

研究所：

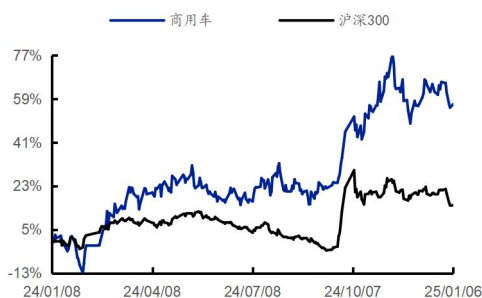
证券分析师：

戴畅 S0350523120004
daic@ghzq.com.cn

重卡景气 2025 年有望拐点向上，重卡公司或迎戴维斯双击

——商用车行业深度研究

最近一年走势



行业相对表现

2025/01/06

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|--------|-------|-------|-------|
| 商用车 | -0.0% | 7.9% | 57.8% |
| 沪深 300 | -5.1% | -6.2% | 13.2% |

投资要点：

当前是重卡高质量发展新阶段的前期，也是新一轮上行周期的开始 我们认为行业已走出 2021 年下半年开始的下行周期。国内市场新增需求具备强韧性，更新需求向上均值回归，出口市场稳定增长三重逻辑下，我们预计 2024 年全年重卡批发销量或与 2023 年基本相当；2024-2026 年重卡行业复合增速为 10% 左右。

国内市场方面，新增需求具备强韧性，更新需求推动向上均值回归 从合理保有量来看，我们认为国内重卡合理更新销量中枢在 72-81 万台，而行业已经低位运行 3 年半时间，向上均值回归是国内市场增长的重要支撑。

冬季结束后，天然气重卡渗透率或继续维持温和增长 我们认为，待到冬季结束后，气柴比有望重新回到基准线以下，所以 2025 全年天然气重卡或仍有不错表现。长期看天然气作为清洁能源，有望持续获得较为友好的政策环境与稳定供给，天然气重卡需求有望稳定提升。

出口市场方面，2023 年的近 30 万台或将是中国重卡出口增长的起点 除中国产品具备较高性价比因素外，2023 年向俄罗斯市场出口的大规模放量还有赖俄整体重卡市场增长、俄政府本土保护政策未跟进等外部因素。目前中国品牌重卡在俄市占率已经不低，报废税提高生效后，俄本土品牌市占率有望回升。考虑到俄罗斯当地市场规模或从高点回落，预计 2025 年我国向俄罗斯出口重卡约 5-6 万辆左右，仍具相当规模。剔除俄罗斯市场，2024 年前 11 月中国重卡出口同比增长 31.5%。非洲、东南亚与拉丁美洲市场有望连续稳定增长。综合来看，2023 年的近 30 万台或将是我国重卡出口未来增长的起点。

行业评级及投资策略 回顾过去 5 年，行业经受住新冠疫情、供应链成本上涨、国五库存消化的负面冲击，尽管销量和企业盈利能力出现波动，但相比 5 年前，新市场的开拓进度、行业规范化、多种技术路线发展，以及企业产品竞争力皆显著提升。目前行业已经在低位运行 3 年半左右，国内市场均值向上回归，叠加出口市场继续稳增长，重卡销量将持续向上复苏。投资者应注意把握拐点向上的戴维斯双击机会。首次覆盖，我们给予重卡行业“推荐”评级，推荐中国重汽、潍柴动力、中集

车辆。

风险提示 重卡行业需求不及预期；海外需求增长不及预期；出口目标市场进口政策变化风险；出口市场竞争加剧风险；重点关注公司业绩不及预期；国内国际卡车市场不可简单完全对比，相关数据信息仅供参考。

重点关注公司及盈利预测

| 重点公司 代码 | 股票 名称 | 2025/1/6 | | | EPS | | | PE | | | 投资 评级 |
|------------|----------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|--|----------|
| | | 股价 | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E | | | |
| 000951.SZ | 中国重汽 | 17.14 | 0.92 | 1.26 | 1.48 | 14.52 | 13.60 | 11.58 | 增持 | | |
| 000338.SZ | 潍柴动力 | 13.51 | 1.04 | 1.30 | 1.55 | 13.12 | 10.39 | 8.72 | 增持 | | |
| 301039.SZ | 中集车辆 | 8.85 | 1.22 | 0.70 | 0.91 | 7.69 | 12.64 | 9.73 | 增持 | | |

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

内容目录

| | |
|---|----|
| 1、 回顾与研究框架 | 6 |
| 1.1、 当前正处于中国重卡高质量发展新阶段的前期 | 6 |
| 1.2、 重卡行业研究框架：注重数据跟踪的可持续性 | 7 |
| 2、 国内市场：新增需求具备强韧性，更新需求推动行业向上均值回归 | 9 |
| 2.1、 公路货运需求有强韧性，带动新增需求保持增长 | 9 |
| 2.2、 更新需求向中枢回归，是未来几年国内重卡销量向上的重要支持 | 9 |
| 2.3、 规范化与高端化推动 ASP 与集中度提升 | 14 |
| 2.4、 冬季结束后气柴比或重回景气区间，燃气机渗透率提升带来 ASP 上升 | 16 |
| 3、 出口市场：逻辑通顺、数据吻合，2023 年近 30 万辆或将是重卡出口增长的起点 | 19 |
| 3.1、 剔除俄罗斯市场，2024 年前 11 月中国重卡出口同比增长 31.5% | 19 |
| 3.2、 预计 2025 年我国对俄罗斯出口重卡或有 5-6 万辆，仍具相当体量 | 26 |
| 3.3、 出口产品 ASP 较高，是利润增长的蓝海 | 30 |
| 4、 重卡公司：估值不高+景气度拐点，未来或迎来戴维斯双击 | 31 |
| 5、 重点推荐个股 | 32 |
| 6、 风险提示 | 33 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 周期性方面, 2009 年来行业经历两轮周期 | 6 |
| 图 2: 剔除出口的重卡批发销量 (台) | 7 |
| 图 3: 历年我国公路货运周转量同比增速 | 9 |
| 图 4: 世界部分主要经济体卡车保有量复合增速与 GDP 复合增速比值 | 10 |
| 图 5: 欧盟卡车保有量与 GDP 增速 | 11 |
| 图 6: 德国卡车保有量与 GDP 增速 | 11 |
| 图 7: 法国卡车保有量与 GDP 增速 | 11 |
| 图 8: 波兰卡车保有量与 GDP 增速 | 11 |
| 图 9: 陕重汽与中国重汽重卡均价 | 15 |
| 图 10: 我国重卡 CR5 | 15 |
| 图 11: 车用 LNG 零售全国平均价格 (元/公斤) | 16 |
| 图 12: 0 号柴油零售全国平均价格 (元/升) | 16 |
| 图 13: 2020 年来全国周度平均柴油与车用 LNG 零售价比较 | 16 |
| 图 14: 全国平均周度气柴比 | 17 |
| 图 15: 全国各省份柴气比结构变化 | 17 |
| 图 16: 重卡出口销量与同比增速 | 19 |
| 图 17: 国内出口占批发销量比重 | 19 |
| 图 18: 重卡出口产品结构 | 20 |
| 图 19: 出口物流车结构 | 20 |
| 图 20: 出口工程车结构 | 20 |
| 图 21: 2024 前 11 月出口产品均价 (人民币元) | 21 |
| 图 22: 出口重卡货车、牵引车及搅拌车均价 (人民币元) | 21 |
| 图 23: 出口重卡自卸车及专用车产品均价 (人民币元) | 21 |
| 图 24: 出口销量分目的地区域占比 (2020 年至 2024 年 11 月) | 25 |
| 图 25: 出口增速分目的地区域 | 25 |
| 图 26: 2024 年前 11 月出口同比变动值 (台) | 26 |
| 图 27: 2024 年前 11 月剔除俄罗斯增速出口仍然强劲 | 26 |
| 图 28: 俄罗斯中重型卡车销量 | 27 |
| 图 29: 主要西方卡车品牌在俄市占率 | 27 |
| 图 30: 主要本土品牌在俄市占率 | 27 |
| 图 31: 主要中国品牌 2024 年 M1-M10 在俄市占率 | 28 |
| 图 32: 我国向俄罗斯出口重卡月度走势 | 29 |
| 图 33: 中国重汽出口占公司销量比重 | 30 |
| 图 34: 出口 ASP 较高 | 30 |
| 图 35: 2023 年出口产品与 2020-2021 年国内产品单车差价估算 (万元) | 30 |
| 图 36: 中国重汽单车经营利润 | 30 |
| 图 37: 截至 2025 年 1 月 3 日潍柴动力 PE TTM 分析 | 31 |
| 图 38: 截至 2025 年 1 月 3 日中国重汽 PE TTM 分析 | 31 |
| 表 1: 按 GDP 增速与保有量增速关系看我国当下的重卡保有量水平 (万辆) 情形 1 | 12 |
| 表 2: 按 GDP 增速与保有量增速关系看我国当下的重卡保有量水平 (万辆) 情形 2 | 12 |
| 表 3: 重卡出口销量按目的地 | 22 |
| 表 4: 重卡出口销量占比按目的地 | 23 |

