

中国重汽 (03808.HK)

重卡行业龙头，出海领域标杆

优于大市

核心观点

中国重汽H是中国重汽集团的核心上市实体。重汽集团历史悠久、出海优势强，是我国重卡行业驱动形式和功率覆盖最全的重卡企业之一。公司是重汽集团核心上市实体，背靠山东重工。公司营收、利润均处于增长态势；公司营收以卡车产品为核心，其中以重卡为主导。重汽集团产品布局广泛，渠道覆盖全球主要地区。公司承载了重汽集团重卡、轻卡核心产品及其产业链，产品销售至非洲、东南亚、澳洲、中东、拉美、欧洲等地区。

重卡行业出海趋势强，内需呈现周期性。根据中汽协批发销量口径，重卡行业近20年销量呈现周期性，周期底部、顶部在抬升。重卡行业由经济周期、产品迭代周期、政策周期等多重因素影响；重卡竞争格局稳定，五大车企集中度提升，重汽集团市占率提升。国内销量周期性更加直观，当前国四车被替代，新能源渗透率已经提升至28%以上。重卡行业出海处于增长趋势中，重汽集团占据半壁江山。

公司重卡业务海外优势强，产品谱系全。公司重卡产品包含黄河、豪沃、汕德卡三大品牌，拥有清洁能源技术平台——蓝立方。公司重卡产品覆盖牵引车、载货车、自卸车、搅拌车、专用车等全部细分领域；能源形式覆盖柴油、天然气、纯电、混动、燃料电池等；核心零部件自主可控。公司销售网络在国内做到了全面覆盖，线上、线下后市场服务网络完善。公司是重卡出海龙头企业，非洲是公司出海的优势区域，公司在当地有良好的品牌效应和销售服务网络。根据公司“十五五规划”，未来公司海外业务仍有较大增长空间，海外后市场服务仍有待深度挖掘。

轻卡拓展布局，金融服务受益于总销量增长。公司轻卡产品主要是豪沃、王牌、豪曼三大品牌，产品布局已经日趋完善。轻卡业务处于复苏趋势中，轻卡收入预计在2025年进一步增长。公司的金融服务业务主要有重汽汽金承担。金融服务业务收入和总销量与市场环境有相关性，2025年上半年平均单车收入有所下滑。

盈利预测与估值：预计公司2025-2027年营业收入分别为1068.27/1229.05/1328.27亿元，增速分别为12.4%/15.1%/8.1%；归属母公司净利润分别为65.47/79.64/88.74亿元，同比增速分别为11.76%/21.64%/11.42%，每股收益分别为2.37/2.88/3.21元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：产品销量低于预期、盈利能力低于预期的风险；国内外重卡行业竞争加剧的风险；海外地区本土政策变化的风险；不可抗力的风险等。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	85,498	95,062	106,827	122,905	132,827
(+/-%)	44.2%	11.2%	12.4%	15.1%	8.1%
归母净利润(百万元)	5318	5858	6547	7964	8874
(+/-%)	196.0%	10.2%	11.8%	21.6%	11.4%
每股收益(元)	1.93	2.12	2.37	2.88	3.21
EBIT Margin	6.4%	6.7%	7.0%	7.6%	7.8%
净资产收益率(ROE)	13.2%	14.2%	13.7%	14.3%	13.7%
市盈率(PE)	19.1	17.4	15.5	12.8	11.5
EV/EBITDA	26.7	23.8	24.1	20.4	18.9
市净率(PB)	2.53	2.47	2.13	1.83	1.58

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司深度报告

港股·港股II

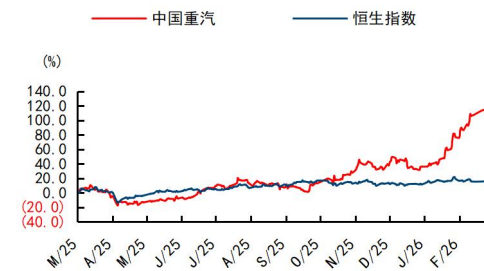
证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

证券分析师：贾济恺
021-61761026
jiajikai@guosen.com.cn
S0980524090004

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	48.86 - 55.37 港元
收盘价	41.60 港元
总市值/流通市值	114857/114857 百万港元
52周最高价/最低价	45.78/16.62 港元
近3个月日均成交额	232.89 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

中国重汽是我国重卡行业代表企业之一	5
中国重汽 H 是中国重汽集团的核心上市实体	5
公司财务：2025 前三季度营收、利润同比增长	7
公司以重卡为核心聚焦整车及其产业链	12
重卡行业出海趋势强，内需呈现周期性	13
重卡行业周期上行	13
内需市场具备周期性，政策因素有影响	14
重卡出海上行趋势中，重汽集团占比近半	17
重卡业务：海外优势强，产品谱系全	19
公司重卡业务单车收入增长	19
国内市场：产品谱系覆盖广，销售、后市场等服务体系完善	21
出海业务：重卡出海龙头，海外销量稳步增长	23
其他业务：轻卡拓宽布局，金融服务受益于总销量增长	25
轻卡业务稳步推进	25
金融业务拓宽收入生态	27
盈利预测	29
假设条件与营收测算	29
未来 3 年业绩预测	30
盈利预测情景分析	31
估值与投资建议	32
投资建议	33
风险提示	34
附表：财务预测与估值	36

图表目录

图 1: 重汽集团简介	5
图 2: 重汽集团历史沿革	6
图 3: 公司股权结构	6
图 4: 山东重工旗下品牌	7
图 5: 公司重要子公司	7
图 6: 公司近年销量	8
图 7: 公司近年重卡销量	8
图 8: 公司近年营收	8
图 9: 公司近年归母净利润	8
图 10: 重卡分部和轻卡及其他分部对外营收	9
图 11: 公司分区域营收	9
图 12: 公司毛利率	10
图 13: 公司净利润率	10
图 14: 公司期间费用	10
图 15: 公司期间费用率	10
图 16: 单车营收（万元）	11
图 17: 单车利润（万元）	11
图 18: 毛利率对比	11
图 19: 资产负债率对比	11
图 20: 存货周转率对比	11
图 21: 应收账款周转率对比	11
图 22: 重汽集团旗下产品	12
图 23: 重汽集团产品出海区域	12
图 24: 重卡行业历年批发销量（万辆）	13
图 25: 重卡行业近年月度批发销量（万辆）	14
图 26: 重卡行业历年终端销量（万辆）	15
图 27: 重卡行业主要能源形式终端销量（万辆）	16
图 28: 重卡行业终端销量新能源渗透率（万辆）	16
图 29: 卡车出海销量（万辆，含整套散件）	17
图 30: 重卡出海销量（万辆）	18
图 31: 公司财报口径重卡销量与重汽集团中汽协批发销量占比	19
图 32: 公司财报口径下重卡单车营收（万元）	20
图 33: 公司发动机业务分部营收及对外占比	20
图 34: 核心品牌——豪沃旗下重卡车型（部分）	21
图 35: 中高端黄河品牌、高端汕德卡品牌车型（部分）	22
图 36: 重汽集团新能源重卡布局	22
图 37: 国内销售网点达 1020 家	23

图 38: 后市场、仓储省级行政区全覆盖	23
图 39: 线上、线下服务网络	23
图 40: 重汽集团海重卡外销量与重卡行业海外销量	24
图 41: 重汽集团在非洲业务布局	24
图 42: 重汽集团 2025 全球合作伙伴大会	25
图 43: 重汽集团轻卡产品线	26
图 44: 轻卡及其他分部总收入	26
图 45: 轻卡销量及单车收入	27
图 46: 重汽集团金融服务业务	27
图 47: 金融服务营收与单车收入	28
图 48: 制造业出海代表企业市盈率 (TTM) 走势	32
表 1: 公司分业务营收 (亿元)	8
表 2: 重卡前五大车企批发销量 (辆)	14
表 3: 重卡前五大车企终端销量 (辆)	17
表 4: 重卡前五大车企出海销量 (辆)	18
表 5: 公司卡车业务销量及预测	29
表 6: 公司各项业务外销收入及整体毛利率预测	29
表 7: 期间费用假设	30
表 8: 投资收益与少数股东损益假设	30
表 9: 公司归母净利润预测	30
表 10: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	31
表 11: 公司与可比公司估值对比	32

中国重汽是我国重卡行业代表企业之一

中国重汽 H 是中国重汽集团的核心上市实体

中国重型汽车集团有限公司（本文以“重汽集团”代指）拥有悠久的历史，是我国重型汽车工业的代表性企业之一。重汽集团主要研发、生产、销售各种载重汽车、特种汽车、专用车及发动机、变速箱、车桥等总成和汽车零部件，拥有黄河、汕德卡、豪沃等全系列商用汽车品牌，是我国重卡行业驱动形式和功率覆盖最全的重卡企业之一。重汽集团在海外优势显著，占据了我国重卡海外销量的近一半份额。2025 年末，重汽集团在合作伙伴大会上官宣，集团重卡销量突破 30 万辆，位列全球重卡车企销量第一位。

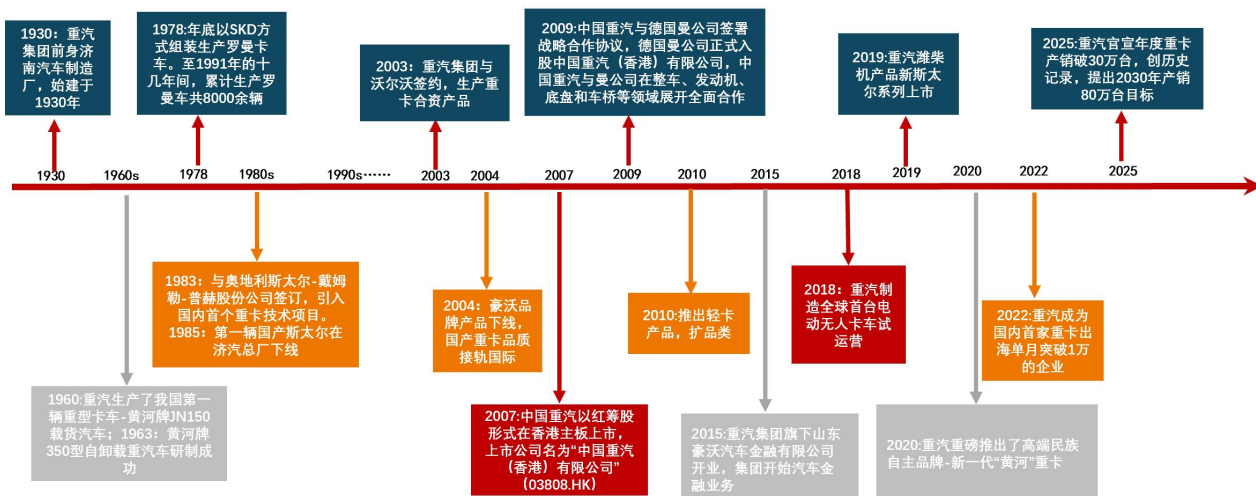
图1：重汽集团简介



资料来源：重汽集团官网，国信证券经济研究所

重汽集团历史沿革可追溯到 1930 年，2007 年以红筹股形式赴港上市。重汽集团的前身——济南汽车制造厂始建于 1930 年；1960 年，重汽生产了我国第一辆重型卡车；1978 年，重汽以 SKD 方式组装罗曼卡车，开启对外合作的进程；80 年代，重汽集团与斯太尔合作，生产合资斯太尔卡车；2003 年，重汽集团与沃尔沃卡车合作，生产合资重卡；2004 年，核心品牌“豪沃”产品下线，标志着我国重卡产品水准与国际接轨；2007 年，重汽集团赴港上市，上市实体公司为“中国重汽（香港）有限公司”，代码 3808；2009 年，重汽集团与德国曼公司合作，在股权、整车、发动机、底盘、车桥等领域全面合作；2010 年，重汽推出轻卡产品线；2019 年，重汽集团旗下新斯太尔系列上市；2020 年，重汽集团新黄河系列上市，定位自主高端品牌；2022 年，重汽集团实现单月重卡出海破 1 万台；2025 年，重汽集团全年重卡产销过 30 万台，并提出 2030 年产销 80 万台目标。

