

Q2 业绩符合预期，大缸径&新能源持续突破

核心观点

Q2 营收、归母分别为 556.88 亿元、29.33 亿元，同比分别-0.75%、-11.23%。公司利润端暂时承压，主要受发动机主业（包括高价值量气体机业务）销量下滑所拖累；公允价值收益同比下降约 3 亿，影响表观利润。展望后续，公司重卡整车与发动机等业务将受益于行业“报废+政策”双周期共振，燃气车渗透率及自身份额回升，叠加数据中心大缸径业务持续突破，凯傲效率提升支出计划的大部分影响已释放完毕，看好公司业绩、估值双提升。

事件

公司发布 2025 年半年度报告，上半年实现营业收入 1131.52 亿元，同比增长 0.59%；归母净利润 56.43 亿元，同比下降 4.40%；扣非净利润 51.48 亿元，同比下降 6.04%。

简评

发动机主业承压影响 Q2 业绩，大缸径业务持续突破。Q2 营收、归母、扣非分别为 556.88 亿元、29.33 亿元、26.63 亿元，同比分别-0.75%、-11.23%、-15.03%，环比分别-3.09%、+8.20%、+7.20%。**分业务看**，1) **发动机业务**：Q2 潍柴销售各类发动机 14.5 万台，同比-25%；其中重卡发动机 4.2 万台，同比-45%；国内气体机实销 2.2 万台，同比-42%；大缸径发动机销量约 2500 台，同比+39%，继续受益于 AIDC 产品高增（25H1 销售近 600 台，同比+491%）。2) **整车业务**：旗下陕重汽所在的陕汽集团 Q2 销售整车 4.6 万辆，同比+11%，环比+8%。25H1 陕重汽整车销量 7.3 万辆，同比+14.6%。3) **物流业务**：凯傲 Q2 营收、净利润分别为 27 亿欧元，9480 万欧元，同比分别-5.9%，+34.2%。其效率计划计提支出主要集中在 Q1，Q2 影响归母约 0.14 亿，下半年预计影响 1 亿左右。**Q2 潍柴收入同比接近持平，利润端出现下滑，主要受发动机主业（包括高价值量气体机业务）销量下滑所拖累。具体原因包括：Q2 重卡行业电动化趋势延续，国内终端口径下新能源渗透率达 24%，同比+14pct，环比+5pct，影响上游发动机市场需求；燃气车渗透率下滑，Q2 录得 22%，同比-16pct，环比-8pct，影响天然气发动机需求，叠加气体机领域竞争加剧等；受金融工具公允价值变动影响，Q2 公允价值收益同比下降约 3 亿，影响表观利润。**从盈利拆分结果看，25H1 上市公司归母 56.4 亿，同比-4.4%。其中主要经营主体对归母增长/下降的贡献分别为：陕重汽（0.2 亿）>雷沃（0.1 亿）>母公司（-0.5 亿）>法士特（-1.4

潍柴动力 (000338.SZ)

维持

买入

陶亦然

taoyiran@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518060002

程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070001

SFC 编号:BQR089

陈怀山

chenhuaishan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521110006

李粤皖

liyuewan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070017

发布日期：2025 年 09 月 21 日

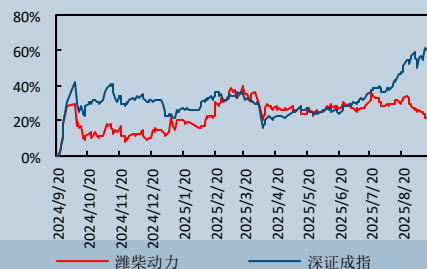
当前股价：14.20 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-7.73/-10.20	-8.39/-21.11	18.04/-22.55
12 月最高/最低价 (元)		16.79/12.48
总股本 (万股)		871,567.13
流通 A 股 (万股)		498,516.61
总市值 (亿元)		1,222.76
流通市值 (亿元)		707.89
近 3 月日均成交量 (万)		6401.74
主要股东		
香港中央结算代理有限公司		22.25%

