

潍柴动力(000338.SZ/02338.HK)

商用车关键词“转型”系列报告一：重卡发动机龙头的进阶之路

核心观点：

- 我们把“转型”作为 2026 年商用车行业的关键词，并会据此形成系列报告。主要考虑到以下几点变化：（1）国内动力类型多样化的进程加速；（2）国内的竞争格局更加扑朔迷离；（3）国内的新业务模式层出不穷；（4）海外市场的重要性日益增加等。
 - **重卡发动机行业龙头，同心多元业务协同发展。**重卡发动机行业龙头，逐步构筑起动力总成、整车、农机、智能物流等多产业协同发展格局。历史深厚，深耕柴油机领域 80 多年。背靠国资委，股权结构稳定。
 - **底盘业务：出口是抵御国内内卷的重要措施。**（1）重卡业务：发动机、变速箱、整车均受益于行业上行周期，电动化冲击风险可控；（2）工程机械发动机：工程机械行业内需复苏扩散，出口缓缓加速，传统燃料发动机技术成熟预计公司份额稳定；（3）农机：雷沃出口增速良好，2022 年并表后持续贡献增量。
 - **新兴业务：高盈利、高增长贡献增量。**（1）大缸径发动机：受益于行业规模扩大和国产化替代。（2）新能源电池：积极与行业龙头合作，前瞻布局。
 - **内部管控：持续优化，增强自身韧性。**（1）并购业务优化，凯傲一次性费用计提后，利润率有望回升；（2）内部管理优化，控制成本费用；（3）发布股权激励，使管理层和股东利益一致。
 - **盈利预测与投资建议：**在当前以旧换新政策呵护下，重卡行业有望快速走向右侧。我们预计作为重卡发动机龙头的公司 25-27 年 EPS 为 1.43/1.60/1.80 元/股。大缸径发动机等新业务增长为公司贡献增量，考虑公司经营向好趋势，我们维持公司 A 股合理价值为 25.38 元/股的判断不变，对应 26 年 15.8 倍 PE，考虑 AH 溢价因素，对应公司 H 股合理价值 27.66 港元/股，均维持“买入”评级。
 - **风险提示：行业景气度下降；原材料价格上涨；行业竞争加剧。**
- 备注：若无特指本报告中货币单位为人民币元，人民币：港元=1.09。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	213,958	215,691	234,711	255,541	278,375
增长率 (%)	22.2%	0.8%	8.8%	8.9%	8.9%
EBITDA	26,460	31,262	31,470	33,960	37,067
归母净利润	9,014	11,403	12,463	13,967	15,706
增长率 (%)	83.8%	26.5%	9.3%	12.1%	12.5%
EPS (元/股)	1.03	1.31	1.43	1.60	1.80
市盈率 (P/E)	13.2	10.5	12.2	10.9	9.7
ROE (%)	11.4%	13.2%	13.0%	13.2%	13.4%
EV/EBITDA	2.1	2.1	3.3	2.8	2.3

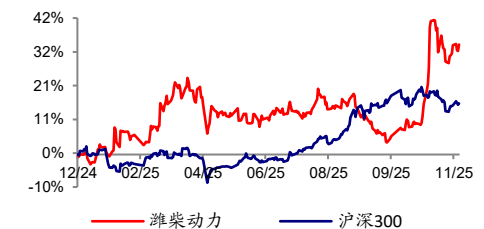
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	17.44 元/19.60 港元
合理价值	25.38 元/27.66 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-12-09

基本数据

股票代码	000338.SZ	02338.HK
总股本 (百万股)	8713.58	8713.58
流通股本 (百万股)	4985.17	1943.04
总市值 (百万)	151,965 元	170,786 港元
一年内最高/低价	18.3-13.2 元	21.5-10.9 港元
30 日日均成交量 (百万股)	111.22	15.03
30 日日均成交额 (百万)	1,957 元	291 港元
近 3 个月涨跌幅 (%)	21.98	36.09

相对市场表现



分析师： 张力月
SAC 执证号：S0260524040004
021-38003727
zhangliyue@gf.com.cn

分析师： 闫俊刚
SAC 执证号：S0260516010001
021-38003682
yanjungang@gf.com.cn

分析师： 陈飞彤
SAC 执证号：S0260524040002
SFC CE No. BWZ819
021-38003726
gfchenfeitong@gf.com.cn

请注意，张力月、闫俊刚并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

潍柴动力 2025-11-06
(000338.SZ/02338.HK):
25Q3 营收和扣非前后归母净
利润环比平稳增长

目录索引

一、重卡发动机行业龙头，同心多元业务协同发展	4
二、底盘业务：出口是抵御国内内卷的重要措施	6
（一）重卡业务：发动机、变速箱、整车均受益于行业上行周期，电动化冲击风险可控	6
（二）工程机械发动机：工程机械行业内需复苏扩散，出口缓缓加速，传统燃料发动机技术成熟预计公司份额稳定	11
（三）农机：雷沃出口增速良好，2022 年并表后持续贡献增量	12
三、新兴业务：高盈利、高增长贡献增量	13
（一）大缸径发动机受益于行业规模扩大和国产化替代	13
（二）新能源电池：积极与行业龙头合作，前瞻布局	15
四、内部管控：持续优化，增强自身韧性	17
（一）并购业务优化，凯傲一次性费用计提后，利润率有望回升	17
（二）内部管理优化，控制成本费用	17
（三）发布股权激励，使管理层和股东利益一致	18
五、盈利预测和投资建议	19
六、风险提示	20

图表索引

图 1: 公司股权结构	5
图 2: 公司增长逻辑	6
图 3: 2007-2024 重卡批发-出口销量及同比增速	7
图 4: 重卡保有量/ (批发销量-出口)	7
图 5: 重卡国内更新中枢测算	7
图 6: 重卡行业出口销量 (万辆) 及同比增速预测	8
图 7: 国内重卡发动机竞争格局	8
图 8: 公司重卡发动机与天然气重卡发动机市占率	8
图 9: 重卡批发市场年度竞争格局	10
图 10: 重卡终端市场年度竞争格局	10
图 11: 重卡出口市场月度竞争格局	10
图 12: 25 年 1-10 月和 24 年 1-10 月重卡出口市场竞争格局	11
图 13: 挖掘机国内销量 (万台) 及同比增速	11
图 14: 潍柴雷沃营收、净利润及同比增速	13
图 15: 潍柴 16M33 系列发电用发动机	13
图 16: 潍柴工业动力 16M33 发动机	13
图 17: 全球计算设备算力总规模 (EFlops)	14
图 18: 公司年度毛利率和净利率	17
图 19: 公司人工成本率和折旧摊销率	17
图 20: 公司年度期间费用率	18
图 21: 公司年度销/管/研/财费用率	18
图 22: 公司股权激励业绩考核目标下的营业收入和利润总额及同比增速	19
表 1: 潍柴动力发展历程	4
表 2: 典型重卡车型价格、续航里程、电池容量对比	15
表 3: 公司股权激励计划业绩考核目标	18
表 4: 限制性股票的解除限售期及各期解除限售时间安排	19

一、重卡发动机行业龙头，同心多元业务协同发展

重卡发动机行业龙头，逐步构筑起动力总成、整车、农机、智能物流等多产业协同发展格局。潍柴动力全称为潍柴动力股份有限公司，是中国综合实力最强的汽车及装备制造产业集团之一。公司以内燃发动机起家，在发挥原有产品优势的基础上，逐渐拓展业务版图。公司主要产品包括发动机、变速箱、车桥、液压产品、重卡、叉车、供应链解决方案、燃料电池系统及零部件、农业装备等；拥有潍柴动力发动机、陕汽重卡、潍柴雷沃智慧农业、法士特变速器、汉德车桥、火炬火花塞以及德国凯傲、德国液压传动、美国德马泰克、美国PSI、法国博杜安、加拿大巴拉德等国内外知名品牌。

历史深厚，深耕柴油机领域80多年。潍柴动力发展历程可追溯至1946年创立的潍坊柴油机厂，经过2002年股份制改造后设立了潍柴动力股份有限公司。2004年，潍柴动力在香港上市，成为首家在境外上市的内燃机企业。2007年潍柴动力收购湘火炬获得子公司法士特、汉德车桥和陕重汽，掌握重卡核心零部件环节并拓展下游整车业务；2009年海外并购法国博杜安，获得大缸径发动机技术；2012年收购凯傲，进军叉车领域，并获得林德液压；2016年收购德马泰克，拓展智能仓储物流领域；2018年收购Ceres20%股份，前瞻布局SOFC领域；2019年收购巴拉德氢能，布局氢能领域。公司成功构筑起了动力总成（发动机、变速箱、车桥、液压）、整车整机、农业装备、智能物流等产业板块协同发展的新格局。