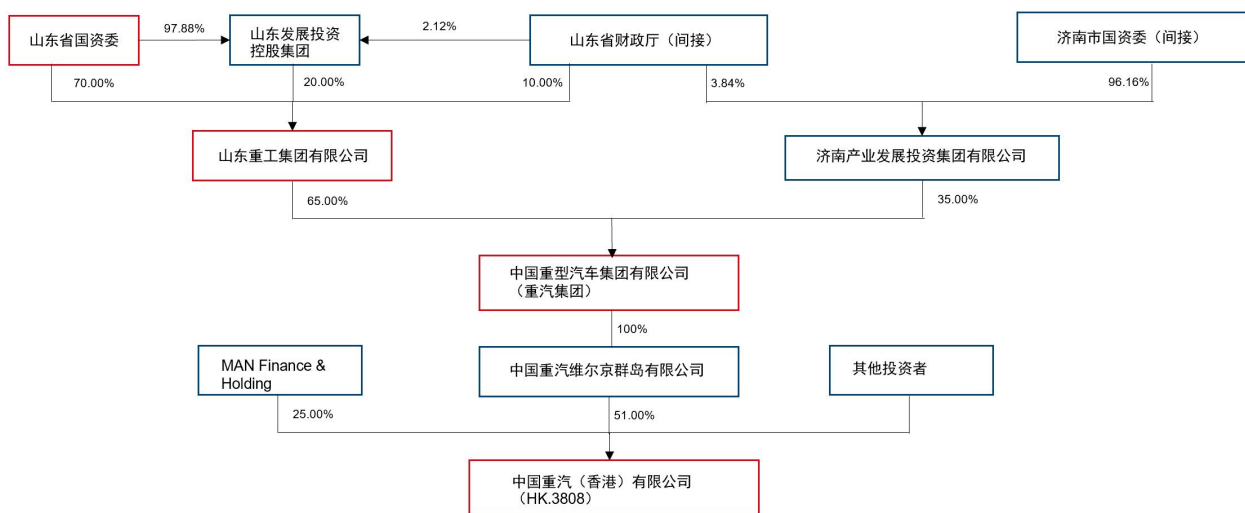
图2：重汽集团历史沿革



资料来源：重汽集团官网，国信证券经济研究所

中国重汽（香港）有限公司（03808.HK，本文以“公司”代指）是重汽集团的核心上市实体，背靠山东重工。公司是重汽集团的核心上市实体，其中51%的股权由重汽集团通过旗下维尔京群岛公司控股，此外公司的重要股东还包括德国曼公司；公司的实际控制人为山东重工集团，山东重工集团和济南产业发展投资分别持有重汽集团股份的65%和35%；山东重工集团的股东为山东省国资委和省财政厅，济南产业发展的实际股东为济南市国资委和山东省财政厅。中国重汽H以外，重汽集团旗下上市公司还有中国重汽A、中通客车。

图3：公司股权结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

注：数据截至2025年中报

山东重工实力强劲，整合潍柴系、重汽系等产业资源。山东重工旗下企业包括潍柴系公司如潍柴动力、陕重汽、雷沃、山推股份、CERES、PSI等，以及重汽系公

司重汽集团、中通客车等。山东重工凭借资源优势，推动旗下产业资源的整合与协同，在发动机、电池、核心零部件、海外布局等方面对公司有强大助力。

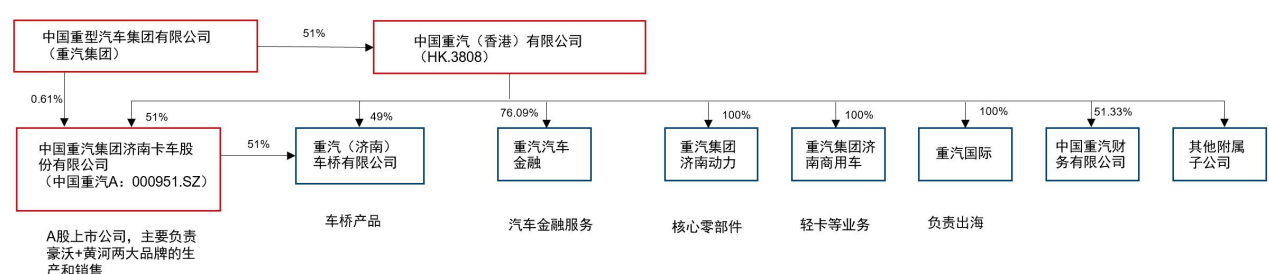
图4：山东重工旗下品牌



资料来源：山东重工官网，国信证券经济研究所

公司旗下重要分支包括中国重汽 A、重汽国际、重汽金融、重汽济南商用车等。中国重汽集团济南卡车股份有限公司（中国重汽 A，代码 000951.SZ）是公司旗下重要子公司，公司持有中国重汽 A 的 51% 股权，中国重汽 A 主要负责黄河、豪沃两大重卡品牌的生产与销售。其他重要子公司还包括：重汽车桥，负责车桥产品，由公司与中国重汽 A 联合控股；重汽金融，负责汽车金融业务；重汽济南动力，涉及发动机等核心零部件；重汽济南商用车，负责公司轻卡分部；重汽国际，负责公司出海业务。

图5：公司重要子公司

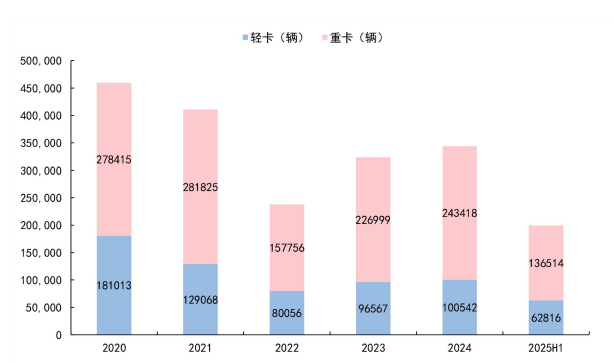


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

公司财务：2025 前三季度营收、利润同比增长

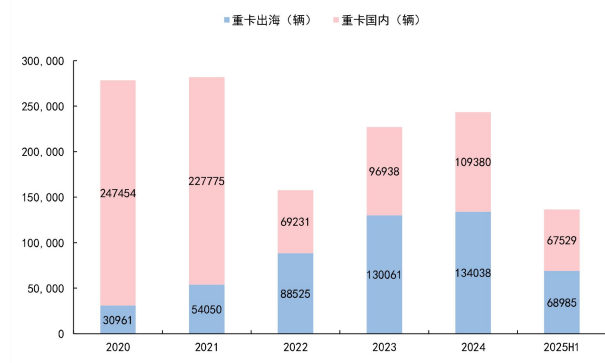
财报口径下，公司总销量重回增长趋势，重卡海外销量占比过半。根据公司财报披露口径，公司产品销量在 2022 年后维持增长态势。2024 年重卡销量 24.34 万辆，轻卡销量 10.05 万辆，2025H1 重卡销量 13.65 万辆，轻卡 6.28 万辆。重卡海外销量持续提升，又 2020 年的 3.10 万辆，增长至 2024 年 13.40 万辆。2025 年上半年，公司重卡出海 6.90 万辆，2025 年末，重汽集团官宣年内出海已突破 15 万辆。

图6: 公司近年销量



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所

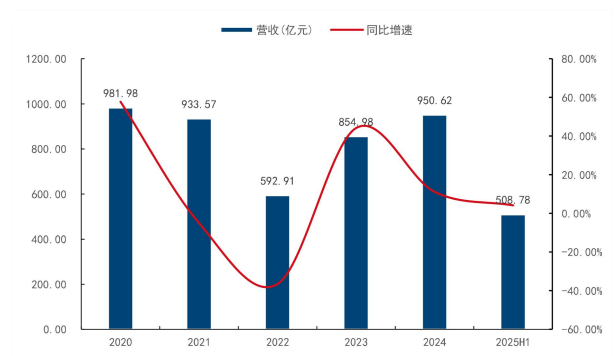
图7: 公司近年重卡销量



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所

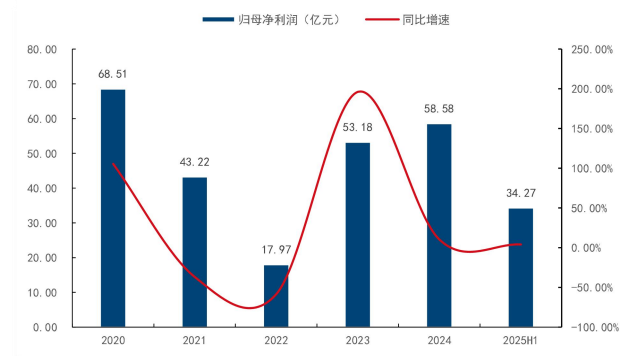
公司营收、利润均处于增长态势。2024 年公司营收 950.62 亿元, 同比增长 11.19%, 归母净利润 58.58 亿元, 同比增长 10.16%。2025 年上半年, 公司营收 508.78 亿元, 同比增长 4.21%, 归母净利润 34.27 亿元, 同比增长 4.03%。

图8: 公司近年营收



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司近年归母净利润



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

按产品拆分, 公司营收以卡车产品为核心。公司 2025 年上半年卡车收入 499.66 亿元, 金融业务收入 5.38 亿元, 发动机外销收入 3.73 亿元。近年来, 卡车业务占营收比重维持在 98%左右。

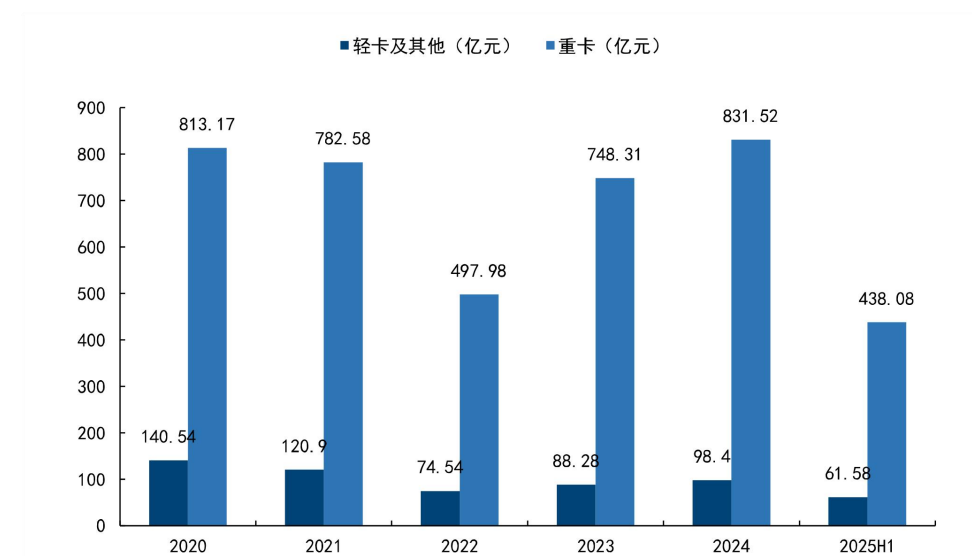
表1: 公司分业务营收 (亿元)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
卡车等整车	953.71	903.48	572.52	836.59	929.92	499.66
金融业务	13.37	17.8	12.81	12.2	13.54	5.38
发动机	14.9	12.29	7.57	6.2	7.15	3.73

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

卡车等整车业务营收中, 重卡占主导地位。2025 年 H1 轻卡分部对外营收 61.58 亿元, 重卡对外营收 438.08 亿元, 由于销量、客单价等因素, 重卡在营收中占了主导地位, 近年来重卡分部营收在总收入中占比在 87%左右。

图10: 重卡分部和轻卡及其他分部对外营收

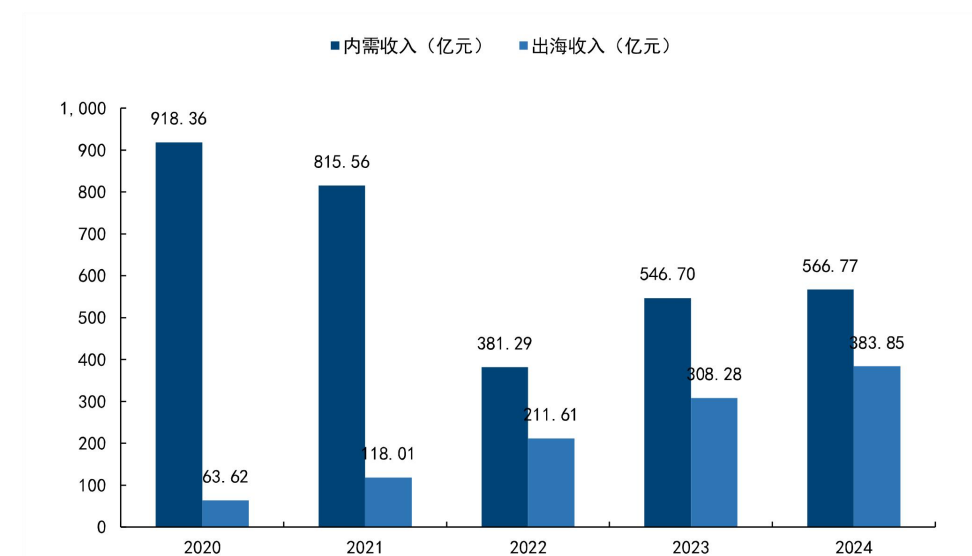


资料来源: Wind, 公司财报, 国信证券经济研究所

注: 卡车业务另有少量对内收入, 其中重卡对内占比微小, 轻卡对内收入有一定比例

按区域拆分, 海外营收已经接近国内。海外营收持续增长, 2024 年公司海外营收 383.85 亿元; 国内营收在 2022 年触底复苏, 2024 年达到了 566.77 亿元。国内外营收差值正在持续收窄。

图11: 公司分区域营收

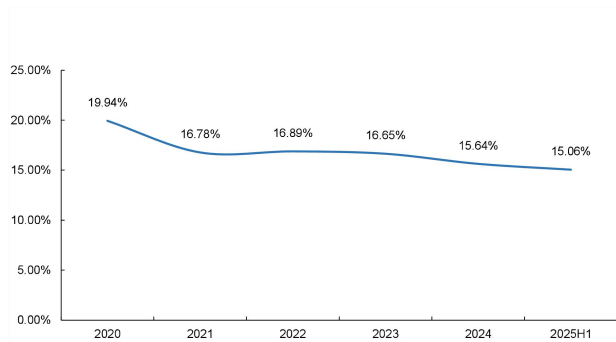


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

公司毛利率小幅下滑, 净利润率显著提升。毛利率方面, 新能源卡车占比提升, 新能源产品的盈利能力仍未达到传统能源水准, 毛利率收到一定影响, 但整体下滑幅度有限, 2025H1 毛利率为 15.06%。净利润率方面, 由于出口比例提升, 海外

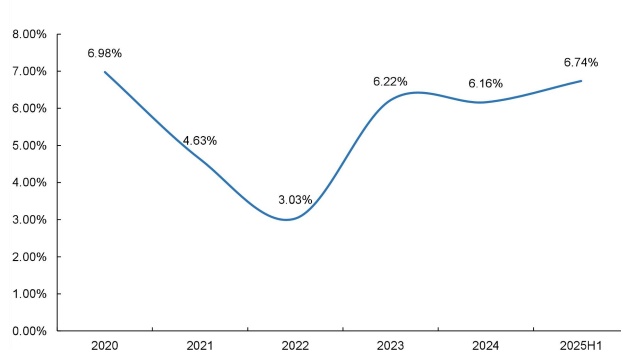
产品盈利能力强，净利润率在 2022 年后提升明显，从 2022 年的 3.03% 提升至 2025H1 的 6.74%。

图 12: 公司毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

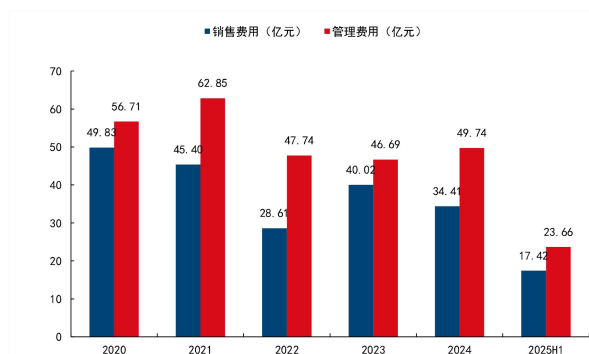
图 13: 公司净利润率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

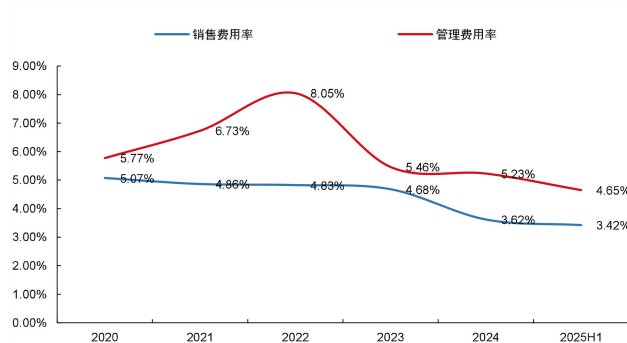
期间费用率稳步下降。公司期间费用率稳步下降，体现了良好的运营管理能力。管理费用率在 2022 年由于营收基数低，达到了近年高点 8.05%，2025H1 降至 4.65%。销售费用则持续下降，从 2020 年的 5.07% 降到了 2025H1 的 3.42%。

图 14: 公司期间费用



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

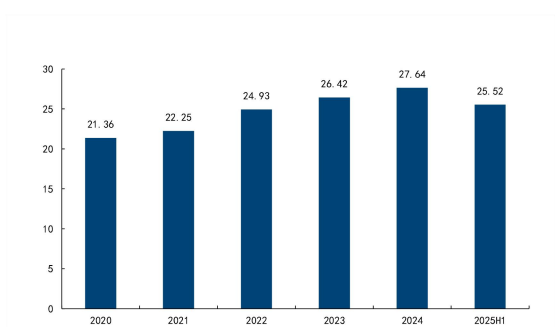
图 15: 公司期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

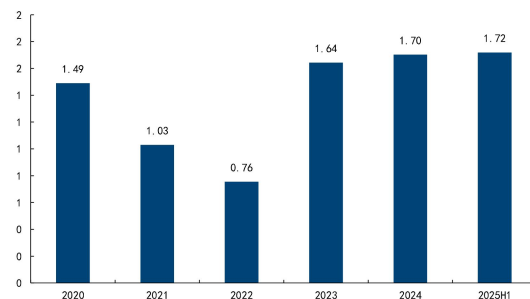
公司单车营收整体上涨，单车利润创新高。以总销量为口径，公司单车营收在 2020 年来整体呈现上升，2025 年 H1 有所下降，不同产品和不同区域的销量结构有影响。得益于出海业务的发展，单车利润迈上新台阶。

图16: 单车营收 (万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

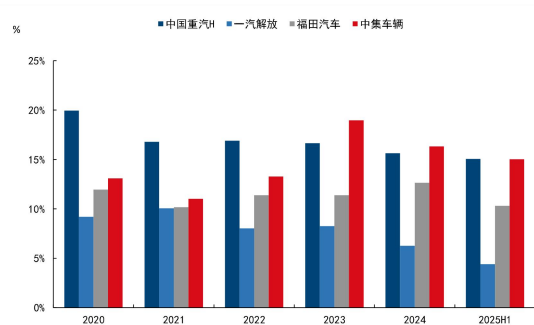
图17: 单车利润 (万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

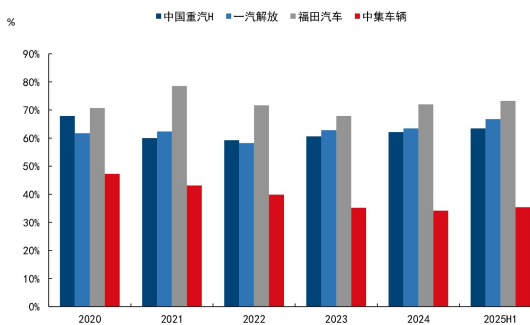
与重卡整车车企对比, 公司的毛利率、资产负债率处于较好水准。与重卡五大车企的一汽解放、福田汽车相比, 公司毛利率较高、资产负债率较低, 盈利能力和资产结构都处于较好水平。

图18: 毛利率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

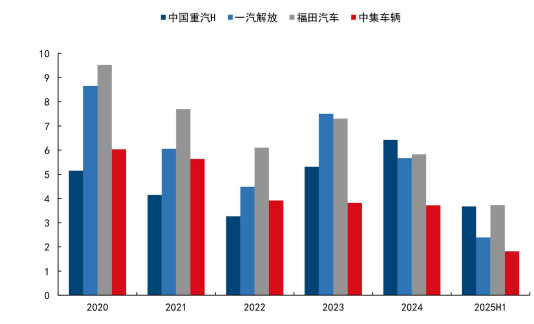
图19: 资产负债率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

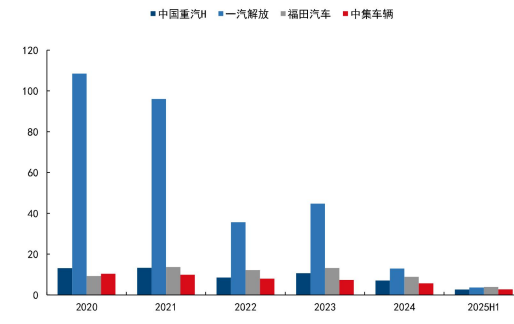
公司存货管理能力较强, 回款能力在同业中偏弱。公司存货周转率近两年在同业中处于较高水平, 展现了良好的存货管理能力; 应收账款周转率近两年在同业中偏低。

图20: 存货周转率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 应收账款周转率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司以重卡为核心聚焦整车及其产业链

重汽集团产品布局广泛，公司承载了重汽集团重卡、轻卡核心产品及其产业链。重汽集团旗下产品包括轻中重卡、客车、发动机、车桥等，以及矿卡等特种车辆。公司所覆盖的产品主要为豪沃、汕德卡、黄河等重卡产品，豪沃轻卡、豪曼、王牌等轻卡产品，覆盖业务领域包含了整车与核心零部件的生产、海内外销售、金融服务、后市场服务等。

图22：重汽集团旗下产品



资料来源：重汽集团官网，国信证券经济研究所整理

公司出海业务布局早，销售服务网络完善。公司销售服务网络已经覆盖了独联体、澳洲、东南亚、中东、南亚、非洲、美洲、欧洲等区域，产品销售至 100 多个国家。非洲、东南亚等地区采掘、基建、物流等需求增长，当地过往销售的重卡一定比例来自于欧美厂商的二手产品，公司产品在性能、经济性上都有优势。同时，得益于公司在对外合作过程中，积累的发动机技术积淀和全球认可度，公司产品在澳新、中东等地区也有较大市场，并且正在进军欧洲市场，公司在海外发达地区销售的产品包含汕德卡高端品牌，客单价和潜在利润较高。

图23：重汽集团产品出海区域



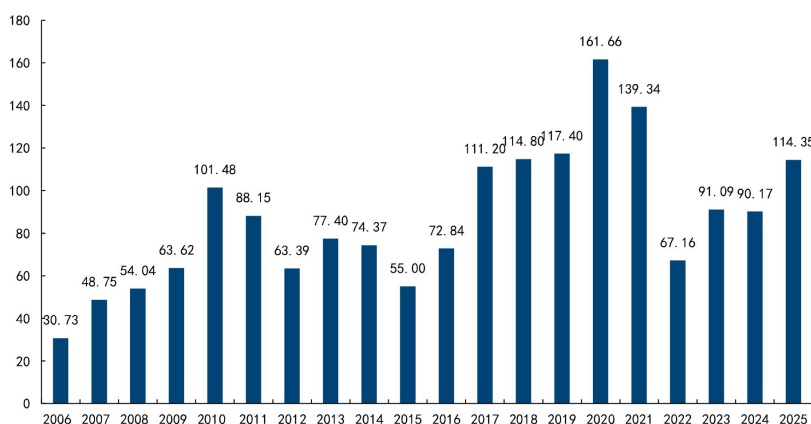
资料来源：重汽集团官网，国信证券经济研究所整理

重卡行业出海趋势强，内需呈现周期性

重卡行业周期上行

根据中汽协批发销量口径，重卡行业近 20 年销量呈现周期性，周期底部、顶部在抬升。重卡行业具备周期性，过去近 20 年中，重卡行业批发销量在 2010 年、2020 年达到了阶段顶峰，销量分别为 101.48 万辆、161.66 万辆；2006 年、2015 年、2022 年处于阶段底部，销量分别为 30.73 万辆、55 万辆、67.16 万辆。由于经济的长期增长，以及出海趋势，重卡行业在周期中也具备成长性。当前处于上行周期中，2025 年重卡行业批发销量超过了 114 万辆。

图24: 重卡行业历年批发销量（万辆）



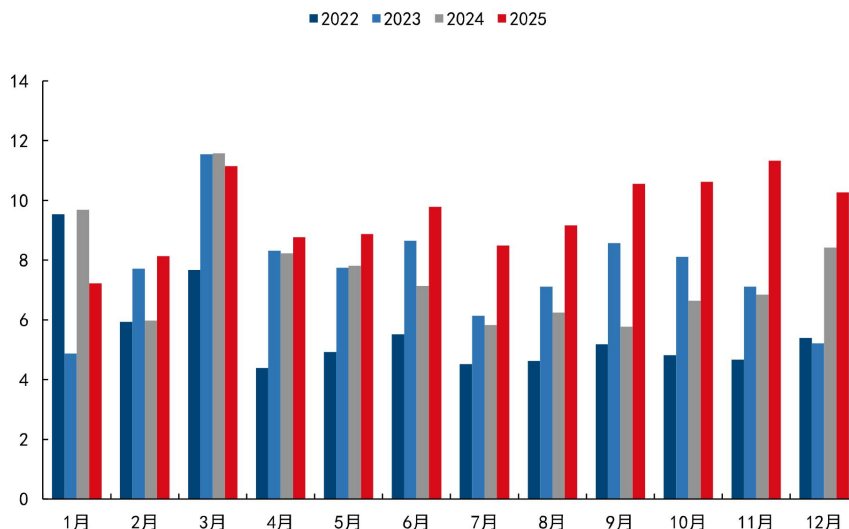
资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

长周期下，重卡行业的周期性由多重因素影响：

- 1、经济周期：地产基建影响工程车、自卸车等需求，经济景气度、消费影响牵引物流车等需求；
- 2、产品替代周期：自然替换周期，重卡产品的设计寿命一般在 10 年左右，但由于使用强度、工况等因素，自然替代通常早于设计寿命；技术替代周期，如天然气、新能源等不同形式的重卡，由于补贴、使用经济等因素会催生换车需求。
- 3、政策周期：排放政策周期，从国一到目前的国六 b，排放标准迭代加速老旧车型被替代，从而推动销量；阶段性政策影响，如严查超载的政策、以旧换新补贴政策等，带来重卡增量需求。

短周期下，重卡月度销量过往也呈现季节性波动，但目前周期性已减弱。由于国内基建地产工期、能源价格、油气价差等因素，重卡行业存在淡旺季，过往通常在春节后进入旺季，冬季进入淡季。近年，由于行业出海占比提升、新能源车趋势、工程车占比低等因素，淡旺季出现变化，年内的周期波动减弱。

图25: 重卡行业近年月度批发销量（万辆）



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

竞争格局方面，五大车企地位稳固，重汽集团占比提升。重卡行业五大车企——重汽集团、一汽解放、陕汽、东风集团、北汽福田地位稳固，前五大车企行业集中度从过去的 80%进一步提升至接近 90%。重汽集团凭借优秀的出海业务，市占率从 2020 年以前的 17%左右提升至目前的 27%左右，目前处于行业领先地位。

表2: 重卡前五大车企批发销量（辆）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
一汽解放	141526	238924	261013	275239	376389	340329	125571	184387	182808	215540
东风集团	140211	213730	217027	240618	310916	261242	126768	143405	144807	181459
中国重汽	122850	190273	189705	190915	293716	286367	158829	234229	245031	304857
陕汽集团	108060	173093	172009	177321	231203	188903	107943	149470	150285	184009
北汽福田	74936	113598	110306	85978	147460	103138	67582	88866	69819	142204
其他	140846	182359	197907	203919	256868	190895	84943	110559	108964	115506
CR5	80.66%	83.60%	82.76%	82.63%	84.11%	86.07%	87.35%	87.86%	87.92%	89.90%
重汽市占率	16.87%	17.11%	16.53%	16.26%	18.17%	20.89%	23.65%	25.71%	27.17%	26.66%

资料来源：中汽协，Marklines，国信证券经济研究所整理

内需市场具备周期性，政策因素有影响

参考重卡交强险数据，重卡的内需销量的周期性更加直观。过去两轮周期的高点为 2010 年的 87.83 万辆和 2020 年的 157.31 万辆，2025 年重卡终端销量复苏，约为 80 万辆。

内需周期复盘：

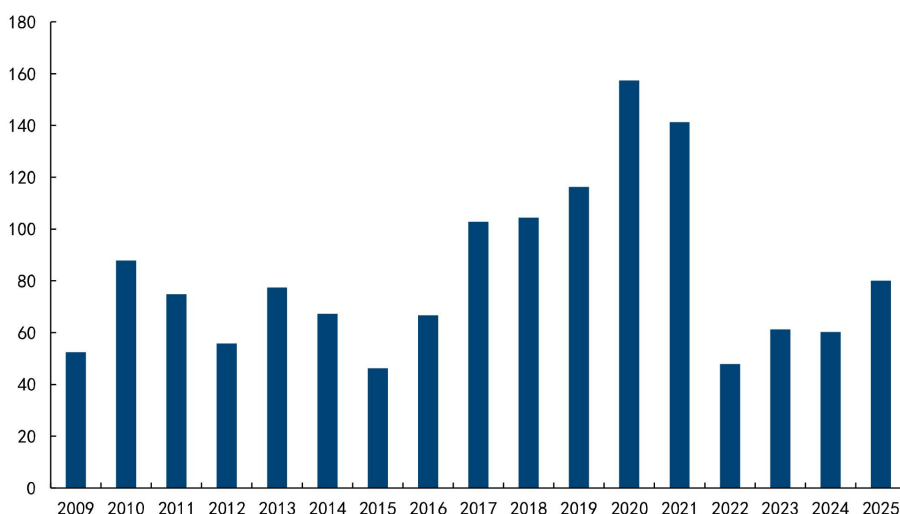
1、2010 年前后，地产基建、物流需求大，重卡终端销量较高，彼时排放政策处于国三阶段，市场积累的较高的国三车型保有量。

2、2017 年下半年，国五标准开始施行，经济发展的重卡需求和产品替代需求共振，重卡终端显著增长；2020 年，多地区陆续推出国三重卡限制行驶政策，加速

了国三车型向国五车型的迭代，推动了 2020 年成为目前为止重卡内需销量的高峰；国五政策实施时间从 2017 年持续到 2020 年，正值我国重卡内需市场繁荣的阶段，国五车型保有量估算在 400 万-500 万辆。

3、当前，传统能源重卡处于国六 b 标准，国四车型正在以旧换新政策的刺激下被加速替代，同时近年天然气重卡、新能源重卡快速增长，重卡内需在 2022 年以后开始复苏；国六 b 于 2023 年起实施至今，重卡行业预计即将进入国七阶段，届时国五保有车型有望开启全面迭代。

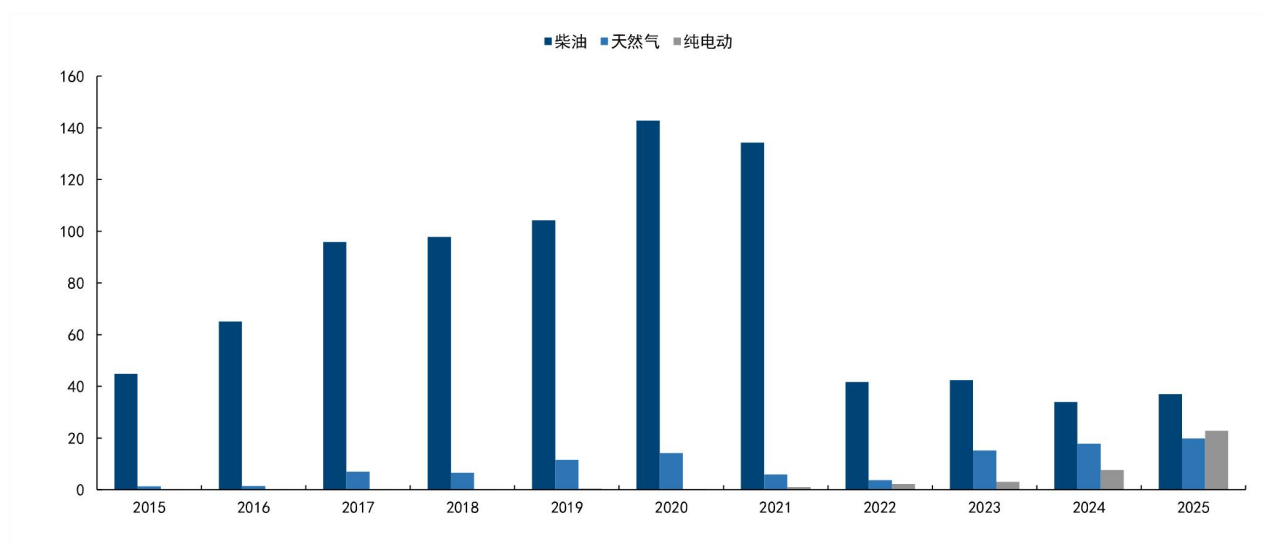
图26: 重卡行业历年终端销量（万辆）



资料来源：上险量数据，第一商用车网，卓创资讯，国信证券经济研究所整理

国内重卡主要能源形式为柴油、天然气、纯电，目前三者销量已经接近。过去柴油是重卡的主流能源形式；燃气重卡内需销量在 2022 年经历低谷后，在 2023 年大幅增长至 15 万辆以上，后续连续稳步增长至 2025 年的近 20 万辆。纯电重卡在 2024/2025 年连续高速增长，2023-2025 年销量分别为 3.0/7.7/22.8 万辆。柴油重卡目前仍是国内销量最高的品类，2025 年销量约 37 万辆。

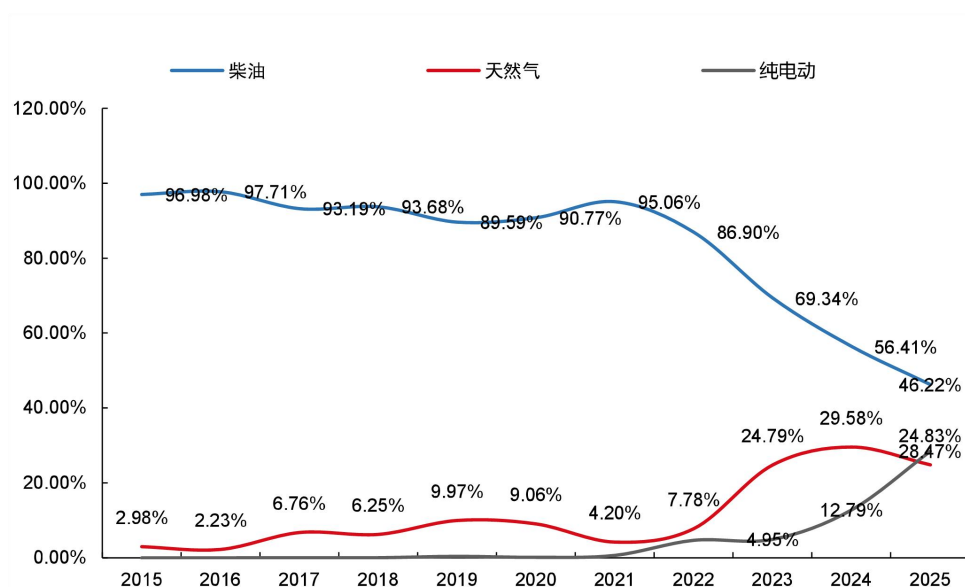
图27: 重卡行业主要能源形式终端销量（万辆）



资料来源：上险量数据，第一商用车网，卓创资讯，国信证券经济研究所整理

柴油重卡渗透率持续下降，新能源渗透率已经提升至 28%以上。由于天然气、纯电重卡的接替增长，柴油重卡渗透率在 2021 年之后连续下滑，从原来的 90%以上，下滑至 2025 年的 46.22%。天然气重卡渗透率提升之后，在 2025 年小幅下滑。新能源重卡渗透率 2025 年提升至 28.47%。

图28: 重卡行业终端销量新能源渗透率（万辆）



资料来源：上险量数据，第一商用车网，卓创资讯，国信证券经济研究所整理

注：由于数据口径四舍五入因素，计算得到的渗透率与实际渗透率存在小幅误差

重卡内需方面，五大车企同样占据市场较大份额，重汽集团在国内的市场市场份额依然有提升。国内市场，五大车企的行业市占率在 80%以上，近年小幅提升。

其中，一汽解放、东风集团处于第一梯队，重汽集团在国内市场份额同样提升，目前处于内需的第二梯队。

表3: 重卡前五大车企终端销量（辆）

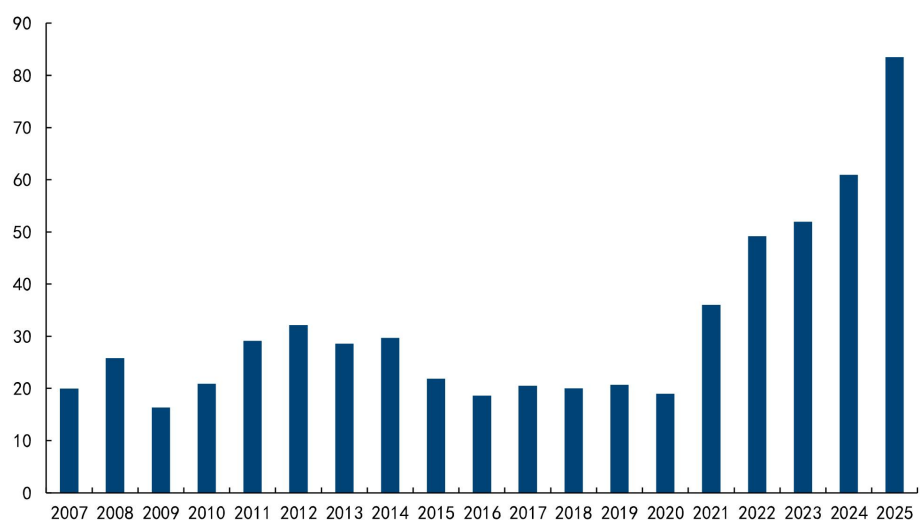
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (1-10)
总计	1163242	1573116	1412725	479245	612825	602410	639354
东风集团	251784	321313	283623	119575	143588	121981	131264
一汽解放	286200	360906	310173	102558	141551	142264	134918
中国重汽	129004	248931	240095	79765	103908	106631	110618
陕汽集团	145142	173173	157076	39864	42405	61292	72669
福田汽车	115733	159973	143153	51461	66612	62217	80896
其他	235379	308820	278605	86022	114761	108025	108989
CR5	79.77%	80.37%	80.28%	82.05%	81.27%	82.07%	82.95%
重汽市占率	11.09%	15.82%	17.00%	16.64%	16.96%	17.70%	17.30%

资料来源：上险量数据，国信证券经济研究所整理

重卡出海上行趋势中，重汽集团占比近半

根据海关总署数据，包括重卡在内的卡车出口近年蓬勃发展。卡车行业整体的出口数据在 2021 年起，快速增长。2025 年卡车出口 83.47 万辆，同比增长 36.99%。

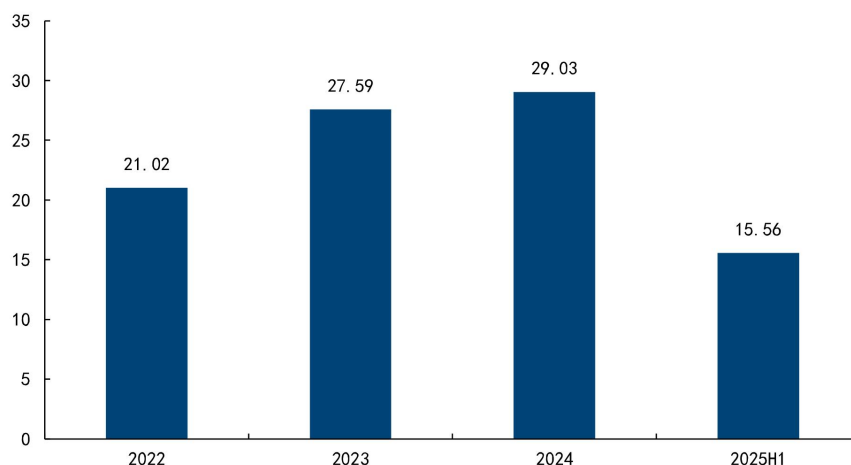
图29: 卡车出海销量（万辆，含整套散件）



资料来源：Wind，海关总署，国信证券经济研究所整理

重卡行业出海同样处于增长趋势中。重卡行业 2022 年出口 21 万辆，2024 年增长到 29 万辆以上，2025 上半年出海 15.56 万辆，全年出海超 32 万辆。

图30: 重卡出海销量（万辆）



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

重卡行业海外销量中，重汽集团占据半壁江山。重汽集团是我国重卡出海的主力企业，占据了我国重卡出海的四成以上。

表4: 重卡前五大车企出海销量（辆）

	2022	2023	2024	2025H1
一汽解放	31103	44817	55624	25171
东风汽车	12836	16390	26254	13379
中国重汽	83770	120584	118738	70208
陕西重汽	56113	56499	62860	26093
北汽福田	13811	19945	11474	13573
其他	12593	17666	15345	7158
总计	210226	275901	290295	155582
重汽占比	39.85%	43.71%	40.90%	45.13%

资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

从出海空间上看，当前我国重卡车企出海空间仍有一倍以上。

根据汽车经理人协会数据，2025 年全球重卡市场总规模稳定在 156 万辆左右，较此前 154 余万辆小幅扩容；其中中国品牌可触达市场统计销量扩大至 58 万辆，对应产值规模提升至 0.43 万亿元，从区域分布来看，独联体、非洲、东南亚依旧是中国商用车出口的核心阵地；2025 年三者合计占比达 83.2%；分区域看，欧洲市场规模按 2025 预计达 35.2 万辆，北美达 35.2 万辆，两大市场以戴姆勒、沃尔沃等欧美品牌为主，中国品牌市占率不足 2%；中东市场规模达 4.8 万辆，单车单价维持高位，中国品牌市占率已提升至 35%；非洲市场规模扩大至 9.2 万辆，中国品牌通过替代欧系二手车，市占率突破 58%。

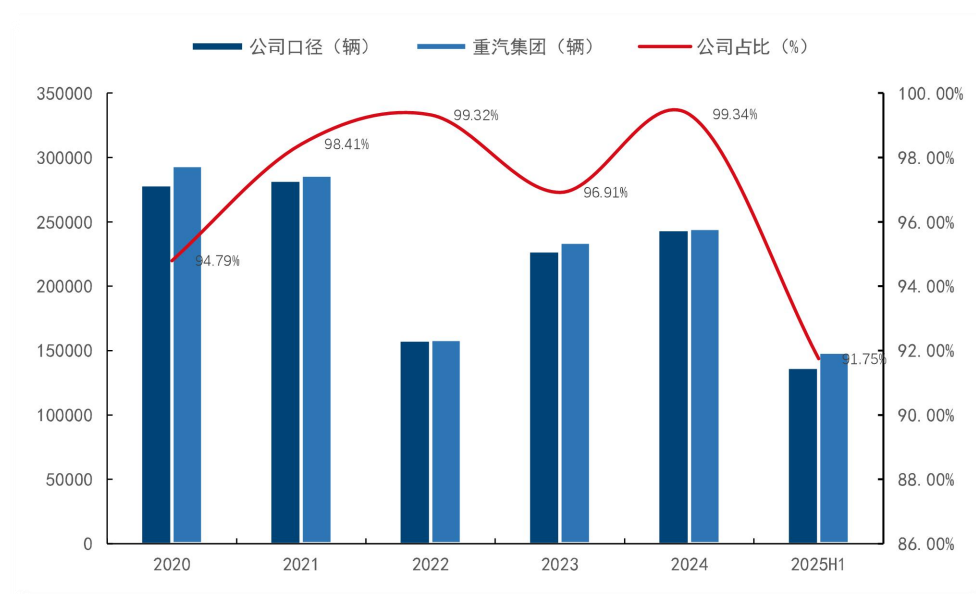
当前非洲、东南亚等地仍处于发展中阶段，叠加中国品牌对二手欧美品牌的持续替代，当地重卡市场实际需求有望进一步扩大；中国车企正在积极攻坚欧盟市场，重汽集团多款高端产品处于认证中，欧洲市场未来有望实现实质性突破。**我们认为，我国重卡出海未来的实际空间预计显著高于 60 万辆，空间仍有一倍以上，当前处于出海趋势正当时。**

重卡业务：海外优势强，产品谱系全

公司重卡业务单车收入增长

公司的重卡产品包含黄河、豪沃、汕德卡三大品牌，覆盖了重汽集团的核心产品。除了极少数的特种车辆等产品，公司体内资产涵盖了重汽集团的核心重卡产品及其产业链，公司的重卡产品线包括了黄河、豪沃、汕德卡三大品牌。对比公司财报披露的重卡销量和中汽协重汽集团批发销量，公司体内的重卡销量占了重汽集团重卡的绝大多数份额。

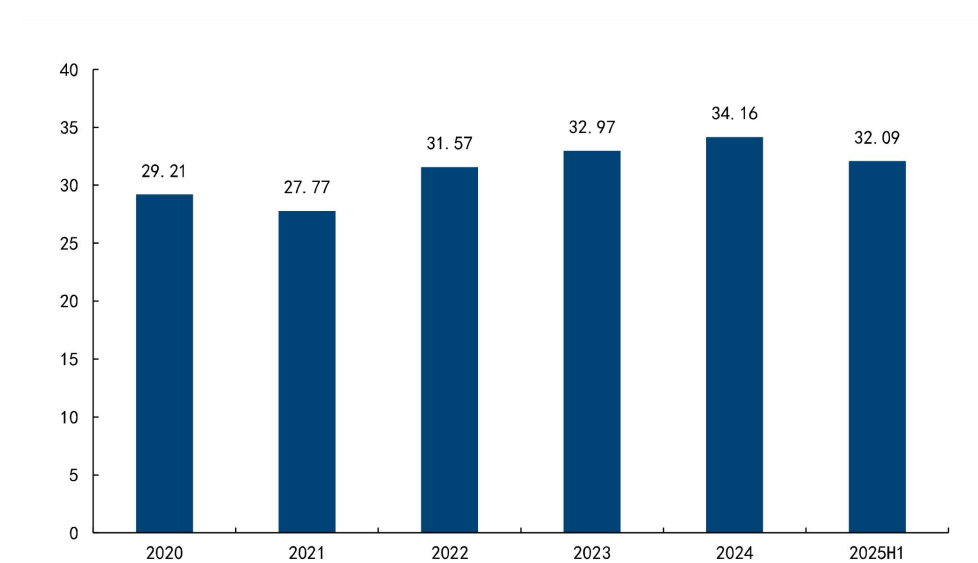
图31：公司财报口径重卡销量与重汽集团中汽协批发销量占比



资料来源：Wind，公司财报，Marklines，中汽协，国信证券经济研究所整理

随着出海业务进展，公司重卡单车营收整体上行。公司重卡单车收入由2021年的27.77万元，增长至2024年的34.16万元，2025H1有所回调。单车收入受多因素影响，出海占比、能源结构、出海区域结构都有影响。2025年公司出海区域中，非洲等地区增速较高，当地销售的产品多为中端产品。随着后续澳新、欧洲等地销售的高端产品增长，重卡单车营收有望回升。

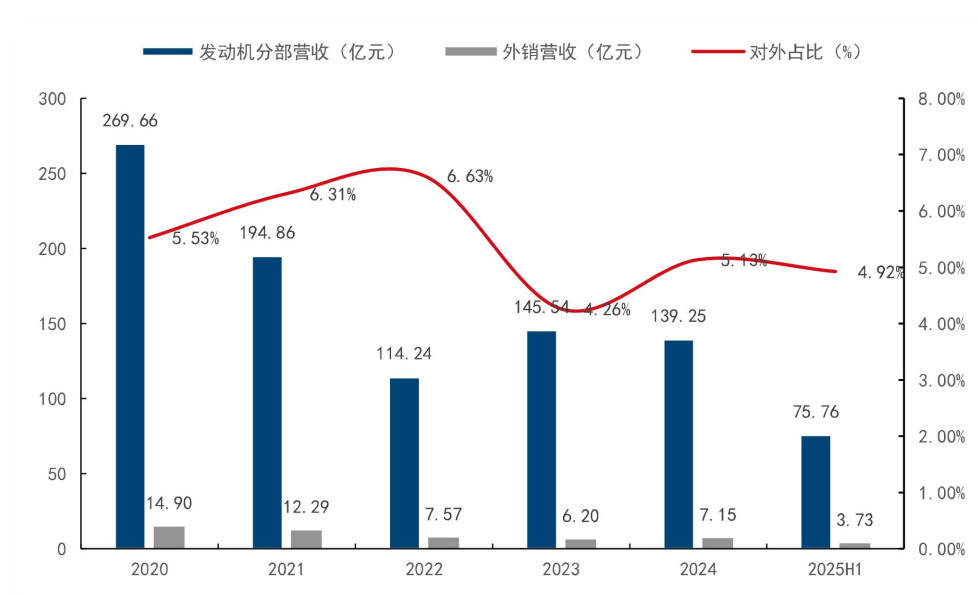
图32: 公司财报口径下重卡单车营收（万元）



资料来源：Wind，公司财报，国信证券经济研究所整理

公司发动机优势显著，发动机业务和重卡业务高度联动，发动机分部当前实际年收入在 150 亿量级，大多数自用，少量外销。公司自产发动机优势显著，发动机分部收入在 2020 年高点达到了 269.66 亿元，2025 年上半年为 75.76 亿元。发动机业务实际收入大多数以关联交易形式并入卡车业务，少部分外销，近年外销收入占发动机实际收入 5%左右。