股价表现



亿)>凯傲(-5.3 亿)，对应 0.4pct、0.1pct、-0.9pct、-2.4pct、-9.0pct。

Q2 毛利率同比+0.3pct，费用控制保持稳健。Q2 毛利率、净利率分别为 22.13%、6.72%，同比分别+0.31pct、-0.46pct，环比分别-0.10pct、+1.81pct。期间/销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.21%、6.09%、4.83%、3.76%、-0.47%，同比分别+0.45pct、+0.56pct、+0.41pct、-0.18pct、-0.34pct，环比-1.73pct、+0.45pct、-2.29pct、+0.21pct、-0.11pct。

行业需求回暖叠加公司加速转型升级，潍柴业绩有望稳步回升。未来基本面改善主要逻辑如下：1) 补贴政策驱动重卡行业销量上行。3 月 18 日，交通运输部、国家发改委、财政部发布《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》，其最大变化是将报废范围扩展至国四，燃气车首次享受购车补贴，超出市场预期。价格方面，本轮补贴的单车金额与 2024 年一致，“报废并更新”国六、新能源重卡的最高补贴分别为 11、14 万元/台；目前天然气&柴油重卡 20-40 万元/台，新能源重卡 40-50 万元/台，补贴可显著降低车主购车的首付、贷款压力。数量方面，目前国四及以下营运重卡保有量接近百万级别规模，车龄超 8 年符合报废条件；且最早一批国五重卡也将在 25 年开启自然报废，加总后潜在报废规模或可达 70 万台左右，在补贴政策支持下，重卡行业有望实现 10-15 万台销售增量，亦将推动潍柴重卡产业链相关业务经营向好。2) 燃气车渗透率及销量回升，将推动母公司气体机及旗下陕重汽进一步放量。国内低运价背景下，油气价差持续及补贴政策落地，将进一步凸显燃气车的使用经济性，有望推动燃气车渗透率及销量进一步提升。潍柴母公司气体机市占率稳居国内第一，下半年通过产品结构调整及主机厂配套份额提升，市占率有望回升。3) 数据中心大缸径发动机等高利润率产品持续突破。公司高附加值的大缸径发动机产品受益于下游数据中心发电机、船舶及矿卡等场景新兴需求及市场拓展，并相继在海外、国内的数据中心市场实现战略突破及爆发性增长。2025 年上半年潍柴 M 系列大缸径发动机累计销售超 5000 台，同比+41%。此外海外子公司 PSI 亦得益于 AIDC 电力系统业务高速增长，25H1 收入 3.3 亿美元，同比+59%，净利润 0.7 亿，同比+145%；数据中心集装箱业务占其收入约 40%。4) 新能源动力总成布局完善，业务放量将带动盈利改善。潍柴目前已完成“三电”产品全技术链、产业链布局。公司与比亚迪联合打造的潍柴弗迪（烟台）新能源动力产业园已于 2025 年 3 月顺利投产，25H1 动力电池累计销量 2.3GWh，同比+91%；新能源动力科技收入 12.1 亿，同比+37%。子公司陕重汽目前已实现新能源整车产品的全场景覆盖，并于 2025 年 4 月发布了“智汇”充电重卡品牌，搭载“潍柴新能源电池+法士特 AMT 变速器+汉德电驱桥”黄金动力系统，做到三电软硬件完全自主，25H1 陕重汽新能源车销量超过 1 万辆，同比+255%。随着重卡行业新能源渗透率加速提升，公司三电及新能源整车产品有望进一步放量，带动新能源业务整体盈利改善。5) 子公司凯傲订单饱满，效率计划实施后业绩有望稳步回升。海外子公司德国凯傲集团 25H1 新增订单 62.1 亿欧元，同比+22.2%；增效计划全年金额约 2.5 亿欧元，上半年已实施近 2 亿欧元，下半年进入扫尾阶段；预计从 2026 年开始，该计划每年将带来 1.4-1.6 亿欧元的正向盈利贡献。

