

重卡行业专题

海外市场空间广阔，出海景气有望长期延续

优于大市

核心观点

出海趋势下，重卡行业成长性显现。我国重卡销量处于新一轮增长期，重卡出海呈现蓬勃发展态势。销量结构上，牵引车占比提升，重卡底盘占比下降，反映了我国重卡市场从基建驱动转向了物流驱动。重卡内需存在周期性，周期由经济发展、产品迭代、淘汰政策推动，当前处于重卡内需复苏阶段。重卡出海增长迅速，非洲、东南亚是我国出口的前两大区域，且仍在快速增长。重卡五大车企集中度高。

非洲市场是我国重卡出海的第一大区域和主要增量地区，市场潜力大。从人均 GDP 和重卡千人保有量角度看，非洲市场处于我国 21 世纪初阶段。非洲基建投资占比、公路建设显著落后于我国 21 世纪初水平，重卡的基建、物流需求仍有进一步挖掘的空间。当前非洲矿业高景气，矿业发展有望推动基建发展；物流则在远期提供长尾的重卡需求，但需要基建条件提升、经济可持续发展作为基础。中国重卡在非洲已呈现东西非走量、南北非提质的态势，并呈现一定集中度。市场规模上，经测算非洲重卡销量当前在 20-25 万量级，对应 2025 年保有量估算为 160 万量级；竞争格局上，我国重卡 2025 年出口非洲超 14 万，已处于当地主流产品，可充分受益于市场增长。经测算，非洲重卡市场五年期年销量仍有翻倍空间。

东南亚是我国重卡第二大基盘市场，处于高增长；拉美和欧洲重卡市场成熟，巴西和欧洲是潜在增量市场。东南亚重卡市场相比非洲更加成熟，基建、物流共同推动我国重卡在东南亚出口增长，增长确定性强；我国重卡在东南亚各国出口的集中度较高。欧洲、拉美属于成熟市场，市场规模上，2025 年欧洲 EU30 重卡销量规模在 30 万量级，拉美市场经估算预计在 18-20 万量级。竞争格局方面，欧洲本土七大品牌占据了超 90% 的市场份额；拉美地区我国重卡份额尚不足 20%，主要在巴西以外地区，巴西市场仍以欧洲品牌为主。拉美地区中，巴西和墨西哥是重卡的核心市场，我国重卡出口量在二者之外的国家高速增长；中国车企积极布局墨西哥产能；巴西等五国关税壁垒高，需要车企本土化产能落地，中国车企目前正在推进中。欧洲重卡市场客单价高，本土重卡车企技术积淀深厚、品牌影响力大，外部品牌占比极低；欧洲新能源重卡溢价严重，新能源重卡或为中系车企带来机会。

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；海外发展不及预期的风险；车企成本控制不及预期的风险。

投资建议：关注重卡出海龙头与出海高增速车企。重卡出口趋势下，看好重卡出海行业龙头中国重汽 H，以及承担集团出海制造端的中国重汽 A。看好重卡高增速的综合型商用车企福田汽车。关注重卡发动机龙头潍柴动力。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2026E	2027E	2026E	2027E
3808.HK	中国重汽	优于大市	38.98	93,094	2.97	3.43	11.37	9.82
000338.SZ	潍柴动力	优于大市	29.65	256,183	1.68	2.03	17.65	14.61
000951.SZ	中国重汽	优于大市	20.85	24,374	1.72	2.05	12.03	10.11
600166.SH	福田汽车	优于大市	2.92	23,119	0.26	0.32	11.14	9.04

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

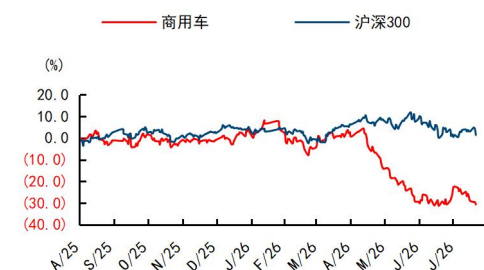
汽车 · 商用车

优于大市 · 首次

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

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

《具身智能产业研究蓝皮书》——2026-08-02
《特斯拉专题研究系列三十六-FSD 加速渗透，机器人产线落地在即》——2026-07-31
《人形机器人产业研究蓝皮书》——2026-07-29
《汽车行业 2026 年 7 月投资策略-建议关注高增长低估值的出口链行情》——2026-07-23
《汽车行业 2026 年 6 月投资策略-2026 年 5 月全国乘用车批发销量同比下降 5%，看好自主乘用车出海加速》——2026-06-17

内容目录

前言：重卡出海空间广阔	7
出海趋势下，重卡行业成长性显现	7
重卡行业总量在周期中上行	7
内需市场具备周期性，当前已处于上行周期	10
重卡出口趋势明显，贡献持续增长	12
非洲地区：重卡出海主要增量，市场潜力大	14
非洲市场潜力大，采掘-基建-物流构建重卡需求链	14
中国重卡在非洲的情况与展望	20
其他地区：本土化、电动化有望突破市场壁垒	23
东南亚：重卡出海第二大基盘与增量来源	23
拉美：本土化突破核心市场壁垒	25
欧洲：高端重卡的核心市场，有望通过电动化突破壁垒	29
投资建议：关注重卡出海龙头与出海高增速车企	31
中国重汽 H：重卡整车龙头，海外业务布局早规模大	31
中国重汽 A：核心产品制造与内需销售，受益于集团出海趋势	40
福田汽车：多品类商用车坚定出海，重卡转型进入高增长	48
风险提示	64

图表目录

图1：重卡行业历年批发销量（万辆）	8
图2：重卡行业近年月度批发销量（万辆）	8
图3：重卡批发销量结构	9
图4：重卡批发销量结构占比	9
图5：重卡批发销量结构占比长周期复盘	9
图6：重卡行业历年终端销量（万辆）	10
图7：重卡行业终端销量新能源渗透率	11
图8：重卡国内终端销量车型结构占比	11
图9：重卡出海销量	12
图10：重卡出海车种结构占比	13
图11：我国与非洲代表地区人均 GDP（美元）	14
图12：中美与非洲重卡千人保有量	15
图13：我国和撒哈拉以南非洲基建投资在 GDP 中百分点对比	17
图14：几内亚西芒杜项目配套基建	17
图15：津巴布韦矿业分部	17
图16：中美与非洲公路密度对比（公里/百平方公里）	18
图17：2024 各地区铺装公路占比	18
图18：2024 各地区铺装公路密度	18
图19：中国重卡在非洲各区域出口客单价走势（万元）	21
图20：2025 我国重卡出口非洲均价与其他地区对比	22
图21：中国重卡在东南亚地区的出口量与增速	23
图22：中国重卡在东南亚地区的出口量与增速	24
图23：拉美六国中重卡等销量	26
图24：2025 年巴西各类卡车销量	26
图25：中国重卡在拉美的出口量	27
图26：2025 年 EU27 重卡销量品牌份额	29
图27：主流车型——沃尔沃 FH 系列	30
图28：高端纯电——奔驰 eActros 600	30
图29：重汽集团简介	31
图30：重汽集团历史沿革	32
图31：中国重汽 H 股权结构	32
图32：重汽 H 近年销量	33
图33：重汽 H 近年重卡销量	33
图34：重汽 H 近年营收	33
图35：重汽 H 近年归母净利润	33
图36：重汽 H 重卡分部和轻卡及其他分部营收	34
图37：重汽 H 分区域营收	34

图 38: 重汽 H 毛利率	35
图 39: 重汽 H 净利润率	35
图 40: 重汽 H 期间费用	35
图 41: 重汽 H 期间费用率	35
图 42: 重汽 H 单车营收	36
图 43: 重汽 H 单车利润	36
图 44: 重汽 H 重卡分部单车营收	36
图 45: 重汽 H 轻卡及其他分部单车营收	36
图 46: 重汽集团旗下产品	37
图 47: 重汽集团产品出海区域	37
图 48: 重汽集团在非洲业务布局	38
图 49: 重汽集团 2025 全球合作伙伴大会	38
图 50: 重汽 A 与重汽 H 股权关系	41
图 51: 重汽 A 近年销量	41
图 52: 重汽 A 在 H 股重卡销量中占比	41
图 53: 重汽 A 近年营收	42
图 54: 重汽 A 近年归母净利润	42
图 55: 重汽 A 毛利率	43
图 56: 重汽 A 净利润率	43
图 57: 重汽 A 期间费用	43
图 58: 重汽 A 期间费用率	43
图 59: 重汽 A 单车营收 (万元)	44
图 60: 重汽 A 单车利润 (万元)	44
图 61: 核心品牌——豪沃旗下重卡车型 (部分)	44
图 62: 重汽豪沃新能源重卡布局	45
图 63: 福田汽车历史沿革	49
图 64: 福田汽车股权结构	49
图 65: 福田汽车近年营收	51
图 66: 福田汽车近年归母净利润	51
图 67: 福田汽车分区域营收	52
图 68: 福田汽车毛利率	53
图 69: 福田汽车净利润率	53
图 70: 福田汽车期间费用	54
图 71: 福田汽车期间费用率	54
图 72: 福田汽车非经常性损益科目 (部分)	54
图 73: 福田汽车重要合资公司投资收益 (部分)	54
图 74: 轻卡行业批发销量	55
图 75: 货车近年出口量	56
图 76: 客车近年出口量	56
图 77: 各品类商用车出海销量	57
图 78: 福田汽车全球基地分布	58

图 79: 福田重卡产品线-欧曼系列	59
表 1: 重卡前五大车企批发销量 (辆)	9
表 2: 重卡前五大车企终端销量 (万辆)	12
表 3: 海关口径我国重卡分地区出口量	13
表 4: 重卡五大车企出口量及占比	14
表 5: 非洲资源禀赋优秀	15
表 6: 近年非洲部分采矿项目	16
表 7: 非洲与欧盟洲内/洲际总贸易额对比	19
表 8: 不同维度下非洲重卡销量预测	19
表 9: 非洲一轮重卡周期 (假设 12 年) 平均年销量测算表	19
表 10: 中国重卡在非洲各区域的出口量	20
表 11: 中国重卡在非洲各区域的出口贸易额与客单价	21
表 12: 2025 年中国重卡出口非洲各国贸易额与客单价排名	22
表 13: 中国重卡在非洲市场销量与市场规模测算	23
表 14: 我国重卡对东南亚主要国家出口的增速及占比	24
表 15: 我国对东南亚主要国家重卡出口车型结构	25
表 16: 中国重卡在拉美各国的出口量	27
表 17: 2025 年巴西前十大畅销卡车车型	28
表 18: 中国重卡车企在拉美的重卡相关产能布局 (部分)	28
表 19: 重汽 H 分业务营收 (亿元)	33
表 20: 重汽 H 卡车业务销量及预测	39
表 21: 重汽 H 各项业务外销收入及整体毛利率预测	39
表 22: 期间费用假设	39
表 23: 重汽 H 投资收益与少数股东损益假设	40
表 24: 重汽 H 归母净利润预测	40
表 25: 重汽 A 各业务营收及毛利率	42
表 26: 中国重汽 A 重卡销量预测	45
表 27: 中国重汽 A 营收与毛利率预测	45
表 28: 中国重汽 A 期间费用预测	46
表 29: 中国重汽 A 少数股东权益预测	46
表 30: 中国重汽 A 盈利预测	46
表 31: 中国重汽 A 情景分析	47
表 32: 公司与可比公司估值对比	47
表 33: 福田汽车子公司 (部分)	49
表 34: 福田汽车产品销量	50
表 35: 福田汽车 2025 年以前分产品收入	51
表 36: 福田汽车各产品单车/单台收入与毛利率	53
表 37: 轻卡行业竞争格局	55
表 38: 轻客行业竞争格局	56

表 39: 福田汽车整车产能布局（部分）	57
表 40: 福田汽车各类车型销量假设	59
表 41: 福田汽车营收分部预测	60
表 42: 福田汽车期间费用假设	60
表 43: 福田汽车其他收益与重要子公司投资收益预测	61
表 44: 福田汽车归母净利润预测	61
表 45: 福田汽车情景分析	61
表 46: 福田汽车可比公司对比	62

前言：重卡出海空间广阔

目前，我国重卡销量处于新一轮增长期，重卡出海呈现蓬勃发展态势。本文对我国重卡周期做了简要复盘，对重卡出海的主要市场和潜在市场做了分析，其中对非洲市场做了重点剖析，并对其市场潜力进行研判。

从人均 GDP 和重卡千人保有量角度看，非洲市场处于我国 2000-2005 年阶段。但非洲基建投资占比仍低，公路建设尤其是铺装公路建设，显著落后于我国 21 世纪初水平，重卡的基建、物流需求仍有进一步挖掘的空间。当前非洲矿业高景气，多国案例表明，矿业发展有望推动基建发展；物流则在远期提供长尾的重卡需求，但是公路货运需要非洲基建条件提升、经济可持续发展作为基础。市场规模上，我们测算非洲地区重卡年增量在 20-25 万量级，保有量在 160 万辆量级；竞争格局上，我国重卡 2025 年出口非洲超 14 万辆，在非已成为主流产品，我国重卡可充分受益于非洲市场高贝塔。正文第二章，我们对非洲重卡市场空间进行了测算，其中五年期预测：参考我国从 2000-2005 阶段到 2006-2009 阶段重卡销量增长水平，预计非洲重卡市场年销将达到 40 万量级。

非洲之外，我们对东南亚、拉美、欧洲市场做了分析。

东南亚是我国重卡第二大基盘市场，同样处于高增长中。东南亚重卡市场相比非洲更加成熟，基建、物流共同推动我国在东南亚出口增长，增长确定性强；东南亚各国重卡市场呈现差异化需求，我国重卡在东南亚各国分布的集中度高，出口量仍有提升空间。

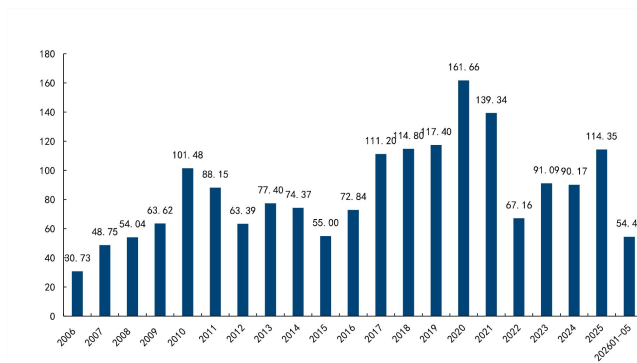
拉美和欧洲重卡市场成熟，巴西和欧洲是潜在增量市场。市场规模上，欧洲 EU30 重卡销量规模在 30 万量级，拉美市场经估算预计在 18-20 万量级，二者都属于成熟市场。竞争格局方面，欧洲本土七大品牌占据了超 90% 的市场份额；拉美地区我国重卡份额尚不足 20%，主要在巴西等南方共同市场以外的地区，巴西等市场仍以欧洲品牌为主。拉美地区中，巴西和墨西哥是重卡的核心市场，我国重卡出口量在二者之外的多个国家高速增长；中国车企积极布局墨西哥产能；中国重卡对巴西出口量较少，主要是关税壁垒高，需要车企本土化产能落地，中国车企目前正在推进中。欧洲重卡市场客单价高，本土重卡车企技术积淀深厚、品牌影响力大，外部品牌占比极低；但欧洲新能源重卡溢价严重，价格高于旗舰燃油车型，新能源重卡或为中系车企带来机会。

出海趋势下，重卡行业成长性显现

重卡行业总量在周期中上行

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。2026 年前五月，重卡批发销量累计 54.43 万辆，同比增长 23.3%。

图1：重卡行业历年批发销量（万辆）



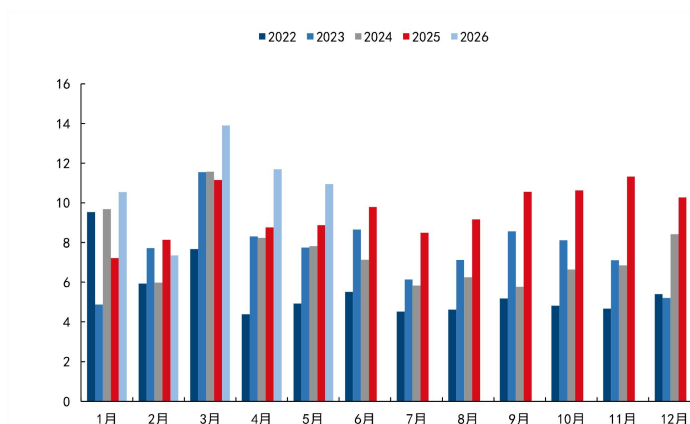
资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

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2：重卡行业近年月度批发销量（万辆）

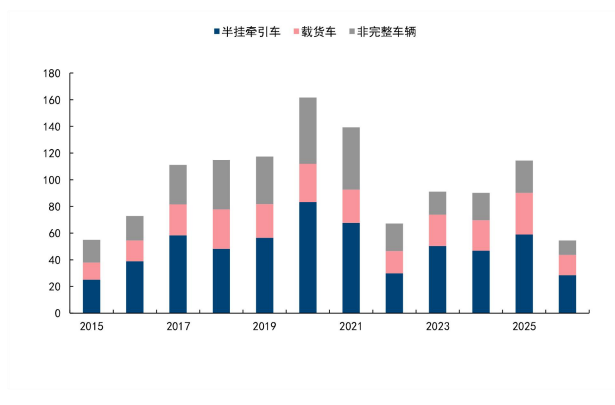


资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

销量结构上看，我国完整载货车占比相对较少，更多是半挂、底盘形式出厂再改装。半挂牵引车是干线物流的主要力量，反应物流需求；非完整车辆即重卡底盘

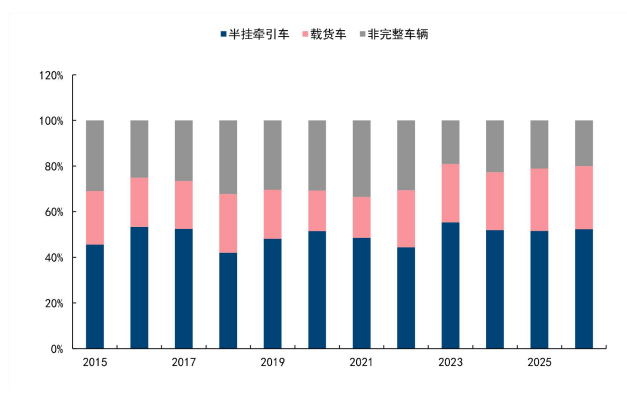
多用于改装为专用车、自卸车等，反应基建相关需求。“载货车”是不同类型重卡完整车辆的统称，涵盖物流、基建等场景，当前在我国较多用于区域内或支线物流、市政等。载货车 2025 年全年销量 31.20 万辆，达到近年来新高，但整体占比依然较低，长期占比在 20-25% 区间，2025 年占比小幅上升至 27%。

图3: 重卡批发销量结构



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

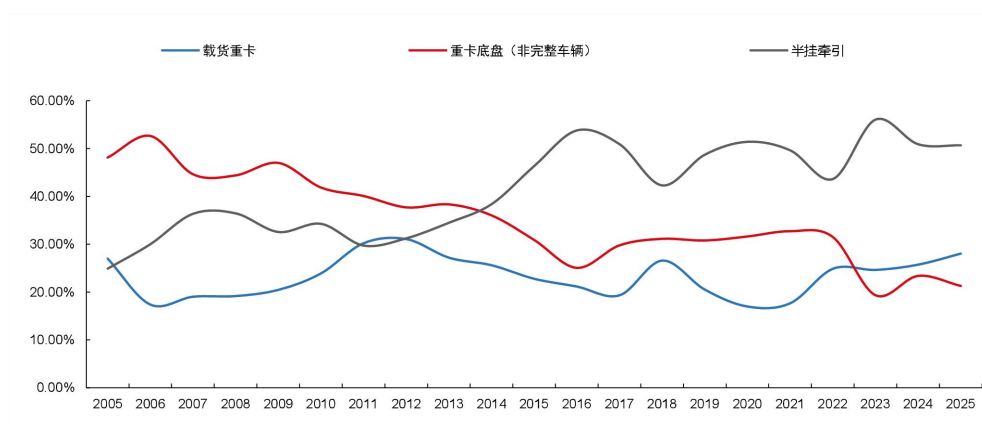
图4: 重卡批发销量结构占比



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

牵引车占比提升，非完整车辆占比下降，反映了我国重卡主要需求来源从基建到物流的切换。牵引车占比从 2005 年的不足 25% 提升至近年的 50% 以上，是目前我国最主要的重卡类型；牵引车的 GVW（自重+最大载荷）相对其他物流车型更高，牵引车占比提升至过半，反应了物流需求成为重卡最主要的需求来源，也反应了我国物流与公路建设成熟度高。非完整车辆占比从 2005-2006 年的 50% 左右，下降至近年的 20% 左右；非完整车辆与牵引车的此消彼长，反应了重卡需求从基建到物流的过渡。

图5: 重卡批发销量结构占比长周期复盘



资料来源：中汽协，Marklines，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1: 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%

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，当前已处于上行周期

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。2026 年前五月重卡上险 33.23 万辆，同比增长 16.38%。

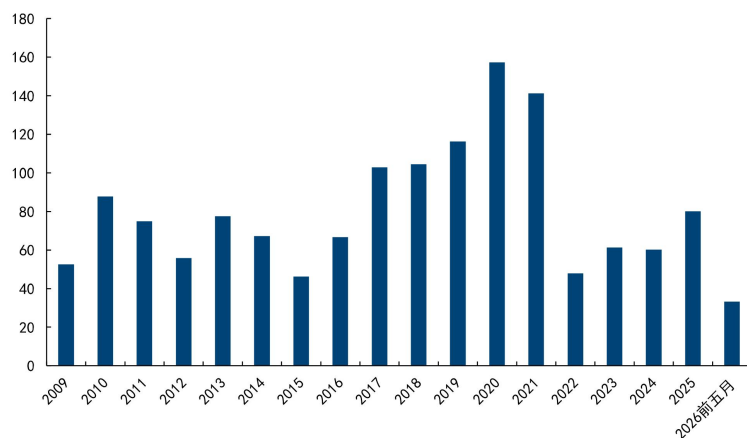
内需周期复盘：

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6：重卡行业历年终端销量（万辆）

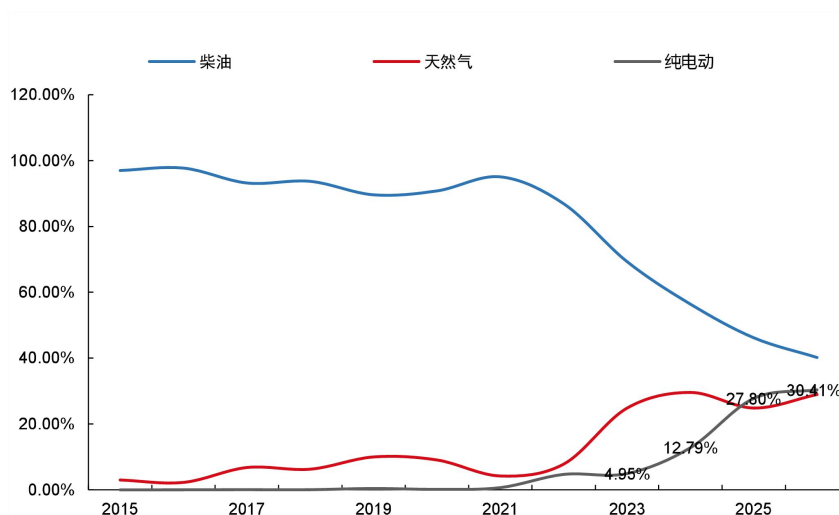


资料来源：上险量数据，第一商用车网，卓创资讯，国信证券经济研究所整理

柴油重卡渗透率持续下降，新能源渗透率已经提升至 30%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%。2026 年，重卡新能源渗透率持续上行，前五月纯电占比已突破 30%。

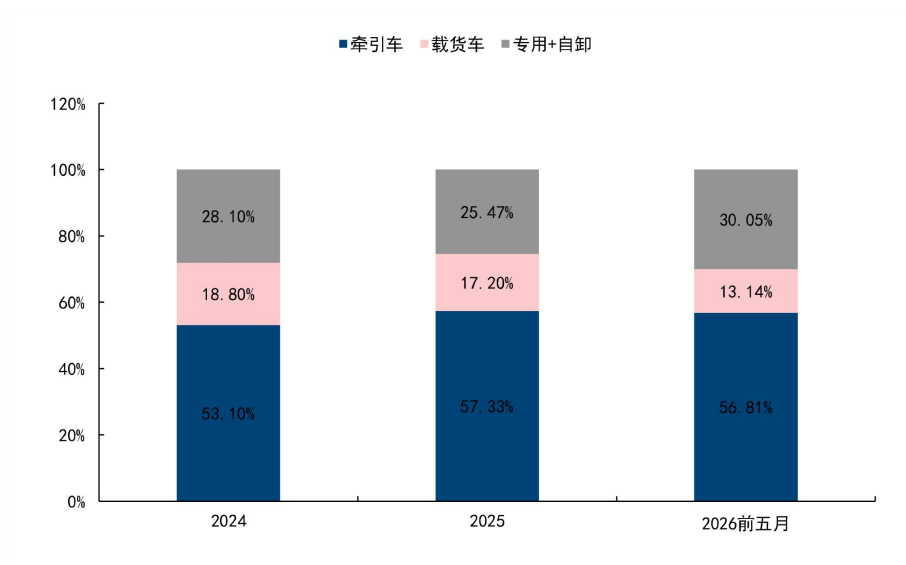
图7: 重卡行业终端销量新能源渗透率



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

内需视角下，牵引车占比在 2025 年达到了 57%。上险口径下，牵引车 2025 年占比超过 57%，份额比批发口径下更高，内需视角下，物流需求更加明显。载货车份额不足 20%，2026 年前五月份额进一步压缩。专用车与自卸车占比在 25-30%水平。

图8: 重卡国内终端销量车型结构占比



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

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2: 重卡前五大车企终端销量（万辆）

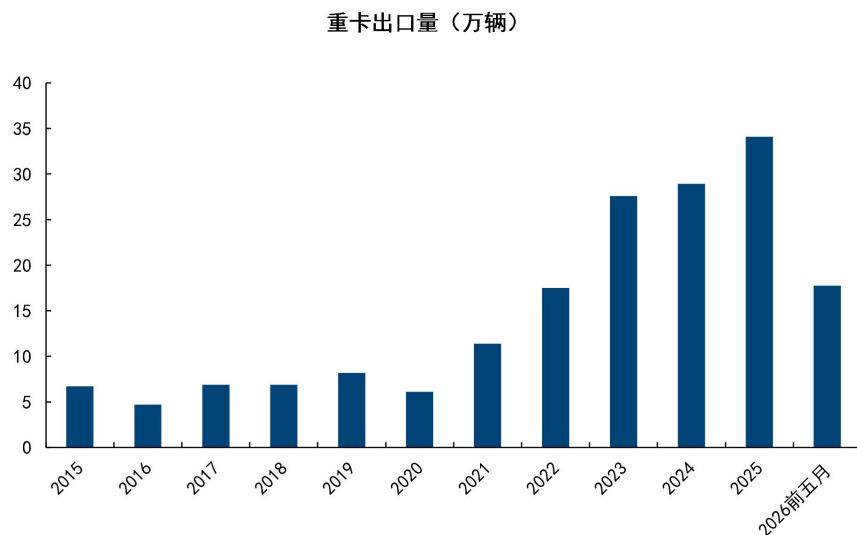
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 前五
总计	116.32	157.31	141.27	47.92	61.28	60.21	80.01	33.23
东风集团	25.18	32.13	28.36	11.96	14.36	12.47	15.93	5.78
一汽集团	28.62	36.09	31.02	10.26	14.16	14.27	16.50	6.79
中国重汽	12.90	24.89	24.01	7.98	10.39	10.74	13.73	6.46
陕汽集团	14.51	17.32	15.71	3.99	4.24	6.18	9.04	3.25
福田汽车	11.57	16.00	14.32	5.15	6.66	6.25	9.96	4.35
其他	23.54	30.88	27.86	8.60	11.48	10.30	14.84	6.59
CR5	79.77%	80.37%	80.28%	82.05%	81.27%	82.89%	81.45%	80.15%

资料来源：上险量数据，国信证券经济研究所整理

重卡出口趋势明显，贡献持续增长

根据中汽协数据，重卡出海数据持续向上，2026 年前五月，出海超 17 万台，同比增长高达 40%。重卡出口趋势持续向上，2022-2023 年，地缘因素导致重卡流向俄罗斯市场，我国重卡出口开启新一轮增长；2024 年起，非洲、东南亚等地区出口快速增长，重卡出海进入新阶段。2026 年前五月，中汽协口径下我国重卡出海超 17 万台，同比增长超 40%。

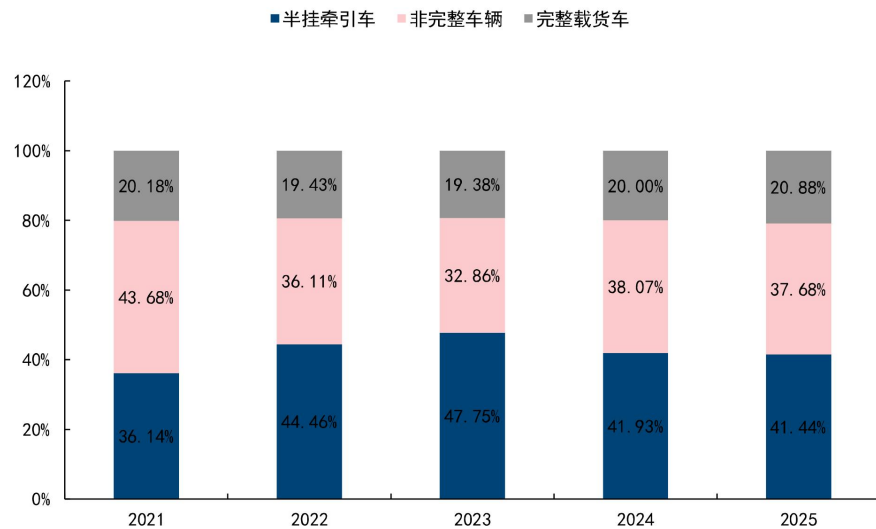
图9: 重卡出海销量



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

出海车型结构上看，牵引车份额低于国内，非完整车辆份额高于内需。中汽协口径下，2025 年我国重卡出海销量中，牵引车份额为 41.44%，是重卡最大出口品类，但占比低于内需中的份额；非完整车辆占比达到 37.68%，高于在国内份额。

图10: 重卡出海车种结构占比



资料来源：中汽协，第一商用车网，国信证券经济研究所整理

参考海关数据，非洲、东南亚、中东西亚是我国重卡出口的最主要区域。海关口径下，出口非洲销量连续快速增长，2025年高达14.57万辆，对非洲的出口兼具高基数与高增速。东南亚地区2025年出口了8.55万台，同样具备较高增速与基数。中东西亚与拉美地区过往稳步增长，但中东地区2026年遇到不确定性。独联体在2022年由于地缘因素大量进口我国汽车，重卡出口量也快速提升，在2023年达到11.48万辆，但由于政策变化、库存周期等因素，销量急速萎缩，对行业整体出口产生了负面影响，2025-2026年基数已经很低，预计负面影响见底。欧美等地，我国重卡尚无有效销量。

表3: 海关口径我国重卡分地区出口量

销量（万辆）	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 前五
非洲	1.37	2.01	2.41	2.47	3.20	2.64	4.76	5.23	6.61	9.07	14.57	8.08
东南亚	3.14	3.03	3.78	2.04	2.56	2.23	4.53	4.36	4.21	6.06	8.55	4.63
中东西亚	0.34	0.27	0.37	0.31	0.16	0.17	0.25	0.84	1.99	3.20	4.89	1.61
拉丁美洲	0.65	0.43	0.41	0.52	0.57	0.45	0.83	1.43	1.83	2.36	2.85	1.60
中亚	0.28	0.15	0.25	0.42	0.74	0.64	0.66	0.92	2.14	1.77	2.70	1.22
独联体	0.04	0.04	0.14	0.19	0.28	0.28	0.76	3.58	11.48	8.78	1.06	0.31
东亚南亚	0.38	0.73	0.76	0.74	0.50	0.45	1.02	0.89	1.01	1.04	1.00	0.47
大洋洲	0.05	0.08	0.08	0.08	0.09	0.05	0.07	0.10	0.14	0.20	0.33	0.16
欧洲	0.04	0.01	0.04	0.03	0.04	0.05	0.06	0.05	0.07	0.07	0.09	0.07
北美	0.00	0.01	0.03	0.05	0.02	0.03	0.02	0.04	0.06	0.12	0.02	0.00
总计	6.31	6.77	8.25	6.85	8.16	6.98	12.94	17.45	29.53	32.66	36.07	18.14

资料来源：海关数据，国信证券经济研究所整理；

注：部分国家在地理、行政、贸易特征等不同维度下可划为不同地区，造成小幅偏差

分公司来看，重汽出海占比近半，且增速高于行业平均，东风、福田具备高增速。中国重汽持续耕耘海外市场多年，目前在我国重卡出海占比超45%，并且仍保持高增速。福田汽车、东风汽车的重卡出口2026年前五月增速较高，但整体基数仍低。

表4: 重卡五大车企出口量及占比

出口量（万辆）	2023	2024	2025	2026 前五月	2026 前五月增速
中国重汽	12.06	11.87	15.34	8.28	43.52%
占比	43.66%	40.90%	44.99%	46.70%	49.19%
陕汽集团	5.65	6.29	5.76	2.82	30.55%
占比	20.46%	21.65%	16.90%	15.88%	12.91%
一汽集团	4.48	5.56	6.02	2.35	16.79%
占比	16.23%	19.16%	17.67%	13.26%	6.62%
东风集团	1.64	2.63	2.97	1.79	88.61%
占比	5.93%	9.04%	8.70%	10.08%	16.44%
福田汽车	1.99	1.15	2.65	1.85	61.63%
占比	7.22%	3.95%	7.78%	10.41%	13.79%
其他	1.79	1.53	1.35	0.65	8.90%
占比	6.49%	5.29%	3.96%	3.68%	1.04%
合计	27.62	29.03	34.09	17.73	40.42%

资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

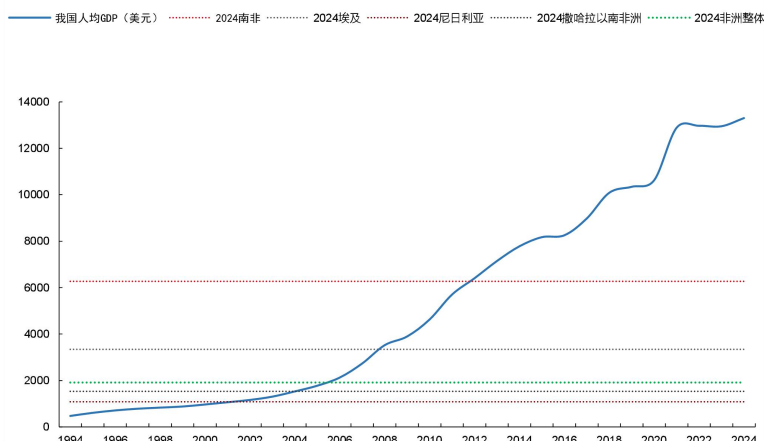
注：增速列中，占比为对应车企增量在总增量中的占比

非洲地区：重卡出海主要增量，市场潜力大

非洲市场潜力大，采掘-基建-物流构建重卡需求链

人均 GDP 角度看，非洲相当于我国 21 世纪初水平。根据世界银行数据，2024 年撒哈拉以南非洲人均 GDP 约为 1500 美元，相当于我国 2003-2004 年水平；非洲整体人均 GDP 略高于撒哈拉以南非洲，2024 年约为 1900 美元，处于我国 2005-2006 年水平。非洲代表主要国家中，南非人均 GDP 显著领先，2024 年为 6267 美元；北非阿拉伯文化区发展水平整体较高，以埃及为例，2024 年人均 GDP 为 3339 美元；西非代表国家尼日利亚，2024 年人均 GDP 刚刚超过 1000 美元。重卡销量方面，根据 UNcomtrade 进口数据，以及 Marklines 产量数据，非洲地区重卡年增量在 20-25 万辆量级。

图11: 我国与非洲代表地区人均 GDP（美元）

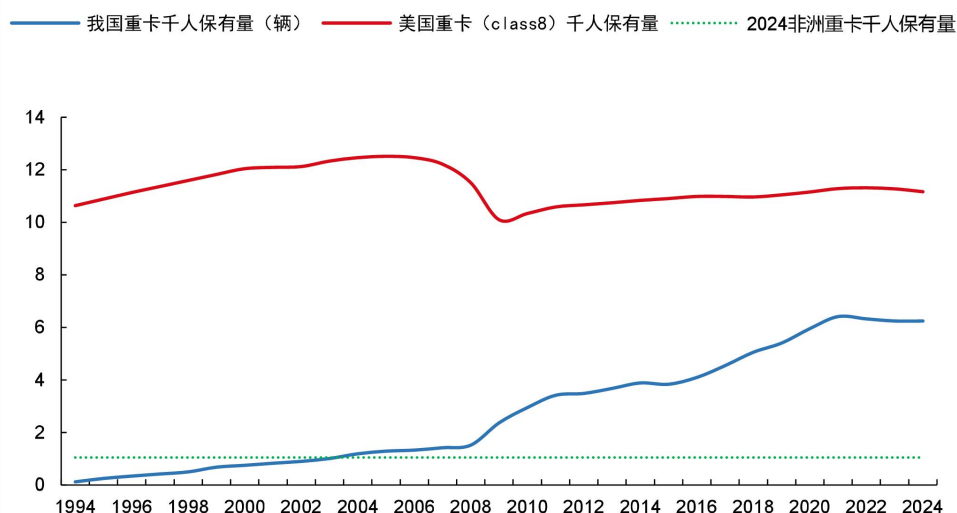


资料来源：世界银行，国信证券经济研究所整理

非洲重卡保有量测算为中枢 160 万辆级。根据 Frost & Sullivan 2017 年发布的非洲商用车报告,2016 年非洲商用车销量达到了 31.75 万辆,推算重卡销量约 8.9 万辆;假设当地重卡销量等差增长至今;非洲当地重卡工况恶劣、油品质量参差不齐,影响重卡使用寿命,但非洲监管混乱,缺乏有效旧车淘汰机制,假设非洲重卡淘汰周期 10-12 年,高于国内;测算得重卡保有量为 154-167 万辆,中枢 161 万辆。

重卡人均保有量方面,非洲同样处于我国 21 世纪初水平。根据最新人口数据,测算得非洲当前重卡千人保有量为 1.05,同样处于我国 21 世纪初水平。根据中汽协数据,我国重卡千人保有量在 2002 年到 2004 年,从 0.9 增长至 1.1;2024 年我国重卡千人保有量已经增长到了 6.25,相比于美国长期 10 以上的千人保有量仍有差距;我国重卡千人保有量在 2008-2020 年,增长斜率变陡峭,2020 年后进入稳定状态。

图12: 中美与非洲重卡千人保有量



资料来源：世界银行、中汽协、ATA、Noregon，国信证券经济研究所整理与估算

我们认为采掘-基建-物流构建起非洲重卡的需求链。当前非洲矿业处于高景气度,基建有望因矿业的发展得到进一步提振,基建、公路建设、贸易量整体提升之后,物流需求潜力有望被挖掘,为非洲重卡市场带来长尾增长。

非洲矿产资源丰富,大宗商品价格上涨促进当地产能扩张。非洲资源禀赋强,黄金、铂等贵金属以及铜、铝、锂等有色金属均有丰富储备,全球刚刚经历一轮贵金属与大宗商品上涨周期,非洲采矿业进一步发展。

表5: 非洲资源禀赋优秀

资源品	主要资源国(非洲)	储量/产量占比	2025.1→2026.6 价格变化
黄金	南非/加纳/马里/布基纳法索	非洲产量占全球约 21%	+17.5%
铂族金属	南非/津巴布韦	南非储量占全球约 88%	+35.0%
铜	刚果(金)/赞比亚	非洲产量占全球约 10%	+16.4%
碳酸锂	津巴布韦/马里/纳米比亚	非洲储量占全球约 2-3%	+15.0%
铝土矿	几内亚	几内亚储量占全球约 25.5%	+16.7%

铀	尼日尔/纳米比亚/南非	非洲产量占全球约 14%	+11.8%
镍	南非/博茨瓦纳	非洲储量占全球约 4-5%	+6.0%
锰	南非/加蓬	南非储量占全球约 29%	+5.0%
铬铁矿	南非	南非储量占全球约 72%	+5.6%
磷矿	摩洛哥	摩洛哥储量占全球约 70%	+0%
铁矿石	南非/几内亚(西芒杜)	非洲储量占全球约 15%	-5.0%
钴	刚果(金)	刚果(金)储量占全球 54-58%	-12.0%
石墨	莫桑比克/马达加斯加	非洲储量占全球约 5%	-15.0%
钻石	博茨瓦纳/安哥拉/刚果(金)/南非	非洲储量占全球约 78%/产量约 66%	-22.0%
钽	刚果(金)/卢旺达/莫桑比克/布隆迪	非洲产量占全球约 25%	—
稀土	南非/坦桑尼亚/布隆迪/马达加斯加	非洲储量占全球<1%	—
天然气	尼日利亚/莫桑比克/阿尔及利亚/埃及	非洲储量占全球约 6%	—

资料来源：伦敦金属交易所、LBME、上海有色网等，国信证券经济研究所整理

非洲矿业项目近年大规模投产扩产，中资积极参与，加速了国产重卡进军非洲的步伐。大宗商品涨价加快了非洲采矿业发展，近年新增项目和扩产项目众多，华友钴业、紫金矿业、洛阳钼业等中资企业积极布局非洲，国产重卡品牌借项目的建设生产契机加速进军非洲，成为大宗商品周期下的“卖铲人”。

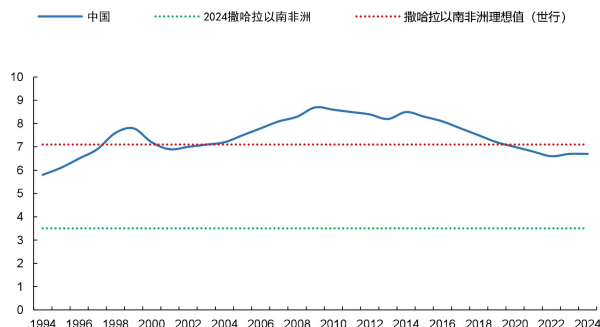
表6: 近年非洲部分采矿项目

项目	国家	合作方	是否中资	项目节奏
Arcadia+ATZ 冶炼厂	津巴布韦	华友钴业	是	2026 年初投产
卡莫阿-卡库拉 Kamoa-Kakula	刚果金	艾芬豪+紫金+刚果金政府	是	2026 持续运营
Tenke Fungurume 腾科丰谷鲁美	刚果金	洛阳钼业	是	已成为全球头部铜钴矿
西芒杜 Blocks1&2	几内亚	宝武资源	是	2025 底首船 持续爬坡
Kitumba 铜矿	赞比亚	中矿资源	是	2024 收购, 计划 2026 投产
Goulamina 锂辉石(一+二期)	马里	赣锋锂业	是	2024/12 一期投产
Lobé-Kribi 铁矿石	喀麦隆	中钢集团	是	开发中
Manono 锂矿东北(钴伴生)	刚果金	紫金矿业+澳企	是	计划 2026 中启动开采
Manono 主矿体	刚果金	紫金矿业+澳企	是	2026/6 启动开采出口
谦比希东南矿体	赞比亚	中色非洲矿业	是	2026 初复产
Lubambe 铜矿	赞比亚	金诚信	是	2025 收购, 2026 扩产中
西芒杜 Blocks3&4	几内亚	中铝主导合资	是	2025 底首船
Bougouni 锂矿	马里	海南矿业	是	2024 底试车 2025 投产
卡玛蒂维锂矿(二期)	津巴布韦	雅化集团	是	2024 底投产 2025 爬升
Kisanfu 钴矿(第一期)	刚果金	CMOC+CATL 宁德时代	是	2023 投产, 持续扩产
南非 PGM 矿山	南非	Sibanye/Implats/Amplats	否	持续+扩产
Dasa 项目	尼日尔	Global Atomic(加拿大)	否	2026 上半年试生产
Ahafo North	加纳	Newmont	否	2025 下半年 2026 达产
Bibiani 地下矿	加纳	Asante Gold(加拿大)	否	2025 扩产持续
Lafigué金矿	科特迪瓦	Agbaou Gold	否	2024 投产
Konkola 铜矿重启	赞比亚	韦丹塔 Vedanta	否	2024 到 2026 建设
Enterprise 镍矿	赞比亚	First Quantum(加拿大)	否	2024 生产

资料来源：各公司公告、人民网、新华财经，国信证券经济研究所整理

非洲基建投资较低，发展节奏滞后于人均 GDP。根据世界银行数据，2024 年撒哈拉以南非洲基建投资占 GDP 比重为 3.5%。世界银行估计，撒哈拉以南非洲地区每年需要将 GDP 的约 7.1%投资于基础设施，才能实现其可持续发展目标。7.1%的基建投资建议值与我国 2000-2005 年水平接近，我国在 2005 年后，基建高速发展，基建投资占比增长至 8%以上，并于 2009 年达到峰值的 8.7%。非洲实际基建投资占比 3.5%，与我国 2000-2005 阶段水平有显著差距，滞后于非洲人均 GDP 和重卡保有量的发展水平。这表明，当前非洲市场，来自基建的重卡需求仍存在缺口；可持续发展的目标下，即便不考虑经济总量的大幅增长，基建投资占比的合理提升也会带来增量重卡需求。

图13: 我国和撒哈拉以南非洲基建投资在 GDP 中百分点对比



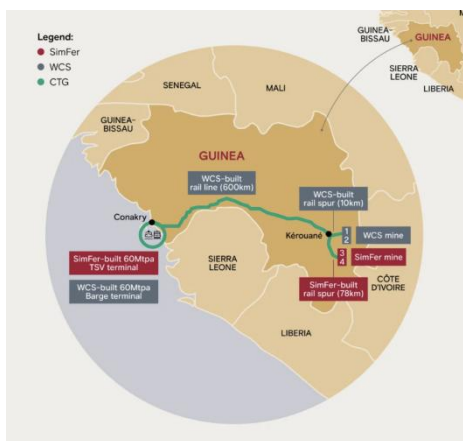
资料来源: 国家统计局、世界银行, 国信证券经济研究所整理

矿业的快速发展, 有望助力基建的发展, 收窄基建投资与建议值的缺口。

1) 案例 1: 矿业项目配套基建, 几内亚——西芒杜铁矿“资源+基建”一体化项目。西芒杜铁矿位于几内亚东南部, 已探明储量 44 亿吨, 是全球品质最优、规模最大的未开发矿山之一。项目总投资逾 200 亿美元, 涵盖矿山、铁路、港口等系统性工程; 其中运输体系总投资约 123 亿美元, 包含铁路投资约 88 亿美元, 配套超 600 公里新建跨几内亚多用途铁路, 以及港口投资约 35 亿美元, 主要为马瑞巴亚港, 年出口能力 1.2 亿吨。

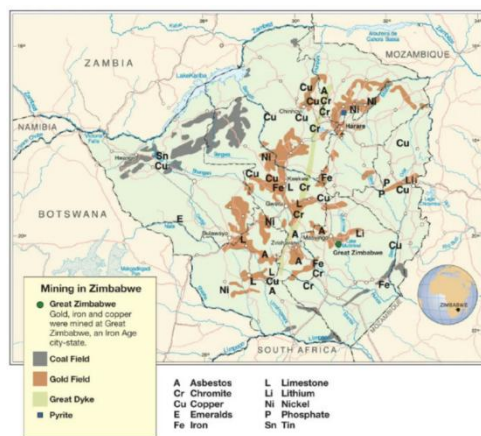
2) 案例 2: 矿业担保直接换基建。津巴布韦——锂矿收益担保换基建融资, 2026 年 6 月, 津巴布韦财政部长恩库贝在达沃斯论坛期间与中方洽谈, 探讨以未来矿产收益为抵押申请贷款, 用于公路、铁路建设。

图14: 几内亚西芒杜项目配套基建



资料来源: 新浪财经, 国信证券经济研究所整理

图15: 津巴布韦矿业分部



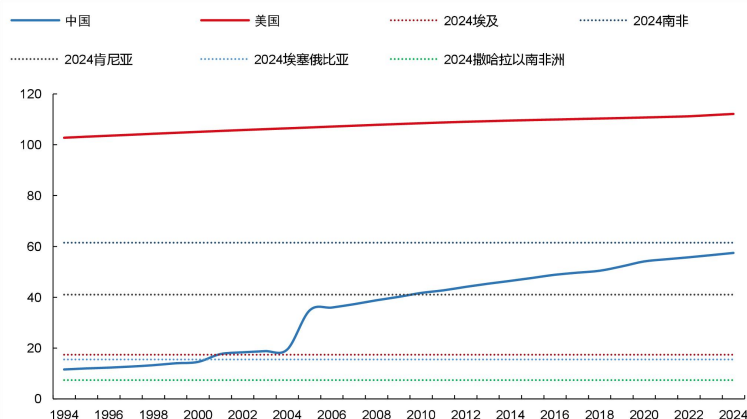
资料来源: 新浪网, 国信证券经济研究所整理

重卡的物流需求方面, 可参考公路建设情况观察重卡物流的基建条件, 以及洲内贸易水平观察重卡物流需求。

公路密度上看, 非洲整体公路建设落后, 部分国家公路密度数据尚可, 但公路质量较差。公路密度方面, 非洲相对发达的南非公布的公路密度较高, 根据 2024 年公路里程数据, 测算公路密度为每百平方公里 61.48 公里, 但质量较差, 铺装

率仅为 10%。埃及与埃塞俄比亚 2024 年公路密度处于我国 2000-2005 年水平，其中埃及公路铺装率较高。撒哈拉以南非洲整体的公路密度在不考虑铺装率的情况下，与我国 90 年代相比仍然有较大差距。

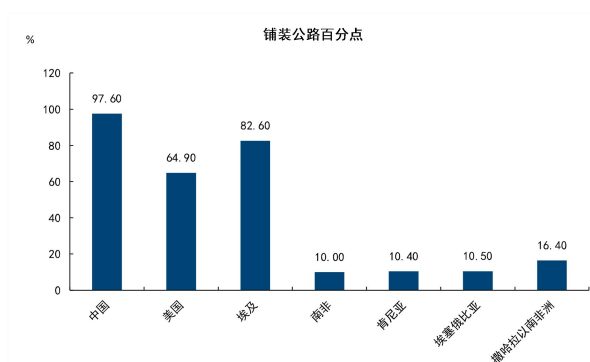
图16: 中美与非洲公路密度对比（公里/百平方公里）



资料来源：各国交通部门、统计局、世界银行，国信证券经济研究所整理

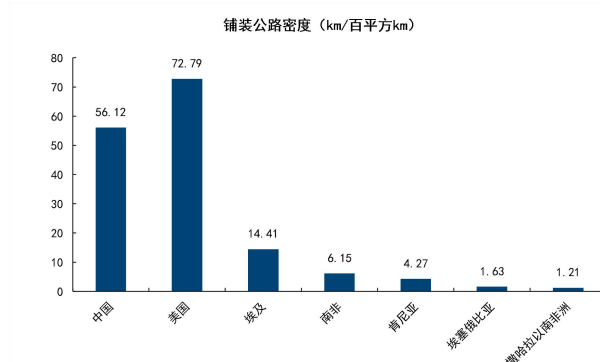
我国道路建设成熟度领先，铺装公路口径下，非洲道路基建差距进一步显现。2024 年，我国铺装公路占比达到了 97.6%；非洲国家中，北非代表国家埃及公路里程中的铺装公路占比达到了 82.60%，撒哈拉以南非洲铺装路占比仅为 16.4%。铺装公路密度方面；北非代表埃及 2024 年铺装公路密度每百公里 14.41 公里，处于我国 2002-2003 年水平；南非、肯尼亚尚未达到我国 90 年代中水平；撒哈拉以南非洲整体处于非常早期阶段。

图17: 2024 各地区铺装公路占比



资料来源：各国交通部门、统计局、世界银行，国信证券经济研究所整理

图18: 2024 各地区铺装公路密度



资料来源：各国交通部门、统计局、世界银行，国信证券经济研究所整理

洲内贸易方面，非洲贸易额与发达地区存在数量级差距，洲内贸易占比显著低于发达地区。非洲 2025 年洲内贸易额为 2138 亿美元，与欧盟 27 国的 81900 亿欧元相比，存在数量级差距。2025 年，非洲洲内贸易占比仅为 14.54%，与欧洲洲内贸易占比 61.39% 仍有较大差距。客观条件制约下，非洲洲内贸易额的差距情理之中，但洲内贸易占比的较大差距则反应了当前发展的不均衡。

表7: 非洲与欧盟洲内/洲际总贸易额对比

地区	贸易额	2020	2021	2022	2023	2024	2025
欧盟（十亿欧元）	洲内	5650	6820	8380	8140	7970	8190
	洲际	3650	4300	5590	5080	5040	5150
	洲内占比	60.75%	61.33%	59.99%	61.57%	61.26%	61.39%
	洲际占比	39.25%	38.67%	40.01%	38.43%	38.74%	38.61%
非洲（十亿美元）	洲内	—	—	208.3	196.0	220.3	213.8
	洲际	—	—	1206.7	1121.0	1279.7	1256.2
	洲内占比	—	—	14.72%	14.88%	14.69%	14.54%
	洲际占比	—	—	85.28%	85.12%	85.31%	85.46%

资料来源：非洲进出口银行、欧盟统计局，国信证券经济研究所整理

非洲重卡在物流方面，处于早期阶段；物流需求为非洲重卡提供远期进一步增长的潜力，但前提是需要加强道路建设、保持经济可持续发展。

综上，我们对非洲重卡年销量进行测算，分别从五年期、一轮迭代周期、远期稳态三个维度测算。

五年期：参考当年非洲人均 GDP 与重卡保有量的发展阶段，假设五年期达到我国 2006–2009 阶段平均年内销水平，约为 43.8 万辆。

一轮迭代周期：假设非洲重卡在一轮迭代周期内千人保有量达到我国对应阶段水平；非洲报废监管松散，估算报废周期 12 年，我国重卡寿命在 8 年左右，即非洲重卡千人保有量在 12 年里达到我国 8 年左右增长，对应我国 2009–2011 年千人保有量平均水平 2.9 辆；考虑非洲人口当前增速以及近年放缓。测算得出，一个迭代周期内平均年销量为 47.9 万辆；参考国内过往周期里顶部销量约为底部三倍，估算周期内峰值为 71.85 万辆（底部为 23.95 万辆，与近年吻合）。该假设下，非洲重卡的基建需求得到有效激发。

远期稳态平均值：远期假设非洲重卡千人保有量达到我国 2011–2015 年平均值 3.67；人口稳定；产品超限使用得到一定遏制。维持保有量的替换需求，需要的稳态平均销量为 73.4 万辆。该假设下，非洲重卡的物流潜力得到一定挖掘，但整体基建、经济发展与我国仍保持较大距离；但由于地理面积广阔、人口基数大，非洲重卡的保有规模与年替换量依然可观。

表8: 不同维度下非洲重卡销量预测

测算场景	年销量（万辆）	假设与测算依据
五年期预测	43.8	我国 2006–2009 重卡年内需销量平均值
周期内平均销量（12 年）	47.9	见测算表
周期内峰值	71.85	参考国内，一轮周期顶部销量是底部三倍
远期稳态平均值	73.4	20 亿人口、千人保有量假设维持 3.67 辆，替换周期缩短至 10 年

资料来源：世界银行、中汽协，国信证券经济研究所整理及预测；

注：中长期、远期测算涉及较多假设前提，当地发展的不确定性高，且不同参数造成的敏感度高；测算方法为当前视角下的线性外推，因此测算结果仅为外部环境未发生重大变化背景下的量级展望，并非实际研判。

表9: 非洲一轮重卡周期（假设 12 年）平均年销量测算表

核心假设	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037
保有量（万辆）	160.00	194.57	229.14	263.71	298.28	332.85	367.42	401.99	436.56	471.13	505.70	540.26	574.83
人口（亿人）	15.50	15.86	16.22	16.59	16.95	17.32	17.68	18.04	18.40	18.76	19.12	19.47	19.82

人口增长率	2.30%	2.30%	2.25%	2.20%	2.15%	2.10%	2.05%	2.00%	1.95%	1.90%	1.85%	1.80%	1.75%
千人保有量（辆）	1.05	1.23	1.41	1.59	1.76	1.92	2.08	2.23	2.37	2.51	2.65	2.77	2.9
平均年增量（万辆）		34.57	34.57	34.57	34.57	34.57	34.57	34.57	34.57	34.57	34.57	34.57	34.57
平均替换量（万辆）		13.33	13.33	13.33	13.33	13.33	13.33	13.33	13.33	13.33	13.33	13.33	13.33
平均年销量（万辆）		47.90	47.90	47.90	47.90	47.90	47.90	47.90	47.90	47.90	47.90	47.90	47.90

资料来源：世界银行、中汽协，国信证券经济研究所整理及预测

中国重卡在非洲的情况与展望

2015 年至 2025 年间，中国重卡对非洲出口实现了近十倍的增长，区域格局也随之发生了重塑。从总量来看，出口量从 2015 年的 1.37 万辆一路攀升至 2025 年的 14.57 万辆，年均复合增长率高达 26.7%，2025 年增速达到 60.65%。从区域结构来看，西非取代东非成为第一大市场，出口量从 2015 年的 0.27 万辆增至 2025 年的 5.73 万辆，增长超过 20 倍，占比也从 19.79% 提升至 39.36%；东非则保持了第二大市场的地位，出口量从 0.56 万辆稳步增长至 4.00 万辆，占比虽有下降但绝对值持续扩大。特别地，北非在 2024 至 2025 年间出现了爆发式增长，2024 年增速高达 198.9%，2025 年再度增长 93.27%，出口量达到 1.46 万辆，成为新的增长极。南部非洲和中非也呈现出稳步增长的态势，分别从 0.17 万辆和 0.15 万辆增长至 1.87 万辆和 1.50 万辆。中国重卡在非洲的出口已从早期的东非单核驱动，演变为以西非为核心、东非为支撑、北非为新增长点的多元化格局。

表10：中国重卡在非洲各区域的出口量

万辆	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
北非	0.22	0.33	0.15	0.31	0.32	0.17	0.16	0.09	0.25	0.76	1.46
增速		47.06%	-54.46%	108.58%	4.57%	-47.03%	-7.60%	-42.34%	178.27%	198.90%	93.27%
占比	16.08%	16.15%	6.14%	12.48%	10.10%	6.47%	3.32%	1.74%	3.84%	8.36%	10.05%
东非	0.56	0.87	0.98	0.55	0.68	0.82	1.41	1.69	2.02	2.41	4.00
增速		57.41%	12.48%	-43.91%	23.66%	20.18%	71.73%	20.01%	19.71%	19.21%	65.91%
占比	40.42%	43.47%	40.80%	22.31%	21.36%	31.03%	29.60%	32.32%	30.62%	26.61%	27.48%
南部非洲	0.17	0.19	0.30	0.39	0.44	0.38	0.57	0.85	1.41	1.63	1.87
增速		12.90%	56.56%	27.58%	14.17%	-14.96%	51.04%	50.15%	65.30%	15.16%	14.80%
占比	12.52%	9.66%	12.61%	15.69%	13.87%	14.25%	11.96%	16.34%	21.37%	17.94%	12.82%
西非	0.27	0.49	0.77	0.89	1.51	1.06	2.15	1.80	1.93	3.02	5.73
增速		79.86%	57.87%	15.25%	69.91%	-29.68%	101.89%	-16.23%	7.44%	56.29%	89.79%
占比	19.79%	24.32%	32.03%	36.00%	47.34%	40.24%	45.13%	34.40%	29.25%	33.32%	39.36%
中非	0.15	0.13	0.20	0.33	0.23	0.21	0.48	0.80	0.99	1.25	1.50
增速		-16.19%	57.56%	64.70%	-29.90%	-9.72%	124.70%	67.21%	24.06%	26.55%	19.97%
占比	11.19%	6.41%	8.42%	13.52%	7.34%	8.01%	10.00%	15.21%	14.93%	13.77%	10.29%
合计	1.37	2.01	2.41	2.47	3.20	2.64	4.76	5.23	6.61	9.07	14.57
增速		46.38%	19.85%	2.56%	29.20%	-17.28%	80.03%	9.91%	26.36%	37.18%	60.65%

资料来源：海关数据，国信证券经济研究所整理

贸易额与客单价方面，中国重卡对非洲出口贸易额十年间实现了从 40.82 亿元到 367.65 亿元的大幅增长，客单价则在 24-35 万元的区间内随区域和产品结构变化而波动调整。从总额增速来看，2025 年贸易额达到 367.65 亿元，同比增长 53.96%，延续了高增长态势，其中 2021 年和 2025 年是两轮明显的加速期，增速分别达到 80.62% 和 53.96%。从区域贡献来看，西非以 139.15 亿元的贸易额位居首位，东非以 91.65 亿元紧随其后，两者合计占非洲总贸易额的 62.8%；北非市场虽然出口量占比仅为 10.05%，但凭借 32.34 万元的高客单价，贡献了 47.36 亿元的贸易额；南部非洲和中非分别贡献 50.06 亿元和 39.43 亿元，客单价稳定在 26-27 万元区间。

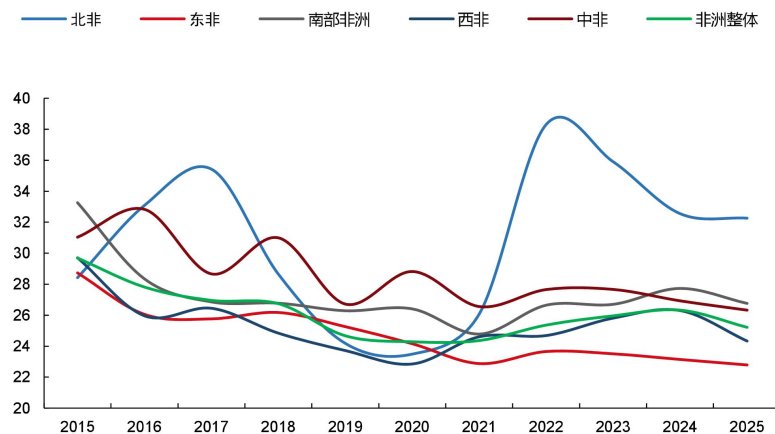
表11: 中国重卡在非洲各区域的出口贸易额与客单价

贸易额 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
北非	6.28	10.75	5.24	8.84	7.80	4.02	4.12	3.49	9.10	24.78	47.36
增速		71.21%	-51.24%	68.65%	-11.75%	-48.54%	2.60%	-15.28%	160.75%	172.27%	91.14%
单价 (万元)	28.42	33.08	35.42	28.64	24.17	23.48	26.07	38.31	35.90	32.70	32.34
东非	15.96	22.79	25.35	14.45	17.24	19.82	32.23	39.99	47.58	55.88	91.65
增速		42.77%	11.23%	-43.01%	19.34%	14.95%	62.63%	24.09%	18.96%	17.45%	64.02%
单价 (万元)	28.73	26.05	25.76	26.17	25.26	24.16	22.88	23.66	23.51	23.16	22.90
南部非洲	5.72	5.51	8.17	10.39	11.65	9.95	14.10	22.77	37.71	45.24	50.06
增速		-3.80%	48.35%	27.20%	12.10%	-14.58%	41.72%	61.47%	65.63%	19.94%	10.67%
单价 (万元)	33.26	28.34	26.85	26.77	26.29	26.41	24.78	26.65	26.70	27.81	26.81
西非	8.08	12.70	20.43	22.12	35.88	24.30	52.85	44.31	49.28	79.27	139.15
增速		57.21%	60.84%	8.23%	62.22%	-32.27%	117.48%	-16.15%	11.22%	60.84%	75.55%
单价 (万元)	29.70	25.96	26.45	24.84	23.71	22.84	24.61	24.63	25.50	26.24	24.27
中非	4.77	4.23	5.82	10.37	6.26	6.10	12.63	21.99	27.30	33.63	39.43
增速		-11.28%	37.54%	78.10%	-39.58%	-2.61%	107.03%	74.14%	24.10%	23.21%	17.24%
单价 (万元)	31.02	32.84	28.66	31.00	26.71	28.82	26.55	27.65	27.66	26.93	26.32
合计	40.82	55.99	65.02	66.16	78.83	64.18	115.93	132.56	170.97	238.79	367.65
增速		37.16%	16.13%	1.76%	19.15%	-18.58%	80.62%	14.35%	28.98%	39.67%	53.96%
单价 (万元)	29.69	27.82	26.96	26.75	24.67	24.28	24.36	25.34	25.87	26.34	25.24

资料来源: 海关数据, 国信证券经济研究所整理

客单价方面, 出口北非的客单价较高, 其他地区小幅下滑趋势, 随着北非出口量的增长, 整体均价下降后回升。从客单价演变来看, 东非、西非、中非的客单价呈缓慢下行或持稳态势, 中国重卡在这些区域以中端实用型产品为主、走量为主的竞争策略; 而北非客单价从 28.42 万元波动上行至 32.34 万元, 南部非洲客单价从 33.26 万元调整至 24.78 万元后在 2024 年回升至 27.81 万元。非洲整体平均客单价从 2015 至 2020 年下行, 之后到 2024 年持续回升, 2025 年随着出口量增加, 出口客单价再度下滑至 25.24 万元。

图19: 中国重卡在非洲各区域出口客单价走势 (万元)



资料来源: 海关数据, 国信证券经济研究所整理

中国重卡在非洲各国的贸易额呈现一定的集中度, 高客单价地区则集中在北非、南部非洲国家。从贸易额排名看, 尼日利亚以 56.85 亿元稳居榜首, 但客单价相对较低。西非国家在贸易额前十名中占据三席——尼日利亚、几内亚、加纳。贸易额较高的国家, 整体集中在西非、东非, 但两区域成规模的国家, 除了几内亚

以外，客单价相对较低；北非的阿尔及利亚、南部的南非兼具客单价与规模。高客单价国家集中在北非、南部非洲，莱索托、摩洛哥、厄立特里亚、纳米比亚的出口客单价在 40 万以上，其中摩洛哥具备一定规模。整体上，中国重卡在非洲已呈现东西非走量、南北非提质的态势，头部 10 国贡献了 68.88% 的贸易额，呈现一定的集中度。

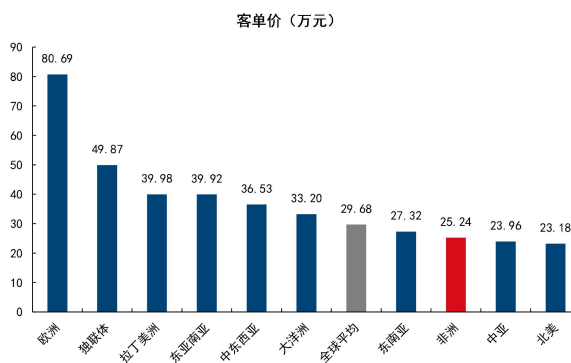
表12: 2025 年中国重卡出口非洲各国贸易额与客单价排名

国家	区域	贸易额(亿元)	出口量(辆)	客单价(万元)	国家	区域	客单价(万元)
总计/均价	—	367.65	145659	25.24	莱索托	南部非洲	50.99
尼日利亚	西非	56.85	24672	23.04	摩洛哥	北非	44.30
坦桑尼亚	东非	34.34	16007	21.46	厄立特里亚	东非	42.21
几内亚	西非	27.95	9766	28.62	纳米比亚	南部非洲	40.78
吉布提	东非	27.92	10763	25.94	毛里求斯	南部非洲	37.17
阿尔及利亚	北非	26.58	8387	31.69	埃及	北非	34.21
南非	南部非洲	19.91	6934	28.71	突尼斯	北非	33.49
加纳	西非	16.98	7098	23.92	斯威士兰	南部非洲	32.32
刚果民主共和国	中非	16.97	5802	29.24	阿尔及利亚	北非	31.69
肯尼亚	东非	14.50	7351	19.73	利比亚	北非	31.34
赞比亚	南部非洲	11.25	4616	24.38	博茨瓦纳	南部非洲	29.91
科特迪瓦	西非	9.65	4127	23.39	刚果民主共和国	中非	29.24
津巴布韦	南部非洲	8.78	3070	28.59	南非	南部非洲	28.71
安哥拉	中非	8.14	3293	24.70	索马里	东非	28.71
摩洛哥	北非	8.05	1817	44.30	几内亚	西非	28.62
喀麦隆	中非	7.79	3392	22.96	津巴布韦	南部非洲	28.59

资料来源：海关数据，国信证券经济研究所整理

客单价横向对比，中国重卡在非出口客单价处于全球较低水平。2025 年我国重卡出口全球平均客单价 29.68 万元，独联体、拉美、中东西亚、东亚南亚（日韩、印巴等）出口单价相对较高；欧洲重卡出口数较低，但出口欧洲的重卡客单价超 80 万元，体现了当地高价值量；北美地区基数过低，缺乏市场化参考。东南亚、非洲、中亚出口单价较低，非洲、中亚在市场化出口的地区处于客单价洼地。

图20: 2025 我国重卡出口非洲均价与其他地区对比



资料来源：海关数据，国信证券经济研究所整理

综上，我们预测我国重卡在非市场规模重汽仍有翻倍空间，远期或周期峰值有 250% 以上增长空间。参考上文不同维度下非洲重卡空间测算，考虑国产重卡对海外品牌尤其是欧美二手重卡的进一步替代，假设未来在非市占率保持在 70% 水平；客单价，考虑北非高增速带来的结构化升级，以及未来存量迭代带来的产品升级，

预测在非客单价整体稳中微升。预计五年期,我国重卡在非销量有望突破 30 万辆,对应收入规模过 780 亿,较 2025 年有翻倍空间。

表13: 中国重卡在非洲市场销量与市场规模测算

	2025	五年期	周期内年平均	周期内峰值	终局均值
出口(万辆)	14.57	30.66	33.53	50.30	51.38
收入规模(亿元)	367.65	781.83	871.78	1307.67	1361.57
客单价(万元)	25.24	25.50	26.00	26.00	26.50
销量空间		110.43%	130.13%	245.20%	252.64%
收入空间		112.66%	137.12%	255.68%	270.34%

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测;

注: 中长期、远期测算涉及较多假设前提,当地发展的不确定性高,且不同参数造成的敏感度高;测算方法为当前视角下的线性外推,因此测算结果仅为外部环境未发生重大变化背景下的量级展望,并非实际研判。

其他地区: 本土化、电动化有望突破市场壁垒

东南亚: 重卡出海第二大基盘与增量来源

东南亚是目前我国重卡出海的第二大基盘,中国重卡对东南亚出口同样兼具高基数与高增速。参考海关数据,2025 年我国重卡出口东南亚 8.55 万台,同比增长 41.27%,2026 年前五月出口增速同样维持在 40%以上。我国重卡在东南亚于 2021 年迎来翻倍增长,但 2022-2023 年微幅下滑,2024 年后增速保持在 40%以上,重回高增长态势。

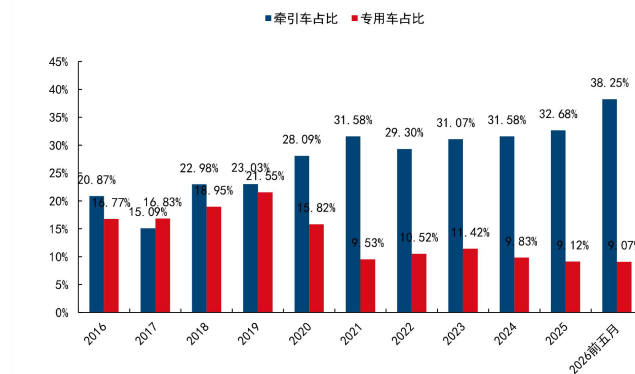
图21: 中国重卡在东南亚地区的出口量与增速



资料来源: 海关数据, 国信证券经济研究所整理

牵引车在东南亚出口中占比持续提升,体现了当地经济与物流发展带来的需求。牵引车占比从 2017 年的 15.09%提升至 2021 年的 31.58%,在 2022 年小幅下降后,进一步增长至 2026 年前五月的 38.25%。牵引车主要用于干线物流,牵引车需求增长体现了经济活跃,也表明同样高增速情况下,相比于非洲,东南亚重卡市场处于更加成熟的发展阶段。

图22：中国重卡在东南亚地区的出口量与增速



资料来源：海关数据，国信证券经济研究所整理

中国重卡对东南亚主要国家的出口格局中，越南虽有波动但仍稳居第一大市场，近年兼具基数和增速，印尼和菲律宾处在第二梯队，三者占据了我国在东南亚出口的80%份额，集中度高。出口越南的重卡在2015年以2.3万辆占据73.42%主导地位，但在2018年和2023年经历较大波动，此后连续恢复2025年的3.47万辆，占比回升至40.57%。对印尼的出口增长持续性强，2016至2025年，除2020年外，都保持正增长，2025年达到1.8万辆，占比升至21.04%。菲律宾的出口量则呈现稳步增长态势，2025年达到1.6万辆，占比18.89%。越南、印尼、菲律宾占了我国在东南亚重卡出口的80%份额，其他东南亚国家如马来西亚、缅甸、泰国等仍有一定重卡市场挖掘潜力。

表14：我国重卡对东南亚主要国家出口的增速及占比

出口量：辆	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
越南	23077	17989	17282	2168	5084	6998	23117	19031	8793	19558	34711
增速		-22.05%	-3.93%	-87.46%	134.50%	37.65%	230.34%	-17.68%	-53.80%	122.43%	77.48%
占比	73.42%	59.32%	45.76%	10.61%	19.86%	31.36%	51.06%	43.61%	20.88%	32.30%	40.57%
印度尼西亚	708	509	1743	2388	2851	1513	5114	7109	9579	15975	18001
增速		-28.11%	242.44%	37.01%	19.39%	-46.93%	238.00%	39.01%	34.74%	66.77%	12.68%
占比	2.25%	1.68%	4.62%	11.69%	11.14%	6.78%	11.29%	16.29%	22.74%	26.38%	21.04%
菲律宾	3736	7167	12771	9505	10901	7326	11441	10452	12945	13258	16156
增速		91.84%	78.19%	-25.57%	14.69%	-32.80%	56.17%	-8.64%	23.85%	2.42%	21.86%
占比	11.89%	23.63%	33.82%	46.52%	42.58%	32.83%	25.27%	23.95%	30.73%	21.89%	18.89%
马来西亚	891	1455	2153	2865	1764	1227	2106	3643	4914	5527	6453
增速		63.30%	47.97%	33.07%	-38.43%	-30.44%	71.64%	72.98%	34.89%	12.47%	16.75%
占比	2.83%	4.80%	5.70%	14.02%	6.89%	5.50%	4.65%	8.35%	11.67%	9.13%	7.54%
老挝	593	873	1514	1083	1182	976	1218	1361	2490	2720	4192
增速		47.22%	73.42%	-28.47%	9.14%	-17.43%	24.80%	11.74%	82.95%	9.24%	54.12%
占比	1.89%	2.88%	4.01%	5.30%	4.62%	4.37%	2.69%	3.12%	5.91%	4.49%	4.90%
缅甸	1310	1518	1169	1042	1154	2733	943	575	1576	1115	2061
增速		15.88%	-22.99%	-10.86%	10.75%	136.83%	-65.50%	-39.02%	174.09%	-29.25%	84.84%
占比	4.17%	5.01%	3.10%	5.10%	4.51%	12.25%	2.08%	1.32%	3.74%	1.84%	2.41%
其他	1116	815	1131	1380	2663	1540	1338	1466	1825	2403	3974
增速		-26.97%	38.77%	22.02%	92.97%	-42.17%	-13.12%	9.57%	24.49%	31.67%	65.38%
占比	3.55%	2.69%	2.99%	6.75%	10.40%	6.90%	2.96%	3.36%	4.33%	3.97%	4.65%

资料来源：海关数据，国信证券经济研究所整理

中国重卡对东南亚主要国家的出口车型结构呈现显著的国别分化，反映出各国物流模式与基建需求的差异。我国出口越南的牵引车占比近年在 50% 以上，但从 2023 年的 59.90% 回落至 2025 年的 50.18%，载货车占比上升，意味着越南干线物流牵引车需求占据主导，但优势收窄，中短途货运和工程建设带动载货车快速补位。印尼和菲律宾则以载货车主导，这与两国群岛地形、港口集散和中短途配送为主的物流模式高度契合。马来西亚和老挝的车型结构与印尼菲律宾类似，以载货车为基本盘。整体上看，东南亚各国自身发展阶段、地理条件存在较大差异，重卡市场呈现多样化需求。

表 15：我国对东南亚主要国家重卡出口车型结构

	越南			印尼			菲律宾		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
牵引车	59.90%	58.94%	50.18%	9.33%	6.97%	9.82%	16.53%	16.25%	19.89%
载货车	30.13%	33.17%	43.68%	80.18%	85.18%	82.63%	71.65%	70.53%	69.18%
专用车	9.97%	7.89%	6.14%	10.49%	7.86%	7.55%	11.82%	13.21%	10.93%
	马来西亚			老挝			缅甸		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
牵引车	47.60%	35.64%	33.02%	22.21%	29.12%	31.70%	71.00%	43.32%	53.23%
载货车	42.96%	54.73%	52.43%	69.20%	63.75%	59.28%	22.34%	47.89%	42.12%
专用车	9.44%	9.63%	14.55%	8.59%	7.13%	9.02%	6.66%	8.79%	4.66%

资料来源：海关数据，国信证券经济研究所整理

综上，我国在东南亚地区重卡销量处于上升阶段，东南亚重卡市场成熟度较非洲更加成熟，物流、基建需求共同推动行业增长。同时，东南亚各国重卡呈现多样化需求，我国在东南亚出口的集中度较高，总量增长和薄弱地区重点突破有望为我国重卡在东南亚地区持续贡献增量。

同为高基数、高增长地区，非洲市场与东南亚市场对比。

非洲重卡市场：更为早期，矿业高景气为重卡带来需求，考虑人口增速与大陆面积，基建、物流的需求潜力巨大；但多数地区相对落后，物流需要强基建和经济发展作为支撑，存在不确定性。

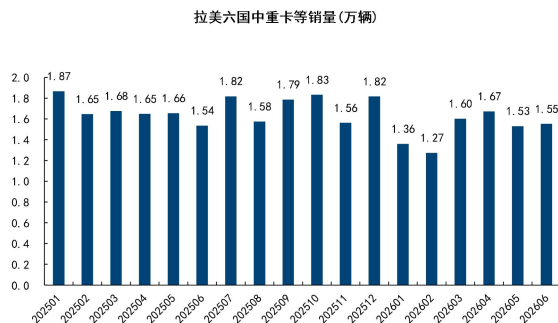
东南亚重卡市场：相对非洲更加成熟，部分国家经济正处于高速增长阶段，基建、干线物流、多场景物流共同推动重卡市场景气度，重卡增长具备高确定性；各国地理上分散且有群岛国家，干线物流需求受制约，叠加人口、总面积因素，市场远期潜力弱于非洲。

拉美：本土化突破核心市场壁垒

拉美地区重卡市场规模预计在 18-20 万辆量级。根据 Marklines 数据，拉美六国卡车口径未统一，其中巴西口径为卡车，另外五国口径为中重卡与牵引车，该口径下，拉美六国 2025 年中重卡等车型销量为 20.4 万辆。根据 FENABRAVE（巴西全国汽车经销商联合会）数据，巴西 2025 年卡车销量为 11.08 万辆（与 Marklines 卡车口径数据匹配），而重型/半重型销量达 8.66 万辆，中卡销量约 1.30 万辆；巴西分类标准中，半重型已达到我国和国际的重卡范畴。根据巴西卡车销量结构以及重卡在中重卡中占比，结合 Marklines 数据，测算得 2025 年拉美六国重卡销量约为 16.7 万辆；考虑拉美其他国家仍有一定市场，预计拉美重卡市场规模在

18-20 万辆量级。

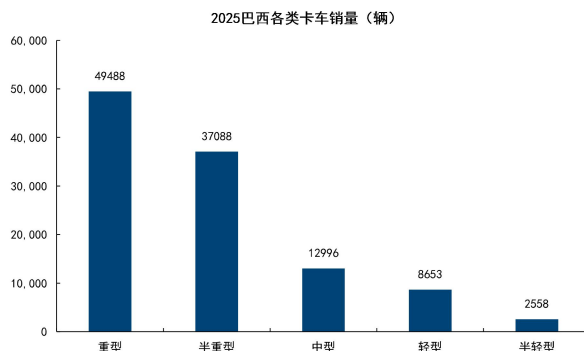
图23: 拉美六国中重卡等销量



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理;

注: 国家包含墨西哥、巴西、阿根廷、秘鲁、乌拉圭、智利六国, 巴西口径为卡车整体, 其他五国口径为中重卡、牵引车。

图24: 2025 年巴西各类卡车销量



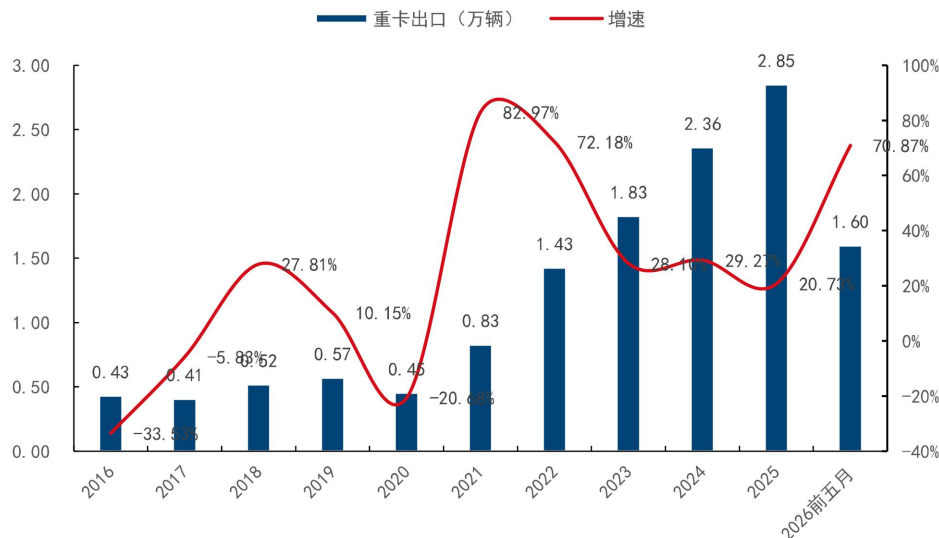
资料来源: 巴西全国汽车经销商联合会, 国信证券经济研究所整理;

注: 巴西半重型标准为 GVW 大于等于 15 吨, 属于我国重卡范畴。

巴西、墨西哥是拉美最主要两个重卡市场, 两个市场重卡市场在 10 万辆以上, 整体比较成熟。根据 ANFAVEA (巴西汽车制造商协会) 披露, 近年巴西标准重型卡车批发销量维持在 5-6 万量级; 根据 FENABRAVE 口径, 2025 年巴西标准重型卡车 4.95 万辆, 半重型卡车销量 3.71 万辆, 我国重卡标准下, 巴西重卡销量达到了 8.66 万辆。根据 ANPACT (墨西哥全国客车、卡车和牵引车生产商协会) 口径, 2024 年墨西哥重型车 (包含卡车、牵引车、客车口径) 批发销量 66,455 辆 (含货物+客运); 其中货物段 (卡车+牵引车) 批发 56,835 辆, 其中牵引车 31,233 辆, 占货物段份额 55%; 2025 年, 由于海外地缘影响, 墨西哥重型车市场缩水, 批发、零售数据分别为 30,673、39,833 辆, 我们预计墨西哥重型车货物段市场受影响至 3 万量级。整体上, 巴西和墨西哥重卡年规模在 10 万辆以上, 是拉美重卡的核心市场。

2025 年中国重卡在拉美的整车出口为 2.85 万辆, 2024/2025 年出口增速稳定, 2026 年前五月同比增速提升。我国重卡在拉美地区的出口量在 2020 年起持续增长, 但整体基数仍低, 2025 年在拉美整车出口量为 2.85 万辆, 市占率不足 20%。增速方面, 2021/2022 年增速较高, 达到 70% 以上, 2023-2025 年增速回落到 20-30%, 2026 年前五月, 增速重回 70% 以上。我国在拉美出口客单价较高, 拉美市场尽管相对成熟, 但当前我国重卡市占率低, 仍有足够增长空间。

图25: 中国重卡在拉美的出口量



资料来源：海关数据，国信证券经济研究所整理

中国重卡在巴西、墨西哥以外地区高速增长，对墨西哥的整车出口在 2025 年大幅回落，巴西市场尚未有效突破。2025 年，中国重卡在墨西哥、巴西以外地区呈现高速增长，在秘鲁、厄瓜多尔、哥伦比亚 2025 年重卡出口增速分别达到了 86.90%/97.59%/110.48%，2026 年前五月，增速进一步增长到 180.23%/119.10%/117.75%。中国重卡在墨西哥出口量在 2024 年超过了 8000 辆，但是 2025 年大幅回落，一方面原因来自于地缘因素以及墨西哥重卡市场在 2025 年整体萎缩，另一方面，中国重卡车企积极布局墨西哥产能，重卡出口形式多样化，整车进口量减少。巴西作为拉美重卡市场最重要的国家之一，中国车企尚未有效突破，关税是巴西市场的主要壁垒。

表16: 中国重卡在拉美各国的出口量

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 前五
总计	4526	8281	14258	18264	23609	28504	15968
秘鲁	1086	2266	2217	2926	3343	6248	4635
厄瓜多尔	534	1334	2249	2002	1868	3691	2616
墨西哥	531	833	2302	6493	8226	2419	1330
哥伦比亚	464	881	3407	576	1088	2290	1877
圭亚那	15	54	148	1003	1835	2222	672
委内瑞拉	336	16	94	733	967	1669	1154
巴西	44	227	642	614	1160	1660	559
智利	363	1078	828	418	701	1369	358
其他	1153	1592	2371	3499	4421	6936	2767

资料来源：海关数据，国信证券经济研究所整理

巴西对进口重卡的关税高达 35%，用高关税推动海外车企进行本地化生产。跟据南方共同市场（巴西、阿根廷、巴拉圭、乌拉圭、玻利维亚五国）共同对外关税，巴西对燃油重卡整车进口征收 35% 进口关税，大幅提高了重卡整车进口的门槛，削弱海外重卡的竞争力；同时，对散件进口也有一定关税限制。对于新能源车进口，巴西进一步政策收缩，根据 2026 年新规，将对新能源车的 SKD、CDK 散件关税提升至 35%。同时，巴西汽车的激励政策如 2026 年商用车融资政策——Move

Brasil 计划，也对激励车型的范围做出了本土化要求，鼓励消费者选择本土化生产车型。

巴西重卡市场以欧美产品为主，主要竞品为沃尔沃、奔驰等。根据 Fenabrave 数据，2025 年巴西前十大产销卡车车型中，重型、半重型车占了 8 个。巴西最畅销车型为大众的中卡产品；沃尔沃 FH540 作为沃尔沃主流产品，位列巴西重卡销量第一位，2025 年销售 5403 台；FH540 在内，沃尔沃有四款重卡产品进入巴西卡车销量前十。奔驰有两款重卡产品进入前十；源自荷兰，目前隶属美国 PACCAR 集团的达夫品牌，也有一款车型位列销量第五。

表17: 2025 年巴西前十大畅销卡车车型

车型	销量(辆)	品牌	产品介绍(巴西分类口径)
Volkswagen Delivery 11.180	6543	VW 大众	Delivery 11.180 (中卡, 11 吨级)
Volvo FH 540	5403	Volvo 沃尔沃	FH 540 (重卡牵引车, 6×4, 540 马力)
Volvo VM 290	4320	Volvo 沃尔沃	VM 290 (半重, VW 平台衍生)
Volvo FH 460	3613	Volvo 沃尔沃	FH 460 (重卡牵引车, 6×2/6×4, 460 马力)
DAF XF 530	3480	DAF 达夫	XF 530 (重卡牵引车, 530 马力)
Mercedes-Benz Atego 1719	3331	Mercedes 奔驰	Atego 1719 (半重卡, 17 吨级, 190 马力)
Volvo VM 360	3254	Volvo 沃尔沃	VM 360 (重卡, VW 平台衍生, 360 马力)
Mercedes-Benz Accelo 1017	3210	Mercedes 奔驰	Accelo 1017 (轻卡, 10 吨级, 170 马力)
Mercedes-Benz Atego 2429	3176	Mercedes 奔驰	Atego 2429 (半重卡, 24 吨级, 290 马力)
Volkswagen Constellation 17.210	3036	VW 大众	Constellation 17.210 (半重卡, 17 吨级, 210 马力)

资料来源: Fenabrave, 国信证券经济研究所整理

当前我国重卡车企正积极布局拉美产能，福田、重汽正在布局巴西产能。中国重卡与商用车车企积极布局拉美地区，陕汽、东风、江淮在墨西哥布局有 KD 工厂。福田在墨西哥的产能涵盖卡车与客车，并支持本土化生产。巴西方面，福田在巴西的一期工厂已经投产，支持轻中卡和轻型商用车的本土化生产，未来有望拓展至重卡；中国重汽在巴西的本土化产能正在建设中。

表18: 中国重卡车企在拉美的重卡相关产能布局（部分）

车企	国家	地区	项目	生产方式	开工时间	(预计) 投产时间
陕汽 SHACMAN	墨西哥	普埃布拉州 (Puebla)	卡车总装厂 重卡 SKD 生产 面向墨西哥和拉美市场产品	SKD 半散件组装 (Sesé 合作)	2025 年推进中	预计 2026 年 投产
东风 Dongfeng	墨西哥	哈利斯科州 (中部 Jalisco)	中重卡 SKD 装配厂	SKD/DKD 直接散件组装	2024 年推进中	2024 年 首批车型下线
江淮 JAC	墨西哥	伊达尔戈州 萨哈昆城 (Ciudad Sahagún)	重卡+轻商混合产线	CKD 散件组装	2017 年建厂 2024 年 Q2 启动扩建	2017 年已投产 2024 年下半年新线启用
北汽福田 Foton	墨西哥	哈利斯科州 拉各斯德莫雷诺 (Lagos de Moreno)	一号工厂 卡车与客车 (含重卡) 内燃机卡车	CKD+本土化 本地化率预计提升	2019 年设立	2019 年已投产
北汽福田 Foton	墨西哥	新莱昂州 (Nuevo León)	二号工厂 重型车辆与区域运输车辆	整车装配	已运营	已投产 2025-2026 扩建中
北汽福田 Foton	巴西	米纳斯吉拉斯州 (Agrale 合作)	巴西工厂 一期: 中卡、轻卡、轻型商用车 未来有望拓展至重卡	本地化生产	——	2025 年 4 月 首车下线
中国重汽 Sinotruk	巴西	圣卡琳娜州 拉赫斯 (Lages)	重卡工厂	CKD; 未来本土化生产	2025 年 4 月签约	预计 2026 -2027 投产

资料来源: MEXCHAM、MarkLines、中国交通新闻网等，国信证券经济研究所整理

综上，拉美地区重卡市场相对成熟，但中国重卡占比较低，仍有较大增长空间；

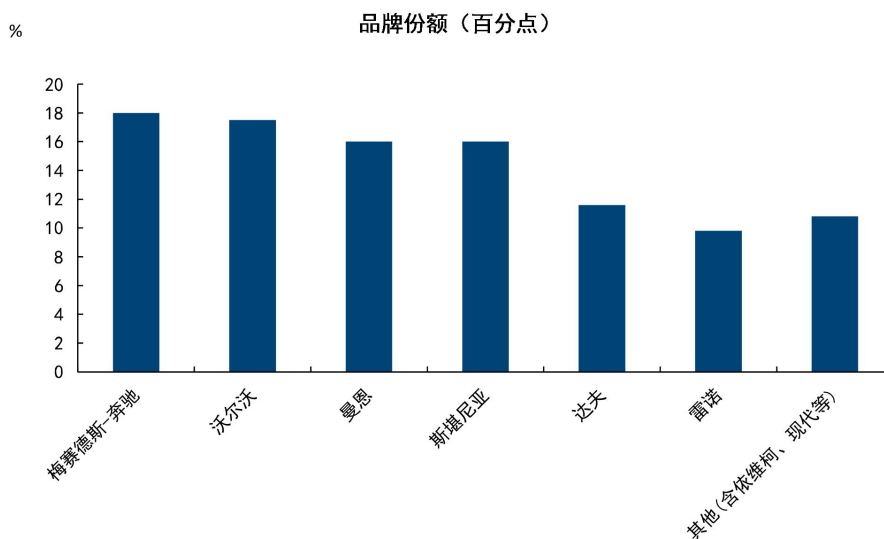
墨西哥、巴西市场以外，中国重卡正在蓬勃增长；巴西作为拉美最重要的重卡市场之一，需要海外品牌本土化布局，中国重卡尚未有效突破；中国商用车企积极布局拉美产能，并且正在推动巴西本土化产能建设。

欧洲：高端重卡的核心市场，有望通过电动化突破壁垒

欧洲重卡市场，整体在 30 万量级，近年小幅收缩。根据 ACEA（欧洲汽车制造商协会）数据，欧盟 27 国 16 吨以上重卡销量在 2023 年达到近年高点，为 29.4 万辆，2025 年收缩至 25 万量级。根据沃尔沃卡车年报，EU30（欧盟+挪威、英国、瑞士）口径下，欧洲重卡销量 2024 年约为 31.5 万辆，2025 年小幅下滑至 29.8 万辆。

欧洲作为高端重卡的核心市场，传统七大品牌集中度高。根据 ACEA 数据，欧洲七大重卡品牌中，前六大品牌已占据了 2025 年销量的约 90%；奔驰、沃尔沃以 17% 以上市占率处于第一梯队，MAN、斯堪尼亚市占率均处在 16% 水平，达夫、雷诺市占率分别为 11.6%、9.8%；其他品牌占比 10.8%，其中还包含欧洲第七大品牌依维柯卡车，现代等欧洲以外重卡品牌的市场空间十分有限。集团层面，大众商用车集团手握斯堪尼亚、MAN 两大品牌，份额达到 32%；沃尔沃卡车包含沃尔沃、雷诺两大重卡品牌，份额 27.3%；戴姆勒卡车占比 18%。

图26: 2025 年 EU27 重卡销量品牌份额



资料来源：ACEA，国信证券经济研究所整理

欧洲重卡产品整体客单价较高，本土品牌燃油技术积淀深厚。本土电车溢价严重，缺乏主流价格带的纯电产品。欧洲主流重卡产品新车报价通常在 10 万欧元以上，如沃尔沃 FH 系列，欧洲当地新车价格通常在 11 万欧元起，其旗舰车型 FH16，价格可达 16 万欧元；曼恩 TGX 系列主流的 480 马力车型，新车报价约 11.09 万欧元。高端重卡产品则会达到 25 万欧元：奔驰 Actros L 系列，作为新一代公路旗舰，含税价格在 24.99 万欧元；曼恩 Individual Lion S 高端版本报价则达到了 32.92 万欧元。欧洲新能源重卡溢价严重，纯电重卡价格在高端燃油重卡之上，当前欧洲主要的电动重卡之一，奔驰 eActros 600 系列的市场定价在 28 万欧元

到 39 万欧元之间。

欧洲重卡品牌燃油技术积淀深厚，行业壁垒高；但本土新能源重卡价格过高，实际应用中缺乏经济性。目前我国重卡在欧洲尚未形成规模，中国重卡车企与欧洲品牌长期合作，沉淀技术能力，国产高端燃油产品具备开拓欧洲市场的条件；同时有望通过新能源重卡弯道超车，开拓欧洲当地增量需求。

图27：主流车型——沃尔沃 FH 系列



资料来源：卡车之家，国信证券经济研究所整理

图28：高端纯电——奔驰 eActros 600



资料来源：卡车E族，国信证券经济研究所整理

投资建议：关注重卡出海龙头与出海高增速车企

我国重卡出海趋势显著，出口的核心市场空间广阔，出口的潜在市场具备高价值量。重点关注重卡出海龙头中国重汽 H、中国重汽 A，关注重卡业务高增速的综合商用车企福田汽车，同时关注重卡发动机龙头潍柴动力。

中国重汽 H：重卡整车龙头，海外业务布局早规模大

中国重型汽车集团有限公司拥有悠久的历史，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29：重汽集团简介

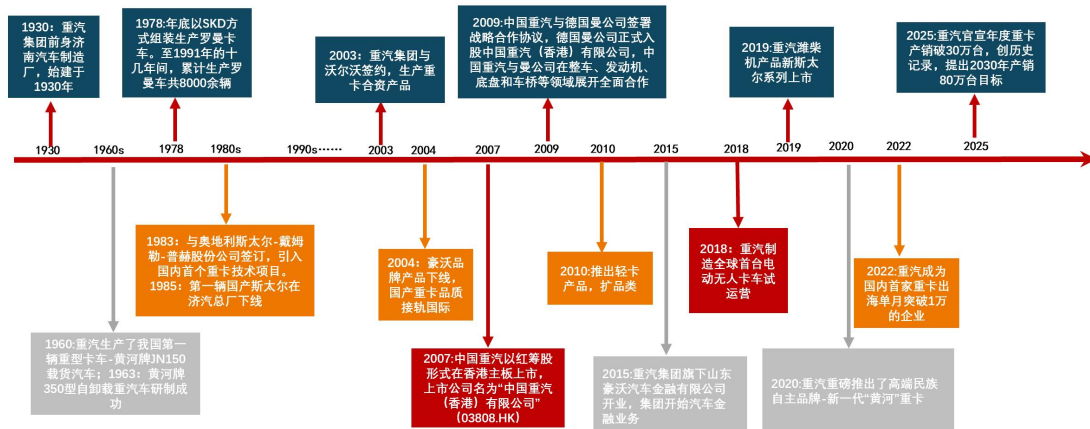


资料来源：重汽集团官网，国信证券经济研究所

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。

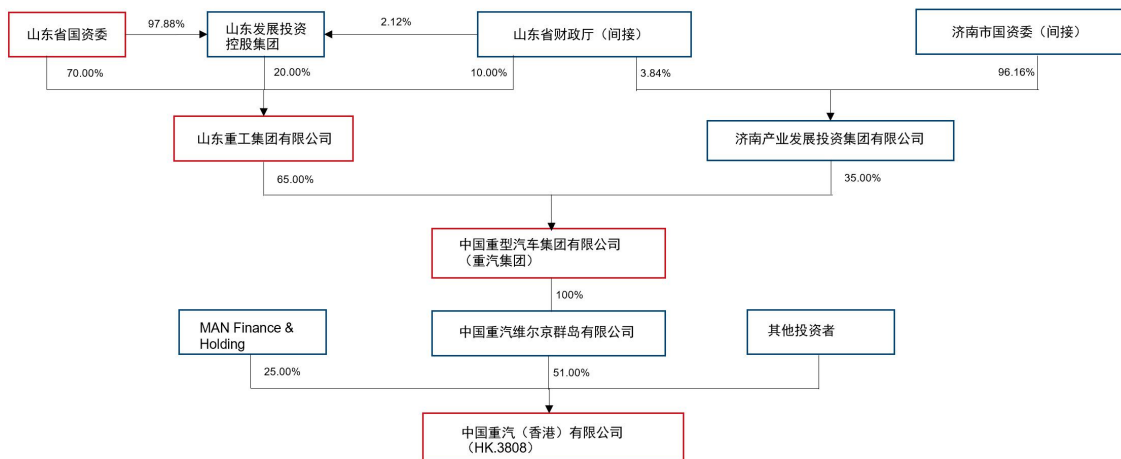
图 30：重汽集团历史沿革



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，中国重汽 H）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 31：中国重汽 H 股权结构



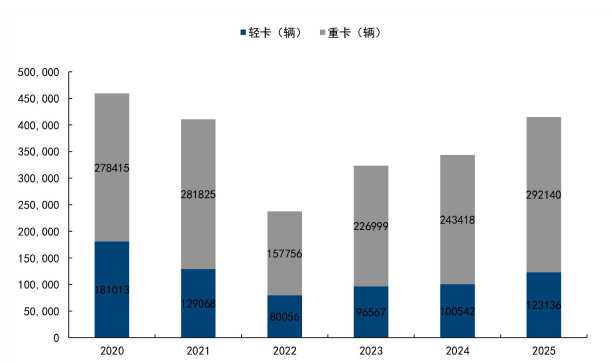
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

注：数据截至 2025 年年报

◆ 中国重汽 H 财务更新：2025 年收入利润加速增长

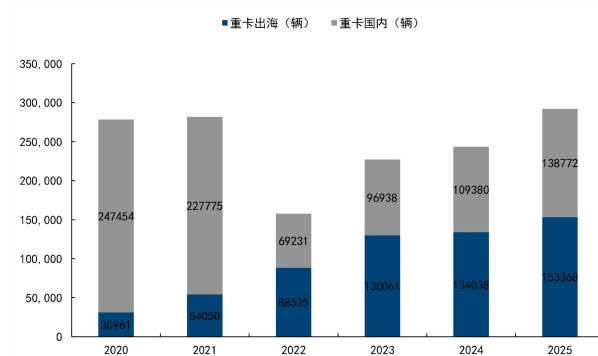
财报口径下，重汽 H 总销量重回增长趋势，重卡海外销量占比过半。根据公司财报披露口径，公司产品销量在 2022 年后维持增长态势。2024 年重卡销量 24.34 万辆，轻卡销量 10.05 万辆；2025 重卡销量 29.21 万辆，同比增长 20.02%，轻卡 12.31 万辆，同比增长 22.47%。重卡海外销量持续提升，由 2020 年的 3.10 万辆，增长至 2025 年的 13.40 万辆，2025 年继续保持两位数增长。

图32：重汽 H 近年销量



资料来源：公司财报, 国信证券经济研究所

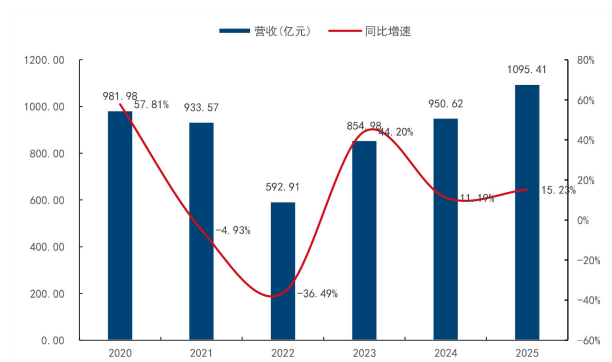
图33：重汽 H 近年重卡销量



资料来源：公司财报, 国信证券经济研究所

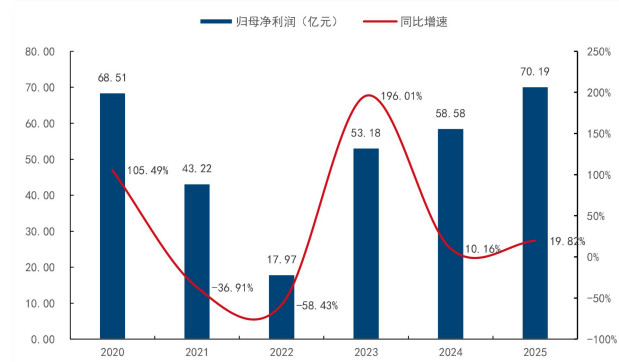
重汽 H 营收、利润在 2025 年加速增长。2024 年公司营收 950.62 亿元，同比增长 11.19%，归母净利润 58.58 亿元，同比增长 10.16%。2025 年，公司营收 1095.41 亿元，同比增长 15.23%，归母净利润 70.19 亿元，同比增长 19.82%。

图34：重汽 H 近年营收



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图35：重汽 H 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，重汽 H 营收以卡车产品为核心。公司 2025 年卡车收入 1088 亿元，金融业务收入 7.40 亿元；发动机外销收入 2025 上半年为 3.73 亿元，年报合并进重卡分部。卡车业务占营收比超 99%，是公司的绝对核心。

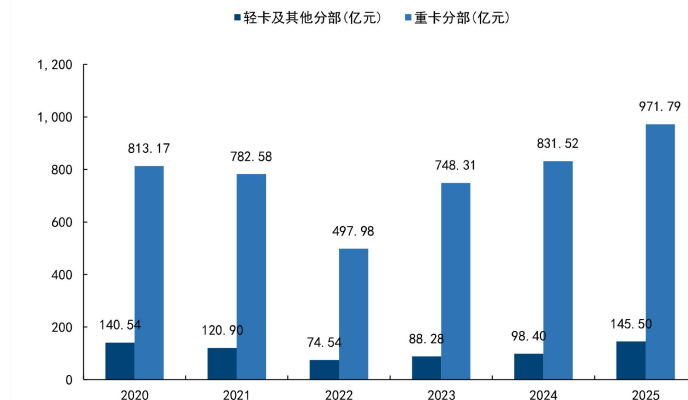
表19：重汽 H 分业务营收（亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
卡车等整车	953.71	903.48	572.52	836.59	929.92	1088.00
金融业务	13.37	17.8	12.81	12.2	13.54	7.40
发动机	14.9	12.29	7.57	6.2	7.15	——

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 年轻卡及其他分部营收 145.50 亿元，其中轻卡收入占比约 84%，其他产品为客车、轻型车等；重卡分部营收 971.79 亿元。重卡业务在总营收中占了主导地位，2025 年重卡分部营收在总收入中占比超 89%。

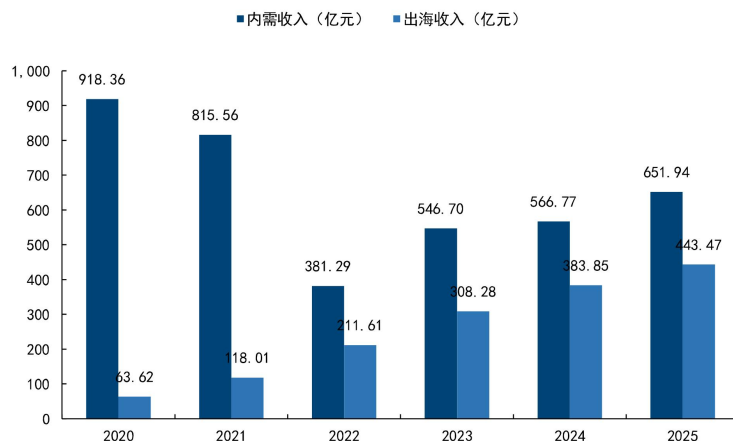
图36: 重汽 H 重卡分部和轻卡及其他分部营收



资料来源：Wind，公司财报，国信证券经济研究所

按区域拆分，海外营收已经接近国内。海外营收持续增长，2025 年公司海外营收 443.47 亿元，同比增长 15.53%；国内营收在 2022 年触底复苏，2025 年达到了 651.94 亿元。海外收入占比整体提升，从 2020 年的 6.48% 提升至 2025 年的 40.48%。

图37: 重汽 H 分区域营收

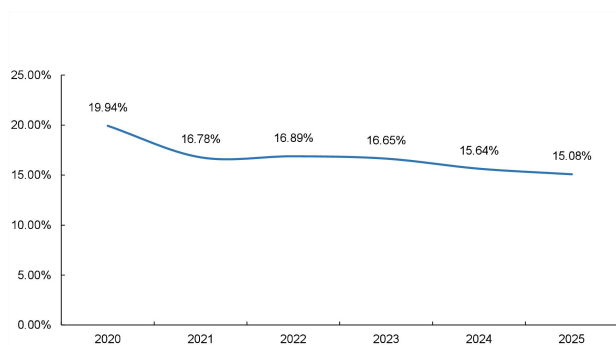


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

重汽 H 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，

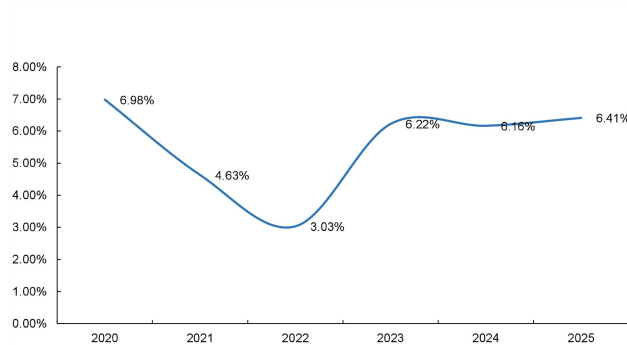
新能源产品的盈利能力仍未达到传统能源水准，毛利率收到一定影响，但整体下滑幅度有限，2025 毛利率为 15.08%。净利润率方面，由于出口比例提升，海外产品盈利能力强，净利润率在 2022 年后提升明显，从 2022 年的 3.03%提升至 2025 的 6.41%。

图 38: 重汽 H 毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

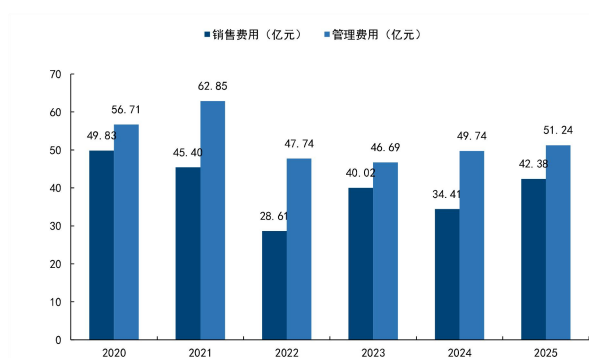
图 39: 重汽 H 净利润率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

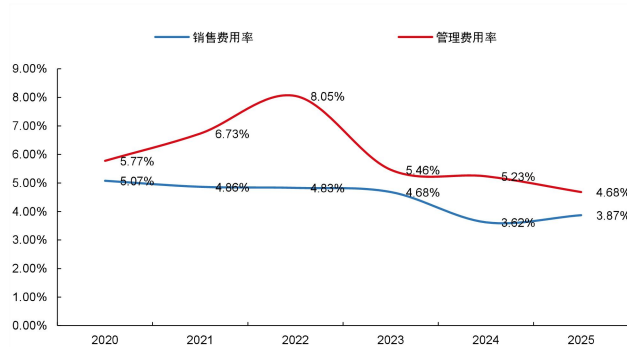
期间费用率稳步下降。重汽 H 期间费用率稳步下降，体现了良好的运营管理能力。管理费用率在 2022 年由于营收基数低，达到了近年高点 8.05%，2025 降至 4.68%。销售费用则持续下降，从 2020 年的 5.07%降到了 2024 的 3.62%，2025 年小幅回升至 3.87%。

图 40: 重汽 H 期间费用



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

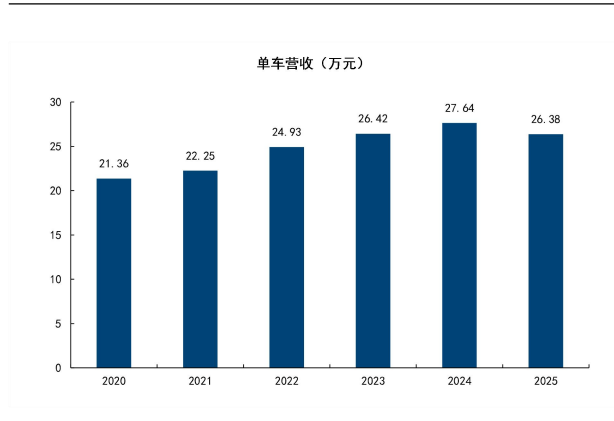
图 41: 重汽 H 期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

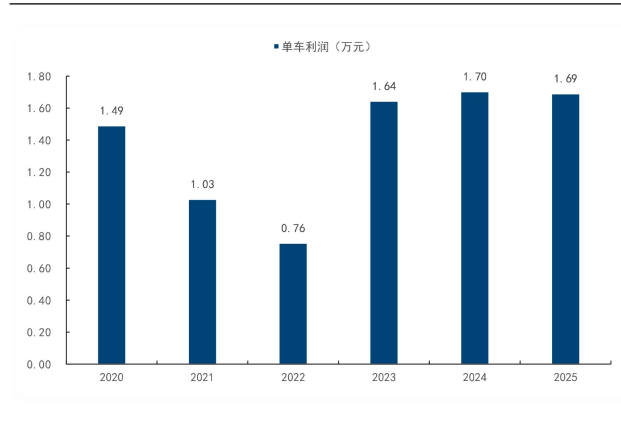
重汽 H 单车营收整体上涨，单车利润创新高。以总销量为口径，公司单车营收在 2020 年来整体呈现上升，2025 年有所下降，不同产品和不同区域的销量结构有影响。得益于出海业务的发展，单车利润在 2023 年起迈上新台阶，2025 年保持在单车 1.69 万元。

图42: 重汽 H 单车营收



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

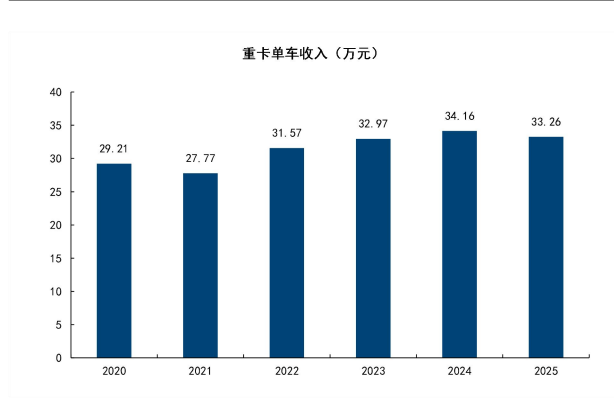
图43: 重汽 H 单车利润



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

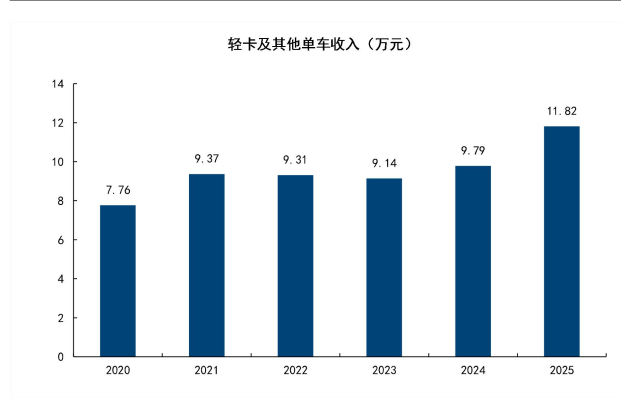
2025 年, 重汽 H 重卡分部单车收入 33.26 万元, 轻卡及其他分部单车收入 11.82 万元。重卡分部单车收入在 2021 年之后整体上涨, 2024 年达到了 34.16 万元, 2025 年小幅下滑到 33.26 万元。轻卡及其他分部单车收入上涨趋势明显, 从 2020 年的 7.76 万元, 先上升至 9-10 万平台, 2025 年进一步上涨到了 11.82 万元。

图44: 重汽 H 重卡分部单车营收



资料来源: Wind, 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图45: 重汽 H 轻卡及其他分部单车营收



资料来源: Wind, 公司财报, 国信证券经济研究所整理

◆ 中国重汽 H 核心业务与增长逻辑

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46: 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47: 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

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48: 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49: 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

◆ 盈利预测与估值

重卡海外销量: 假设持续增长, 2026 年销量在 20.5 万辆, 2027/2028 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 23.58/26.64 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，销量有一定增长；2027 年，行业处于过渡阶段，预计行业销量持平或微降，2028 年国五加速替代，内需回复增长；公司内需市占率保持稳定。假设 2026/2027/2028 年公司国内销量分别为 14.83/14.63/15.30 万辆。

轻卡及其他整车：轻卡行业走出低迷，2025 年行业批发销量约 202 万辆，同比增长 6.8%，重汽 H 轻卡市占率达到 6.1%，上升 0.8pct；预计轻卡市场小幅上涨，公司凭借轻卡出海，保持市占率稳步提升。

表20：重汽 H 卡车业务销量及预测

销量（万辆）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
重卡销量	24.34	29.21	35.33	38.21	41.94
国内	10.94	13.88	14.83	14.63	15.30
海外	13.40	15.34	20.50	23.58	26.64
轻卡等整车销量	10.05	12.31	12.96	14.50	15.93

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理及预测

营收及毛利方面：

1、基于上述销量的增长预期，预计 2026-2028 年重卡业务营收分别为 1124.23/1253.73/1372.99 亿元，重卡产品之间盈利能力存在差异，随着出海占比提升以及新能源车型盈利改善，预计重卡毛利率提升。2025 年起发动机业务并入重卡分部。

2、基于上述销量的增长预期，预计 2026-2028 年轻卡及其他业务营收分别为 130/147.16/163.53 亿元，盈利能力相对稳定。

3、金融服务营收与重卡收入比例过往相对稳定，但在 2025 年有明显下降，假设后续金融服务于重卡收入占比保持在 2025 年水平，盈利相对稳定。

表21：重汽 H 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）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
卡车分部收入	929.92	1088.17	1254.23	1400.90	1536.52
重卡	831.52	960.00	1124.23	1253.73	1372.99
轻卡及其他	98.40	128.04	130.00	147.16	163.53
发动机	7.15	—	—	—	—
金融服务	13.54	7.40	8.23	11.35	12.13
整体毛利率（%）	15.64%	15.08%	15.59%	15.95%	16.04%

资料来源：公司财报，Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：分部业务采用对外销售营收口径；2025 年开始，发动机业务并入重卡分部。

综上所述，预计 2026-2028 年，公司营收分别为 1270.12/1421.46/1558.97 亿元，增速分别为 15.9%/11.9%/9.7%，毛利率分别为 15.59%/15.95%/16.04%。

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22：期间费用假设

费用假设（亿元人民币）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用	34.41	42.38	44.45	48.33	53.00

销售费用率 (%)	3.62%	3.87%	3.50%	3.40%	3.40%
管理费用	50.12	51.60	60.21	64.48	70.67
管理费用率 (%)	5.27%	4.71%	4.74%	4.54%	4.53%

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23：重汽H投资收益与少数股东损益假设

单位：亿元人民币	2024	2025	2026E	2027E	2028E
投资收益	1.30	1.75	2.03	2.27	2.49
少数股东损益	8.30	6.45	7.71	8.93	10.15

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 2026-2028 年营业收入分别为 1270.12/1421.46/1558.97 亿元，增速分别为 15.9%/11.9%/9.7%；归属母公司净利润分别为 81.90/94.78/107.74 亿元，同比增速分别为 16.7%/15.7%/13.7%，每股收益分别为 2.97/3.43/3.90 元。维持“优于大市”评级。

表24：重汽H归母净利润预测

单位：百万元人民币	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	95062	109541	127012	142146	155897
营业成本	80196	93022	107216	119471	130897
销售费用	3441	4238	4445	4833	5300
管理费用	5012	5160	6021	6448	7067
财务费用	193	506	693	1146	895
营业利润	7780	8029	10543	12201	13869
利润总额	7780	8818	10543	12201	13869
所得税费用	1092	1153	1581	1830	2080
少数股东损益	830	645	771	893	1015
归属于母公司净利润	5858	7019	8190	9478	10774
每股收益(元人民币)	2.12	2.54	2.97	3.43	3.90
ROE (%)	14.23%	15.60%	15.40%	15.13%	14.67%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

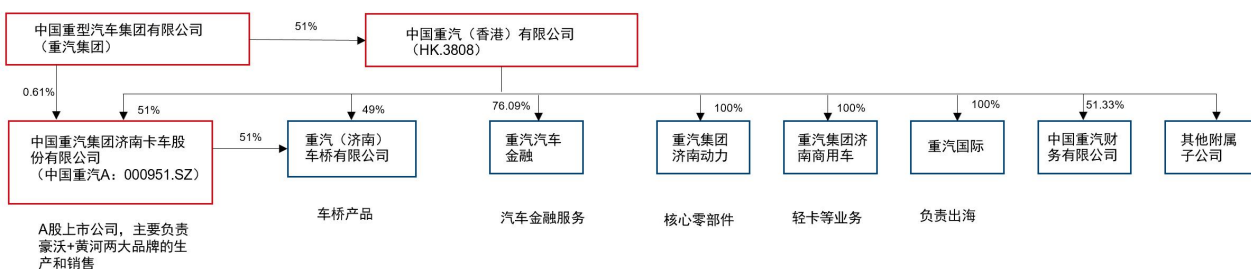
中国重汽 A：核心产品制造与内需销售，受益于集团出海趋势

中国重汽济南卡车股份有限公司（中国重汽 A）是中国重型汽车集团有限公司旗下的重型车整车生产销售龙头企业；拥有“黄河”、“豪沃(HOWO)”等品牌及系列车型。重汽 A 旗下有控股子公司重汽（济南）车桥有限公司，以及全资子公司重汽（济南）后市场智慧服务有限公司；产品功能覆盖各种公路用车、工程用车、专用车等，并通过集团旗下的重汽国际公司实现产品出口。

中国重汽 A 的直接控股股东即为中国重汽 H，实际控制人为重汽集团母公司。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）是中国重汽 H 旗下重要子公司，重汽 H 持有重汽 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。此外重汽 A 持有重要零部件子公司重汽车桥 51% 股权，重汽车桥另外 49% 股权有重汽 H 持有；重汽 A 与重汽 H 旗下的全资公司重汽国际保持重要合作关系，相关的出海产品由重汽 A 生产制造，通过集团内交易

至重汽国际再进行海外销售。

图50: 重汽 A 与重汽 H 股权关系

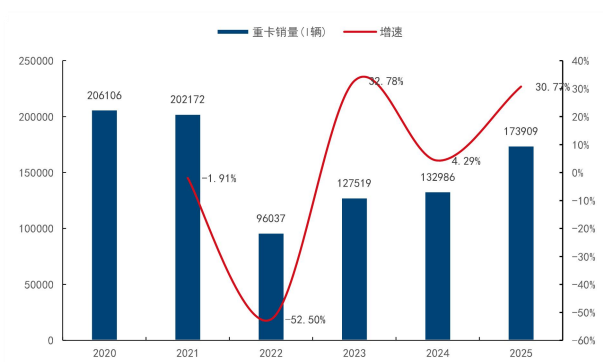


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

◆ 中国重汽 A 财务更新: 营收利润同步增长

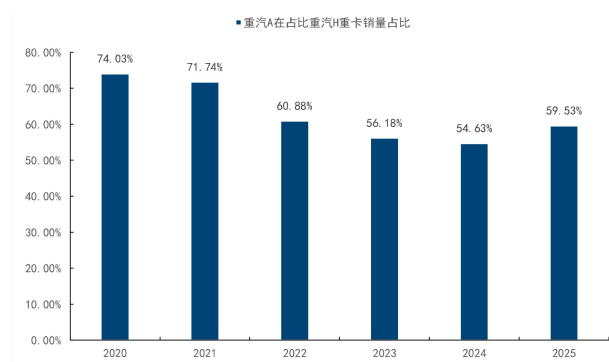
财报口径下, 中国重汽 A 的销量在 2022 年之后持续增长, 2025 年销量达 17.39 万辆。2025 年, 中国重汽 A 销量 17.39 万辆, 增速 30.77%。财报口径下, 重汽 A 的重卡销量在重汽 H 的重卡的占比, 在 2025 年开始回升; 2020-2021 年, 重汽 A 在重汽 H 中重卡占比在 70%以上, 2022-2024 占比下滑, 但在 2025 年, 随着内需和平价车型海外出口增加, 占比回升到 59.53%。

图51: 重汽 A 近年销量



资料来源: 重汽 A 财报, 国信证券经济研究所

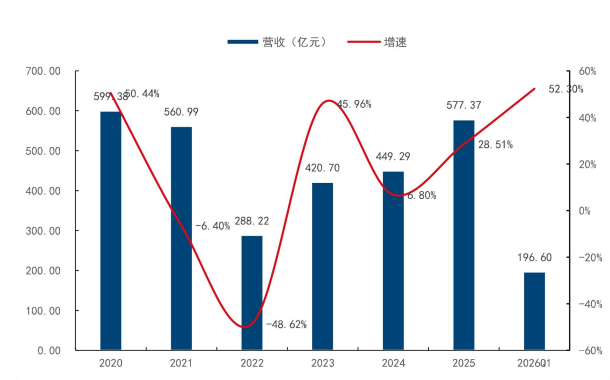
图52: 重汽 A 在 H 股重卡销量中占比



资料来源: 重汽 A/H 财报, 国信证券经济研究所

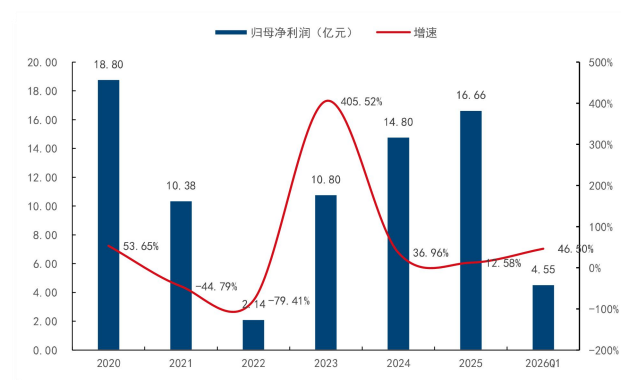
中国重汽 A 营收、利润均加速增长态势。2025 年公司营收 577.37 亿元, 同比增长 28.51%, 归母净利润 16.66 亿元, 同比增长 12.58%。2026 年 Q1, 公司营收 196.60 亿元, 同比增长 52.30%, 归母净利润 4.55 亿元, 同比增长 46.50%。

图53: 重汽 A 近年营收



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图54: 重汽 A 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，重汽 A 业务主要是整车业务和配件业务，整车业务占比接近 80%，2025 年毛利率为 7.8%。公司 2025 年整车收入 446.10 亿元，占比 77.26%，整车收入占比在 2021 年达到了 85.14%，2022–2024 年在 80% 左右，2025 年小幅下滑至 77.26%。配件销售业务主要包含车桥和后市场配件等，在 2025 年达到近年新高，为 130.22 亿元。毛利率呈现一定波动，整体 2024 年毛利率为 8.68%，达到近年高点，2025 年毛利率 7.8%；整车毛利率受产能利用率和产品结构影响，有波动，2025 年为 6.73%；配件销售业务毛利率相对较高，但整体趋势下降，2025 年为 10.89%。

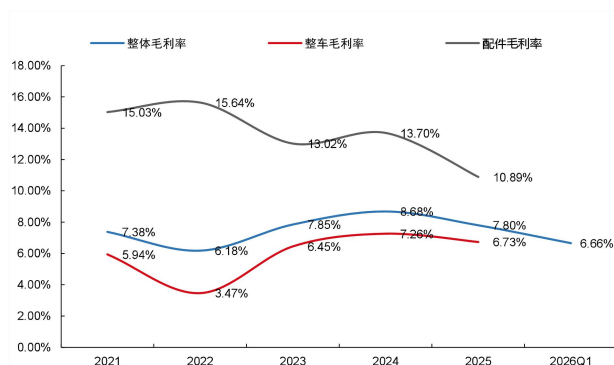
表25: 重汽 A 各业务营收及毛利率

	2021	2022	2023	2024	2025
营收 (亿元)	560.99	288.22	420.70	449.29	577.37
整车销售	477.64	226.43	339.59	359.34	446.10
占比	85.14%	78.56%	80.72%	79.98%	77.26%
配件销售	81.93	61.11	80.10	89.07	130.22
占比	14.60%	21.20%	19.04%	19.82%	22.55%
其他业务	1.42	0.69	1.01	0.89	1.06
占比	0.25%	0.24%	0.24%	0.20%	0.18%
毛利率	7.38%	6.18%	7.85%	8.68%	7.80%
整车销售	5.94%	3.47%	6.45%	7.26%	6.73%
配件销售	15.03%	15.64%	13.02%	13.70%	10.89%
其他业务	52.27%	—	69.39%	82.05%	77.55%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

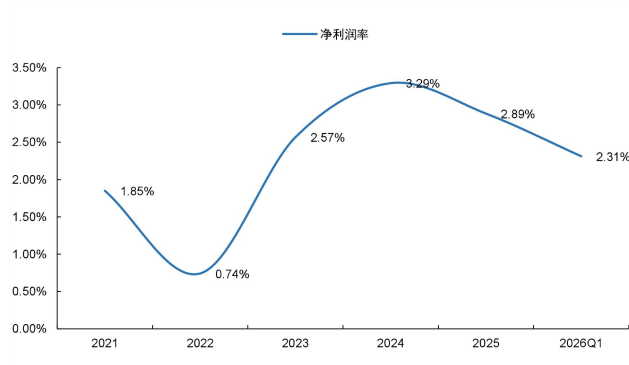
重汽 A 在 2026Q1 利润率有所下滑。毛利率方面，2026 年 Q1 公司毛利率有所下滑，为 6.66%，有季节性影响。公司净利润率在 2025 年为 2.89%，在 2026Q1 小幅下滑至 2.31%。

图55: 重汽 A 毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

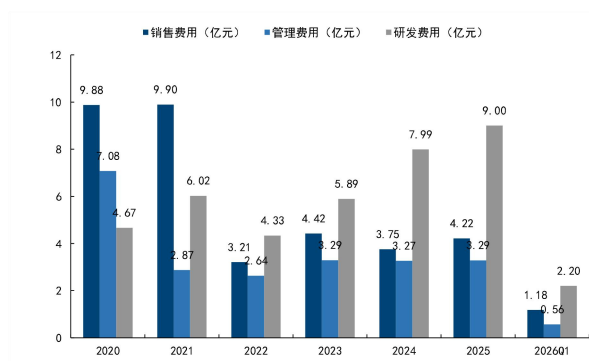
图56: 重汽 A 净利润率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

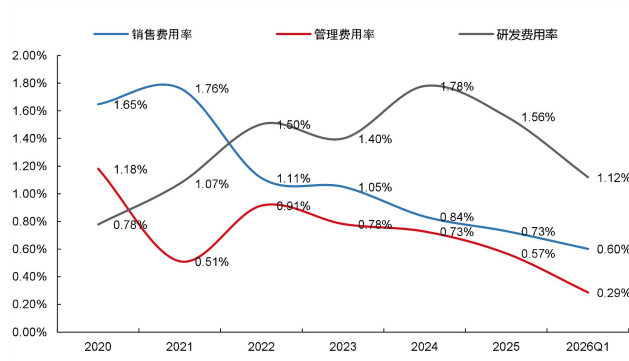
重汽 A 费用管控能力优秀，期间费用率在 2025 年起显著下降，费用结构也得到优化。公司期间费用管控能力优秀，销售费用在 2022 年下滑后，保持在较低水平，伴随营收增长，费用率提升；管理费用在 2021 年起得到优化，并保持低位；研发费用近年有所增长，以持续保持产品竞争力，但研发费用率仍控制在较低水平。期间费用率整体从 2020 年的 3.61% 下降至 2025 年的 2.86%，2026Q1 进一步下降到 2.01%。

图57: 重汽 A 期间费用



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

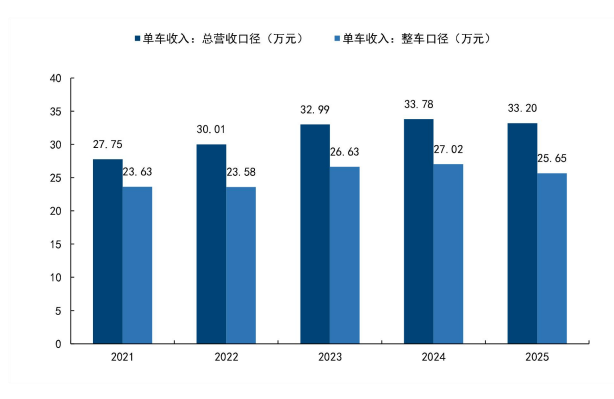
图58: 重汽 A 期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

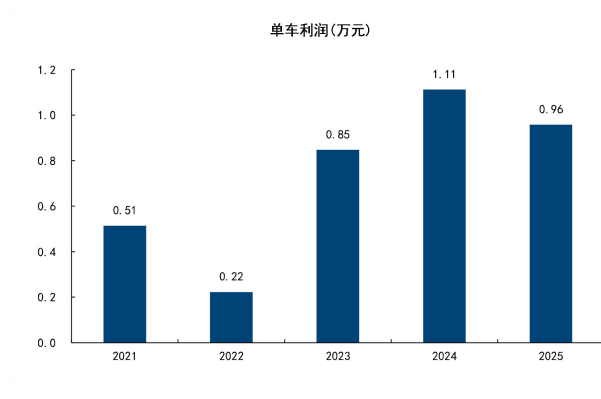
重汽 A 单车营收、单车利润呈现整体上涨。以整车收入口径下，单车收入保持上涨趋势到 2024 年，达到 27.02 万元；2025 年，下降到 25.65 万元，部分原因来自于新能源车型价格下探以及出海地区结构调整。总收入口径下，并入车桥、后市场等配件收入后，单车收入整体保持上行，2025 年单车收入企稳，为 33.20 万元。单车利润方面，随着出海进程以及费用率优化，2023 年后单车利润上台阶；2024 年单车利润为近年高点，达到 1.11 万元，2025 年小幅下降至 0.96 万元。

图59: 重汽A单车营收(万元)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图60: 重汽A单车利润(万元)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 中国重汽 A 聚焦主流赛道重卡

重汽 A 聚焦主流重卡产品，拥有豪沃、黄河两大品牌，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61: 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

出海方面，重汽 A 主要承担制造职能，主流赛道重卡更受益于非洲、东南亚等地区的增长。中国重汽 A 在出海方面主要承担的是豪沃品牌的制造，产品内部销售给集团子公司重汽国际。销量端，随着重汽集团在独联体销量下降，以及在非、东南亚地区销量高速增长，平价主流车型的占比提升，重汽 A 在集团内部的销量

占比在 2025 年后提升。利润端，重汽 A 并未直接参与海外市场销售，海外销售端的利润弹性未直观体现在重汽 A 中，但集团内部交易的模式有效规避了海运、汇率等波动，公司出海产品的盈利性相比于内销虽然没有质的变化，但仍有提升。

重汽集团积极拥抱新能源转型，拥有清洁能源技术平台——蓝立方，豪沃新能源车型涵盖物流、工程等领域。重汽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。蓝立方是重汽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。其中豪沃品牌车型做到了物流、工程的整体覆盖，牵引车、自卸车、专用车型都有电车配置。

图 62: 重汽豪沃新能源重卡布局



资料来源：重汽集团官网，国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测

中国重汽 A 重卡销量：考虑非洲、东南亚的市场对主流价格车型的需求，而中国重汽 A 主要承担集团下主流赛道品牌豪沃的制造，预计中国重汽 A 销量在集团的占比进一步小幅增长，报表口径下，中国重汽 A 在中国重汽 H 的重卡销量占比假设在 60%。

表 26: 中国重汽 A 重卡销量预测

重卡销量与预测（万辆）	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
重汽集团：中汽协口径	23.42	24.50	30.49	36.87	39.87	43.76
重汽 A 占比	54.44%	54.27%	57.05%	57.50%	57.50%	57.50%
中国重汽 H：报表口径	22.70	24.34	29.21	35.33	38.21	41.94
重汽 A 占比	56.18%	54.63%	59.53%	60.00%	60.00%	60.00%
中国重汽 A	12.75	13.30	17.39	21.20	22.92	25.16

资料来源：中汽协、中国重汽 H 年报、中国重汽 A 年报，国信证券经济研究所整理及预测

营收端：预计 2026-2028 整车收入同比增长 18.80%、9.44%、10.64%，分别为 529.95 亿元、579.99 亿元、641.69 亿元，其中 2026 年单车收入微降，之后小幅提升；配件收入假设跟随集团整体销量变化，单价参考过往三年平均。2026-2028 年整体收入预计达到 672.74 亿元/734.34 亿元/811.02 亿元，同比增长 16.52%、9.16%、10.44%。

表 27: 中国重汽 A 营收与毛利率预测

收入（亿元）	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
重卡整车	339.59	359.34	446.10	529.95	579.99	641.69
同比		5.81%	24.14%	18.80%	9.44%	10.64%
配件（车桥等）	80.10	89.07	130.22	141.80	153.35	168.33
同比		11.19%	46.20%	8.89%	8.15%	9.77%

其他业务收入	1.01	0.89	1.06	1.00	1.00	1.00
总计	420.70	449.29	577.37	672.74	734.34	811.02
同比		6.80%	28.51%	16.52%	9.16%	10.44%
整体毛利率	7.85%	8.68%	7.80%	7.87%	8.01%	8.08%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，预计 2026–2028 年，中国重汽 A 营收分别为 672.74 亿元/734.34 亿元/811.02 亿元，同比增长 16.52%、9.16%、10.44%。毛利率在 2026 年 Q1 略低，但 2026 年新能源有望迎来盈利能力提升的拐点，叠加后续出海比例增加，有望推动毛利率小幅上行，预计 2026–2028 年分别为 7.87%/8.01%/8.08%。

公司目前运营稳定，研发、渠道、管理日趋完善，制造业务相对稳定，预计后续期间费用率维持在较低水平。

表28：中国重汽 A 期间费用预测

期间费用（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用	375.35	421.78	470.92	514.04	567.72
销售费用率	0.84%	0.73%	0.70%	0.70%	0.70%
管理费用	326.88	328.51	367.87	398.67	437.02
管理费用率	0.73%	0.57%	0.55%	0.54%	0.54%
研发费用	799.42	900.14	941.84	1028.08	1135.43
研发费用率	1.78%	1.56%	1.40%	1.40%	1.40%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

公司少数股东权益情况，少数股东权益主要来自于车桥子公司，子公司产品覆盖集团核心车型。假设其营收增速与集团重卡销量趋同；其过往盈利能力比较稳定，但在 2025 年有较明显提升，未来假设保持过去三年平均水平。

表29：中国重汽 A 少数股东权益预测

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
少数股东损益	388.92	731.96	728.05	787.36	864.29

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

综上，我们预计公司 2026–2028 年营业收入分别为 669.32/734.73/822.19 亿元，增速分别为 15.9%/9.8%/11.9%；归属母公司净利润分别为 19.75/23.20/27.09 亿元，同比增速分别为 18.6%/17.5%/16.8%，每股收益分别为 1.68/1.98/2.31 元。

表30：中国重汽 A 盈利预测

单位：百万元人民币	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	44929	57737	67274	73434	81102
营业成本	41028	53236	61980	67552	74553
销售费用	375	422	471	514	568
管理费用	327	329	368	399	437
研发费用	799	900	942	1028	1135
财务费用	-252	-268	-276	-362	-392
营业利润	2230	2667	3284	3766	4254
利润总额	2333	2784	3370	3869	4355
所得税费用	465	387	616	671	719
少数股东损益	389	732	728	787	864
归属于母公司净利润	1480	1666	2026	2410	2772
每股收益（元人民币）	1.26	1.42	1.72	2.05	2.36
ROE（%）	9.66%	10.31%	12.23%	14.13%	15.75%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

盈利预测情景分析：

表31：中国重汽 A 情景分析

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
乐观预测					
营业收入(百万元)	44,929	57,737	67,751	74,265	82,408
(+/-%)	6.8%	28.5%	17.3%	9.6%	11.0%
净利润(百万元)	1480	1666	4727	5402	6146
(+/-%)	37.0%	12.6%	183.7%	14.3%	13.8%
摊薄 EPS	1.26	1.42	4.02	4.60	5.23
中性预测					
营业收入(百万元)	44,929	57,737	67,274	73,434	81,102
(+/-%)	6.8%	28.5%	16.5%	9.2%	10.4%
净利润(百万元)	1480	1666	2026	2410	2772
(+/-%)	37.0%	12.6%	21.6%	18.9%	15.0%
摊薄 EPS(元)	1.26	1.42	1.72	2.05	2.36
悲观的预测					
营业收入(百万元)	44,929	57,737	66,797	72,608	79,811
(+/-%)	6.8%	28.5%	15.7%	8.7%	9.9%
净利润(百万元)	1480	1666	-585	-476	-466
(+/-%)	37.0%	12.6%	—	—	—
摊薄 EPS	1.26	1.42	-0.50	-0.41	-0.40
总股本(百万股)	1175	1175	1175	1175	1175

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

◆ 估值部分

公司业务模式受重卡内需较大影响，重卡行业内需存在周期性，难以采用远期永续增长等参数做假设。因此考虑公司的行业和业务特点，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) A 股重卡相关公司；2) 商用车及机械出口链代表公司。

表32：公司与可比公司估值对比

市值(亿元)			营收(亿元)			归母净利润(亿元)			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
000338.SZ	潍柴动力	2605.03	2545.23	2761.59	3040.93	144.20	169.90	199.79	18.06	15.33	13.04
000800.SZ	一汽解放	303.64	737.09	809.82	904.53	13.18	23.48	40.60	23.04	12.93	7.48
600166.SH	福田汽车	240.69	682.15	748.29	819.84	20.74	26.48	32.89	11.61	9.09	7.32
301039.SZ	中集车辆	149.18	222.56	253.12	288.20	11.49	14.12	17.23	12.99	10.56	8.66
平均值									16.42	11.98	9.12
中位数									15.53	11.75	8.07
600031.SH	三一重工	1800.38	1026.54	1173.76	1332.56	108.11	134.13	160.71	16.65	13.42	11.20
600066.SH	宇通客车	706.25	469.48	517.21	564.19	61.98	69.62	77.36	11.39	10.14	9.13
000039.SZ	中集集团	462.68	1672.71	1827.84	1985.84	38.10	49.45	59.13	12.14	9.36	7.83
平均值									13.40	10.97	9.39
中位数									12.14	10.14	9.13
000951.SZ	中国重汽	252.15	672.74	734.34	811.02	20.26	24.10	27.72	12.44	10.46	9.10

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 8 月 8 日，可比公司采用万得一致预期；中国重汽 A 为本文估值，其他为 Wind 一致预期。

可比公司估值方面，重卡行业 A 股可比公司 2026 年 PE 平均数为 16.42 倍，中位数为 15.53 倍；制造业出海标杆企业 2026 年 PE 平均数为 13.40 倍，中位数 12.14 倍。

公司与可比公司当前 PE 有以下特征：

1、A 股重卡相关的四家可比公司估值差异较大。潍柴动力业务涵盖重卡整车、发动机等核心零部件、AIDC 电源，业务复杂且估值较高；一汽解放 2026 年盈利能力市场预期较低，导致 2026 估值相对较高，预计 2027-2028 盈利能力释放后，估值回归；福田汽车业务以轻卡、轻型商用车为主，重卡为辅，估值低于重卡为主的车企；中集车辆业务体量相对小，主要反应的是重卡在物流领域的需求。

2、出海代表公司中，三一重工估值相对较高，应用场景与工程、自卸等专用车场景接近；中集集团应用场景反应物流需求；宇通客车出海进程比重卡行业整体成熟，盈利能力优秀，估值相对较低。

3、中国重汽 A 作为重汽集团在 A 股的重要实体，在重卡出口链中有重要地位；重卡整体的应用场景相比于工程机械更具长尾效应，相比于纯物流车型或集装箱产品更顺应发展中地区的基建、矿业需求。

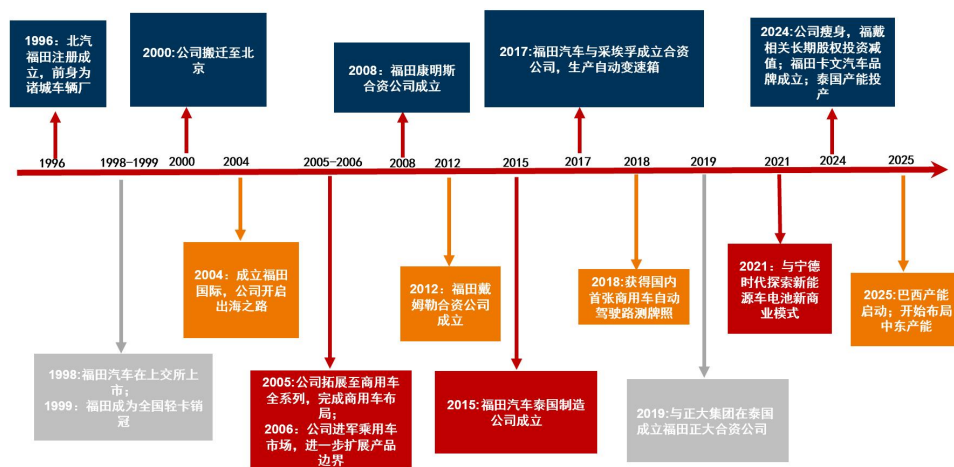
4、考虑重卡行业可比公司业务特色差异较大，中国重汽 A 的合理估值可参考物流与基建领域出海代表公司的平均水平，中集车辆与三一重工 2026PE 的平均值为 14.82 倍；考虑潍柴与一汽解放 2026 年估值较高，中国重汽 A 的合理估值应略低于四家重卡公司的平均水平。

综合上述因素，我们给予公司 2026 年 PE 14-15 倍，公司 2026 年合理市值为 283.70-303.96 亿元人民币，对应股价为 24.15-25.87 元，相比估值日市值有 11.95%-19.94%溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

福田汽车：多品类商用车坚定出海，重卡转型进入高增长

北汽福田汽车股份有限公司成立于 1996 年，于 1998 年上市，形成整车、零部件、商业生态为一体的业务布局，车型品类丰富，产品涵盖轻中重卡、大中轻客、乘用车与专用车等。公司自 1996 年源于诸城车辆厂起家，2004 年开启出海之路，并通过在国内与康明斯、戴姆勒、采埃孚等全球巨头成立合资公司；其业务从早期的轻卡冠军逐步拓展至商用车全系列及乘用车领域，近年来在巩固泰国基地的基础上，加速推进巴西及中东的全球化产能布局，实现了从单一本土车企向综合型国际商用车企业的跨越。

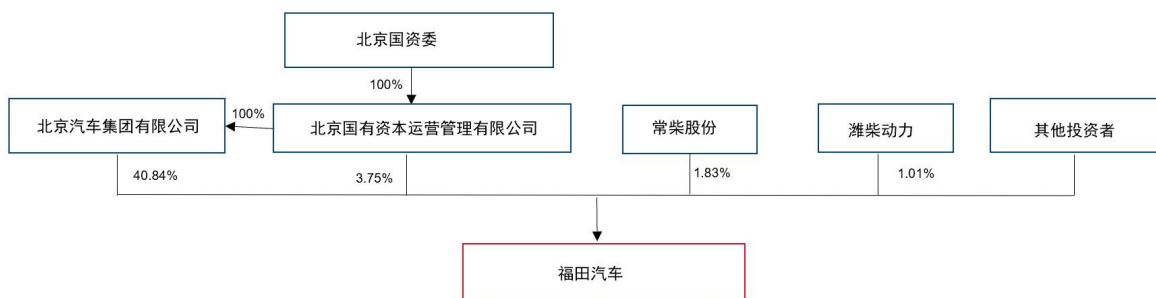
图63: 福田汽车历史沿革



资料来源：福田汽车官网，国信证券经济研究所

福田汽车大股东为北汽集团，实际控制人为北京市国资委。福田汽车实际控制人为北京市国资委，通过直接 100%控股的北京国有资本运营管理有限公司和间接 100%控股的北汽集团，合计持有福田汽车约 44.59%的股份。同时，公司还引入了产业投资者，常柴股份持股 1.83%、潍柴动力持股 1.01%，有助于产业协同。

图64: 福田汽车股权结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：数据截至 2026 年 Q1

福田汽车子公司众多，覆盖核心零部件、重点海外区域、多类型产品、新能源业务及后市场等。公司与海外头部零部件开展产业合作，有福田康明斯、福田戴姆勒、采埃孚福田等 5 家重要核心零部件合资企业。新能源领域，欧辉、卡文、智蓝等子公司，覆盖客车、重卡、轻商新能源产品。海外业务方面，公司在泰国、印度、巴西、日本、肯尼亚等地建立多家全资子公司，形成全球化销售网络和产品布局。后市场与金融服务方面，有担保业务、智科车联、安鹏中融多家服务公司。

表33: 福田汽车子公司（部分）

子公司/合资公司	股权占比	业务&职能
北京福田康明斯发动机有限公司	50%	柴油发动机制造及销售
北京福田戴姆勒汽车有限公司	50%	中型卡车和重型卡车及发动机制造
采埃孚福田自动变速箱（嘉兴）有限公司	49%	商用车自动变速箱

北京福田康明斯排放处理系统有限公司	50%	发动机排放处理系统
福田时代新能源科技有限公司	50%	新能源电池经营性租赁业务
北京福田欧辉新能源汽车有限公司	91.06%	客车研发、生产与销售
北京卡文新能源汽车有限公司	63.59%	新能源汽车研发与销售
北京福田智蓝新能源汽车科技有限公司	100%	新能源汽车整车及零部件
河南福田智蓝新能源汽车有限公司	100%	新能源汽车整车及零部件
北京福田国际贸易有限公司	100%	汽车出口销售
北京银达信融资担保有限责任公司	100%	融资性担保业务
北京智科车联科技有限公司	100%	车联网、卫星定位、通信设备技术开发
北京安鹏中融汽车新零售科技有限公司	49.09%	汽车新零售、融资租赁、商业保理
北京福田特来电微电网科技有限公司	50%	充换电微电网业务
北京三六五随车行汽车服务有限公司	100%	汽车零配件销售及后市场服务
山东雷萨专用汽车制造有限责任公司	53.33%	汽车及零配件生产与销售
湖北车桥有限公司	65%	汽车车桥制造
福田传迅变速箱（嘉兴）有限公司	100%	轻型商用车变速箱及零部件
BEIQI FOTON (Hong Kong) LIMITED	100%	汽车国际贸易、投资、技术与服务贸易
FOTON AUTOMOBILE (THAILAND) CO., LTD	100%	东南亚业务
FOTON MOTOR MANUFACTURING INDIA PRIVATE LIMITED	100%	南亚业务
FOTON MOTOR DO BRASIL VENDAS LTDA	100%	南美业务
FOTON MOTOR KENYA LIMITED	100%	非洲业务

资料来源：公司财报，天眼查，国信证券经济研究所整理

◆ 福田汽车财务更新：整理低效资产，盈利能力开始显露

福田汽车产品结构以轻卡为主力，中重卡与新能源车增长显著。2020年至2025年，轻型货车销量占比保持在60%以上，2024年占比高达75.66%，是公司稳定的销量基本盘。中重卡（含福戴）在2025年迎来强势反弹，同比增长57.13%，销量达15.13万辆，占比回升至23.28%，2026年进一步增长，占比进一步提升。新能源汽车销量从2020年的0.69万辆快速增长至2025年的10.12万辆，复合增长率超70%，2026年1-7月占比已达17.07%。发动机产品（含福康）销量维持在22-37万台区间，2026年前7个月累计18.71万台，同比增长22.08%。公司整体销量在2024年呈现波动，2025年与2026年1-7月连续增长。

表34：福田汽车产品销量

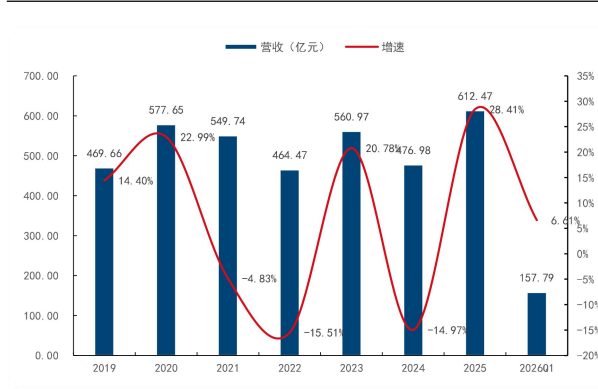
销量（万台）	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026M1-M7
中重型货车（含福戴）	19.57	18.13	10.17	11.68	9.63	15.13	11.37
增速		-7.38%	-43.89%	14.80%	-17.51%	57.13%	34.81%
占比	28.77%	27.89%	22.10%	18.50%	15.68%	23.28%	27.58%
轻型货车（含微卡）	43.47	41.57	31.16	45.29	46.46	44.61	26.97
增速		-4.38%	-25.05%	45.38%	2.59%	-3.99%	4.23%
占比	63.92%	63.95%	67.71%	71.78%	75.66%	68.63%	65.42%
大型客车	0.30	0.16	0.42	0.31	0.33	0.27	0.16
增速		-46.34%	162.60%	-27.13%	8.95%	-18.57%	7.10%
占比	0.44%	0.25%	0.91%	0.48%	0.54%	0.42%	0.38%
中型客车	0.10	0.11	0.14	0.15	0.23	0.33	0.16
增速		8.89%	23.78%	9.03%	49.38%	45.51%	27.59%
占比	0.15%	0.17%	0.30%	0.24%	0.37%	0.51%	0.39%
轻型客车	3.87	4.33	3.74	5.32	4.50	3.97	2.20
增速		11.93%	-13.55%	42.12%	-15.33%	-11.78%	4.23%
占比	5.68%	6.66%	8.13%	8.42%	7.33%	6.11%	5.33%
乘用车	0.71	0.71	0.39	0.36	0.26	0.69	0.36
增速		0.44%	-45.38%	-7.28%	-28.99%	170.12%	-15.37%
占比	1.04%	1.09%	0.84%	0.57%	0.42%	1.06%	0.88%

合计	68.02	65.00	46.01	63.10	61.41	65.01	41.23
增速		-4.43%	-29.21%	37.14%	-2.68%	5.85%	10.40%
其中： 新能源汽车	0.69	0.85	2.18	4.00	5.41	10.12	7.04
增速		24.25%	154.81%	84.04%	34.98%	87.21%	21.48%
占比	1.01%	1.31%	4.73%	6.35%	8.80%	15.57%	17.07%
发动机产品 (含福康)	37.19	36.07	22.16	28.76	26.04	28.19	18.71
福戴重卡	12.84	10.40	5.39	7.45	5.67	10.29	7.35
福康发动机	31.49	29.23	16.09	19.74	15.81	19.73	11.24

资料来源：福田汽车产销快报，国信证券经济研究所整理

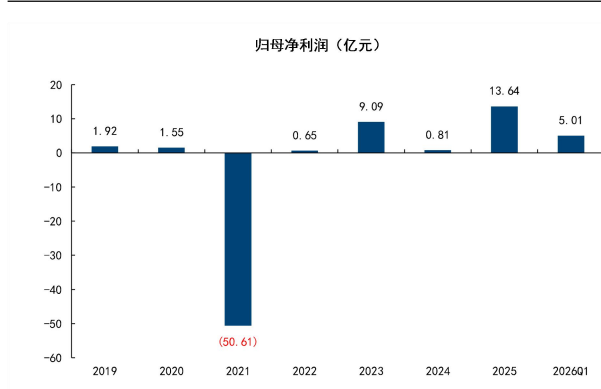
福田汽车营收规模稳步恢复，归母净利润过往波动大，在 2025 年起开始释放。2020 年营收 577.65 亿元为近年峰值，随后受行业下行影响回落至 2022 年的 464.47 亿元，2023 年起逐步回升至 2025 年的 612.47 亿元。归母净利润方面，2021 年因宝沃减值等因素导致-50.61 亿元的大幅亏损，后续有所改善，2024 年又因福田戴姆勒的投资亏损，归母净利润降为 0.81 亿元。2025 年，公司整理低效资产后，盈利能力再次释放，净利润恢复至 13.64 亿元，2026 年 Q1 单季度归母净利润达到了 5.01 亿元。

图 65：福田汽车近年营收



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 66：福田汽车近年归母净利润



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

按产品拆分，2025 年之前，轻卡是收入第一大来源，中重卡和发动机贡献结构性增量；2025 年公司整合汽车板块，汽车产品营收为 473.13 亿元，其他产品为 139.34 亿元。2019 年至 2024 年，轻卡收入占比在 47%至 63%之间，2021 年达到 347.7 亿元的峰值，是公司核心收入来源。中重卡收入从 2019 年的 12.55 亿元快速增长至 2023 年的 67.34 亿元，占比从 2.67%提升至 12.00%，2024 年虽有回落但仍达 48.09 亿元。发动机业务收入波动较大，2023 年达到 68.91 亿元的高点。配件业务收入 2023 年之前保持增长，从 2019 年的 10.02 亿元提升至 2023 年的 39.05 亿元。2025 年公司整合汽车板块，汽车产品营收为 473.13 亿元，其他产品为 139.34 亿元。

表 35：福田汽车 2025 年以前分产品收入

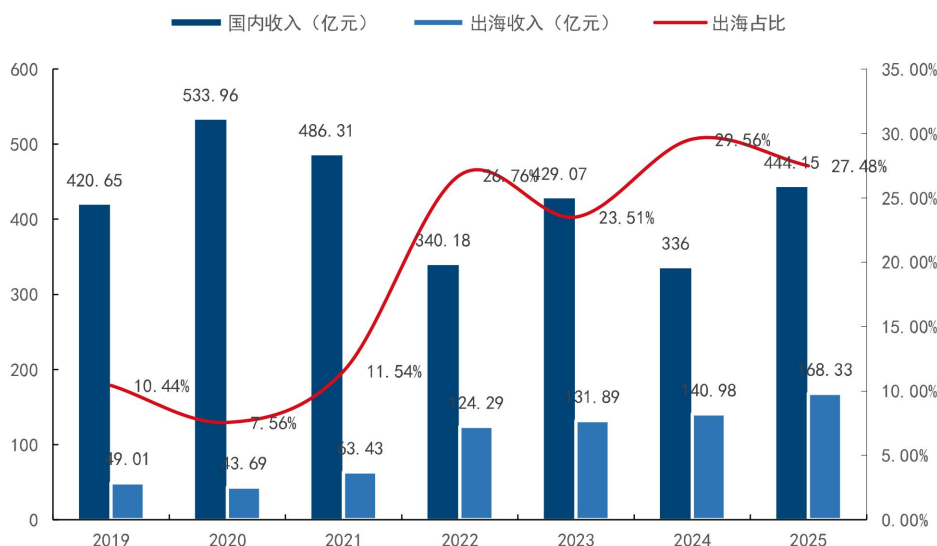
分部营收（亿元）	2019	2020	2021	2022	2023	2024
轻卡	247.22	340.39	347.7	243.24	266.4	249.94
占比	52.64%	58.93%	63.25%	52.37%	47.49%	52.40%
中重卡	12.55	13.06	20.35	45.77	67.34	48.09
占比	2.67%	2.26%	3.70%	9.85%	12.00%	10.08%
轻客	31.35	38.21	39.88	36.25	50.69	46.51
占比	6.68%	6.61%	7.25%	7.80%	9.04%	9.75%

大中客	60.51	41.42	20.32	56.75	41.29	36.76
占比	12.88%	7.17%	3.70%	12.22%	7.36%	7.71%
发动机	38.56	66.86	53.97	24.43	68.91	42.17
占比	8.21%	11.57%	9.82%	5.26%	12.28%	8.84%
配件	10.02	16.64	19.59	23.13	39.05	25.05
占比	2.13%	2.88%	3.56%	4.98%	6.96%	5.25%
其他合计	69.45	61.07	47.93	34.9	27.29	28.46
占比	14.79%	10.57%	8.72%	7.51%	4.86%	5.97%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

分区域看，国内市场仍是收入主体，海外收入占比持续提升。2020年至2025年，国内收入占比下降，但仍有70%以上。海外收入从2020年的约44亿元增长至2025年的约168亿元，占比从7.56%提升至27.48%，国际化战略成效显著。海外业务不仅贡献了收入增量，其毛利率也持续高于国内，2025年海外毛利率为15.44%，国内为7.90%，海外业务是公司盈利质量的重要支撑。

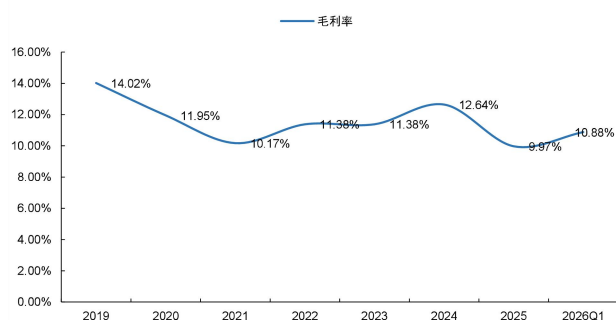
图67：福田汽车分区域营收



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

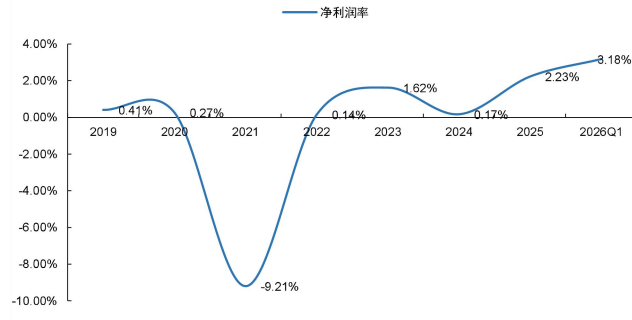
毛利率在2021年后相对稳定，净利润率在2025年显著改善。毛利率从2019年14.02%的高点，逐步下降至2021年的10.17%，之后相对稳定；2025年小幅下降到9.97%，2026Q1又再度回升到10%以上。净利润率方面，2021年因大额减值跌至-8.76%，此后修复，2025年公司瘦身，净利润率回升至2.23%，2026Q1又再度提升到3%以上。

图68: 福田汽车毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图69: 福田汽车净利润率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2025 年之前, 轻卡、中大客单价下行, 轻客有较高毛利率; 2025 年汽车产品整体毛利率 9.2%, 其他产品整体毛利率为 12.6%。2025 年之前, 轻卡单车收入从 2020 年的 7.83 万元下降至 2024 年的 5.38 万元, 毛利率保持在 8.96%-10.22%之间, 竞争加剧背景下毛利保持稳定。中重卡业务涉及福戴、福康等合资整车、零部件公司, 单车收入受统计和财务口径影响。轻客毛利率最为稳定, 保持在 15.62%-18.89%之间, 是盈利质量最好的整车产品线。发动机毛利率从 2022 年的 0.68%提升至 2024 年的 9.69%。2025 年汽车产品整体毛利率 9.2%, 其他产品整体毛利率为 12.6%。

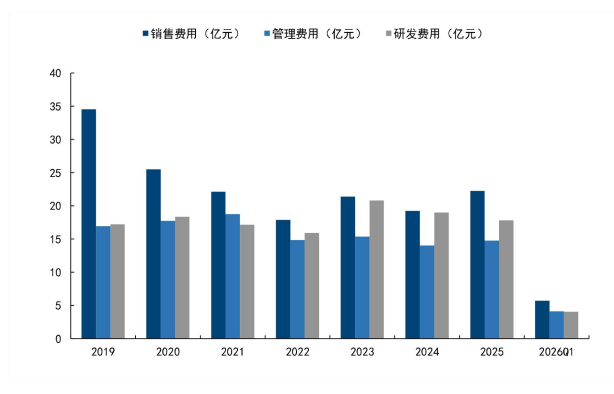
表36: 福田汽车各产品单车/单台收入与毛利率

单车/单台收入 (万元)	2020	2021	2022	2023	2024
轻卡	7.83	8.36	7.81	5.88	5.38
毛利率	10.22%	9.48%	9.01%	8.96%	9.64%
中重卡	1.94	2.63	9.57	15.93	12.13
毛利率	14.69%	8.18%	12.59%	20.15%	13.99%
轻客	9.89	9.22	9.69	9.54	10.33
毛利率	17.82%	18.89%	18.31%	15.62%	17.44%
中大客	103.16	74.54	101.45	90.13	65.57
毛利率	16.87%	3.44%	13.04%	12.41%	13.12%
发动机	1.80	1.50	1.10	2.40	1.62
毛利率	0.96%	1.31%	0.68%	3.56%	9.69%

资料来源: 公司财报, 产销快报, 国信证券经济研究所整理

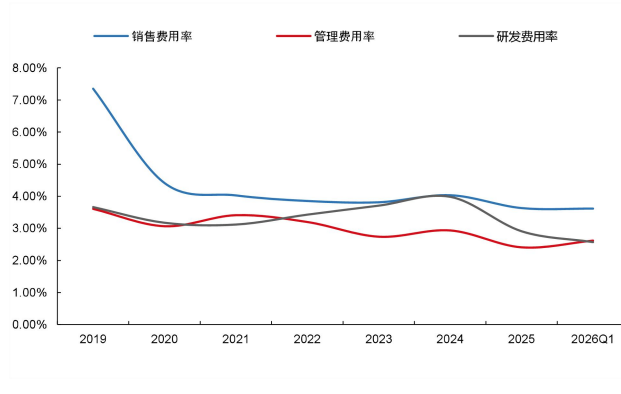
管理费用率和销售费用率持续下降, 研发费用率整体稳定。2019 年至 2025 年, 公司三费总额从 68.67 亿元下降至 54.82 亿元, 费用率从 14.62%下降至 8.95%。其中, 管理费用率从 3.61%下降至 2.41%, 销售费用率从 7.35%下降至 3.63%。研发费用率整体保持在 3.0%左右, 其中 2024 年研发费用率略高, 2025 年研发投入 17.82 亿元, 费用率下降到 2.91%, 2026Q1, 研发费用率进一步下降到 2.5%。公司费用管控持续优化。

图70: 福田汽车期间费用



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

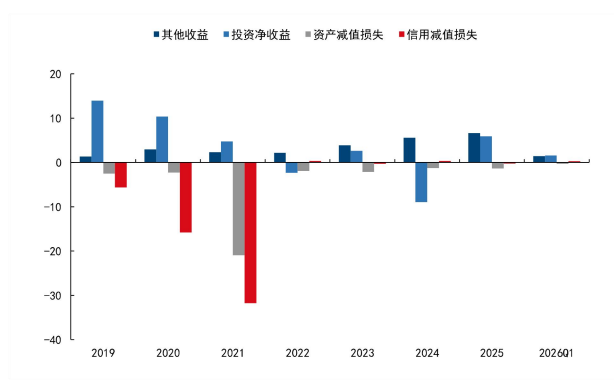
图71: 福田汽车期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

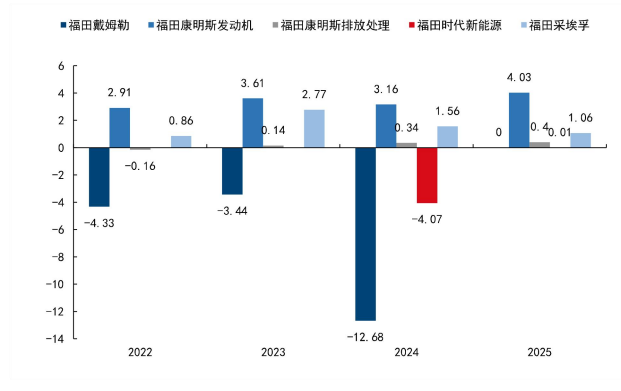
公司过往投资收益、减值等科目对业绩造成较大波动；随着陆续整理低效资产，目前非经常性科目波动收窄，整体产生正向影响。公司2021年对宝沃进行了清理和减值，完成瘦身，减值因素对公司的影响大幅减弱。投资收益方面，福田康明斯和福田采埃孚盈利稳定，福田戴姆勒过往长期亏损；2024年，公司对福田戴姆勒的长期股权投资做了全面减值，导致当年对福戴投资亏损超12亿，但2025年起福戴的负面影响已消失，公司进一步瘦身；此外公司对福田时代新能源的投资损益在2025年实现扭亏。

图72: 福田汽车非经常性损益科目（部分）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图73: 福田汽车重要合资公司投资收益（部分）

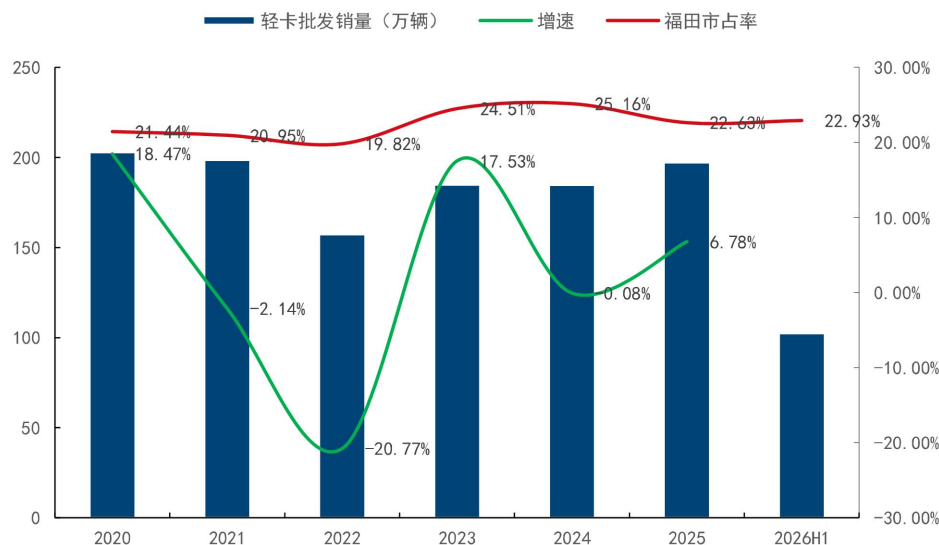


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 增长驱动：轻卡、客车、重卡三大主力产品坚定出海

福田汽车是轻卡行业龙头，市占率长期稳定20%水平，轻卡行业在2022年之后处于缓慢复苏中。轻卡行业在2020年后下降，2022年之后缓慢复苏。中汽协口径下，2020年轻卡行业批发销量203万辆，2022年下滑到157万辆，2023-2024年回升到约185万，2025年小幅回升到197万辆。福田汽车在轻卡市场长期保持20%左右市占率。

图74: 轻卡行业批发销量



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

轻卡行业集中度稳定，2025 年 CR5 小幅下滑，福田汽车作为轻卡行业龙头，市占率断档领先。福田汽车是我国轻卡行业龙头，根据 Marklines 数据，2018-2025 年销量始终稳居行业第一，市占率从 2018 年的 18.12% 提升至 2023 年的 23.87% 高点，2025 年销量 43.25 万辆、市占率 21.94%，较第二名长安汽车高出 12.5 个百分点。行业 CR5 集中度保持在 58%-64% 区间，2025 年 CR5 为 58.43%，竞争格局相对稳定。新进入者中，吉利集团轻卡销量从 2018 年的 0.47 万辆升至 2025 年的 12.82 万辆，市占率从 0.27% 跃升至 6.50%，是行业格局中增长最快的挑战者；而江铃、东风、江淮等传统轻卡厂商市占率均呈下滑态势，福田作为老牌行业龙头，市占率整体逆势提升。

表37: 轻卡行业竞争格局

轻卡销量 (万辆)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
总计	175.69	171.16	202.77	198.43	157.23	184.79	184.65	197.17
福田汽车	31.83	32.13	36.04	36.90	30.12	44.10	45.51	43.25
占比	18.12%	18.77%	17.77%	18.59%	19.16%	23.87%	24.65%	21.94%
长安汽车	21.70	21.00	18.21	17.83	17.19	16.57	17.98	18.59
占比	12.35%	12.27%	8.98%	8.99%	10.93%	8.97%	9.74%	9.43%
长城汽车	13.80	14.88	22.50	23.30	18.67	20.23	17.71	18.17
占比	7.85%	8.70%	11.10%	11.74%	11.88%	10.95%	9.59%	9.21%
江淮汽车	19.18	19.28	21.32	20.84	15.29	17.01	16.73	17.97
占比	10.92%	11.26%	10.51%	10.50%	9.72%	9.20%	9.06%	9.12%
东风汽车	11.74	14.41	22.77	23.16	17.36	19.35	18.61	17.22
占比	6.68%	8.42%	11.23%	11.67%	11.04%	10.47%	10.08%	8.73%
江铃汽车	21.69	18.68	23.43	23.77	16.64	16.18	16.25	17.14
占比	12.35%	10.91%	11.56%	11.98%	10.58%	8.76%	8.80%	8.69%
吉利集团	0.47	0.67	0.40	2.71	5.30	8.16	8.06	12.82
占比	0.27%	0.39%	0.20%	1.37%	3.37%	4.42%	4.36%	6.50%
重汽集团	11.78	9.55	17.03	10.94	7.06	8.32	8.74	10.82
占比	6.71%	5.58%	8.40%	5.51%	4.49%	4.50%	4.73%	5.49%
上汽集团	6.46	6.00	8.72	12.02	11.19	12.13	7.09	9.76
占比	3.68%	3.51%	4.30%	6.06%	7.12%	6.56%	3.84%	4.95%
其他	37.03	34.55	32.35	26.95	18.40	22.73	27.96	31.42

CR5 61.59% 61.92% 62.17% 64.49% 63.59% 63.46% 63.12% 58.43%

资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

轻客领域，福田位列行业第四，距离第一梯队有一定距离。在轻客领域，福田汽车 2025 年销量 3.89 万辆，在主要厂商中排名第四，位列长安汽车、上汽集团、江铃汽车之后。2018–2025 年，福田轻客销量在 3.17–5.32 万辆区间波动，2023 年达到 5.32 万辆的阶段高点后，2024 年回落至 4.50 万辆，2025 年进一步降至 3.89 万辆。竞争对手中，长安、上汽增长显著，长安汽车轻客销量从 2018 年的 2.63 万辆大幅增长至 2025 年的 13.12 万辆，七年增长近 5 倍，市占率快速攀升；上汽集团也从 3.05 万辆增长至 11.23 万辆。原轻客行业龙头江铃汽车销量整体稳定，2025 年销量位列第三，仍处于第一梯队。

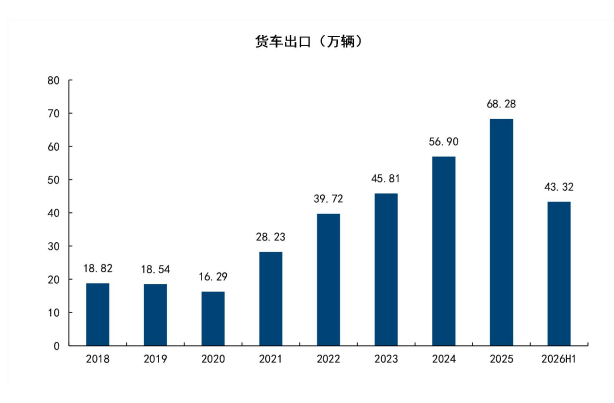
表38：轻客行业竞争格局

轻客（不含微客，万辆）	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
总计	30.65	31.04	33.12	40.14	31.49	39.44	38.73	44.25
长安汽车	2.63	4.89	3.87	5.59	5.34	8.95	9.01	13.12
上汽集团	3.05	3.25	5.97	8.07	8.80	11.14	9.09	11.23
江铃汽车	9.13	8.18	9.22	10.12	7.76	8.04	8.94	10.13
北汽福田	3.22	3.17	3.91	4.33	3.74	5.32	4.50	3.89
金龙汽车	4.05	3.95	3.13	3.47	2.95	2.11	2.30	2.58
江淮汽车	0.78	0.80	0.88	0.98	1.08	2.14	2.70	1.50
其他	7.79	6.82	6.14	7.60	1.81	1.74	2.19	1.80

资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

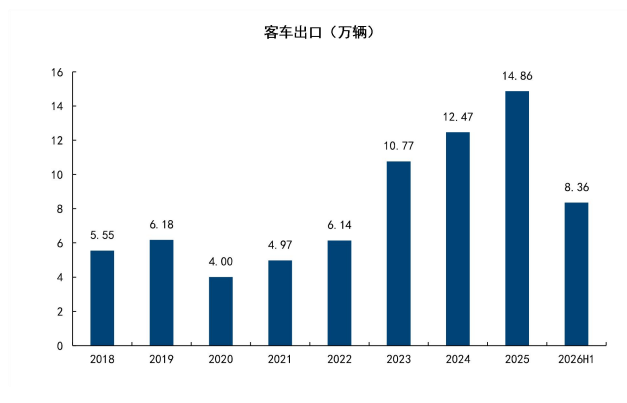
货车与客车行业整体，都在高速增长。商用车出海已成为福田汽车乃至全行业的核心增长引擎。作为商用车领域近乎全覆盖的厂商，福田依托轻卡行业龙头地位、客车业务的技术积累以及欧曼重卡的产品力，三大主力产品协同出海。根据中汽协数据，货车整体出口量从 2020 年的 16.29 万辆，提升至 2025 年的 68.28 万辆；客车整体的出口量从 2020 年的 4 万辆，提升至 2025 年的 14.86 万辆。

图75：货车近年出口量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

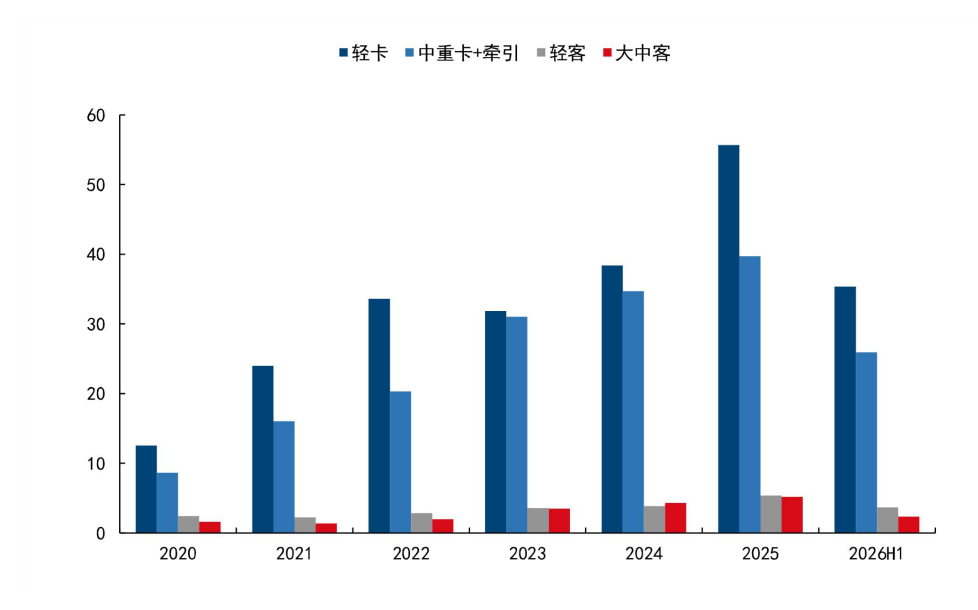
图76：客车近年出口量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

福田汽车产品做到了商用车大品类的全覆盖，商用车核心大类轻卡、中重卡、轻客、大中客近年出海都在高速增长中。出海的商用车大类中，轻卡销量规模最大，2025 年行业出口 55.68 万辆；中重卡 2025 年整体出口 39.73 万辆。客车规模小于货车，但出口趋势同样显著；轻客出口从 2020 的 2.45 万增长至 2025 年的 5.4 万；大中客出口从 2020 年的 1.62 万增长到 2025 年的 5.2 万。

图77：各品类商用车出海销量



资料来源：海关总署、崔东树公众号，国信证券经济研究所整理

福田汽车已构建起覆盖亚洲、非洲、拉丁美洲的全球化制造网络。根据 Marklines 数据，福田海外多个整车制造基地，除了与本土企业合作和 KD 生产以外，福田也在积极牵头建设独立制造基地：在马来西亚通过 Tan Chong Motor 与 Benjaya 两家工厂实现多品牌生产；在越南、巴基斯坦、哈萨克斯坦采取多方合作模式；在泰国北柳、墨西哥哈利斯科州、菲律宾、巴西等地牵头建设工厂；在印度通过 PMI Electric 合资合作生产福田品牌客车与豪华客车。国内产能则分布于北京、山东、广东佛山、河南、湖南、河北、江西等地。

表39：福田汽车整车产能布局（部分）

国家	合作模式	产能情况
马来西亚	多方合作	Tan Chong Motor 旗下工厂，生产多品牌
马来西亚	多方合作	Benjaya 中国品牌工厂，多品牌生产
越南	多方合作	多品牌生产
墨西哥-哈利斯科州	独家	福田汽车的墨西哥 CKD 工厂
泰国-北柳	独家	福田汽车的商用车工厂
菲律宾	独家	福田汽车的菲律宾工厂
印度-哈里亚纳	双方合作	PMI Electric 与福田的合作工厂，生产福田品牌的客车、豪华客车
印度-马哈拉施特拉	双方合作	PMI Electro Mobility Solutions 和北汽福田合资公司
巴基斯坦	多方合作	多品牌生产
巴基斯坦	独家	Forland (福田汽车) 品牌卡车的 KD 组装工厂
墨西哥-哈利斯科州	独家	福田汽车的皮卡工厂
巴西	多方合作	Agrale 旗下工厂，2025 年起在巴西负责为福田生产卡车
哈萨克斯坦	多方合作	Astana Motors 的商用车及特种车辆多品牌工厂
北京市	独家	福田戴姆勒、欧曼品牌
山东省	独家	福田汽车旗下时代汽车 (Forland) 诸城工厂
山东省	独家	福田汽车的多功能汽车厂
北京市	独家	福田汽车旗下欧辉客车 (AUV) 事业部及北京工厂
广东省	独家	福田汽车旗下佛山三水工厂
河南省	独家	河南智蓝汽车工厂
湖南省	独家	北汽福田卡车普罗科工厂
山东省	独家	福田汽车旗下山东卡车工厂 (诸城市)
河北省	独家	北汽福田旗下唐山雷萨商用车工厂 (河北省)
江西省	独家	福田汽车旗下江西洪源商用车工厂，转产改造项目进行中

资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

根据福田汽车官网信息，公司已有 20 个国内制造基地以及 32 个海外制造基地。海外工厂分部广泛，非洲布局有南非、埃及、摩洛哥工厂；拉美布局有墨西哥、巴西、阿根廷工厂；欧洲在意大利布局产能；亚洲产能覆盖东南亚、南亚、西亚。产能基本做到了可接触大区的全覆盖。

图 78：福田汽车全球基地分布



资料来源：福田汽车官网，国信证券经济研究所整理

重卡方面，福田汽车位列五大车企之一，2025 年起增速领跑五大车企。福田重卡位列国内五大重卡之一，核心品牌为“欧曼”系列。尽管福田在重卡五大品牌中市占率较低，但近年国内海外都呈现了高速增长。根据第一部分重卡行业数据，福田汽车重卡批发销量在 2025 年达到了 14.22 万辆，同比增长 103.68%，增速大幅领跑于竞品，市占率从 2024 年的 7.74% 跃升至 2025 年的 12.44%。内需方面，福田 2025 年国内终端销量 9.60 万辆，同比增长 59.37%，同样是五大车企最高增速，市占率从 2024 年的 10.38% 提升至 2025 年的 12.45%；2026 年，福田内需同样保持了高增长，前五月销量同比增长 35.37%，继续领跑，市占率提升至 13.08%。出海方面，2025 年，福田重卡出口 2.65 万辆，同比增长高达 131.23%，市占率从 3.95% 提升至 7.78%；2026 年前五月，重卡行业出口整体高增，福田重卡同比增长达到 61.63%，增速低于东风，高于其他竞品。

福田重卡顺利瘦身，品牌形象从合资滤镜到独立自主转变。公司重卡业务在 2025 年开启高速增长，源自于 2024 年公司对福田戴姆勒完成瘦身，对其长期股权投资减值为零。公司重卡核心品牌为欧曼系列，产品矩阵覆盖牵引、载货、自卸及专用车全品类，并在新能源领域实现纯电、混动、氢能全路线布局。欧曼品牌创建于 2002 年，由福田汽车与戴姆勒股份合资的北京福田戴姆勒汽车有限公司生产，凭借戴姆勒与康明斯加持，合资形象深入消费者。2024 年，随着福戴减值为零，欧曼品牌走向自主，走出破局之路。2025 年二季度欧曼推出了价格亲民的银河 3，总重在 18 吨及以上，价格 15 万起。目前欧曼形成了以银河 9/7 为代表的高端牵引车产品线，以银河 5/星翼/星辉为代表的中端产品线，以银河 T 为代表的自卸车，以及银河 3 区域或支线牵引车。

图79：福田重卡产品线-欧曼系列



欧曼星辉、星翼系列

资料来源：福田汽车官网，国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测

公司整车业务销量与发动机出货量：

轻卡：行业缓慢复苏中，假设公司继续保持行业龙头地位，销量稳步上行；假设2026-2028年，公司轻卡销量为48/50.40/42.92万台。

中重卡：重卡业务瘦身转型，公司重卡销量高速增长，中重卡整体增速亮眼；假设后续仍保持高于行业水平的增长态势，假设2026-2028年福田中重卡销量分别为21.00/24.78/29.24万辆。

客车：轻客，整体销量过去波动，出口业务以及厢货车产品有望带动轻客产品重回增长；中大客，假设低基数下保持稳定。

商用车整体：综上，假设2026-2028年，福田汽车商用车整体销量分别为73.65/80.38/87.86万辆。

此外：假设发动机出货增速与商用车整体增速同步。

表40：福田汽车各类车型销量假设

单位：万台	2024	2025	2026E	2027E	2028E
轻卡	46.46	44.61	48.00	50.40	52.92
增速	2.59%	-3.99%	7.60%	5.00%	5.00%
中重卡	9.63	15.13	21.00	24.78	29.24
增速	-17.51%	57.13%	38.77%	18.00%	18.00%
轻型客车	4.50	3.97	4.00	4.50	5.00
增速	-15.33%	-11.78%	0.75%	12.50%	11.11%
中大客车	0.56	0.60	0.65	0.70	0.70
增速	22.38%	7.40%	7.96%	7.69%	0.00%
商用车合计	61.16	64.32	73.65	80.38	87.86
增速	-2.53%	5.17%	14.51%	9.14%	9.31%
发动机产品 (含福康)	26.04	28.19	32.28	35.22	38.50
增速	-9.45%	8.23%	14.51%	9.14%	9.31%

资料来源：公司产销快报，国信证券经济研究所整理及预测

营收与毛利率方面：

轻卡：预计客单价稳定，营收跟随销量增长；毛利率方面，新能源转型期叠加原材料上涨，毛利率下降，之后随着新能源工艺、技术优化以及出海趋势，毛利率小幅提升。

中重卡：亲民产品推出会导致客单价和毛利率的结构性下滑，但出海比例提升以及产品规模效应会提升整体毛利率；假设 ASP 较 2024 年测算值下滑，之后保持稳定，营收受销量影响依然保持显著增长；毛利率在 2025 年有较大幅度下降，之后由于销量快速提升，毛利率逐渐回复。

轻客：预计客单价保持微升，营收随销量增长；毛利率在 2025 年新能源转型期承压，但随着新能源工艺、技术优化以及出海趋势，毛利率提升。

综上，预计 2026–2028 年公司总营收分别为 682.81/749.04/816.57 亿元，增速分别为 11.48%/9.70%、9.01%，整体毛利率分别为 10.83%/11.02%/11.19%。

表41：福田汽车营收分部预测

单位：亿元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
轻卡	249.94	240.90	259.20	277.20	291.06
增速	-6.18%	-3.62%	7.60%	6.94%	5.00%
中重卡	48.09	154.36	214.20	252.76	298.25
增速	-28.59%	220.97%	38.77%	18.00%	18.00%
轻客	46.51	41.69	42.00	47.25	52.50
增速	-8.25%	-10.37%	0.75%	12.50%	11.11%
大中客	36.76	36.13	39.00	42.00	42.00
增速	-10.97%	-1.72%	7.96%	7.69%	0.00%
汽车产品营收	381.30	473.13	554.40	619.21	683.81
增速	-10.43%	24.08%	17.18%	11.69%	10.43%
汽车产品毛利率	11.48%	9.20%	10.82%	10.94%	11.05%
其他合计营收	95.68	139.34	128.41	129.84	132.75
增速	-29.26%	45.63%	-7.84%	1.11%	2.25%
其他合计毛利率	17.30%	12.60%	10.86%	11.41%	11.92%
总营收	476.98	612.47	682.81	749.04	816.57
增速	-14.97%	28.41%	11.48%	9.70%	9.01%
整体毛利率	12.64%	9.97%	10.83%	11.02%	11.19%

资料来源：公司财报，Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：2024 年数据为报表实际数据和计算数据，2025 年整车细分产品的拆分为历史数据拟合后的估算值。

费用端：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42：福田汽车期间费用假设

费用假设（亿元人民币）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用	19.23	22.23	24.58	26.59	28.58
销售费用率（%）	4.03%	3.63%	3.60%	3.55%	3.50%
管理费用	14.01	14.77	17.41	18.73	20.01
管理费用率（%）	2.94%	2.41%	2.55%	2.50%	2.45%
研发费用	19.00	17.82	18.44	19.85	21.23
研发费用率（%）	3.98%	2.91%	2.70%	2.65%	2.60%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

公司投资收益、其他收益额度较大。其他收益：预计增速与营收增速同步。福田

戴姆勒：已减值为 0。福田康明斯：投资正收益的主要稳定来源，预计增速略低于中重卡增速，略低原因在于新能源化影响。福康排放：预计增速与福田康明斯同步。福田时代新能源：预计保持盈亏平衡。福田采埃孚与其他：预计保持稳定。

表43：福田汽车其他收益与重要子公司投资收益预测

单位：亿元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
其他收益	5.60	6.64	7.40	8.12	8.85
投资净收益	-8.95	5.88	6.98	7.69	8.49
投资收益拆分					
福田戴姆勒	-12.68	0.00	0.00	0.00	0.00
福田康明斯发动机	3.16	4.03	5.12	5.77	6.50
福田康明斯排放处理	0.34	0.40	0.51	0.57	0.64
福田时代新能源	-4.07	0.01	0.00	0.00	0.00
福田采埃孚	1.56	1.06	0.85	0.85	0.85
其他	2.74	0.38	0.50	0.50	0.50

资料来源：Wind，公司财报、国信证券经济研究所整理和预测

综上，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 682.81/749.04/816.57 亿元，增速分别为 11.48%/9.70%/9.01%；归属母公司净利润分别为 20.76/25.58/32.80 亿元，同比增速分别为 52.23%/23.21%/28.22%，每股收益分别为 0.26/0.32/0.41 元。

表44：福田汽车归母净利润预测

单位：百万元人民币	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	47698	61247	68281	74904	81657
营业成本	41667	55140	60887	66651	72521
销售费用	1923	2223	2458	2659	2858
管理费用	1401	1477	1741	1873	2001
财务费用	1900	1782	1844	1985	2123
营业利润	68	29	-129	-249	-365
利润总额	62	1361	2370	3001	3645
所得税费用	20	75	371	536	474
少数股东损益	-39	-78	-77	-93	-109
归属于母公司净利润	81	1364	2076	2558	3280
每股收益(元人民币)	0.01	0.17	0.26	0.32	0.41
ROE (%)	0.56%	8.73%	11.87%	12.93%	14.42%

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45：福田汽车情景分析

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
乐观预测					
营业收入(百万元)	47,698	61,247	68,633	75,623	82,781
(+/-%)	-14.97%	28.41%	12.06%	10.18%	9.47%
净利润(百万元)	81	1364	5100	5852	7129
(+/-%)	-91.14%	1593.29%	273.95%	14.75%	21.82%
摊薄 EPS	0.01	0.17	0.64	0.74	0.90
中性预测					
营业收入(百万元)	47,698	61,247	68,281	74,904	81,657
(+/-%)	-14.97%	28.41%	11.48%	9.70%	9.01%
净利润(百万元)	81	1364	2076	2558	3280
(+/-%)	-91.14%	1593.29%	52.23%	23.21%	28.22%
摊薄 EPS(元)	0.01	0.17	0.26	0.32	0.41
悲观的预测					

营业收入(百万元)	47,698	61,247	67,930	74,189	80,543
(+/-%)	-14.97%	28.41%	10.91%	9.21%	8.56%
净利润(百万元)	81	1364	-865	-610	-416
(+/-%)	-91.14%	1593.29%	---	---	---
摊薄 EPS	0.01	0.17	-0.11	-0.08	-0.05
总股本(百万股)	7917	7917	7917	7917	7917

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

◆ 估值

由于行业周期性，叠加福田汽车子公司众多，减值、非经营等科目远期波动存在不确定性，难以采用永续增长对远期做假设。因此考虑福田汽车的业务特点，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、中重卡车企：选择 A 股的中重卡公司潍柴动力、一汽解放、中国重汽、中集车辆。

2、轻型车综合车企：选取轻卡、轻客、乘用车为主的江铃汽车、长安汽车；选取皮卡、乘用车为主代表公司长城汽车。轻卡领域重要上市公司还有东风股份、江淮汽车；东风股份暂无公开的市场一致预期；江淮汽车深耕超豪华乘用车赛道，估值逻辑已发生较大变化；因此未选择东风、江淮作为轻卡可比公司。

表46：福田汽车可比公司对比

市值(亿元)			营收(亿元)			归母净利润(亿元)			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
000338.SZ	潍柴动力	2605.03	2545.23	2761.59	3040.93	144.20	169.90	199.79	18.06	15.33	13.04
000800.SZ	一汽解放	303.64	737.09	809.82	904.53	13.18	23.48	40.60	23.04	12.93	7.48
000951.SZ	中国重汽	252.15	661.64	736.03	818.51	20.26	24.20	28.26	12.44	10.42	8.92
301039.SZ	中集车辆	149.18	222.56	253.12	288.20	11.49	14.12	17.23	12.99	10.56	8.66
	平均值								16.63	12.31	9.52
	中位数								15.53	11.75	8.79
000550.SZ	江铃汽车	139.58	429.05	476.44	514.67	17.43	20.48	25.17	8.01	6.81	5.55
000625.SZ	长安汽车	728.60	1840.25	2012.73	2145.78	52.60	66.98	74.82	13.85	10.88	9.74
601633.SH	长城汽车	1337.61	2633.21	3044.11	3443.92	121.17	149.16	177.38	11.04	8.97	7.54
	平均值								10.97	8.89	7.61
	中位数								11.04	8.97	7.54
600166.SH	福田汽车	240.69	686.33	756.23	827.81	20.76	25.58	32.80	11.59	9.41	7.34

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 8 月 8 日，可比公司采用万得一致预期；福田汽车为本文估值，其他为 Wind 一致预期。

可比公司估值方面，重卡行业可比公司 2026 年 PE 平均数为 16.63 倍，中位数为 15.53 倍；轻型车综合车企 2026 年 PE 的平均值为 10.97 倍，中位数 11.04 倍。

关于公司的合理估值，应考虑以下因素：

1、重卡车企整体估值略高。重卡车企中，与福田汽车中重卡业务最接近的可比公司为一汽解放，相比之下福田重卡销量增速更高，一汽解放 2026 年盈利能力尚未有效释放，导致 PE 在 2026 较高，在 2027-2028 年回归；潍柴动力重卡整车业务占比较低，发动机业务深度参与 AIDC 领域，2026-2028 年整体估值高于整车公司；中国重汽 A 在重汽集团的出海业务中只承担制造职能，福田汽车的海外利润弹性

更高；中集车辆专注物流车辆，且不在五大车企之列。

2、轻型车综合车企整体估值略低。三家可比公司中，江铃汽车产品结构上轻卡轻客占比较高，与福田汽车轻型车业务近似，但是江铃汽车上市公司在集团的出海业务承担制造职能，弹性有限，而福田汽车轻卡、轻客、厢货车出海更具利润弹性；长安、长城在轻卡或轻客领域都有参与，但业务仍以乘用车为主。

3、公司作为轻卡龙头，轻卡仍在营收端占有重要份额；随着中重卡高速增长，中重卡业务在公司营收结构中占比将提升，根据本文盈利预测，2028 年福田汽车中重卡营收有望达到轻卡营收规模。因此，公司合理估值应在重卡可比公司和轻型车综合车企之间。

综合上述因素，我们给予公司 2026 年 PE 13-14 倍，公司 2026 年合理市值为 269.91-290.67 亿元人民币，对应股价为 3.41-3.67 元，相比于估值日有 12.14%-20.77%溢价空间。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,

相对估值风险: 可比公司可能因短期盈利能力低,导致估值偏高,从而拉高可比公司整体的平均估值

行业估值高的风险: 商用车行业目前整体出海趋势明显,存在行业当前整体估值包含溢价的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 出海增速被高估的风险: 我们对海外市场做了趋势分析,对非洲市场做了定量的测算,但存在对海外市场空间、出海确定性、出海节奏预测高估的风险。
- ◆ 我们预计三家覆盖公司未来3年毛利稳定,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。
- ◆ 我们预计所覆盖公司或母公司积极拓展海外产能、开拓增量市场,但如果政策、产能投产节奏有变化,存在未来3年业绩预期高估的风险。
- ◆ 所覆盖公司盈利受重卡价格的价格影响较大,我们预计未来3年公司主要产品均价企稳或微升,存在市场竞争加剧导致价格下跌的风险。
- ◆ 重卡新能源渗透率提升,我们预计所覆盖公司的新能源产品盈利能力改善,但存在因原材料价格上升、技术迭代慢,导致新能源产品降本低于预期,从而影响所覆盖公司盈利能力的风险。

经营风险

海外业务经营的风险: 三家覆盖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。

商业模式变动的风险: 中国重汽A是重汽集团旗下重要上市实体,承担黄河、豪沃的生产和国内销售,出海部分通过集团子公司实现;存在未来集团协调下,商业模式或公司职能变化的风险,从而导致投资逻辑整体变化。

业务整合的风险: 福田汽车子公司众多,且存在较大的非经营科目。福田在过往因子公司亏损或减值曾造成较大年度亏损,未来无法排除因业务整合导致减值从而影响财务表现的可能。此外,公司有一定体量的其他收益,其中包含一定规模的补贴,该科目存在不确定性。

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，所覆盖公司市占率提升，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。

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