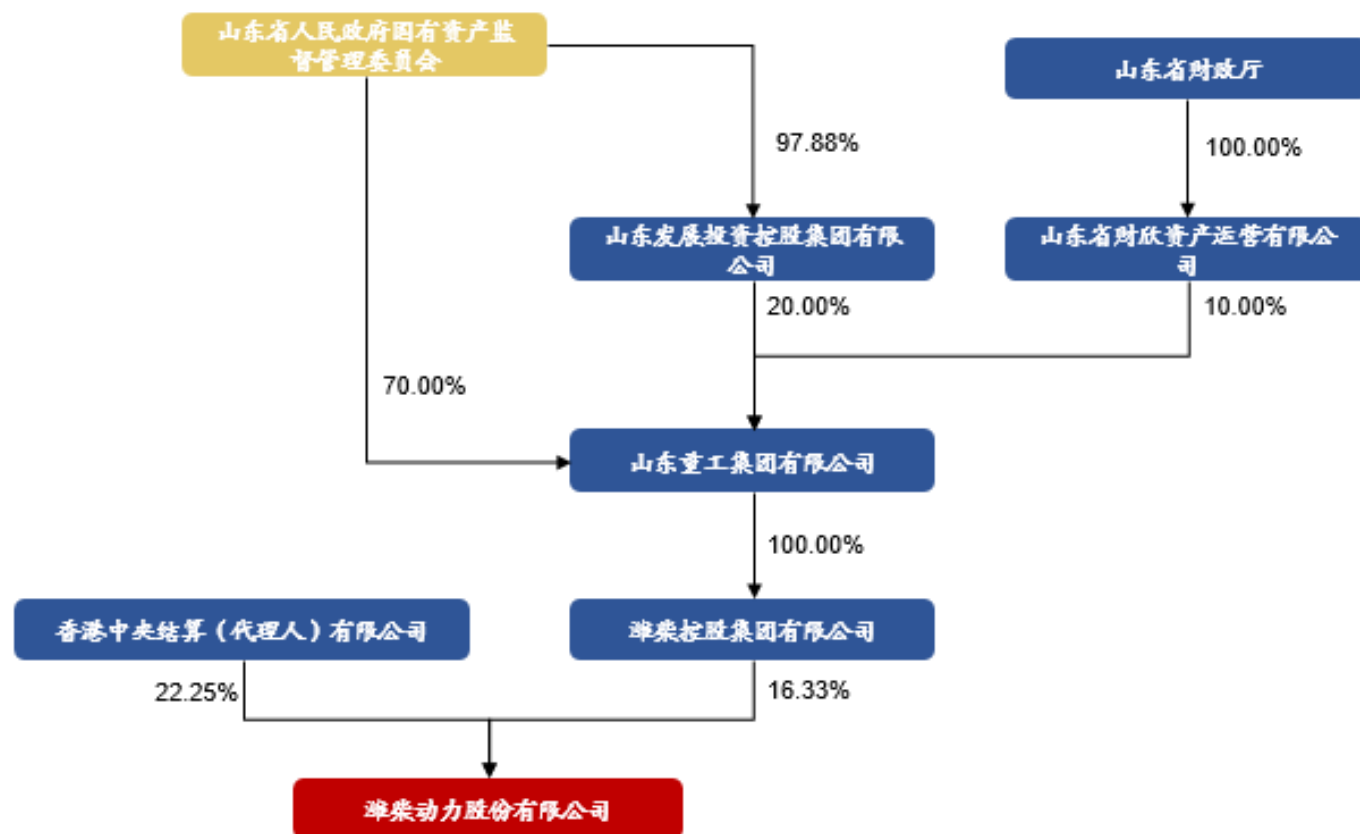
表 1：潍柴动力发展历程

年份	事件
1946 年	潍坊柴油机厂成立，初步生产农机和汽船修理设备等，后开始试制柴油机。
2002 年	股份制改造，设立了潍柴动力股份有限公司。
2004 年	在香港联交所上市，成为首家在境外上市的内燃机企业。
2007 年	完成对湘火炬的全资收购，获得子公司法士特、汉德车桥和陕重汽
2009 年	全资收购法国博杜安，获得大缸径发动机技术
2012 年	收购凯傲集团 25%股权及旗下林德液压 70%股权。
2016 年	通过凯傲集团，全资收购德马泰克，拓展智能仓储物流领域
2018 年	收购 Ceres20%股份，前瞻布局 SOFC 领域
2019 年	收购巴拉德氢能，布局氢能领域。

资料来源：公司官网、广发证券发展研究中心

背靠国资委，股权结构稳定。潍柴为山东地方国有企业，第一大股东为潍柴控股，持股比例16.30%，山东重工100%持有潍柴控股股份，潍柴动力实控人为山东国资委。

图 1：公司股权结构

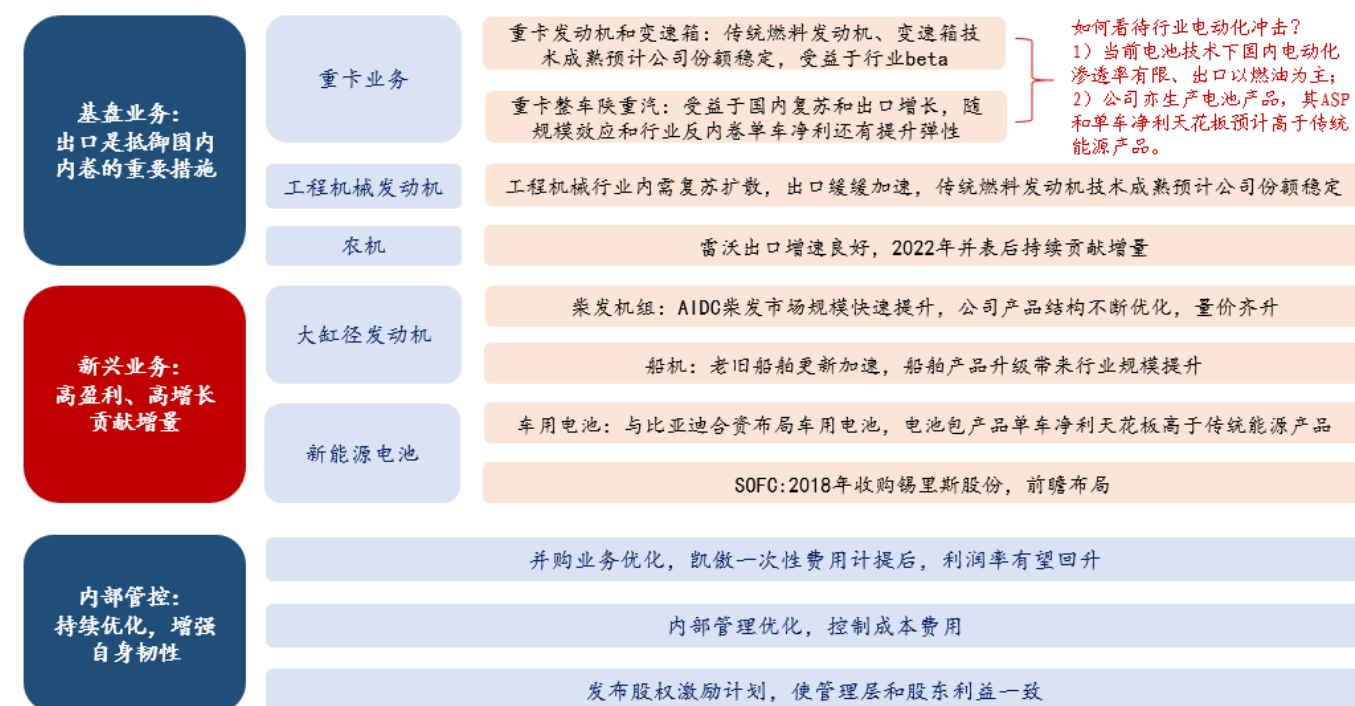


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：统计时间点截至 2025 年 12 月 6 日

原有业务通过出口、管理优化等方式稳定盈利，新业务高盈利、高增长有望贡献超额增量。我们对公司各项业务进行了梳理，对于公司的基本业务，我们认为出口是抵御国内内卷的重要措施；而公司的新业务凭借高盈利、高增长的特点有望贡献增量；伴随公司持续优化内部管控，增强自身韧性，我们认为公司有望实现盈利的稳定增长。

图 2：公司增长逻辑



数据来源：广发证券发展研究中心

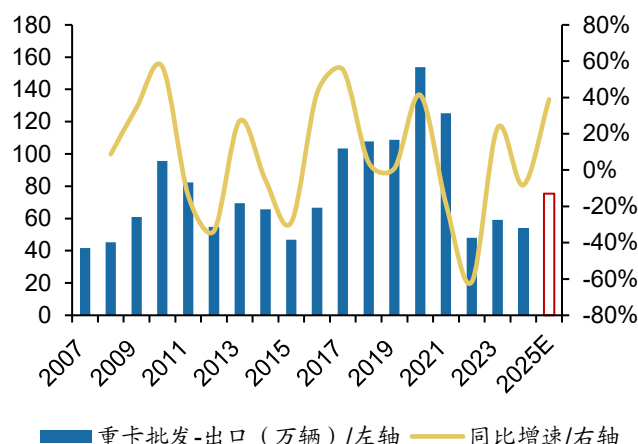
二、基盘业务：出口是抵御国内内卷的重要措施

（一）重卡业务：发动机、变速箱、整车均受益于行业上行周期，电动化冲击风险可控

1. 重卡行业国内刚从周期底部反弹，出口还有较大成长空间

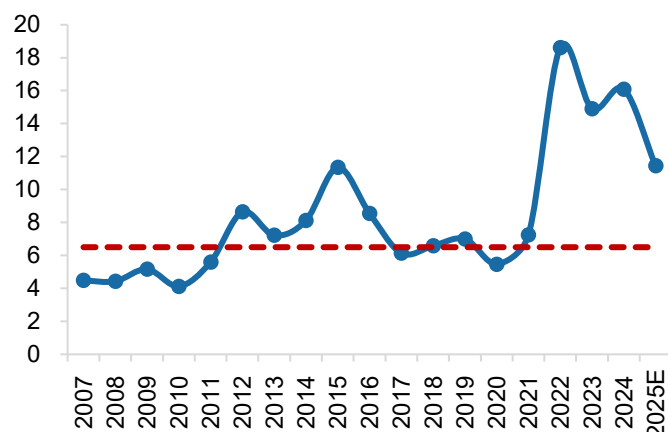
国内重卡行业刚从周期底部触底反弹，随更新率均值回归有大幅向上的可能性。据我们在2025年12月5日发布的《汽车行业2026年投资策略：“价升量稳”，重视供给侧变化下的趋势性机会》，重卡行业国内市场目前刚从周期底部触底反弹，从绝对值来看，本轮周期底部重卡批发-出口销量与上一轮周期底部基本持平，考虑单车运力下降实际创07年以来最低水平；从相对值来看，更新率大幅偏离均值的现象不可持续，22-25年更新率一定程度上向均值回归，但25年更新率仍在1/11，距离均值依然有一定空间。考虑到重卡保有量稳定在高位，随着均值回归，未来重卡国内销量有大幅向上的可能性。

图 3: 2007-2024重卡批发-出口销量及同比增速



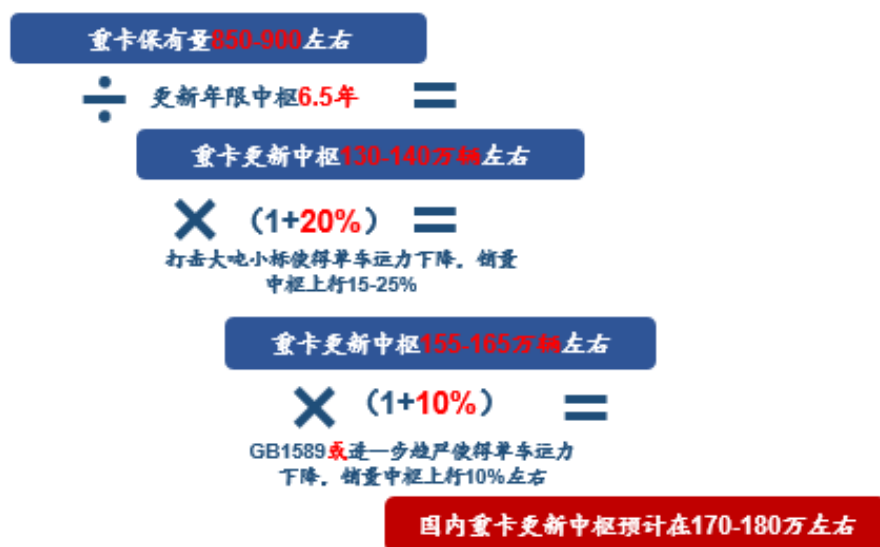
数据来源：中汽协、海关总署、广发证券发展研究中心

图 4: 重卡保有量/（批发销量-出口）



数据来源：中汽协、海关总署、广发证券发展研究中心

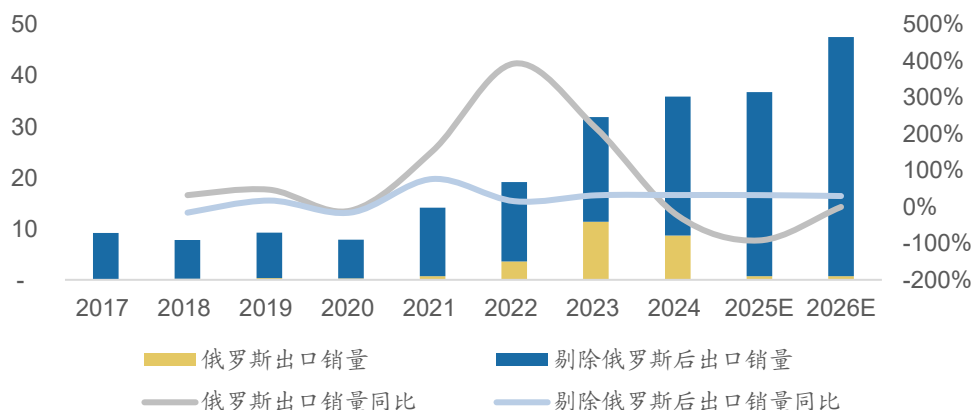
图 5: 重卡国内更新中枢测算



数据来源：广发证券发展研究中心

海外市场广阔，出口还有较大成长空间。据我们在 2024 年 8 月 17 日发布的《汽车行业：如何看待重卡行业出口市场空间》，中国重卡出口主要目标亚非拉地区市场广阔，仅中重卡新车市场就有约 100 万辆/年的体量，还隐含着广阔的、可供中国新车进入的二手车市场。作为中国重卡出口单一最大国家的俄罗斯市场需求或被市场低估，总重 3.5 吨以上卡车新车+二手车年销量或在 30 万辆左右/年。重卡产品的生产经营工具属性决定了用户的认知具有滚雪球效应，我们预计重卡出口增长趋势长期可持续。

图 6: 重卡行业出口销量（万辆）及同比增速预测



数据来源：海关总署，广发证券发展研究中心

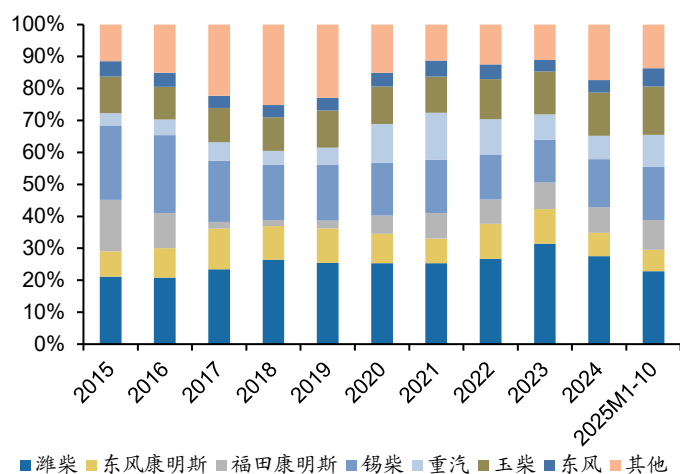
注：重卡出口俄罗斯、出口非俄罗斯地区 25 年假设延续 25H1 增速，26 年假设增速分别为 0% 和 30%