图33: 公司发动机业务分部营收及对外占比



资料来源：公司财报，Wind，国信证券经济研究所整理

国内市场：产品谱系覆盖广，销售、后市场等服务体系完善

公司技术积淀深厚，重卡全品类、多能源形式布局。公司重卡产品覆盖牵引车、载货车、自卸车、搅拌车、专用车等全部细分领域；能源形式覆盖柴油、天然气、纯电、混动、燃料电池等；发动机自产或与潍柴合作，动力电池供应链包含宁德时代、弗迪、潍柴等头部企业，核心零部件做到了自主可控。

公司重卡主力品牌——豪沃，做到了重卡细分品系全覆盖。豪沃重卡拥有 TH7、MAX、TX7、MATE、NX 等五大系列产品，车型覆盖牵引车、载货车、等重卡全部细分领域，是目前国内产品最多、品系最全的重卡品牌。豪沃作为公司的主力品牌，车型覆盖广、经济性好，在国内外都有广阔的市场。

图34：核心品牌——豪沃旗下重卡车型（部分）



资料来源：重汽集团官网，国信证券经济研究所整理

黄河品牌定位中高端，汕德卡定位高端。汕德卡（英文名 SITRAK）是2009年重汽集团与德国曼恩公司联合创造的高端重卡品牌，在我国及全球50多个国家和地区均有销售；旗下包含C和G两个系列产品，涵盖了牵引车、载货车、工程车以及各类专用车。黄河品牌是重汽集团旗下中高端自主品牌，沿用了我国第一款重卡车型“黄河牌 JN150”的名称，旗下最新车型黄河 X7 具备高智能化。

图35：中高端黄河品牌、高端汕德卡品牌车型（部分）

中高端：黄河系列



黄河X7牵引车

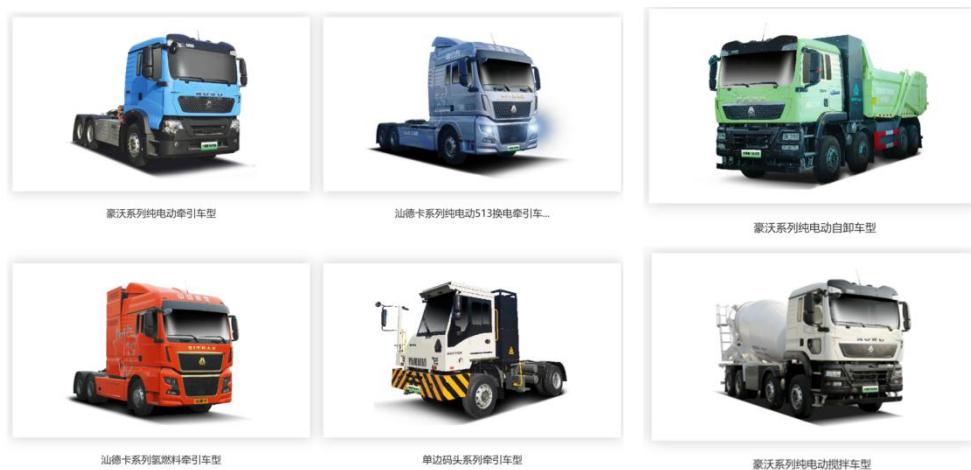
高端：汕德卡



资料来源：重汽集团官网，国信证券经济研究所整理

公司积极拥抱新能源转型，拥有清洁能源技术平台——蓝立方。公司在新能源商用车浪潮中发展，与客户共同在物流运输行业中实现新能源转型。蓝立方是公司新能源专属技术品牌。蓝立方平台兼顾纯电、混动、氢能三大动力形式，可以将新能源动力平台与公司电驱桥技术的模块化特性进行匹配，从而带来多种组合的动力解决方案。

图36：重汽集团新能源重卡布局



资料来源：重汽集团官网，国信证券经济研究所整理

销售服务方面，公司在国内做到了全面覆盖。公司在国内设有销售网点 1020 家，覆盖了各大省级行政区；后市场服务和备件仓储网络也覆盖全国。

图37：国内销售网点达 1020 家



资料来源：重汽集团官网，国信证券经济研究所整理

图38：后市场、仓储省级行政区全覆盖



资料来源：重汽集团官网，国信证券经济研究所整理

重卡使用强度大，对维修服务需求较高，公司具备完善的线上、线下服务体系。公司全国布局线下重卡服务网络超 1200 家、轻卡服务网络 900 余家、新能源服务网络超 360 家。线上运营“智慧重汽 APP”、微信服务、电话服务等，可以实现快速报修，同时储备强大的专家团队，可以线上会诊、提供维修解决方案。

图39：线上、线下服务网络

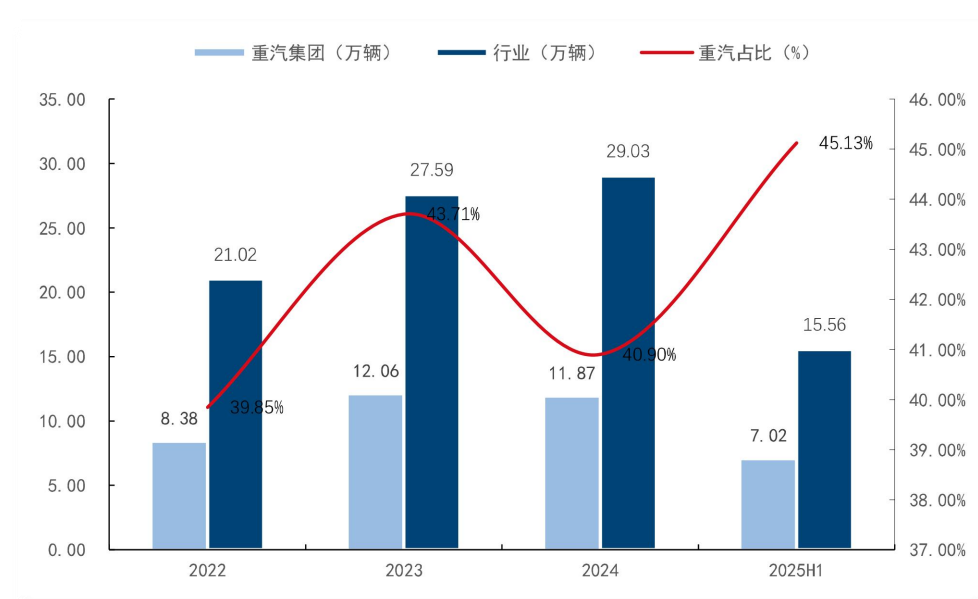


资料来源：重汽集团官网，国信证券经济研究所整理

出海业务：重卡出海龙头，海外销量稳步增长

重汽集团是我国重卡出海龙头企业，占据了我国重卡出海近一半的份额。公司海外销量跟随行业共同增长，2025 年内出海超 15 万辆。公司产品销售主要区域包括非洲、东南亚、中东、澳新、独联体国家、南美、欧洲。

图40: 重汽集团海重卡外销量与重卡行业海外销量



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

非洲是公司出海的优势区域，公司在当地有良好的品牌效应和销售服务网络。重汽集团在非洲的发展可以追溯到 20 世纪 70 年代，当时早期“黄河牌”重卡服务于坦赞铁路；2010 年后，重汽集团在非洲业务开始进一步发展；近年，随着非洲基建、矿业的发展，以及公司产品对欧美品牌的替代，公司重卡在非洲销量持续提升。目前，重汽集团已出口到非洲 54 个国家 300000 余辆重卡，是非洲重型卡车市场的第一大中国品牌。当前，公司在非洲的年销量和服务网点数量，在世界重卡品牌范围内，都具备领先地位。

图41: 重汽集团在非洲业务布局



资料来源：重汽集团非洲部官网，国信证券经济研究所整理

2025 年末，重汽集团在“2025 全球合作伙伴大会”上公布五年目标，海外市场仍有广阔发展空间。重汽集团公布五年出海目标：到 2030 年，重汽集团计划实现年出口重卡 25 万辆、轻卡 10 万辆、轻型车 5 万辆、矿卡 3000 辆，海外后市场收入目标 10 亿美元。为了实现目标，主要进行三方面升级：1、产品升级：未来 5 年研发投入超 40 亿美元，组建 8000 人研发团队，专设海外产品研发机构，攻坚

新能源（纯电、氢能、混动）与智能驾驶技术。2. 生命周期升级：在全球推动从“卖车”到提供“全生命周期解决方案”的转型，发力二手车、车队管理、融资租赁等后市场业务，争夺全球商用车行业最丰厚的利润池，开拓价值新蓝海。3. 营销体系升级：到 2030 年，重汽集团要将海外经销渠道扩展至 400 家，国际营销人员增至 2000 人，并持续扩大 KD 工厂规模，年产能达 10 万辆。

图42：重汽集团 2025 全球合作伙伴大会



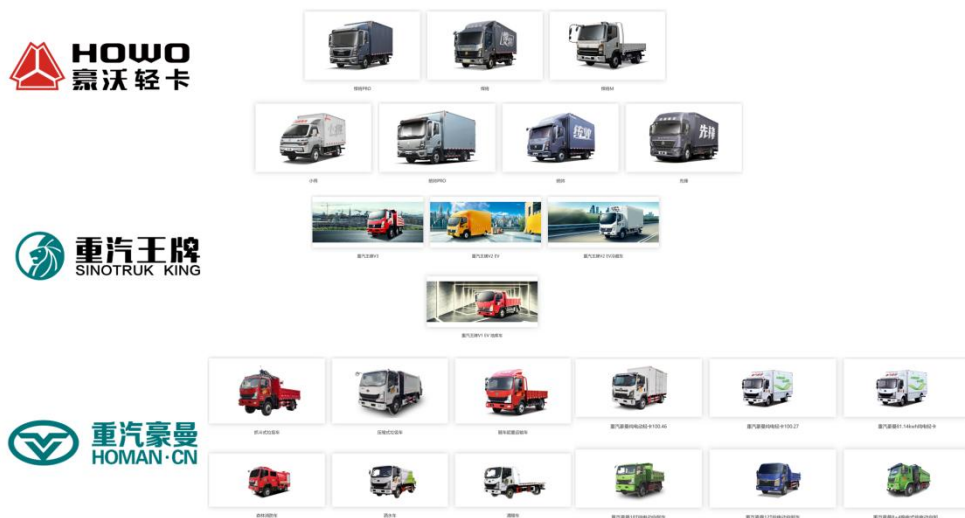
资料来源：重汽集团官网，国信证券经济研究所整理

其他业务：轻卡拓宽布局，金融服务受益于总销量增长

轻卡业务稳步推进

公司轻卡产品主要是豪沃、王牌、豪曼三大品牌，产品布局已经日趋完善。豪沃轻卡主要包含悍将、统帅两大产品系列，深度覆盖冷链、绿通、快递快运等多个运输场景，其中悍将系列主打高性价比，统帅系列产品整合欧洲卡车技术打造轻卡产品线。重汽王牌是重汽集团成都商用车公司为工程建设、物流运输打造的中高端轻卡品牌，拥有 V1、V2、V3 三大产品系列，涵盖自卸车、载货车、纯电动、氢燃料、混合动力以及各类专用车。豪曼品牌创立于 2010 年，产品覆盖载货车、自卸车、专用车、新能源等多个种类，具有高可靠性，高经济性、高舒适性、高安全性、高智能性等特点。伴随重汽集团全球化发展，公司的轻卡产品同样乘上了出海趋势，公司轻卡销往中国及全球 110 多个国家，形成公司新的增长极。