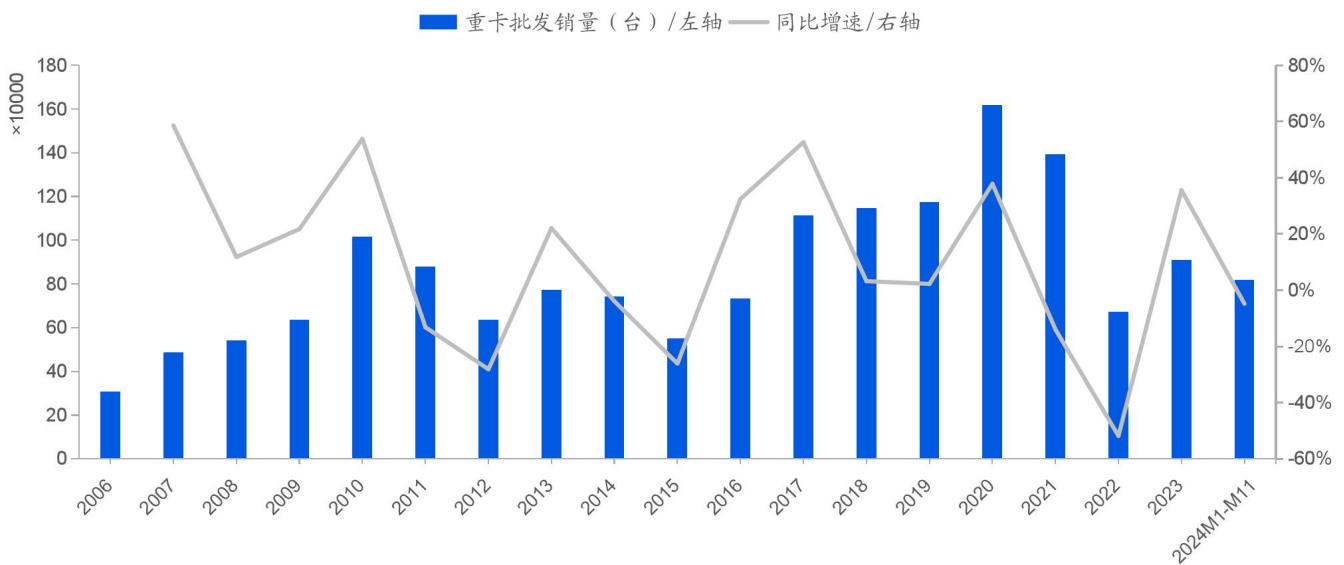
1、回顾与研究框架

1.1、当前正处于中国重卡高质量发展新阶段的前期

回顾过去 5 年，行业经受住新冠疫情、供应链成本上涨、国五库存消化等内外部负面影响的冲击。尽管销量和企业盈利能力出现过跌宕起伏的波动，但行业在严格治超、排放标准切换等法规政策的促进下，国际市场新的机遇前，以及市场主体持续地竞争、革新中，新的区域市场开拓进度、技术路线多样化以及行业的规范化、产品差异化与高端化水平较五年前皆显著提高。且自 2023 年来，销量与企业盈利的拐点明晰，我们认为当前正处于中国重卡行业新的高质量发展阶段的前期。

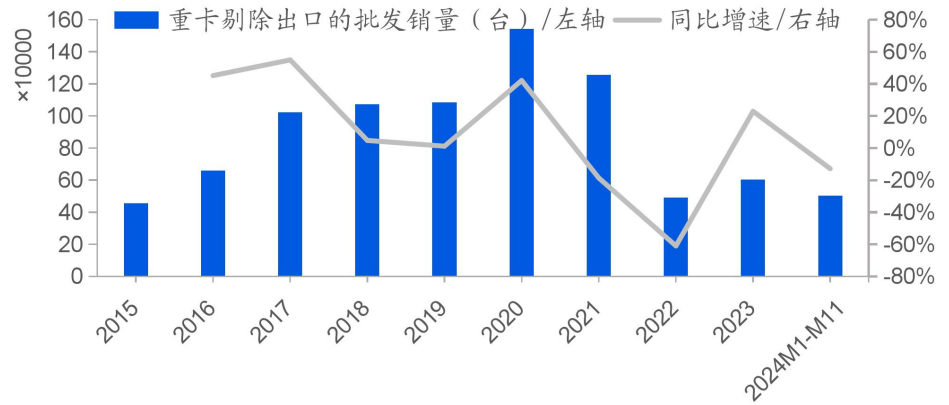
复盘 2009 年以来的行业，重卡成长与周期并舞。成长性方面，受益于经济总量增长、基础建设及房地产规模与货运总量攀升以及行业规范化影响，销量中枢显著提升。从重卡批发销量来看，用周期高点做锚，2009-2011 年至 2019-2021 年，平均 3 年滚动 CAGR 为 5.1%，用周期低点做锚，2015-2016 年至 2022-2023 年，平均两年滚动 CAGR 为 3.0%。

图 1：周期性方面，2009 年来行业经历两轮周期



资料来源：wind，中汽协，国海证券研究所

图 2：剔除出口的重卡批发销量（台）



资料来源：wind，中汽协，海关总署，国海证券研究所

周期性方面，2009 年以来行业经历两轮周期。

第一轮 2009-2015 年，起始于四万亿元计划与成品油税费改革配套政策落地等正面影响，重卡销量快速上升首次在 2010 年突破年销量 100 万台，2011-2015 年，由于此前快速增长一定程度上透支了未来几年潜力，行业进入下降周期，并于 2015 年触底。

第二轮 2016 年以来，行业在低位运行几年，逐渐消化上一轮的透支后，由于潜在的新增需求一直持续，治超新规显著抬升更新需求，叠加排放标准升级的催化，行业进入新的增长通道，形成 2017 年至 2021 年上半年连续近 5 年的高景气区间，并在 2020 年达到历史新高。但 2021 年 7 月后，行业在消化国五库存中进入下降周期。目前我们正处于这轮周期的末尾。

2023 年及 2024 年前 11 个月，我国重卡累计批发销量分别为 91.1 万辆与 81.8 万辆，分别同比增长 35.6%与-4.8%，我们认为行业已走出 2021 年下半年开始的下行周期。国内市场新增需求具备强韧性，更新需求向上均值回归，出口市场稳定增长三重逻辑下，我们预计 2024 年全年重卡批发销量或与 2023 年基本相当；2024-2026 年重卡行业复合增速为 10%左右。

1.2、重卡行业研究框架：注重数据跟踪的可持续性

在我们提出的重卡行业研究框架中，销量、库存、ASP（平均销售价格）与利润率的综合分析构成行业周期研判和标的估值的核心基础。

销量是收入的最主要自变量。重卡资产属性较强，规模效应较大，销量对利润率的影响尤为显著。由于新的区域市场与结构市场的涌现，研究应将国内和出口市场以及能源类型分开，并进一步将需求细分为新增需求、更新需求和替代需求。其国内市场已从之前高速发展时期的新增需求，转变为高质量发展阶段的更新需求为主。而出口市场则重点关注我国重卡企业在亚非拉国家市场份额快速上升的机遇。另外新能源渗透率的前景对中期的市场格局与企业盈利能力有重大影响，需大胆假设、小心求证。

库存位于需求的前置地位。历史上看，行业政策对库存周期往往有重要影响。例如，在排放标准切换、治超政策、税费变动或补贴发放的落地日期前，经销商和消费者通常会因政策预期而改变正常的购买节奏，导致库存波动。尤其是预期涨价带来的提前购买，往往会造成库存积压，并影响后续时间的销量表现。因此，库存的动态监测不仅要考虑市场供需，还需分析政策带来的需求节奏变化。

ASP 与利润率的结合研究尤为重要。随着行业内技术革新，如大排量发动机、自动挡变速箱（AMT）、轻量化设计等高端产品的渗透，ASP 有望稳步提升。行业政策和大趋势，如排放标准的升级和法规约束，也会进一步助推高端产品渗透率的提升。这种政策驱动不仅提升了产品的 ASP，还有望改善整体的利润率。

市场竞争格局的变化，尤其是龙头企业在技术上的领先地位和规模效应，使得它们能在竞争中获得更高的利润率。同时，政策导向和行业趋势（如气体机渗透率提升与新能源渗透率提升）也将改变行业格局，推动企业份额和盈利能力的分化。

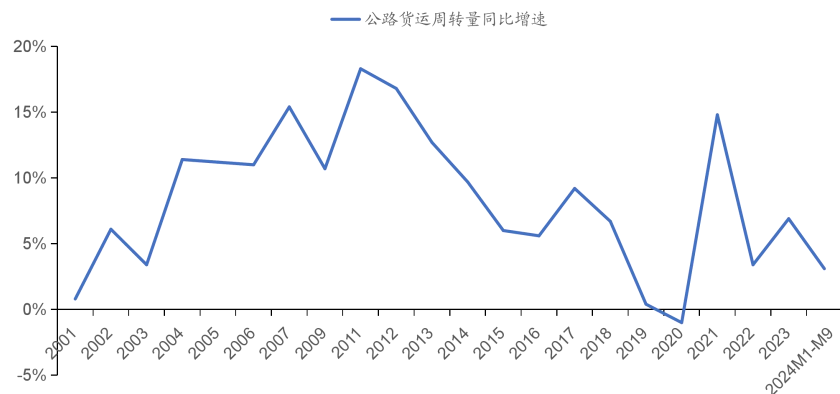
我们必须注重研究框架内数据跟踪的可持续性，可持续性可以帮助我们规律地对理论与假设进行复盘和验证，最终提升研判的胜率。

2、国内市场：新增需求具备强韧性，更新需求推动行业向上均值回归

2.1、公路货运需求有强韧性，带动新增需求保持增长

我国重卡市场新增需求的根本逻辑是宏观经济的稳步增长与公路货运需求的提升。根据国家统计局，公路货运周转量已经 20 年左右正增长（除 2020 年受疫情影响小幅减少 1%），其中 2023 年同比增长 6.9%，2024 年前 9 个月累计同比增长 3.1%，我国公路货运需求类似必选消费品，具备较强韧性，带动卡车需求长期增长。

图 3：历年我国公路货运周转量同比增速



资料来源：wind，国海证券研究所

2.2、更新需求向中枢回归，是未来几年国内重卡销量向上的重要支持

对重卡的供需关系及销量进行预测，保有量和 GDP 的关系是一个不错的切入点。根据我们的模型测算，我们认为行业处在总体健康复苏的运行环境中。这本质上是因为行业已在较低的位置运行一段时间，而行业内在的新增、更新需求还在稳定发展。

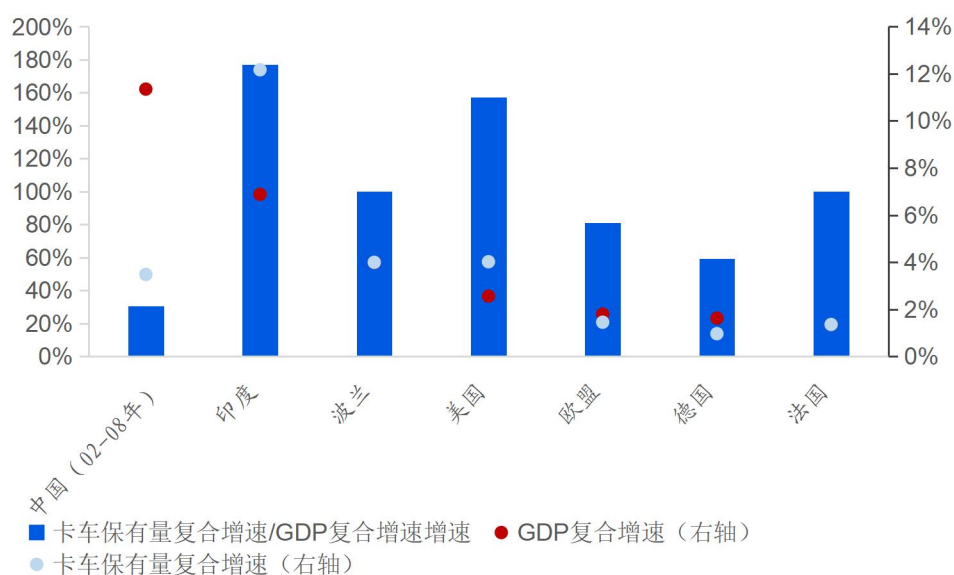
保有量和 GDP 的模型逻辑在于，生产资料保有量（如重卡、重型机械、车床等）的增速和 GDP 增速存在强相关关系。具体来说，二者在增长中的关系理论上又总体呈现两个不同的阶段。

在经济处于高速增长期，基础设施、房地产、制造业与物流需求等资本密集型行业快速发展，重型设备和卡车等生产资料作为这些行业运转的核心资产，其保有量必然迅速增加以满足需求。

当经济体达到一定成熟阶段后，新增的资本需求主要来自更新替代原有设备，资本投入的边际收益递减，使得生产资料的保有量增速趋于稳定。这样一来，生产资料（如重型卡车保有量）的增速与 GDP 增速的关系总体上符合经典 S 型曲线增长模型，也就是当 GDP 快速增长，生产资料的资本需求以加快速度增长，当 GDP 放缓后，由于边际收益递减，保有量增速将更缓慢增长。

放眼全球来看，以上理论可以得到比较明显的数据实证。选取具备相当汽车工业规模的国家作为样本，根据欧洲汽车制造商协会（ACEA）与世界汽车工业国际协会（OICA）数据，在 GDP 复合增速较高、处于高速发展阶段的经济体，其卡车保有量的复合增速与不变价 GDP 复合增速的比值一般显著高于 GDP 复合增速较低，处于成熟阶段的经济体。

图 4：世界部分主要经济体卡车保有量复合增速与 GDP 复合增速比值



资料来源：ACEA，OICA，wind，国海证券研究所

注：

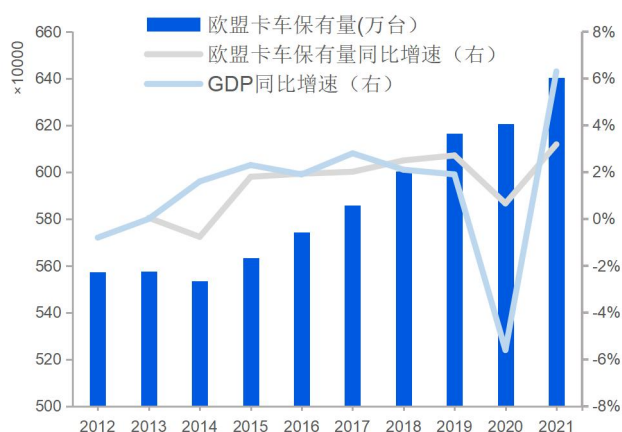
1. 欧盟及欧盟国家卡车保有量口径为欧盟 27 国（不含英国）除塞浦路斯的 3.5 吨及以上的商用车（不含客车），其中克罗地亚、拉脱维亚、斯洛文尼亚和挪威的数据中包含客车；
2. 欧盟 GDP 口径为欧盟 27 国（不含英国）的不变价 GDP 同比增速；
3. 欧盟卡车保有量复合增速与 GDP 复合增速为 2012 年-2019 年间 7 年复合增速；
4. 印度、美国数据口径为整体商用车，GDP 复合增速为 2014 年-2019 年 5 年不变价 GDP 复合增速，商用车保有量复合增速为 2015 年-2020 年 5 年复合增速，以下口径皆同。

印度作为商用车销量较高，GDP 增速较高的经济体，其 2015 年-2020 年商用车保有量复合增速与其 2014 年-2019 年 GDP 复合增速的比值达 1.8。

美国在 2014 年至 2019 年的 GDP 复合增速达 2.6%，2015 年-2020 年其商用车保有量复合增速则高达 4%，商用车保有量与 GDP 的增速比值为 1.6。

2012 年-2019 年欧盟整体、德国与法国的卡车保有量与其 GDP 的复合增速比值分别为 0.8、0.6、1.0，显著低于 GDP 增速较高的印度与美国。

图 5: 欧盟卡车保有量与 GDP 增速

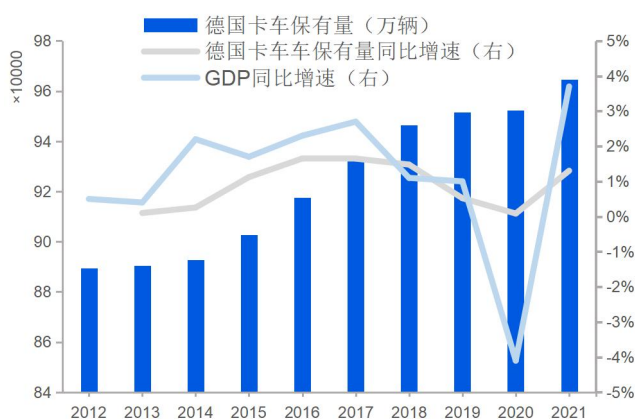


资料来源: ACEA, wind, 国海证券研究所

注:

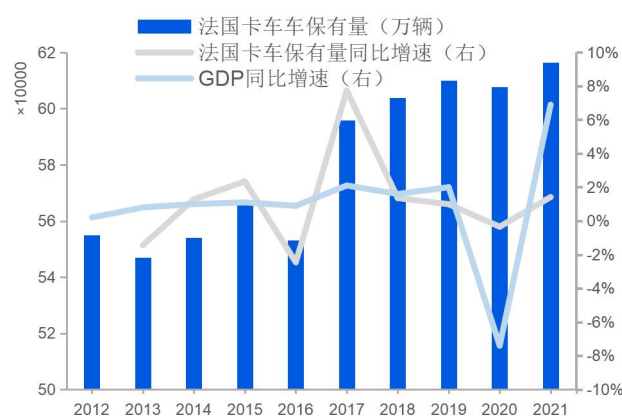
1. 欧盟及欧盟国家卡车保有量口径为欧盟 27 国 (不含英国) 除塞浦路斯的 3.5 吨及以上的商用车 (不含客车), 其中克罗地亚、拉脱维亚、斯洛文尼亚和挪威的数据中包含客车;
2. 欧盟 GDP 口径为欧盟 27 国 (不含英国) 的不变价 GDP 同比增速;

图 6: 德国卡车保有量与 GDP 增速



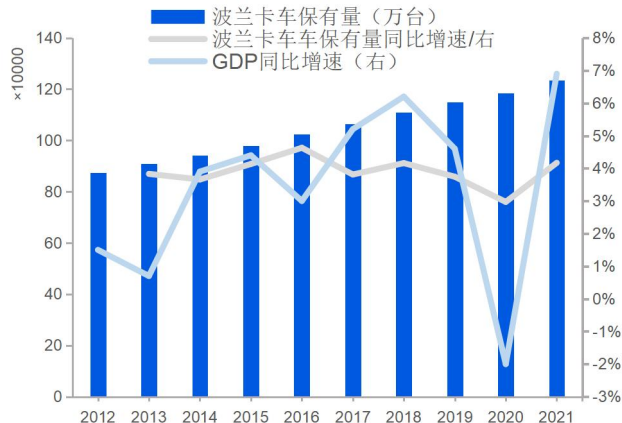
资料来源: ACEA, wind, 国海证券研究所

图 7: 法国卡车保有量与 GDP 增速



资料来源: ACEA, wind, 国海证券研究所

图 8: 波兰卡车保有量与 GDP 增速



资料来源: ACEA, wind, 国海证券研究所

在此基础上我们用 GDP 增速与保有量增速之间的关系, 对国内重卡行业合理的保有量中枢与更新中枢进行研判。

由于“4 万亿元刺激”, 我们选取 2002-2008 年作为经济快速增长期间、行业正常增长 (没有透支) 的参考区间: 2002-2008 年我国中重卡保有量年复合增速为 3.5%, 实际 GDP 年复合增速为 11.3%, 比值为 0.31。按此比例以 2009 年中重卡实际保有量为基础测算预期保有量。

此外在 2016 年开始进行两处调整，由于 2016 年后 GDP 增长降速，经济总体进入高质量发展阶段，按之前的国际比较分析，在经济体从高速发展阶段进入成熟发展阶段后，生产资料保有量的增速与 GDP 增速的比值将显著降低，我们将中重卡保有量预期增速与实际 GDP 增速的比值调低进行敏感性分析。

另外考虑到 2016 年 8 月治超新规实施，叠加严格治超规范化趋势，将 2016 年的预期保有量基数调至 2015 年预期保有量的 1.25 倍后，再乘以 2016 年预期保有量增速。

根据以上模型测算，行业在 2021 年年末与 2022 年年末存在比较明显的透支现象，对应国六排放标准切换带来的 2020 年及 2021 年上半年抢装。经过两年半的消化出清，截至 2023 年底，我国中重卡实际保有量为 959 万辆，已处于模型预测的合理保有量 900-974 万的区间中。

表 1：按 GDP 增速与保有量增速关系看我国当下的重卡保有量水平（万辆）情形 1

| 年份 | 实际 GDP 增速 | 中重卡实际保有量增速 | 中重卡预期保有量增速 | 中重卡预期保有量 | 中重卡实际保有量 | 预计透支保有量 |
|------|-----------|------------|------------|----------|----------|---------|
| 2009 | 9.4% | | | | 577.3 | |
| 2010 | 10.6% | 15.1% | 3.3% | 596.1 | 664.5 | 68.4 |
| 2011 | 9.6% | 9.6% | 2.9% | 613.6 | 728.4 | 114.8 |
| 2012 | 7.9% | -3.7% | 2.4% | 628.5 | 701.7 | 73.2 |
| 2013 | 7.8% | -0.5% | 2.4% | 643.5 | 698.4 | 54.9 |
| 2014 | 7.4% | 3.4% | 2.3% | 658.1 | 721.8 | 63.7 |
| 2015 | 7.0% | -5.9% | 2.1% | 672.2 | 678.9 | 6.7 |
| 2016 | 6.8% | 4.3% | 1.0% | 849.1 | 708.1 | -140.9 |
| 2017 | 6.9% | 8.2% | 1.1% | 858.1 | 766.1 | -91.9 |
| 2018 | 6.7% | 8.8% | 1.0% | 866.9 | 833.9 | -33.0 |
| 2019 | 6.0% | 5.3% | 0.9% | 874.8 | 878.0 | 3.2 |
| 2020 | 2.2% | 7.8% | 0.3% | 877.8 | 946.9 | 69.1 |
| 2021 | 8.4% | 5.9% | 1.3% | 889.1 | 1003.0 | 113.9 |
| 2022 | 3.0% | -2.2% | 0.5% | 893.2 | 980.5 | 87.3 |
| 2023 | 5.2% | -2.2% | 0.8% | 900.3 | 959.3 | 59.0 |

资料来源：wind，国海证券研究所

注：情况 1：2016 年开始，中重卡预期保有量增速与 GDP 增速之间的比值降为之前比值的 50%，相当于欧盟与美国之间的差额水平。

表 2：按 GDP 增速与保有量增速关系看我国当下的重卡保有量水平（万辆）情形 2

| 年份 | 实际 GDP 增速 | 中重卡实际保有量增速 | 中重卡预期保有量增速 | 中重卡预期保有量 | 中重卡实际保有量 | 预计透支保有量 |
|------|-----------|------------|------------|----------|----------|---------|
| 2009 | 9.4% | | | | 577.3 | |
| 2010 | 10.6% | 15.1% | 3.3% | 596.1 | 664.5 | 68.4 |
| 2011 | 9.6% | 9.6% | 2.9% | 613.6 | 728.4 | 114.8 |
| 2012 | 7.9% | -3.7% | 2.4% | 628.5 | 701.7 | 73.2 |
| 2013 | 7.8% | -0.5% | 2.4% | 643.5 | 698.4 | 54.9 |

| | | | | | | |
|------|------|-------|------|-------|--------|--------|
| 2014 | 7.4% | 3.4% | 2.3% | 658.1 | 721.8 | 63.7 |
| 2015 | 7.0% | -5.9% | 2.1% | 672.2 | 678.9 | 6.7 |
| 2016 | 6.8% | 4.3% | 2.1% | 866.3 | 708.1 | -158.2 |
| 2017 | 6.9% | 8.2% | 2.1% | 884.7 | 766.1 | -118.5 |
| 2018 | 6.7% | 8.8% | 2.1% | 902.8 | 833.9 | -69.0 |
| 2019 | 6.0% | 5.3% | 1.8% | 919.4 | 878.0 | -41.4 |
| 2020 | 2.2% | 7.8% | 0.7% | 925.6 | 946.9 | 21.2 |
| 2021 | 8.4% | 5.9% | 2.6% | 949.5 | 1003.0 | 53.5 |
| 2022 | 3.0% | -2.2% | 0.9% | 958.2 | 980.5 | 22.3 |
| 2023 | 5.2% | -2.2% | 1.6% | 973.5 | 959.3 | -14.2 |

资料来源：wind，国海证券研究所

注：情况 2：合理保有量增速与 GDP 增速之间关系不随着 GDP 增速下降而改变。

综合上面两个模型，我们认为行业处在总体健康复苏的运行环境中。这本质上是因为行业已在较低的位置运行了 3 年半的时间，而行业内在的新增、更新需求还在稳定发展。

需要注意的是，严格治超（大吨小标、16 年 921（交通部与公安部印发《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》中表明，于 2016 年 9 月 21 日开始重点整治货车违法超限超载，联合《超限运输车辆行驶公路管理规定》与《车辆运输车治理工作方案》，行业人士称为 9.21 治超新政）、按轴收费、GB38900 空车称重、包括轻卡蓝牌柴油发动机排量限制）带来的卡车单车运力下降，将持续推升合理保有量。

如果按照中重卡 800-900 万合理保有量保守估计、90%为重卡、保守按 10 年平均更新周期估算，仅考虑更新需求，不计出口，我们认为我国重卡行业国内批发销量中枢在 72 至 81 万辆。叠加出口市场的景气趋势，我国批发销量中枢保守估计为 100 至 110 万辆。向合理的更新中枢均值回归，是未来几年我国国内重卡销量向上的重要支撑。

2.3、规范化与高端化推动 ASP 与集中度提升

从 2014 年《国务院办公厅关于印发 2014-2015 年节能减排低碳发展行动方案的通知》要求 2014 年底前在全国供应国四标准车用柴油，到 2016 年《超限运输车辆行驶公路管理规定》发布，到 2019 年工业和信息化部启动轻型货车“大吨小标”专项治理工作，再到 2024 年印发《有效降低全社会物流成本行动方案》提出发展规模化经营、现代化管理的大型公路货运企业，全面提高公路运输组织化程度和效率。并重申深入推进货车违法超限超载治理。加强货物装载源头治理。持续推进货车超标准排放治理。依法加大对货运车辆非法改装、大吨小标等行为打击力度。

政策出发点一直是安全性、规范化，促进公路货运行业升级。

卡车货运行业持续的规范化，意味着单车运力下降、合理保有量抬升。而发展规模化经营、现代化管理的大型公路货运企业，则需要更高效、更差异化、更高端的重卡产品。

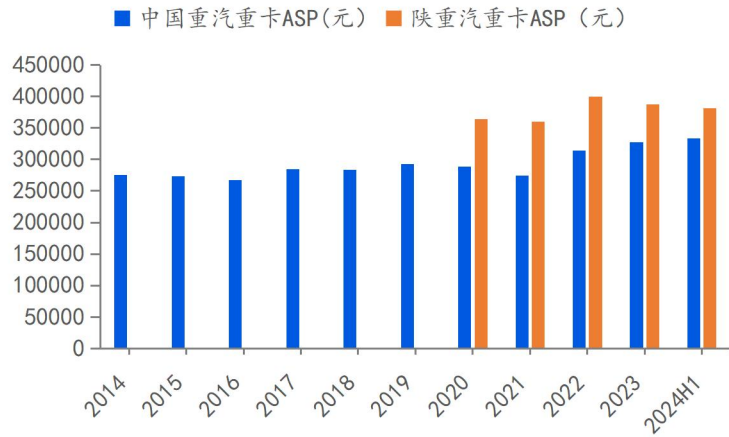
规范化能引导产品升级，提升重卡 ASP。我们认为，对重卡影响更大的可能是总拥有成本或全生命周期成本（Total Cost of Ownership）。中高端重卡产品具有更好的产品性能，是对高效物流的保证。

技术层面上，中高端重卡产品往往需要 ASP 更高的大排量、大功率发动机。功率升级的好处在于发动机可以较大的排量、较低的转速实现单位内时间较少的做功次数，从而实现较低的油耗、更高的可靠性。

另外，通过提升马力、增配包括缓速器、AMT 或空气悬架装置，来追求更好的 TCO 和高效运输，进而带动高端化差异化产品需求的发展，都会带来 ASP 提升。

从国际对比来看，国内重卡均价相较国外同类产品或仍有较大的提升空间。根据 Statista 的公开数据，2018 年美国 8 级以上卡车平均售价在 10-12 万美元左右，而根据各公司公告，近几年中国重汽和陕重汽重卡售价在 40 万元人民币以下。

图 9：陕重汽与中国重汽重卡均价

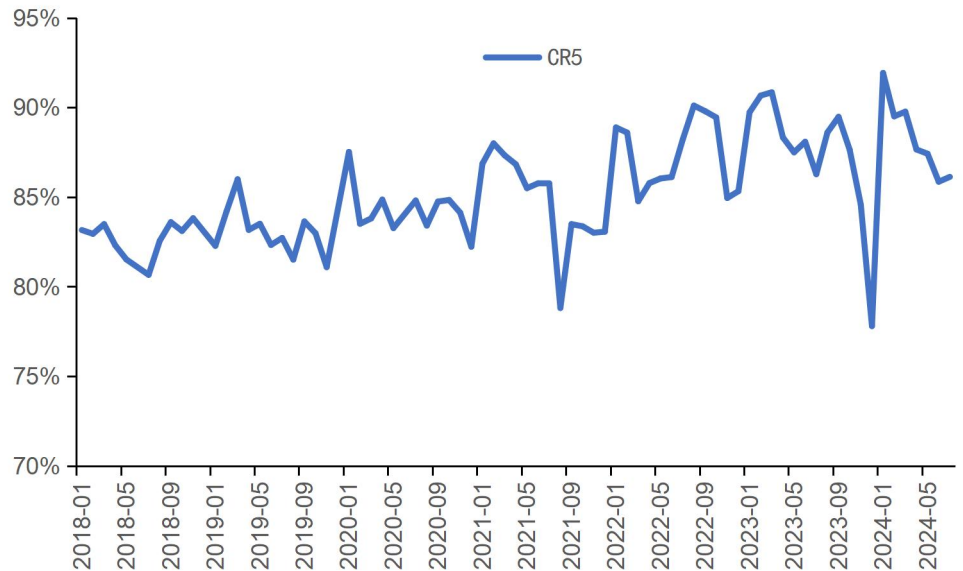


资料来源：各公司公告，国海证券研究所

注：陕重汽 ASP 包含汽车服务等收入。

规范化引导产品升级，尤其利好行业龙头，或有助于进一步提升行业集中度。大型货运企业较个人车主对 TCO 的重视更甚，我们认为中高端重卡是高效物流与更低 TCO 的保证。由于龙头企业在中高端产品端的显著优势，尾部企业会被逐渐出清，长期看有利于行业集中度的提升。

图 10：我国重卡 CR5



资料来源：wind，国海证券研究所

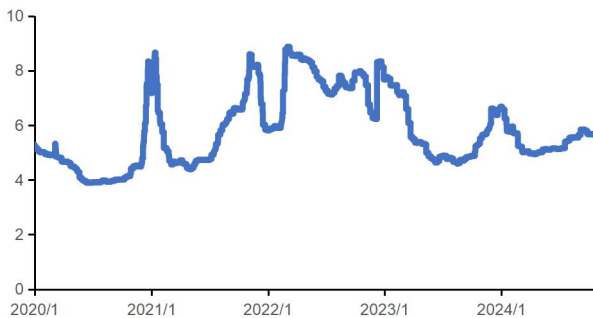
2.4、冬季结束后气柴比或重回景气区间，燃气机渗透率提升带来 ASP 上升

待到冬季结束后，气柴比有望重新回到基准线以下，所以 2025 全年天然气重卡或仍有不错表现。

2021 年 7 月 1 日以后，由于柴油重卡排放升级国六，购车成本上升，使天然气重卡渗透率抬升。2023 年 1 季度以来，天然气重卡销量快速提升，主要原因是天然气较柴油价格下降，燃气机经济性提升。

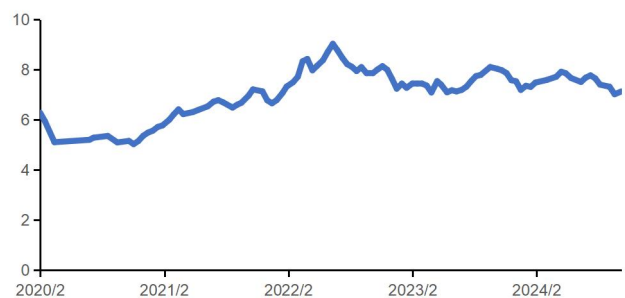
根据中国石化新闻网，通常当 1 公斤天然气价格（元/公斤）相当或低于 1 升柴油价格（元/L）的 70% 时，天然气重型卡车可维持正常，当天然气价格相当或低于柴油价格的 65% 时，天然气重卡销量可能快速增加。据此我们认为 70% 的气柴比是天然气重卡具备经济性的基准线，65% 则是景气线，且气柴比越低，天然气重卡的经济性就越明显。从下图（图（14））可以看到，全国平均气柴比在 2023 年 2 季度开始快速向下突破基准线，在 2023 年 4 季度升过基准线以上，并在取暖季过后又重新快速下降至基准线以下。

图 11：车用 LNG 零售全国平均价格（元/公斤）



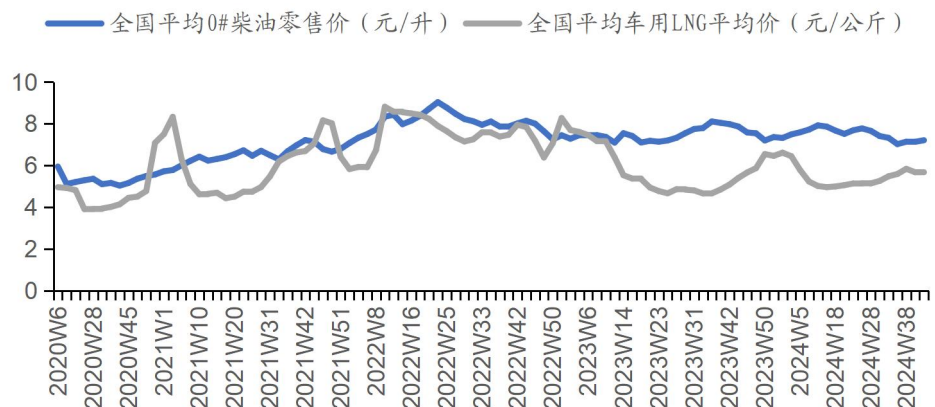
资料来源：wind，国海证券研究所

图 12：0 号柴油零售全国平均价格（元/升）



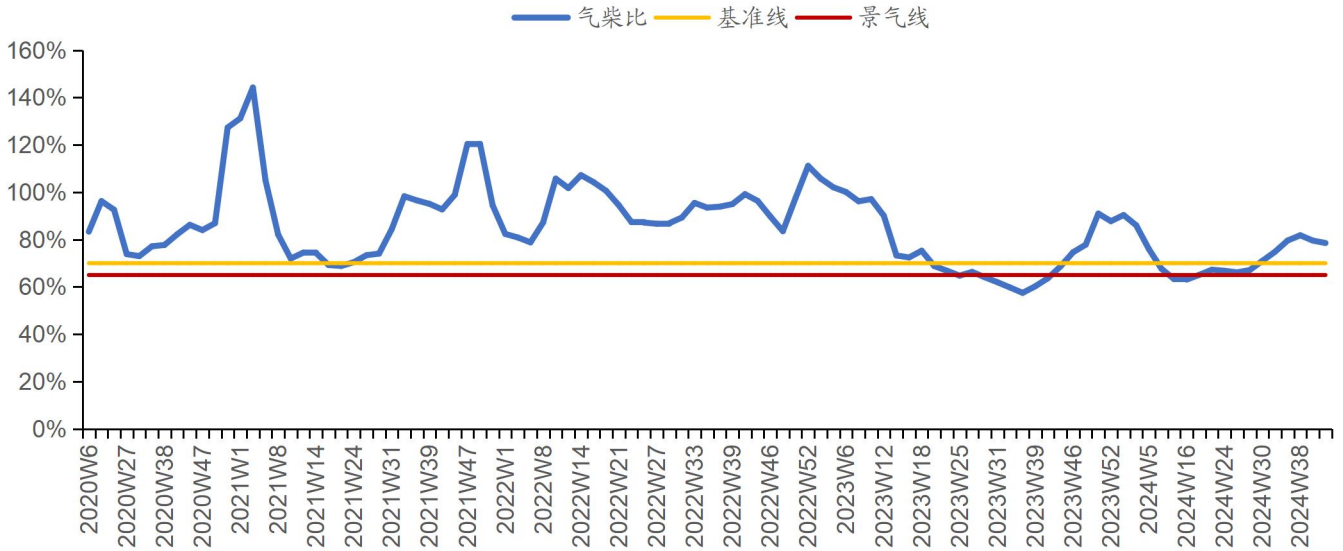
资料来源：wind，国海证券研究所

图 13：2020 年来全国周度平均柴油与车用 LNG 零售价比较



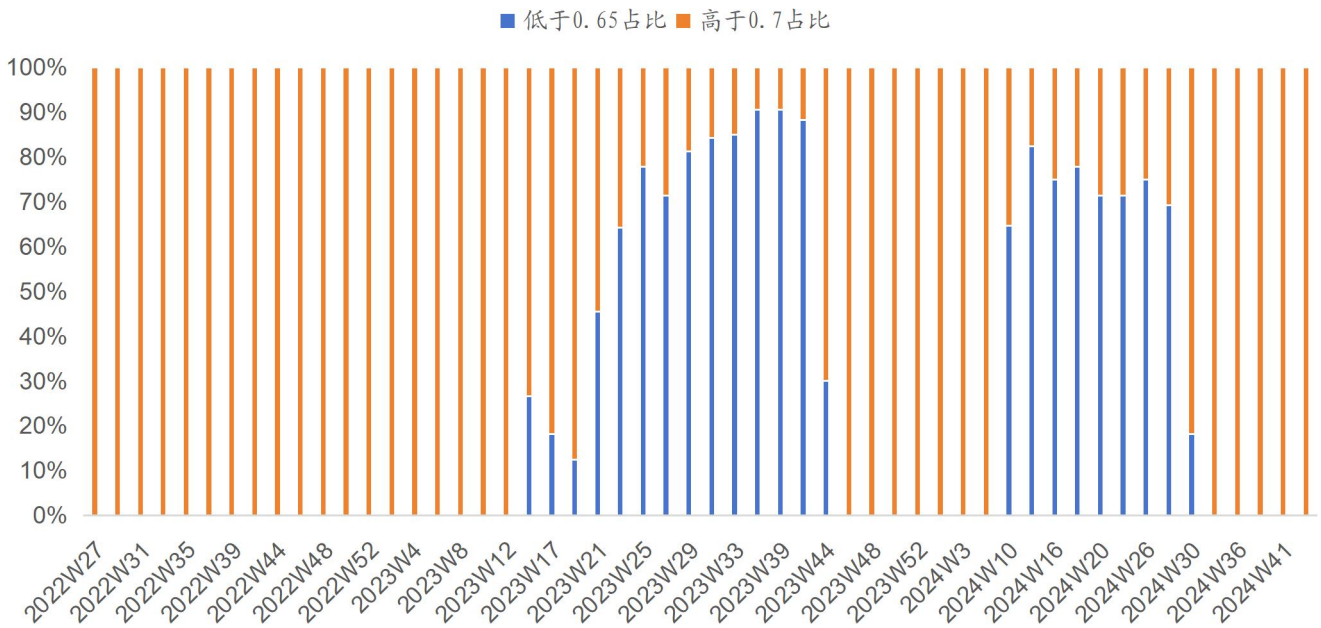
资料来源：wind，国海证券研究所

图 14: 全国平均周度气柴比



资料来源: wind, 中国石化新闻网, 国海证券研究所

图 15: 全国各省份柴气比结构变化



资料来源: wind, 中国石化新闻网, 国海证券研究所

我们认为, 待到冬季结束后, 气柴比有望重新回到基准线以下, 所以 2025 全年天然气重卡或仍有不错表现。

长期看天然气作为清洁能源, 有望持续获得较为友好的政策环境与稳定供给, 天然气重卡需求有望稳定提升。

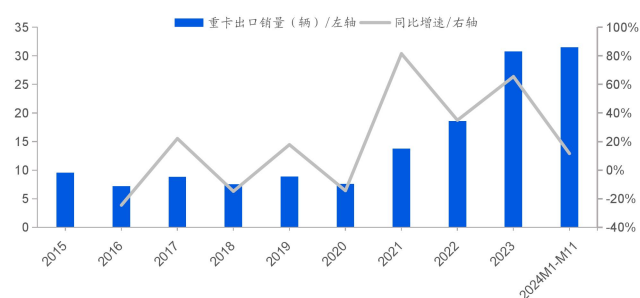
根据汽车之家，天然气重卡的均价比柴油机重卡一般高出 5-10 万元。天然气重卡渗透率持续在高位对行业 ASP 提升有较强的助推作用。

3、出口市场：逻辑通顺、数据吻合，2023 年近 30 万辆或将是重卡出口增长的起点

3.1、剔除俄罗斯市场，2024 年前 11 月中国重卡出口同比增长 31.5%

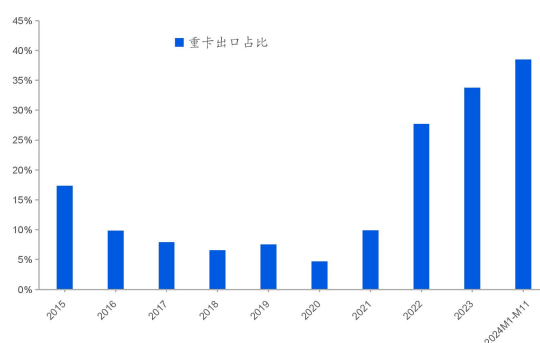
海关总署数据显示，2021 年起我国重卡出口连续快速增长，2020 年至 2023 年 CAGR 达 59.4%。2023 年重卡出口 30.8 万辆，同比增长 65.5%。2024 年前 11 个月累计出口 31.5 万辆，同比增长 11.6%。经过快速增长，我国重卡出口占批发销量占比从 2016-2021 年的总体 10% 以下，跃升至 2024 年前 11 个月的约 39%。

图 16：重卡出口销量与同比增速



资料来源：海关总署，国海证券研究所

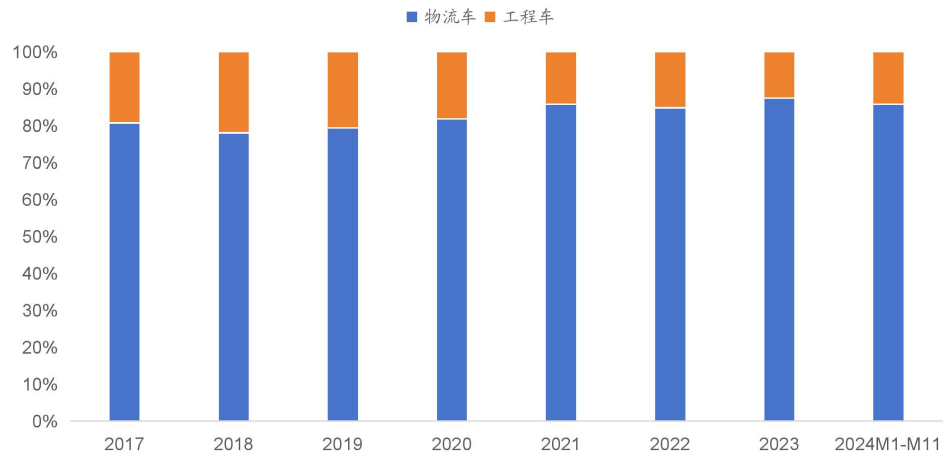
图 17：国内出口占批发销量比重



资料来源：海关总署，国海证券研究所

分产品结构来看，我国重卡出口销量中物流车占主导，且近年来仍在小幅提升，2024 年前 11 个月销量累计占比达 86%，工程车占比 14%。

图 18: 重卡出口产品结构

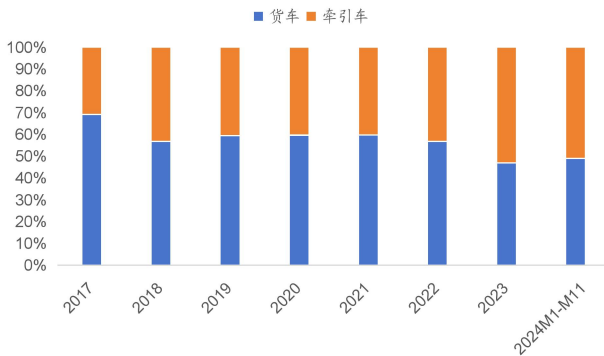


资料来源: 海关总署, 国海证券研究所

在物流车中, 牵引车与货车基本各占半壁江山。截至 2023 年, 牵引车销量占比呈现提升趋势, 2024 年前 11 月牵引车销量占物流车比重为 51%。

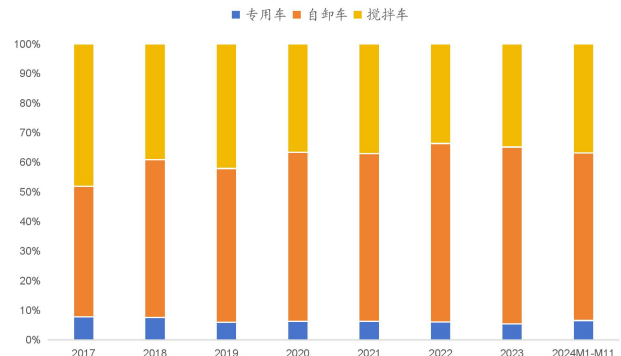
在工程车中, 2018 年来自卸车出口销量占比高于搅拌车, 且呈现上升趋势。2024 年前 11 月, 自卸车与搅拌车占工程车比重分别为 56.6%与 36.9%, 专用车占比多年来稳定在 6%左右。