潍柴动力在重卡行业有较为完善的布局，其主要资产包括了重卡发动机、变速箱（法士特）、整车（陕重汽）。

2. 重卡发动机和变速箱：传统燃料发动机、变速箱技术成熟，预计公司份额稳定，受益于行业beta

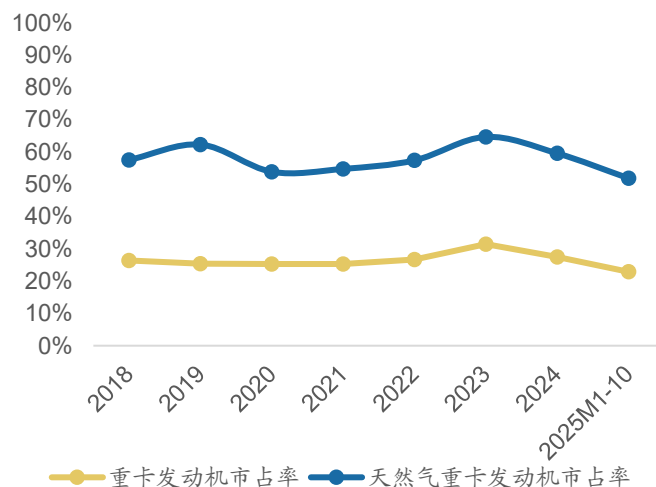
公司是重卡发动机行业龙头，尤其在天然气重卡发动机行业占据较强优势。据交强险，潍柴动力自2017年以来在重卡发动机行业市占率长期占据第一，2025年前10个月，其在重卡发动机行业市占率为22.9%，比市占率第二的发动机厂高6.3pct。据交强险，潍柴动力在天然气重卡发动机行业长期占据过半份额，2025年前10个月，其在天然气重卡发动机市占率为51.8%。

图 7: 国内重卡发动机竞争格局



数据来源：交强险、广发证券发展研究中心

图 8: 公司重卡发动机与天然气重卡发动机市占率



数据来源：交强险、广发证券发展研究中心

传统燃料发动机、变速箱技术成熟预计公司份额稳定，受益行业传统
燃料发动机市场（即柴油和天然气发动机市场）近年并未发生较大的技术革新，竞争格局较为稳定，我们预计公司维持在该市场的龙头地位。据我们在前文对行业的判断，重卡行业国内刚从周期底部反弹，出口还有较大成长空间，预计公司发动机和变速箱业务均会受益于行业beta。

重卡行业电动化虽会对重卡传统燃料发动机、变速箱市场有一定冲击，但目前来看风险可控。考虑到以下两点，我们认为当前重卡行业电动化对公司重卡发动机和变速箱业务风险可控：

（1）当前电池技术下国内电动化渗透率有限，出口以燃油为主。据我们在2025年4月17日发布的《重卡行业报告系列二：如何看待国内重卡行业电动化加速渗透的趋势？》，国内重卡行业电动化渗透率阶段性天花板保守预测或在30%-40%，乐观预测或在40%-50%。

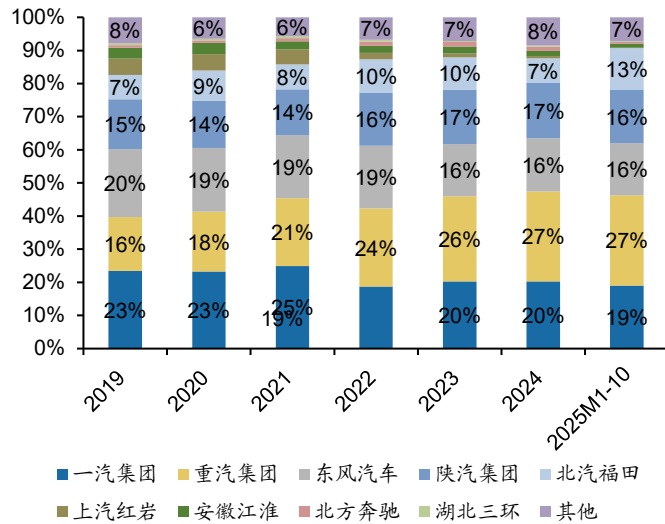
（2）公司亦生产电池产品，其ASP和单车净利天花板预计高于传统能源产品。据企查查，2023年10月13日，比亚迪旗下弗迪电池有限公司与潍柴动力旗下潍柴新能源动力科技有限公司共同出资成立潍柴弗迪电池有限公司。据公司官网，2025年3月28日，潍柴弗迪（烟台）新能源动力产业园首台电池产品下线，标志着产业园项目一期正式投产。电池产品的ASP和单车净利天花板预计高于传统能源产品。

3. 重卡整车陕重汽：受益于国内复苏和出口增长，随规模效应和行业反内卷单车净利还有提升弹性

陕重汽是国内重卡行业龙头公司，近年在重卡批发市场的市占率凭借出口优势跻身前三。据中汽协，2025年1-10月陕汽集团在重卡批发市场的市占率为16.0%，位于第三。据交强险，2025年1-10月陕汽集团在重卡终端市场的市占率为11.4%，位于第五。据海关总署，2025年1-10月陕汽集团在重卡出口市场的市占率为16.8%，位于第三。随着重卡行业近年出口占比的提升，公司凭借其出口优势在重卡批发市场市占率跻身前三。

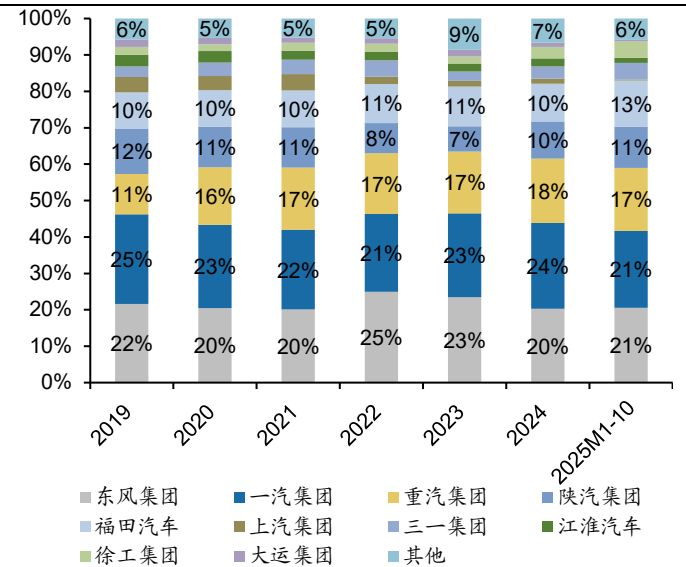
整车随周期向上有望实现量利齐升。陕重汽作为重卡整车龙头公司，不仅量上，受益于重卡行业国内复苏和出口增长的趋势；且从利上，随规模效应和行业反内卷单车净利还有提升弹性。

图 9：重卡批发市场年度竞争格局



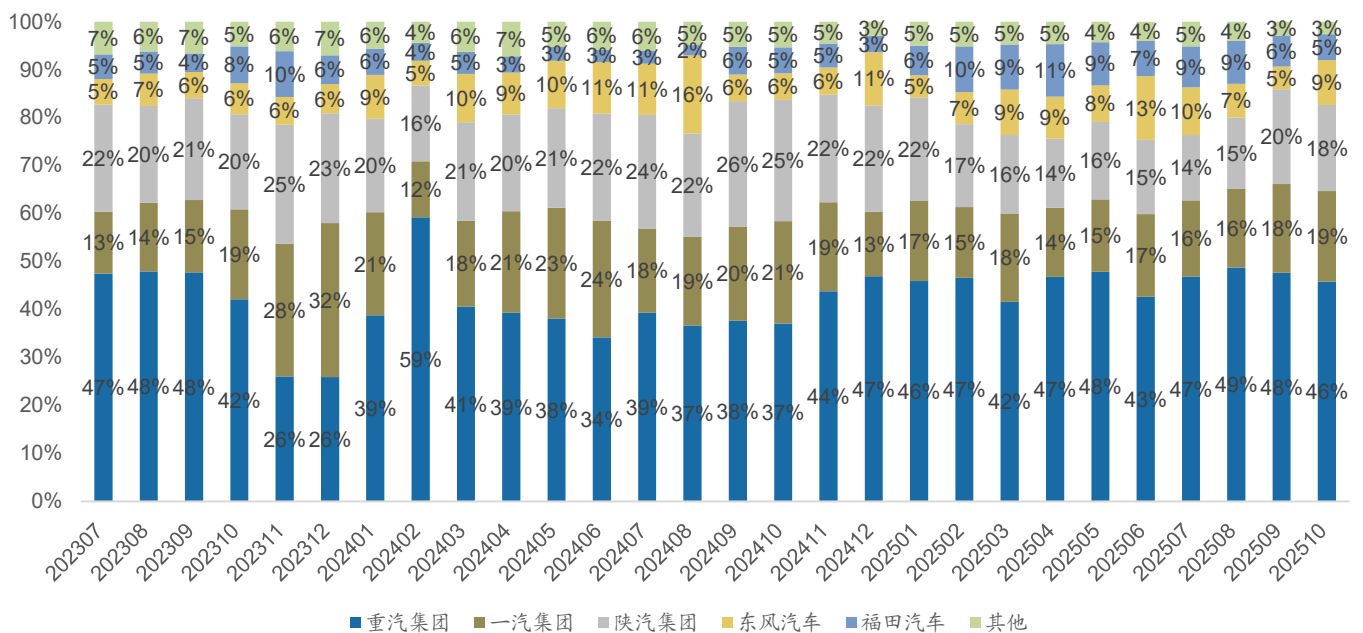
数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

图 10：重卡终端市场年度竞争格局



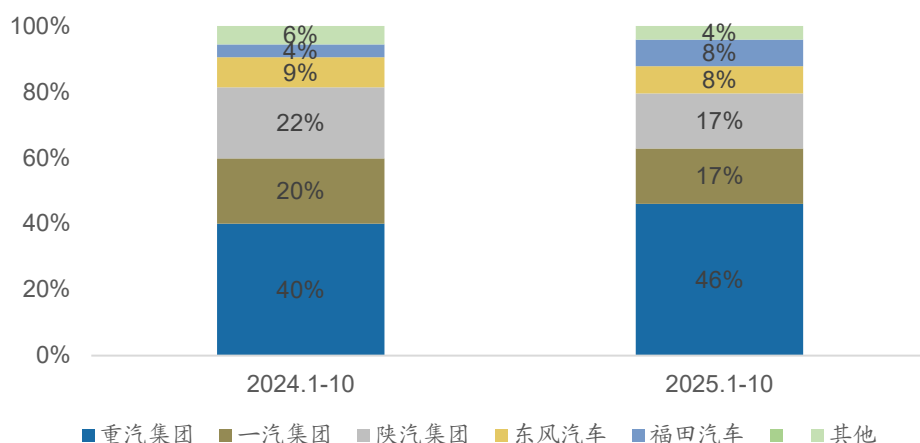
数据来源：交强险、广发证券发展研究中心

图 11：重卡出口市场月度竞争格局



数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

图 12: 25年1-10月和24年1-10月重卡出口市场竞争格局



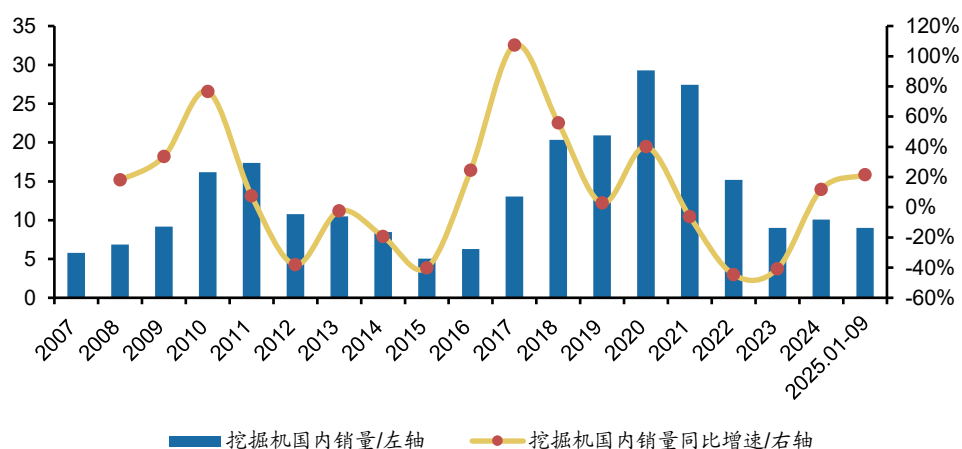
数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

（二）工程机械发动机：工程机械行业内需复苏扩散，出口缓缓加速，传统燃料发动机技术成熟预计公司份额稳定

工程机械行业内需复苏扩散，出口缓缓加速。据广发机械团队在2025年6月30日发布的《机械行业2025年中期策略：向上，向海外，向未来》，内销从挖机到非挖，混凝土、起重机步入复苏序列。根据施工的先后顺序，复苏的节奏一般为挖机→泵车→工程起重机→塔式起重机。挖机用于土方作业，属于前周期产品。根据工程机械协会数据复盘来看，非挖产品复苏一般滞后挖机1年左右，24年3月内销挖机转正，25年非挖产品步入复苏序列。

根据中国工程机械协会数据，2025年1-9月销售各类挖掘机17.4万辆，同比+18.1%。其中国内销售9.0万辆，同比+21.6%；出口8.4万辆，同比+14.6%。

图 13: 挖掘机国内销量（万台）及同比增速



数据来源：中国工程机械协会数据、广发证券发展研究中心

海外需求周期底部向上，26有望开启长周期上行阶段。根据Off-highway Research数据，25年是海外需求最差的时候，主要来自于欧美等权重市场增长下降，26年以后海外市场有望开启长周期上行阶段。

考虑到工程机械领域传统燃料发动机技术成熟，预计公司在该领域份额稳定，公司在新能源发动机领域亦有布局，能对冲掉一部分电动化冲击，预计工程机械发动机业务板块的盈利相对稳定。

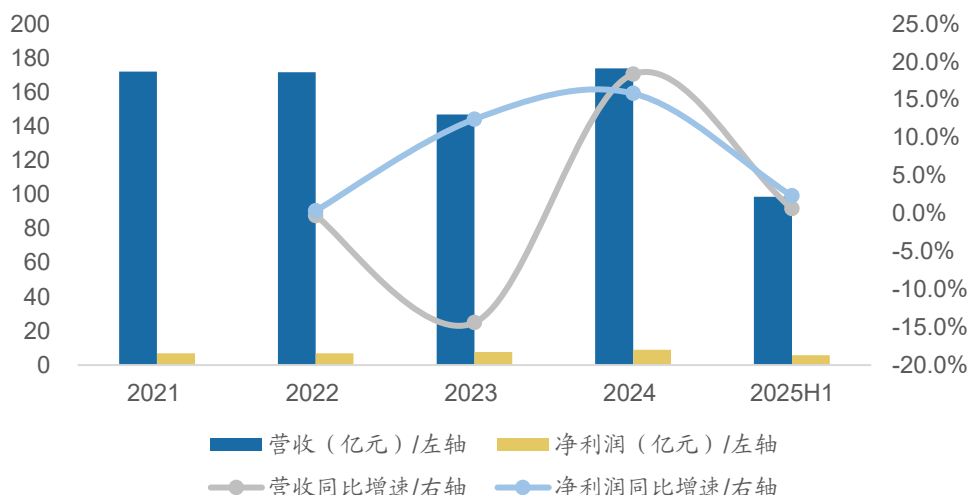
（三）农机：雷沃出口增速良好，2022年并表后持续贡献增量

2022年发布对潍柴雷沃增资的公告，并表雷沃。2022年4月18日，潍柴动力发布《关于对控股子公司增资暨关联交易的公告》，为开拓高端农业装备市场，充分发挥潍柴动力与潍柴雷沃战略协同效应，共同打造高端智慧农业整体解决方案，公司拟以现金形式收购潍柴集团持有的潍柴雷沃2.7亿股股份，约占潍柴雷沃22.69%股份。本次交易完成后，公司将持有潍柴雷沃62%股份，成为潍柴雷沃的控股股东。同年6月14日，潍柴动力发布《关于收购潍柴雷沃重工股份有限公司部分股份的交割完成公告》，本次交易的交割已全部完成，对潍柴雷沃形成控制并将其纳入合并范围。

中国农机出口市场近年保持强劲增势。据中国农网，中国农机出口市场近年呈现出以下特点：（1）出口稳步增长，进口震荡下行。最近5年，我国农机进出口额和出口额除2023年出现小幅下降外，其他年度均出现不同程度的增长；（2）出口结构调整，大型化趋势增强，2019—2024年，100马力以上拖拉机出口额除2024年受整个拖拉机市场下滑影响，出口额出现较大滑坡外，连续4年大幅度增长。另外，针对不同地区需求，我国定制化农机产品出口增多。（3）出口市场多元化，区域特色明显。亚洲市场占比高，近年来，东南亚国家成为我国农机主要出口目的地国，占比约45%。南美市场快速崛起，2024年销售额达21.18亿美元，同比大幅增长26.69%。俄罗斯、乌克兰、哈萨克斯坦等也成为我国农机新兴出口市场。

雷沃受益于农机出口增长的趋势，近年净利润节节攀升。据2025年中报，雷沃2025H1实现营收98.6亿元，同比+0.6%，其中出口营收为11.5亿元，同比+18.6%；2025H1实现净利润5.7亿元，同比+2.3%。

图 14: 潍柴雷沃营收、净利润及同比增速



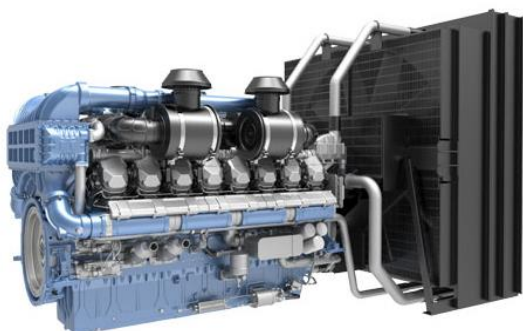
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

三、新兴业务：高盈利、高增长贡献增量

（一）大缸径发动机受益于行业规模扩大和国产化替代

潍柴动力近年大力发展大缸径发动机（缸径超过150mm的大型发动机）业务，主要应用于发电机组（包括工地备用电源、数据中心备用电源等）、船舶等设备。据公司2025年中报，2025H1实现M系列大缸径发动机销量超5000台，同比增长41%，数据中心用发动机产品近600台，同比增长491%。

图 15: 潍柴16M33系列发电用发动机



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图 16: 潍柴工业动力16M33发动机



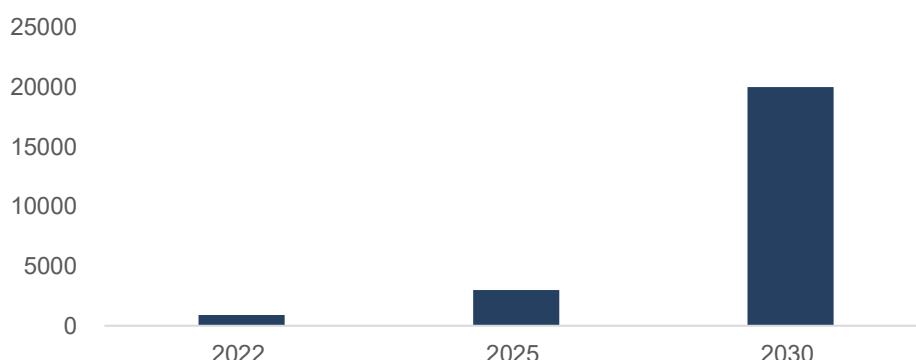
数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

1. 柴发机组：AIDC柴发市场规模快速提升，公司产品结构不断优化，量价齐升

全球算力规模保持高速稳定增长。据中国信息通信研究院发布的《中国算力发展指数白皮书（2023）》，2022年全球计算设备算力总规模达到906EFlops，预计未来5年全球算力规模将以超过50%的速度增长，到2025年全球计算设备算力总规模将超过3ZFlops，至2030年将超过20ZFlops。

算力需求的大幅提升将带动AIDC柴发市场规模快速提升，推动公司产品结构优化。随着全球算力需求的大幅提升和国产替代化趋势，潍柴动力的数据中心产品有望快速增长，推动大缸径产品结构优化，量价齐升。

图 17：全球计算设备算力总规模（EFlops）



数据来源：中国信息通信研究院、广发证券发展研究中心

2. 船机：老旧船舶更新加速，船舶产品升级带来行业规模提升

中国船舶老龄化问题显著，预计有较大的老旧船舶更新需求。据中国交通运输部水运局，截至2025年6月30日各类船舶的船龄如下：

（1）沿海省际运输干散货船共计2410艘，平均船龄11.3年，较2024年底增加了0.3年。其中，老旧船舶（船龄18年以上）和特检船舶（船龄28年以上）分别有283艘、36艘，占总艘数的11.7%和1.5%。

（2）沿海省际运输集装箱船共计421艘，平均船龄8.7年，较2024年底相比增加了0.5年。其中，老旧船舶（船龄20年以上）和特检船舶（船龄29年以上）分别有46艘、1艘，占总艘数的10.9%和0.2%。

（3）沿海省际油船共计1068艘，平均船龄11.6年，较2024年底增加了0.2年。其中，老旧船舶（船龄12年以上）和达到特检船龄的船舶（船龄26年以上）分别有636艘、2艘，占总艘数的59.6%和0.2%。

（4）沿海省际化学品船共计295艘，平均船龄9.1年，较2024年底减少了0.2年。其中，老旧船舶（船龄12年以上）有137艘，占总艘数的46.4%。没有达到特检船龄的船舶（船龄26年以上）。

（5）沿海省际液化气船共计89艘，平均船龄12.7年，较2024年底减少了0.4年。其中，老旧船（船龄12年以上）和达到特检船龄的船舶（船龄26年以上）分别有58艘、8艘，占总艘数的65.2%和9.0%。

两部发文支持老旧营运船舶报废更新。2025年1月8日，国家发改委、财政部发布《加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，提出加强老旧营运船舶报废更新项目实施，完善老旧营运船舶报废更新补贴实施方式，继续支持符合条件的老旧营运船舶报废更新。随着政府部门的推动，老旧船舶有望加速更新，船舶产品升级有望带来行业规模提升，潍柴相关业务有望受益。

（二）新能源电池：积极与行业龙头合作，前瞻布局

1. 车用电池：与比亚迪合资布局车用电池，电池产品单车净利天花板预计高于传统能源产品

公司与比亚迪合资布局车用电池。据公司官网，2023年5月12日，潍柴动力和比亚迪签署战略合作协议，计划在山东合资生产动力电池，建设动力电池研发制造基地，持续强化新能源产业链、创新链、价值链，为推动我国新能源商用车产业化发展作出积极贡献。同年10月底，由潍柴动力、比亚迪间接共同持股的潍柴弗迪电池有限公司正式成立。

据公司官网，2025年3月28日，山东重工潍柴集团新能源战略转型推进会在烟台举行，潍柴弗迪（烟台）新能源动力产业园首台电池产品下线，标志着产业园项目一期正式投产。

电池产品单车净利天花板预计高于传统能源产品。据TrendForce，2025年12月8日方形三元电池包的成本是0.64元/Wh，方形磷酸铁锂电池包的成本是0.45元/Wh。以几款典型的电动重卡为例，续航里程在260到430km之间的重卡电池带电量在400-600kWh之间，若使用的是磷酸铁锂电池包，则成本在18-27万元之间。据头豹研究院，传统燃料重卡成本结构中，发动机在整车BOM占比25-30%左右。根据我们列举的几款典型的电动重卡来看，电动重卡的电池包ASP显著高于传统燃料重卡的发动机，考虑技术革新带来的门槛提升，预计电池包的单车净利天花板高于传统能源产品。

表 2：典型重卡车型价格、续航里程、电池容量对比

型号	陕汽重卡 德龙 M3000E 轻量化版 6X4 纯电动牵引车 (SX4257MF4Q1BEV) 422.87kWh	陕汽重卡 德龙 M3000S 8X4 6.5 米 纯电动自卸车 (SX3317MF406BEV3) 422.87kWh	中国重汽 HOWO TX EV 重卡 标载版 25T 6X4 纯电动牵引车 600kWh	陕汽重卡 德龙 M3000S 菁英版 480 马力 6X4 LNG 牵引车	陕汽重卡 德龙 M3000S 460 马力 6X4 牵引车
价格（万元）	71.1	77.2	69.0	38.2	36.1
CLTC 续航里程（km）	260	310	430	/	/
总质量（吨）	25	31	25	25	25
能源类型	纯电动	纯电动	纯电动	LNG	柴油
电池类型	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	/	/
电池容量（kWh）	422.87	422.87	600	/	/

资料来源：卡车之家、广发证券发展研究中心

2. SOFC:2018年收购Ceres股份，前瞻布局

2018年5月收购Ceres20%股份。山东省国资委官网，2018年5月16日，潍柴动力与全球领先的固态氧化物燃料电池(SOFC) 供应商英国Ceres动力控股有限公司（Ceres Power）在山东潍坊签署战略合作协议，潍柴动力拟投资4000余万英镑认购Ceres动力新发行的部分股份，认购完成后持股比例达到20%，在固态氧化物燃料电池领域展开全面合作。

Ceres动力是一家于英国伦敦证券交易所AIM上市的公司，是新一代、低成本燃料电池技术领导者，其特有的SteelCell技术，已持续研究开发近16年，拥有约50项专利，具有鲁棒性好、功率密度高、制造成本低等优势。目前，其产品覆盖住宅、数据中心、商业发电和汽车四个应用领域。

2023年2月潍柴发布全球首款大功率金属支撑固体氧化物燃料电池SOFC商业化产品。据公司官网和潍坊市科技局官网，2023年2月18日，潍柴动力发布全球首款大功率金属支撑固体氧化物燃料电池SOFC商业化产品，该产品系统功率达到120kW，支持模块化安装，可将功率扩展至兆瓦级，实现了重大技术突破：产品热电联产效率达到92.55%，在大功率SOFC系统中全球最高；全球率先使用最先进的新一代金属支撑SOFC技术，相比于传统的电解质支撑和阳极支撑技术，具有运行温度低、抗热冲击能力强的突出优势，特别是实现了从高温800度到600度的技术难关突破，系统可启停次数是国际竞品的4倍以上，启动速度是国际竞品的3倍以上，达到了国际领先水平；产品通过国际权威检测机构TÜV南德的欧盟CE认证，完成39项全项认证测试。

2025年11月与Ceres签订制造许可协议，拟建立应用于固定式发电市场的电堆和电堆生产产线。2025年11月6日，潍柴动力发布《关于签署许可协议的自愿性信息披露公告》，于11月5日与Ceres签署制造许可协议，根据许可协议，潍柴动力拟建立应用于固定式发电市场的电池和电堆生产产线，产品将为AI数据中心、商业楼宇及工业园区等场景提供电力。

四、内部管控：持续优化，增强自身韧性

（一）并购业务优化，凯傲一次性费用计提后，利润率有望回升

凯傲2025年初发布公告，推行增效计划。据凯傲官网，凯傲2025年2月4日发布《凯傲2024财年业绩强劲，推行增效计划以进一步增强韧性》的公告，拟推行增效计划。推出增效计划的目的在于应对宏观经济环境的变化。该措施预计将对人员需求产生影响，但将根据当地法律要求与相应的员工代表机构进行协商。该效率计划的目标是每年实现约1.4亿至1.6亿欧元的可持续成本节约，并在2026财年全面生效。为落实节约措施，预计2025财年将一次性支出约2.4亿至2.6亿欧元，预计其中绝大部分也将在2025财年完成支付。据凯傲三季报，用于推行增效措施的一次性开支预计将减至1.7至1.9亿欧元，低于此前预期的2.4亿至2.6亿欧元。

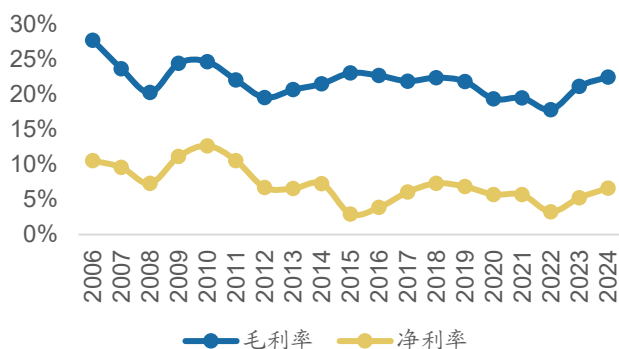
2025年上半年凯傲已基本计提完，预计后续利润率有望回升，为潍柴带来盈利增量。据潍柴动力2025年中报，凯傲因其效率计划已在2025年上半年计提了15.1亿元人民币（约1.83亿欧元），影响上市公司股东的净利润4.86亿元，已超过凯傲规划的1.7至1.9亿欧元支出的中枢。2025财年完成计提后，预计凯傲利润率有望回升，后续为潍柴动力带来盈利增量。

（二）内部管理优化，控制成本费用

2022年行业触底反弹后，公司毛利率、净利率持续提升。据公司财报，2022-2024年公司毛利率、净利率持续提升，2024年公司毛利率、净利率为22.4%、6.6%，分别同比+1.3pct、+1.4pct。

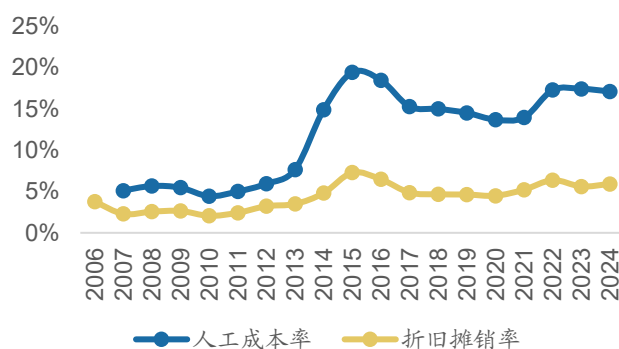
公司利润率反弹一定程度上得益于优秀的成本费用管控，今年人工成本率、折旧摊销率总体保持平稳，2015年以来期间费用率总体呈下行趋势。据公司财报，近年折旧摊销率总体保持平稳，2022年以来人工成本率虽有一定上升，但仍低于2015、2016年的水平。期间费用率自2015年以来总体呈下行趋势，2024年期间费用率为14.5%，较2015年的18.9%下降了4.4pct。

图 18：公司年度毛利率和净利率



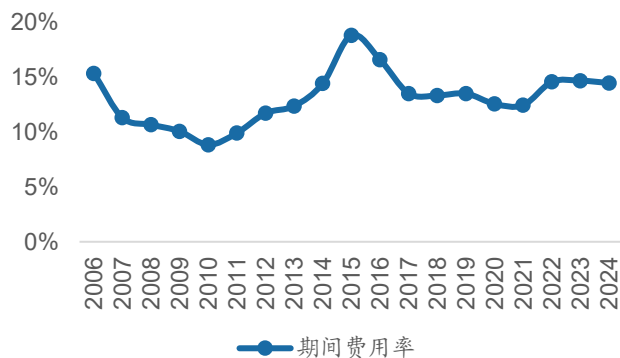
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 19：公司人工成本率和折旧摊销率



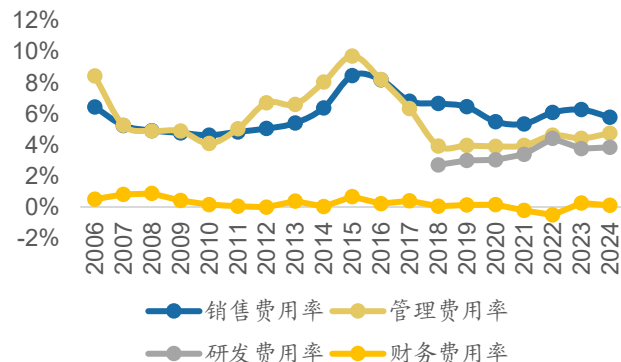
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 20：公司年度期间费用率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 21：公司年度销/管/研/财费用率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

注：2018 年前管理费用包含了研发费用

(三) 发布股权激励，使管理层和股东利益一致

上市以来首次发布股权激励，使管理层和股东利益一致。2023年10月25日，潍柴动力发布《2023年A股限制性股票激励计划（草案）》，为了进一步健全公司经营机制、倡导公司与管理层持续发展的理念、充分调动公司核心管理团队以及业务骨干的主动性和创造性、深化公司经营层的激励体系，公司拟授予公司（含分公司及控股子公司）董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干人员股权激励，拟向激励对象授予8544万股。

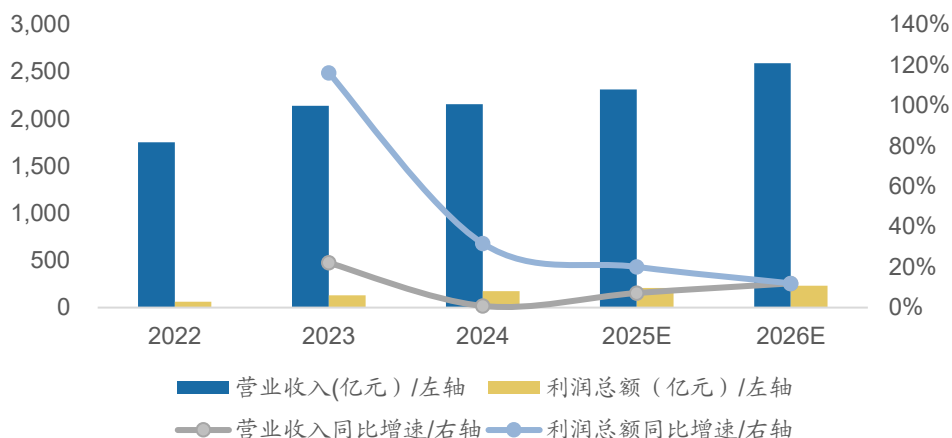
根据股权激励计划，公司在2024-2026年将分别实现营业收入不低于2102、2312、2589亿元，实现利润总额不低于168.2、208.1、233.0亿元。据公司财报，公司2024年实现营业收入2156.9亿元，实现利润总额173.2亿元，超额完成业绩考核目标。

表 3：公司股权激励计划业绩考核目标

解除限售期	业绩考核条件
第一解除限售期	2024 年营业收入不低于 2,102 亿元，2024 年销售利润率不低于 8%，且上述指标都不低于当年同行业平均业绩水平，并不低于授予时所处的行业水平。
第二解除限售期	2025 年营业收入不低于 2,312 亿元，2025 年销售利润率不低于 9%，且上述指标都不低于当年同行业平均业绩水平，并不低于授予时所处的行业水平。
第三解除限售期	2026 年营业收入不低于 2,589 亿元，2026 年销售利润率不低于 9%，且上述指标都不低于当年同行业平均业绩水平，并不低于授予时所处的行业水平。

资料来源：2023 年 10 月 25 日发布的《2023 年 A 股限制性股票激励计划（草案）》、广发证券发展研究中心

图 22：公司股权激励业绩考核目标下的营业收入和利润总额及同比增速



数据来源：2023 年 10 月 25 日发布的《2023 年 A 股限制性股票激励计划（草案）》、广发证券发展研究中心

表 4：限制性股票的解除限售期及各期解除限售时间安排

解除限售安排	解除限售时间	可解除限售数量占获授权益数量比例
第一解除限售期	自限制性股票授予登记完成之日起满 24 个月后的首个交易日起至限制性股票授予登记完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第二解除限售期	自限制性股票授予登记完成之日起满 36 个月后的首个交易日起至限制性股票授予登记完成之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三解除限售期	自限制性股票授予登记完成之日起满 48 个月后的首个交易日起至限制性股票授予登记完成之日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	40%

资料来源：2023 年 10 月 25 日发布的《2023 年 A 股限制性股票激励计划（草案）》、广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

在当前以旧换新政策呵护下，重卡行业有望快速走向右侧。我们预计作为重卡发动机龙头的公司 25-27 年 EPS 为 1.43/1.60/1.80 元/股。大缸径发动机等新业务增长为公司贡献增量，考虑公司经营向好趋势，我们维持公司 A 股合理价值为 25.38 元/股的判断不变，对应 26 年 15.8 倍 PE，考虑 AH 溢价因素，对应公司 H 股合理价值 27.66 港元/股，均维持“买入”评级。

六、风险提示

行业景气度下降。受宏观经济、消费环境、通胀预期、重大突发公共卫生事件等多重因素影响，行业景气度存在下行的风险。

原材料价格上涨。零部件尤其是芯片供货紧张的压力增加，大宗原材料涨价带来零部件采购价格上涨、成本承压的风险。对主机厂而言，整车价格调整及费用压缩无法完全消化原材料价格上涨带来的零部件采购成本增加，流动资金受限；对供应商来说，零部件价格调整幅度远低于原材料涨幅，供应商成本压力大，可能引发零部件成本矛盾及供货资源风险。

行业竞争加剧。汽车市场竞争日趋激烈，整车企业竞争带来的降价、回款压力将进一步向配套零部件企业传递，同时，零部件企业还将面临资金安全、产品成本控制、产能效率优化、供应链稳定性等多重压力。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	197,925	184,750	182,826	199,520	215,777
货币资金	92,857	72,067	70,200	81,800	92,682
应收及预付	37,478	42,427	44,786	47,950	51,287
存货	37,930	35,675	33,353	35,173	37,059
其他	29,660	34,580	34,487	34,597	34,749
非流动资产总额	136,322	159,130	156,743	154,650	153,088
长期股权投资	5,175	4,915	4,915		
固定资产	44,076	47,303	46,433	46,072	46,151
在建工程	7,451	6,500	6,300	6,100	5,900
使用权资产	5,068	5,563	4,563	3,563	2,563
无形资产	23,071	22,205	21,835	21,535	21,305
其他	51,481	72,643	72,697	72,466	72,254
资产总额	334,247	343,879	339,569	354,170	368,865
流动负债总额	146,215	154,839	144,908	143,447	141,452
短期借款	2,047	1,742	1,781	1,300	1,300
应付及预收	102,988	106,073	94,939	92,273	88,430
其他	41,180	47,025	48,188	49,874	51,723
非流动负债总额	75,346	67,081	61,059	64,059	66,059
长期借款	17,908	8,517	12,517	15,517	17,517
应付债券	8,837	7,117	7,117	7,117	7,117
其他	48,601	51,448	41,426	41,426	41,426
负债总额	221,561	221,921	205,967	207,506	207,511
股本	8,727	8,727	8,714	8,714	8,714
其他	70,609	77,970	87,068	97,264	108,729
归母权益合计	79,335	86,696	95,781	105,977	117,443
少数股东权益	33,351	35,262	37,820	40,687	43,911
负债和股东权益	334,247	343,879	339,569	354,170	368,865

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	213,958	215,691	234,711	255,541	278,375
营业成本	168,842	167,305	181,926	197,848	215,182
营业税金及附加	749	707	775	843	835
销售费用	13,410	12,485	13,379	14,515	15,728
管理费用	9,457	10,259	10,797	11,499	12,249
研发费用	8,045	8,299	9,036	9,966	10,996
财务费用	560	231	196	229	228
资产信用减值损失	-1,486	-1,575	-1,470	-1,520	-1,570
公允价值变动收益	-363	123	-222	0	0
投资收益	746	421	469	511	557
营业利润	12,905	17,428	17,998	20,132	22,628
营业外收支	246	-106	100	150	180
利润总额	13,151	17,322	18,098	20,282	22,808
所得税费用	1,940	3,044	3,077	3,448	3,877
合并净利润	11,212	14,278	15,021	16,834	18,930
少数股东损益	2,198	2,874	2,558	2,867	3,224
归母净利润	9,014	11,403	12,463	13,967	15,706
EPS (元/股)	1.03	1.31	1.43	1.60	1.80

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	27,471	26,094	18,453	24,558	26,044
合并净利润	11,212	14,278	15,021	16,834	18,930
折旧摊销	11,989	12,726	12,171	12,691	13,281
营运资金变动	1,340	-5,601	-10,713	-6,924	-8,270
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-5,737	-28,911	7,024	-10,658	-11,748
资本性开支	-6,910	-6,600	-10,354	-11,169	-12,289
投资	796	-22,177	-100	-100	-100
其他	377	-135	17,478	611	640
融资活动现金流净额	-13,029	-13,838	-10,231	-2,301	-3,414
股本融资	92	0	0	0	0
债权融资	-8,492	-8,801	-5,961	2,519	2,000
股利分配与偿付利息	-5,154	-7,983	-4,234	-4,820	-5,414
其他	525	2,946	-36	0	0
现金净增加额	8,859	-16,666	15,246	11,600	10,882
期初现金余额	62,761	71,620	54,954	70,200	81,800
期末现金余额	71,620	54,954	70,200	81,800	92,682

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	22.2%	0.8%	8.8%	8.9%	8.9%
营业利润增长率	121.2%	35.0%	3.3%	11.9%	12.4%
归母净利增长率	83.8%	26.5%	9.3%	12.1%	12.5%
获利能力					
毛利率	21.1%	22.4%	22.5%	22.6%	22.7%
净利率	5.2%	6.6%	6.4%	6.6%	6.8%
ROE	11.4%	13.2%	13.0%	13.2%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	66.3%	64.5%	60.7%	58.6%	56.3%
有息负债率	8.6%	5.1%	6.3%	6.8%	7.0%
流动比率	1.4	1.2	1.3	1.4	1.5
利息保障倍数	4.3	4.8	22.2	20.3	20.3
营运能力					
应收账款周转率	9.5	7.9	7.2	7.5	7.8
存货周转率	4.5	4.7	5.5	5.6	5.8
应付账款周转率	2.8	2.9	3.6	4.0	4.5
每股指标					
每股收益	1.03	1.31	1.43	1.60	1.80
每股净资产	9.09	9.93	10.99	12.16	13.48
每股经营现金流	3.15	2.99	2.12	2.82	2.99
估值比率					
PE	13.2	10.5	12.2	10.9	9.7
PB	1.5	1.4	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	2.1	2.1	3.3	2.8	2.3

广发汽车行业研究小组

闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013 年加入广发证券发展研究中心。

陈飞彤：资深分析师，硕士，毕业于复旦大学，2021 年加入广发证券发展研究中心。

周伟：资深分析师，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

张力月：资深分析师，硕士，毕业于香港中文大学，2021 年加入广发证券发展研究中心。

罗英：高级分析师，同济大学工程硕士，同济大学工学学士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，投资者应充分考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。