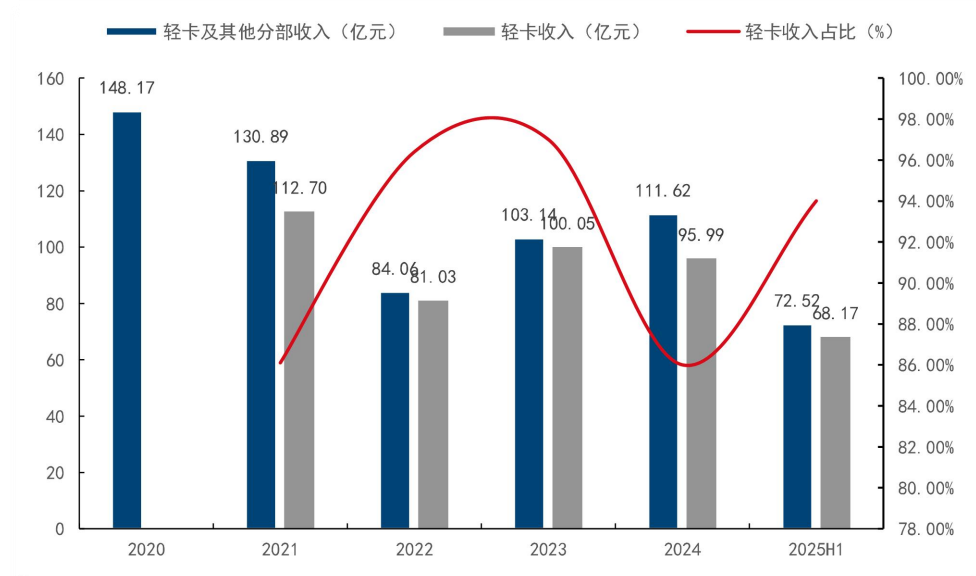
图43: 重汽集团轻卡产品线



资料来源: 重汽集团官网, 国信证券经济研究所整理

轻卡业务跟随重卡处于复苏趋势中，轻卡收入预计在 2025 年进一步增长。公司财报披露的轻卡及其他分部中，轻卡贡献了绝大多数收入，近年轻卡收入在非重卡整车收入中占比在 86-97%。2023-2024 年，公司轻卡收入在 100 亿左右，2025 年上半年轻卡收入达到了 68.17 亿元，预计 2025 全年轻卡收入迈上新台阶。

图44: 轻卡及其他分部总收入



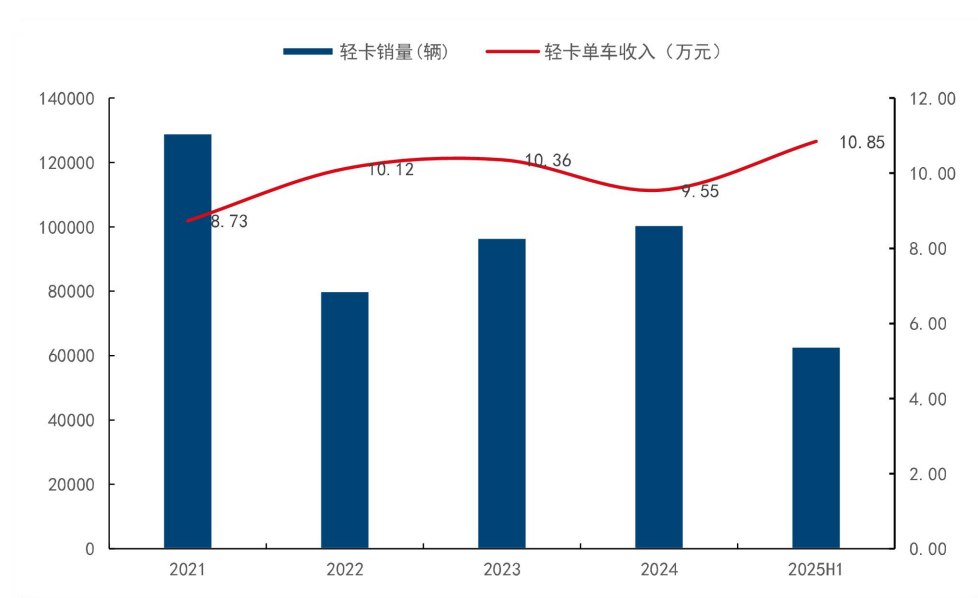
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

注: 该收入包含了对外与对内收入

公司轻卡单车营收在 2025 年上升。公司轻卡的单车收入在 2022-2023 年上升，但是在 2024 年有所下降，为 9.55 万元；2025 年上半年，公司轻卡单车收入达到了 10.85 万元，同比上涨 13.6%。随着轻卡业务同步出海，预计未来轻卡单车收入进

一步提升。

图45: 轻卡销量及单车收入



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

金融业务拓宽收入生态

公司的金融服务业务主要有重汽汽金承担。重汽汽车金融有限公司（“重汽汽金”）成立于2015年9月18日，主要职能是向购车终端用户提供汽车贷款（含二手车）、融资租赁等金融服务，以及向经销商提供抵质押业务、库存车辆周转贷款等金融服务。重汽汽金与近千家经销商建立了合作关系，金融服务网络覆盖全国。

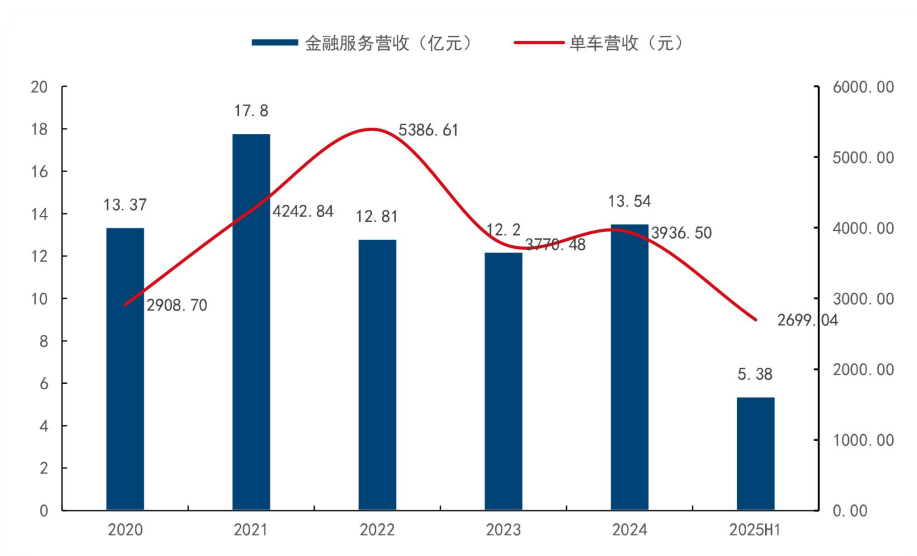
图46: 重汽集团金融服务业务



资料来源：重汽集团官网，国信证券经济研究所整理

金融服务业务收入和总销量与市场环境有相关性，2025 年上半年平均单车收入有所下滑。公司产品销量、金融政策、利率环境都会影响金融服务业务收入，2021 年，公司金融服务业务达到近年来高点 17.8 亿元，2025 年上半年，金融服务业务收入为 5.38 亿元。金融服务单车收入有所下滑，2025 年上半年为 2699.04 元。

图47：金融服务营收与单车收入



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设条件与营收测算

我们的盈利预测基于以下假设条件：

按假设前提，我们预计公司 2025–2027 年，归属母公司净利润分别为 65.47/79.64/88.74 亿元，每股收益分别为 2.37/2.88/3.21 元。

重卡海外销量：假设持续增长，2025 年销量在 15 万辆量级，2026/2027 年保持两位数增长，2027 年增速有所放缓，2026/2027 年海外销量分别达到 17.40/19.49 万辆。

重卡国内销量：2026 年，新能源重卡趋势及国四替换持续，预计行业销量持平微升，公司国内市占率稳步提升，销量有一定增长；2027 年，行业处于国七过渡阶段，预计行业销量持平，公司市占率微升，假设 2025/2026/2027 年公司国内销量分别为 13.85/14.70/14.88 万辆。

轻卡及其他整车：轻卡行业过往低迷，预计轻卡国内市场和公司市占率均企稳，出海贡献增量销量。

表5：公司卡车业务销量及预测

销量（万辆）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
公司重卡销量	22.70	24.34	28.85	32.10	34.36
国内	9.69	10.94	13.85	14.70	14.88
海外	13.01	13.40	15.00	17.40	19.49
轻卡等整车销量	9.66	10.05	12.49	13.58	15.35

资料来源：公司财报，Marklines，国信证券经济研究所整理及预测

营收及毛利方面：

1、预计 2025–2027 年重卡业务营收分别为 928.80/1063.62/1134.93 亿元，重卡产品之间盈利存在差异，随着出海占比提升以及新能源车型盈利改善，预计重卡毛利率小幅提升。

2、预计 2025–2027 年轻卡业务营收分别为 116.67/137.77/160.27 亿元，盈利能力相对稳定。

3、假设金融服务营收增速与重卡销量一致；发动机业务营收中外销占比较低，假设外销收入延续增长惯性，维持两位数增长。假设金融服务、发动机盈利能力保持稳定。

表6：公司各项业务外销收入及整体毛利率预测

分部收入（亿元人民币）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
卡车分部收入	836.59	929.92	1045.47	1201.39	1295.21
重卡	748.31	831.52	928.80	1063.62	1134.93
轻卡及其他	88.28	98.40	116.67	137.77	160.27
发动机	6.20	7.15	7.65	9.21	10.32
金融服务	12.20	13.54	15.15	18.45	22.75
整体毛利率（%）	16.65%	15.64%	15.26%	15.57%	15.73%

资料来源：公司财报，Wind，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，预计 2025–2027 年，公司营收分别为 1068.27/1229.05/1328.27 亿元，增速分别为 12.4%/15.1%/8.1%，毛利率分别为 15.26%/15.57%/15.73%。

未来 3 年业绩预测

公司目前运营稳定，研发、渠道、管理日趋完善，随着后续海外新市场的持续开拓，以及对海外后市场服务的建设，预计销售费用、管理费用仍有小幅增长，期间费用率维持在低位。

表7: 期间费用假设

费用假设（亿元人民币）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用	40.02	34.41	37.39	41.79	45.16
销售费用率（%）	4.68%	3.62%	3.50%	3.40%	3.40%
管理费用	47.35	50.12	50.74	55.84	60.30
管理费用率（%）	5.54%	5.27%	4.75%	4.54%	4.54%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

注：上述管理费用包含研发相关费用，剔除无形资产摊销

公司投资收益、少数股东权益涉及联营公司情况，预计增速分别和公司营收与税前利润增速保持一致。

表8: 投资收益与少数股东损益假设

单位：亿元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
投资收益	1.11	1.30	1.46	1.68	1.81
少数股东损益	5.09	8.30	9.40	11.43	12.73

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

综上，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 1068.27/1229.05/1328.27 亿元，增速分别为 12.4%/15.1%/8.1%；归属母公司净利润分别为 65.47/79.64/88.74 亿元，同比增速分别为 11.76%/21.64%/11.42%，每股收益分别为 2.37/2.88/3.21 元。

表9: 公司归母净利润预测

单位：百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	85498	95062	106827	122905	132827
营业成本	71263	80196	90520	103773	111934
销售费用	4002	3441	3739	4179	4516
管理费用	4735	5012	5074	5584	6030
财务费用	284	193	469	633	420
营业利润	6883	7780	8808	10714	11938
利润总额	6883	7780	8808	10714	11938
所得税费用	1056	1092	1321	1607	1791
少数股东损益	509	830	940	1143	1273
归属于母公司净利润	5318	5858	6547	7964	8874
每股收益(元人民币)	1.93	2.12	2.37	2.88	3.21
ROE (%)	13.21%	14.23%	13.72%	14.31%	13.75%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测情景分析