公司坚持高分红回馈股东，中期分红+回购比例达 57%。公司 2025 年中期利润分配方案为：向全体股东派发现金股利 0.358 元/股（含税），合计 31.05 亿元，对应分红比例 55%，与 24 年全年基本一致；加上回购约 1 亿元 A 股股份后，比例达 57%。

投资建议

公司重卡整车与发动机等业务将受益于行业“报废+政策”双周期共振，燃气车渗透率及自身份额回升，叠加数据中心大缸径业务持续突破，凯傲效率提升计划支出影响已大部分释放完毕，看好公司业绩估值双提升。我们预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 122 亿元、141 亿元，对应当前 PE 为 10X、9X，维持“买入”评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	213,958.48	215,690.50	224,675.35	237,644.36	255,756.24
YoY (%)	22.15	0.81	4.17	5.77	7.62
净利润(百万元)	9,013.89	11,403.29	12,156.19	14,084.06	16,134.75
YoY (%)	83.77	26.51	6.60	15.86	14.56
毛利率 (%)	21.09	22.43	22.62	23.18	23.36
净利率 (%)	4.21	5.29	5.41	5.93	6.31
ROE (%)	11.36	13.15	12.63	13.12	13.44
EPS (摊薄/元)	1.03	1.31	1.39	1.62	1.85
P/E (倍)	13.73	10.85	10.18	8.79	7.67
P/B (倍)	1.56	1.43	1.29	1.15	1.03

数据来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

1、宏观经济波动、行业周期性风险：重卡市场需求与国民经济发展、基础投资建设和环保政策等密切相关。受到全球宏观经济的波动、行业景气度等因素影响，公司所处行业存在一定的周期性。若未来宏观环境、市场需求、竞争环境等出现不利变化，公司业务增长、产品销售或生产成本产生不利影响，仍可能导致公司经营业绩出现下滑，对公司持续盈利能力造成不利影响。

2、原材料供应短缺与价格波动风险：公司的生产过程依赖于若干原材料和零部件的及时稳定供应。虽然公司与主要供应商建立了稳定的合作关系，相关原材料、零部件市场供应充足，价格相对稳定，但如果主要供应商生产经营突发重大变化，或供货质量、时限未能满足公司要求，或与公司业务关系发生变化，或供应价格大幅波动而公司未能及时同比例调整产品售价，将可能对公司的生产经营产生不利影响。

3、汇率波动风险：公司海外客户的销售收入比重较大，未来如果境内外经济环境、政治形势、货币政策等因素发生变化，使得本外币汇率大幅波动，公司将面临汇兑损失的风险。

4、研发与创新风险：若公司研发的产品不受市场欢迎，或公司不能根据市场需求和行业标准研发及制造具有竞争力的产品，则公司可能面临新产品研发失败的风险，进而可能会对公司的整体发展产生负面影响。

分析师介绍

陶亦然

汽车行业联席首席分析师。曾任银河证券汽车分析师，2018 年加入中信建投汽车团队，2018/19 年万得金牌分析师团队核心成员，2019/20 年新浪财经新锐分析师团队核心成员，2020 年金牛最佳行业分析团队核心成员，2021/22 年新财富、水晶球最佳分析师团队核心成员。

程似骐

汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券，四年证券行业研究经验。2017 年新财富第二团队核心成员，2020 年新浪财经新锐分析师第一名，2020 年金牛最佳汽车行业分析师团队第五名。深度覆盖新能源整车，智能化零部件，把握智能化电动化浪潮，对智能驾驶全产业链最前沿研究，深度跟踪从产业链最上游车载芯片到下游最前沿的 L4 的商业模式前沿演变。2021 年新财富最佳分析师汽车行业第四名。

陈怀山

汽车行业分析师，上海交通大学机械工程硕士。曾任职于长江证券研究所，五年证券行业研究经验，2017-2019 年电力设备与新能源行业新财富第一团队成员。2021 年加入中信建投证券，2022 年汽车及零部件行业新财富第四名团队成员，对新能源车、零部件及整车等均有研究。

李粤皖

中国人民大学经济学硕士，负责商用车、传统零部件领域研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk