给予新目标价 26.70 港元，对应 10 倍 FY25E 市盈率。公司是 2025 年重卡行业复苏的主要受惠者，维持“买入”评级。

投资风险 1) 经济复苏不及预期；2) 海外销量低于预期；3) 原材料和汇率波动风险。

图表 1：主要财务数据（人民币百万元）（2025/03/31）

年结：12 月 31 日	FY23 年实际	FY24 年实际	FY25 年预测	FY26 年预测	FY27 年预测
收入	85,498	95,062	104,623	117,942	133,567
增长率 (%)	43.9	11.2	10.1	12.7	13.2
净利润	5,318	5,858	6,701	7,615	8,779
增长率 (%)	217.9	10.2	14.4	13.6	15.3
摊薄后每股盈利(人民币)	1.926	2.122	2.427	2.758	3.180
净资产回报率 (%)	14.0	14.4	15.3	15.7	16.6
市盈率 (倍)	10.0	9.1	7.9	7.0	6.0
市净率 (倍)	1.3	1.3	1.1	1.1	1.0
股息率 (%)	5.0	6.0	6.9	7.8	9.0
每股股息 (港币)	1.063	1.270	1.453	1.651	1.903

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

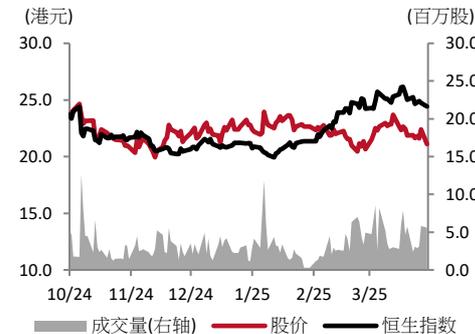
目标价：26.70 港元

股票资料（2025/03/31）

现价	21.10	港元
总市值	58,257	百万港元
流通股比例	23.9	%
已发行总股本	2,761	百万
52 周价格区间	15.4 – 25.6	港元
3 个月日均成交额	84.5	百万港元
主要股东	中国重型汽车集团	51%

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20241213 - 首次覆盖：重卡龙头，海内外双轮增长

分析师

陈怡 (Vivien Chan)

+ 852 2359 2941

vivien.chan@ztsc.com.hk

图 2: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

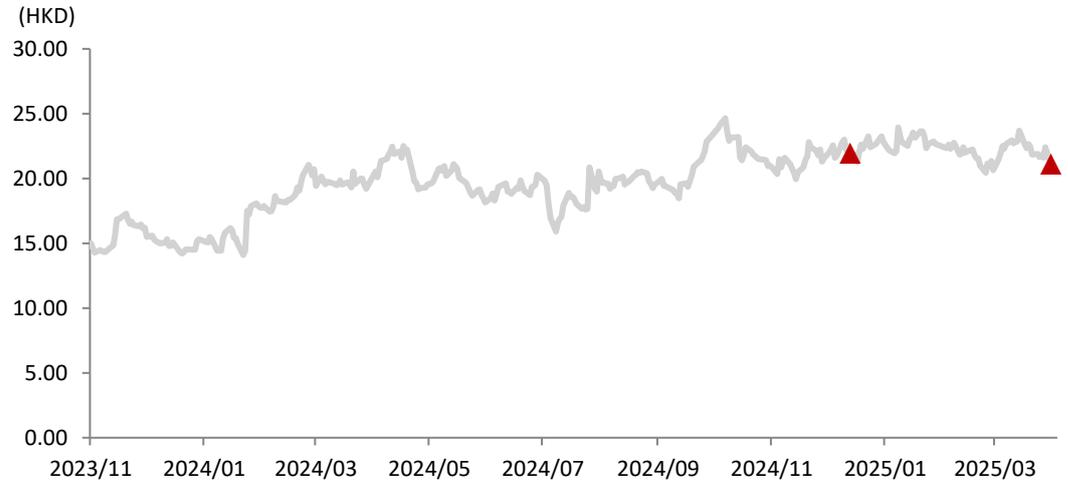
利润表	FY23 实际	FY24 实际	FY25 预测	FY26 预测	FY27 预测	资产负债表	FY23 实际	FY24 实际	FY25 预测	FY26 预测	FY27 预测
营业收入	85,498	95,062	104,623	117,942	133,567	固定资产	16,884	16,384	18,135	20,225	22,680
同比%	43.9	11.2	10.1	12.7	13.2	无形资产及商誉	221	200	138	103	70
成本	(71,263)	(80,196)	(87,884)	(98,718)	(111,128)	联营公司/合营公司	2,018	1,572	1,693	1,827	1,961
毛利润	14,236	14,865	16,740	19,225	22,439	长期投资	2,260	2,255	2,072	1,983	1,899
毛利率	16.7%	15.6%	16.0%	16.3%	16.8%	其他非流动资产	13,336	18,939	18,939	18,939	18,939
其他收益	1,131	1,768	1,460	1,490	1,514	非流动资产	34,719	39,350	40,977	43,077	45,549
销售及分销成本	(4,002)	(3,441)	(3,871)	(4,482)	(5,343)	库存	13,338	11,640	16,854	19,473	21,921
行政成本	(4,669)	(4,974)	(5,336)	(6,015)	(6,812)	应收帐款	17,078	27,296	23,791	29,082	32,934
研发成本	0	0	0	0	0	预付款项及存款	17,019	17,089	18,808	21,203	24,012
其他运营开支	(65)	(174)	(191)	(215)	(244)	其他流动资产	19,446	15,322	15,322	15,322	15,322
总运营开支	(8,736)	(8,588)	(9,398)	(10,712)	(12,399)	现金	20,185	19,080	28,989	30,713	36,647
营运利润 (EBIT)	6,630	8,046	8,801	10,002	11,555	流动资产	87,067	90,427	103,764	115,793	130,836
营运利润率	7.8%	8.5%	8.4%	8.5%	8.7%	应付帐款	46,624	53,072	58,159	65,329	73,541
拨备	171	(256)	0	0	0	税项	216	313	1,250	1,422	1,644
财务成本	(29)	(139)	(43)	(42)	(40)	预提费用/其他应付款	19,063	18,831	20,725	23,364	26,459
融资后利润	6,772	7,651	8,759	9,960	11,515	银行贷款和租赁	4,909	5,236	6,003	5,003	5,003
联营及合营公司	111	130	143	157	157	可转债和其他债务	0	0	0	0	0
税前利润	6,883	7,780	8,901	10,117	11,672	其他流动负债	1,718	1,604	1,604	1,604	1,604
所得税	(1,056)	(1,092)	(1,250)	(1,422)	(1,644)	流动负债	72,530	79,055	87,741	96,721	108,251
少数股东权益	(509)	(830)	(950)	(1,080)	(1,249)	银行贷款和租赁	143	469	504	604	704
净利润	5,318	5,858	6,701	7,615	8,779	可转债和其他债务	643	611	611	611	611
增长率%	217.9	10.2	14.4	13.6	15.3	递延所得税及其他	509	489	489	489	489
净利润率	6.2%	6.2%	6.4%	6.5%	6.6%	少数股东权益	7,688	7,992	8,942	10,022	11,271
EBITDA	7,889	9,240	9,959	11,122	12,711	非流动负债	8,983	9,562	10,546	11,727	13,076
EBITDA 利润率	9.2%	9.7%	9.5%	9.4%	9.5%	总净资产	40,272	41,161	46,453	50,422	55,058
每股盈利 (人民币)	1.926	2.122	2.427	2.758	3.180	股东权益	40,272	41,161	46,453	50,422	55,058
增长率%	217.9	10.2	14.4	13.6	15.3	股本	16,717	16,717	16,717	16,717	16,717
每股股息 (港元)	1.063	1.270	1.453	1.651	1.903	储备	23,555	24,443	29,736	33,705	38,341

现金流量表	FY23 实际	FY24 预测	FY25 预测	FY26 预测	FY27 预测	主要财务比率%	FY23 实际	FY24 实际	FY25 预测	FY26 预测	FY27 预测
EBITDA	7,889	9,240	9,959	11,122	12,711	毛利率	16.7	15.6	16.0	16.3	16.8
营运资金变动	3,940	(2,489)	3,667	(496)	2,198	营业利润率	7.8	8.5	8.4	8.5	8.7
其他	747	0	0	0	0	净利率	6.2	6.2	6.4	6.5	6.6
经营活动现金流	12,576	6,751	13,626	10,626	14,910	销售及分销成本/收入	4.7	3.6	3.7	3.8	4.0
已付利息	(21)	(38)	(43)	(42)	(40)	行政成本/收入	5.5	5.2	5.1	5.1	5.1
所得税	(1,186)	(216)	(313)	(1,250)	(1,422)	派息率	50.2	54.4	54.4	54.4	54.4
经营活动净现金	11,368	6,497	13,270	9,333	13,448	有效税率	15.6	14.3	14.3	14.3	14.3
资本支出	(2,548)	(2,852)	(3,139)	(3,538)	(4,007)	总负债比率	12.5	13.9	14.0	11.1	10.4
投资	(9,241)	(15)	(15)	(15)	(15)	净负债比率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
已收股息	16	19	21	23	23	流动比率 (x)	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
资产出售	711	0	0	0	0	速动比率 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
已收利息	208	331	377	468	528	库存周转率 (天)	68	53	70	72	72
其他	(205)	0	0	0	0	应收账款周转率	73	105	83	90	90
投资活动现金流	(11,059)	(2,516)	(2,756)	(3,062)	(3,471)	应付账款周转率	239	242	242	242	242
自由现金流	309	3,981	10,514	6,271	9,977	现金周转率 (天)	(98)	(84)	(89)	(80)	(80)
发行股份	0	0	0	0	0	资产周转率 (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
股份回购	0	0	0	0	0	财务杠杆 (x)	3.0	3.1	3.1	3.1	3.2
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 利润率	7.8	8.5	8.4	8.5	8.7
已付股息	(859)	(4,487)	(1,408)	(3,646)	(4,143)	利息开支 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
银行贷款变动净	410	653	802	(900)	100	税务开支 (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
其他	(22)	(20)	0	0	0	股本回报率	14.0	14.4	15.3	15.7	16.6
筹资活动现金流	(471)	(3,853)	(606)	(4,546)	(4,043)	ROIC	18.6	20.2	22.0	25.1	28.0
现金变动净额	(162)	128	9,909	1,725	5,934						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

中国重汽 (3808 HK) 股价表现及评级时间表



来源: 彭博, 中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2024-12-13	HK\$22.45	首次覆盖	HK\$27.60
2	2025-04-01	HK\$21.10	维持	HK\$26.70

来源: 彭博, 中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格, 与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后的 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部
香港上环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼
电话： (852) 3979 2886
传真： (852) 3979 2805