表10: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	85,498	95,062	107,415	124,390	134,934
(+/-%)	44.2%	11.2%	13.0%	15.8%	8.5%
净利润(百万元)	5318	5858	10406	12544	13968
(+/-%)	196.0%	10.2%	77.6%	20.5%	11.4%
摊薄 EPS	1.93	2.12	3.77	4.54	5.06
中性预测					
营业收入(百万元)	85,498	95,062	106,827	122,905	132,827
(+/-%)	44.2%	11.2%	12.4%	15.1%	8.1%
净利润(百万元)	5318	5858	6547	7964	8874
(+/-%)	196.0%	10.2%	11.8%	21.6%	11.4%
摊薄 EPS(元)	1.93	2.12	2.37	2.88	3.21
悲观的预测					
营业收入(百万元)	85,498	95,062	106,238	121,429	130,742
(+/-%)	44.2%	11.2%	11.8%	14.3%	7.7%
净利润(百万元)	5318	5858	2806	3581	3986
(+/-%)	196.0%	10.2%	-52.1%	27.6%	11.3%
摊薄 EPS	1.93	2.12	1.02	1.30	1.44
总股本（百万股）	2761	2761	2761	2761	2761

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 48.86-55.37 港元, 给予“优于大市”评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用相对估值法估算公司的合理价值区间。

选取两类公司作为对比:

1、卡车行业可比公司: 选取发动机+整车代表企业潍柴动力(控股陕汽集团), 与公司同为重卡五大车企的一汽解放、福田汽车, 核心产品为半挂车的中集车辆。

2、制造业出海标杆企业: 选取工程机械行业的三一重工(对标重卡工程车、自卸车)、客车行业的宇通客车(同为商用车品类)、货运设备中集集团(对标重卡牵引车)。

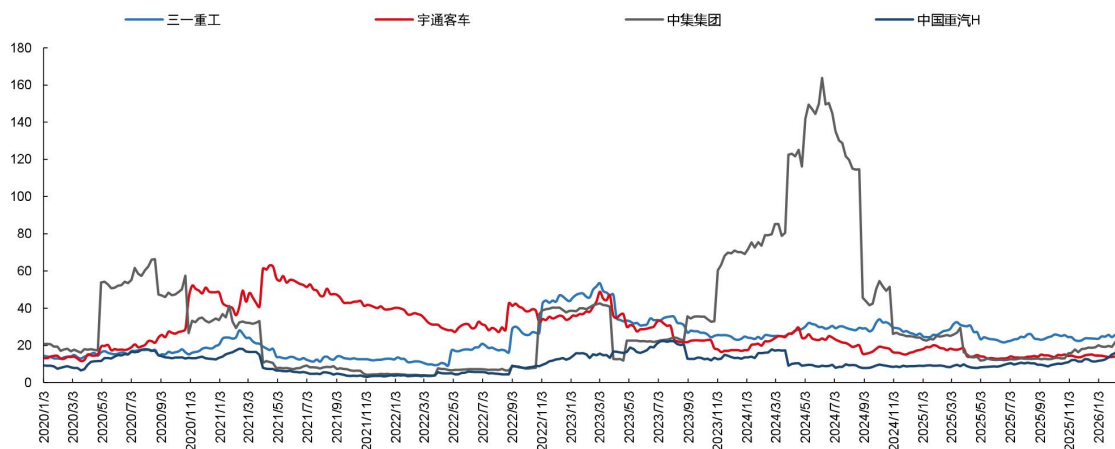
表11: 公司与可比公司估值对比

			营收(亿元)			归母净利润(亿元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
000338.SZ	潍柴动力	2546.11	2328.39	2488.03	2647.90	124.87	143.01	158.69	20.39	17.80	16.04
000800.SZ	一汽解放	341.04	626.39	706.34	771.29	6.13	14.27	16.16	55.67	23.89	21.10
600166.SH	福田汽车	254.15	575.97	639.28	712.83	13.56	18.55	23.99	18.75	13.70	10.60
301039.SZ	中集车辆	190.04	212.11	241.04	273.17	10.07	13.29	17.32	18.88	14.30	10.97
	平均值								28.42	17.42	14.68
	中位数								19.63	16.05	13.51
600031.SH	三一重工	2147.03	894.57	1027.16	1173.73	87.18	110.77	134.73	24.63	19.38	15.94
600066.SH	宇通客车	657.32	427.73	482.68	541.23	49.06	57.08	65.60	13.40	11.52	10.02
000039.SZ	中集集团	729.07	1701.40	1824.61	1977.23	29.09	38.17	46.41	25.06	19.10	15.71
	平均值								21.03	16.67	13.89
	中位数								24.63	19.10	15.71
3808.HK	中国重汽	1017.14	1068.27	1229.05	1328.27	65.47	79.64	88.74	15.53	12.77	11.46

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

注: 估值日期为 2026 年 2 月 26 日, 可比公司采用万得一致预期; 参考估值日当天汇率, 港元兑人民币为 0.88557

图48: 制造业出海代表企业市盈率(TTM)走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

可比公司估值方面, 重卡行业可比公司 2026 年 PE 平均数为 17.42 倍, 中位数为

16.05 倍；制造业出海标杆企业 2026 年 PE 平均数为 16.67 倍，中位数 19.10 倍。

公司与可比公司当前 PE 有以下特征：

- 1、相比于制造业其他子行业标杆企业，重卡行业估值目前普遍偏低，除一汽解放外，公司在内的重卡整车厂整体估值较低；
- 2、三一重工、中集集团产品需求场景与重卡有相通，二者 2026 年 PE 分别为 19.38 倍、19.10 倍；
- 3、公司估值相对重卡其他车企以及制造业出海标杆企业均处于低估状态。

关于公司的合理估值，应考虑以下因素：

- 1、重卡行业尽管具备周期性，但长期看，周期中仍有成长性；当前出海趋势强，外需增长确定性高；内需销量正在经历弱复苏，未来新的排放政策落地，大量的替换需求有望推动重卡内需走向强复苏；因此，重卡行业当前有望迎来整体的估值提升。
- 2、公司是重汽集团的核心上市实体，公司旗下资产包含了中国重汽 A，此外还有汕德卡品牌、轻卡品类、重汽国际、核心零部件等；公司作为港股上市红筹股，在 A+H 市场均具备稀缺性。
- 3、公司作为重卡整车龙头车企，估值在同业中却被低估。公司当前批发销量市占率已跃升至同业第一，出口市占率在高基数同时仍有提升，内需市占率持续上升；公司的合理估值应当处于同业较高水平。

投资建议

综合上述因素，我们给予公司 2026 年 PE 15-17 倍，公司 2026 年合理市值为 1195-1354 亿元人民币，参考估值日汇率，对应股价为 48.86-55.37 港元，上涨空间为 17.45%-33.11%。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了相对估值方法,选取了重卡行业可比公司以及制造业出海标杆企业的2026年PE区间做参考,对公司2026年市值做估值。公司2026年市值合理估值区间在1195-1354亿元人民币,对应15-17倍PE。可能未充分考虑市场风险及该行业整体估值进一步下行的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来3年收入增速分别为12.4%/15.1%/8.1%,可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来3年毛利率分别为15.26%/15.57%/15.73%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司期间费用率预计保持低位,存在费用提升的可能,导致对公司净利润的预测值高于预期。
- ◆ 我们假设少数股东损益的增速与公司税前利润增速一致,可能由于业务结构变化过大,导致少数股东相关业务占比变化明显,从而导致少数股东损益的波动和公司业务的波动偏移较大。

经营风险

海外业务经营的风险: 公司海外业务受到较多因素干扰,有利润不及预期的可能。

海外业务结构变化的风险: 公司不同区域之前的产品单车营收、利润均有差异,可能由于海外销量结构变化,导致单车营收、利润发生波动。

海外库存的风险: 公司业务与海内外经销商合作密切,涉及渠道库存问题,如果库存过高可能导致后续销售乏力,导致销量不及预期。

市场需求的风险

国内重卡需求降低的风险: 国内重卡“以旧换新补贴”和“转让置换补贴”等多重政策刺激下,2025年整体内需有望显著增长。2026年补贴政策延续,但2027年仍有不确定性。

海外经济的风险: 目前海外几个主要区域经济、基建处于发展中,不排除需求放缓的可能,从而影响重卡产品的需求。

海外需求饱和的风险: 部分出口的地区未来可能面临需求饱和,或品牌市占率遇到瓶颈。

竞争加剧的风险

国内市场竞争进一步加剧的风险: 国内竞争格局稳定,五大车企集中度提升,公司市占率提升,新能源趋势下,不排除新进入者加剧市场竞争的风险。

海外市场竞争加剧的风险：公司海外业务处于行业领先地位，友商积极推动出海的环境下，公司出口占比依然稳中有进，但无法排除未来出口份额见顶的风险。

政策风险

国内政策的风险：重卡内需受排放政策影响，国七落地时间、普及速度、国五替代政策的推动节奏和力度等多重因素，影响重卡内需销量。

海外关税政策的风险：目前海外多数地区关税政策落地，但不排除未来关税政策进一步收紧的可能。

技术风险

技术被赶超的风险：公司的发动机技术具备优势，但友商也通过合资等方式承接先进的发动机技术。

技术被替代的风险：新能源趋势下，传统燃油、天然气发动机的技术壁垒可能会被弯道超车；公司具备自研新能源技术平台，且依托山东重工资源，可实现新能源重卡核心零部件自主可控，但技术、成本的竞争力需要时间验证。

其它风险

不可抗力风险：公司业务覆盖区域广，海外地区地缘政治、自然灾害等因素会对公司展业造成影响。

成本上涨风险：大宗商品等原材料价格上涨可能导致公司成本上升。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	15252	11956	38780	39483	38555	营业收入	85498	95062	106827	122905	132827
应收款项	26527	34507	39017	42546	47570	营业成本	71263	80196	90520	103773	111934
存货净额	13338	11640	13173	15126	16322	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	4934	6879	7359	8151	9190	销售费用	4002	3441	3739	4179	4516
流动资产合计	87067	90427	123775	135841	148279	管理费用	4735	5012	5074	5584	6030
固定资产	15823	15424	15602	15977	16075	财务费用	284	193	469	633	420
无形资产及其他	230	211	158	106	53	投资收益	111	130	146	168	181
投资性房地产	10588	15682	15682	15682	15682	资产减值及公允价值变动	171	(256)	(168)	(85)	(170)
长期股权投资	8078	8032	10710	12618	14131	其他收入	1386	1687	1806	1894	2000
资产总计	121785	129777	165927	180224	194220	营业利润	6883	7780	8808	10714	11938
短期借款及交易性金融负债	4907	5232	23401	16877	12732	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	47308	53901	61579	69963	75791	利润总额	6883	7780	8808	10714	11938
其他流动负债	20315	19921	22370	25608	27635	所得税费用	1056	1092	1321	1607	1791
流动负债合计	72530	79055	107350	112447	116159	少数股东损益	509	830	940	1143	1273
长期借款及应付债券	142	466	466	466	466	归属于母公司净利润	5318	5858	6547	7964	8874
其他长期负债	1153	1104	1472	1565	1702						
长期负债合计	1295	1570	1938	2030	2167	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	73825	80625	109288	114477	118326	净利润	5318	5858	6547	7964	8874
少数股东权益	7688	7992	8931	10074	11348	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	40272	41161	47708	55672	64546	折旧摊销	1572	1798	1806	1894	2000
负债和股东权益总计	121785	129777	165927	180224	194220	公允价值变动损失	(171)	256	168	85	170
						财务费用	284	193	469	633	420
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	2787	(7171)	3971	5439	734
每股收益	1.93	2.12	2.37	2.88	3.21	其它	509	830	940	1143	1273
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	10016	1572	13432	16525	13051
每股净资产	14.59	14.91	17.28	20.16	23.38	资本开支	0	(1105)	(2099)	(2301)	(2214)
ROIC	11%	12%	14%	19%	23%	其它投资现金流	(5606)	1571	0	(5089)	(6107)
ROE	13%	14%	14%	14%	14%	投资活动现金流	(8699)	512	(4776)	(9298)	(9835)
毛利率	17%	16%	15%	16%	16%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	7%	7%	8%	8%	负债净变化	142	324	0	0	0
EBITDA Margin	8%	9%	9%	9%	9%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	44%	11%	12%	15%	8%	其它融资现金流	(1610)	(6027)	18169	(6524)	(4145)
净利润增长率	196%	10%	12%	22%	11%	融资活动现金流	(1327)	(5379)	18169	(6524)	(4145)
资产负债率	67%	68%	71%	69%	67%	现金净变动	(11)	(3296)	26825	703	(928)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	15262	15252	11956	38780	39483
P/E	19.1	17.4	15.5	12.8	11.5	货币资金的期末余额	15252	11956	38780	39483	38555
P/B	2.5	2.5	2.1	1.8	1.6	企业自由现金流	0	(965)	10048	12998	9315
EV/EBITDA	27	24	24	20	19	权益自由现金流	0	(6834)	27818	5935	4813

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。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口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032