图 19: 出口物流车结构



资料来源: 海关总署, 国海证券研究所

图 20: 出口工程车结构



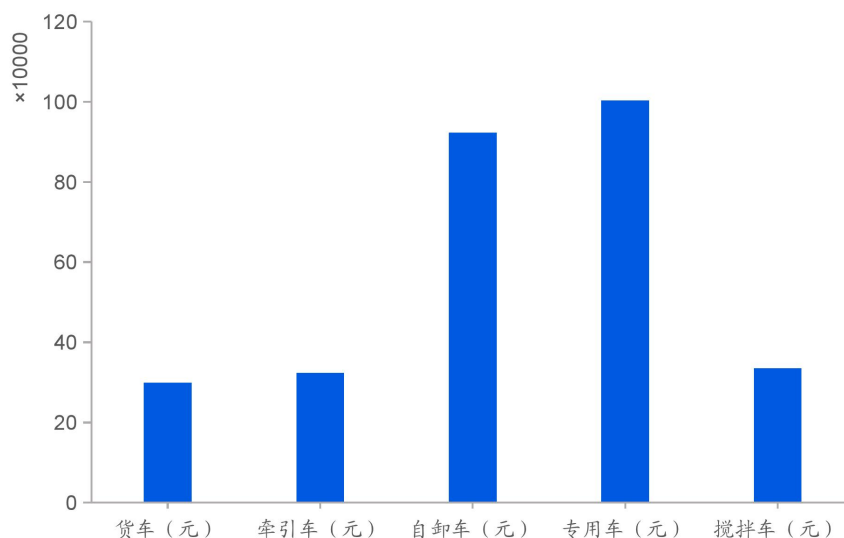
资料来源: 海关总署, 国海证券研究所

重卡出口由于通过海关, 数据比较完备。从分产品的价格来看, 重卡产品的均价差异显著。2024 年前 11 月我国重卡出口中, 重卡专用车均价达 100.3 万元, 自卸车出口均价为 92.3 万元。另外货车、牵引车和搅拌车的出口均价也能分别达到 29.9 万元、32.4 万元以及 33.6 万元。

叠加时间序列, 我国出口重卡产品均价提升趋势明显, 其中专用车和自卸车出口均价从 2018 年的 76.8 与 70.4 万元, 快速提升至 2024 年前 11 个月的 100.3 与 92.3 万元。销量占比较大的货车和牵引车出口均价也有相当提升。我国重卡企业的高端化差异化与整体的产品升级卓有成效, 体现出较强的产品竞争力。

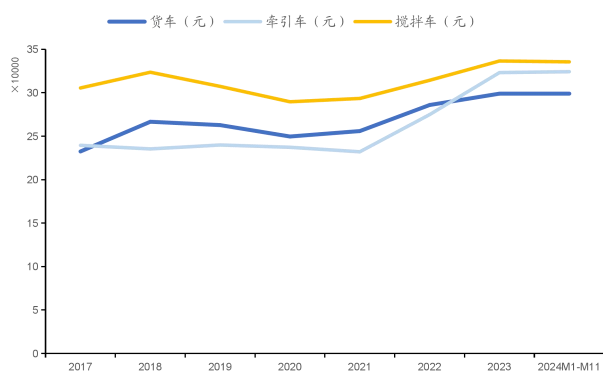
从出口金额上看，2020年-2023年我国重卡出口量价齐升，2020年-2023年出口金额CAGR达70.3%。2024年前11个月，我国重卡出口持续增长，出口金额同比增长12.8%。

图 21：2024 前 11 月出口产品均价（人民币元）



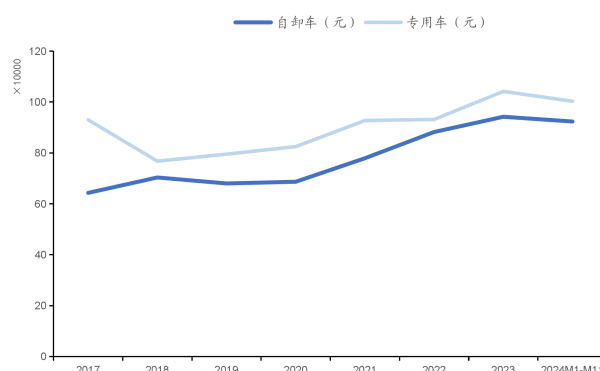
资料来源：海关总署，国海证券研究所

图 22：出口重卡货车、牵引车及搅拌车均价（人民币元）



资料来源：海关总署，国海证券研究所

图 23：出口重卡自卸车及专用车产品均价（人民币元）



资料来源：海关总署，国海证券研究所

出口目的地方面，我国重卡出口的主要目的地是亚非拉地区，主要国家包括俄罗斯、沙特阿拉伯、越南、印度尼西亚、菲律宾、蒙古、坦桑尼亚、尼日利亚等。

表 3: 重卡出口销量按目的地

| 销量 (辆) | 2015-2019 | 2020 | | 2021 | | 2022 | | 2023 | | 2024M1-M11 | |
|---------|-----------|---------|------|---------|-------|---------|-------|---------|--------|------------|-------|
| 越南 | 62379 | 菲律宾 | 6201 | 越南 | 13852 | 俄罗斯 | 35964 | 俄罗斯 | 113900 | 俄罗斯 | 84282 |
| 菲律宾 | 36088 | 越南 | 4859 | 菲律宾 | 9940 | 越南 | 20310 | 菲律宾 | 13016 | 沙特阿拉伯 | 19218 |
| 缅甸 | 9266 | 乌兹别克斯坦 | 3510 | 俄罗斯 | 7090 | 菲律宾 | 10550 | 沙特阿拉伯 | 12480 | 越南 | 18533 |
| 阿尔及利亚 | 9066 | 俄罗斯 | 2771 | 印度尼西亚 | 5336 | 印度尼西亚 | 9278 | 乌兹别克斯坦 | 12131 | 印度尼西亚 | 16164 |
| 吉布提 | 8743 | 尼日利亚 | 2167 | 吉布提 | 5133 | 尼日利亚 | 8550 | 印度尼西亚 | 11410 | 菲律宾 | 12279 |
| 埃塞俄比亚 | 8617 | 缅甸 | 1942 | 尼日利亚 | 3869 | 坦桑尼亚 | 8278 | 坦桑尼亚 | 10173 | 坦桑尼亚 | 9580 |
| 印度尼西亚 | 7931 | 吉布提 | 1608 | 乌兹别克斯坦 | 3143 | 蒙古 | 6800 | 越南 | 9181 | 尼日利亚 | 9395 |
| 马来西亚 | 7728 | 印度尼西亚 | 1490 | 加纳 | 3130 | 乌兹别克斯坦 | 5255 | 蒙古 | 8327 | 蒙古 | 8385 |
| 俄罗斯 | 7381 | 加纳 | 1206 | 刚果民主共和国 | 2224 | 吉布提 | 4817 | 尼日利亚 | 7844 | 墨西哥 | 8168 |
| 朝鲜 | 7059 | 哈萨克斯坦 | 1190 | 秘鲁 | 2029 | 马来西亚 | 4420 | 墨西哥 | 6571 | 阿联酋 | 7419 |
| 哈萨克斯坦 | 6983 | 埃塞俄比亚 | 1106 | 哈萨克斯坦 | 2028 | 阿联酋 | 4340 | 阿联酋 | 5852 | 南非 | 6328 |
| 尼日利亚 | 6298 | 秘鲁 | 1067 | 马来西亚 | 1603 | 刚果民主共和国 | 3594 | 马来西亚 | 5698 | 哈萨克斯坦 | 5966 |
| 巴基斯坦 | 6069 | 马来西亚 | 1055 | 科特迪瓦 | 1319 | 哥伦比亚 | 3454 | 南非 | 5302 | 刚果民主共和国 | 5579 |
| 乌兹别克斯坦 | 5620 | 柬埔寨 | 982 | 坦桑尼亚 | 1318 | 沙特阿拉伯 | 3344 | 哈萨克斯坦 | 5016 | 马来西亚 | 5458 |
| 老挝 | 4975 | 蒙古 | 876 | 蒙古 | 1318 | 南非 | 3244 | 刚果民主共和国 | 4269 | 阿尔及利亚 | 5446 |
| 委内瑞拉 | 4614 | 刚果民主共和国 | 794 | 几内亚 | 1256 | 哈萨克斯坦 | 2940 | 吉布提 | 3956 | 吉布提 | 5369 |
| 蒙古 | 4538 | 乌干达 | 771 | 南非 | 1110 | 赞比亚 | 2901 | 赞比亚 | 3464 | 乌兹别克斯坦 | 4978 |
| 刚果民主共和国 | 3940 | 坦桑尼亚 | 743 | 乌干达 | 912 | 秘鲁 | 2533 | 秘鲁 | 3379 | 几内亚 | 4589 |
| 肯尼亚 | 3852 | 南非 | 709 | 缅甸 | 904 | 安哥拉 | 2432 | 老挝 | 3194 | 加纳 | 4149 |
| 南非 | 3786 | 塔吉克斯坦 | 696 | 肯尼亚 | 806 | 墨西哥 | 2331 | 莫桑比克 | 3161 | 赞比亚 | 3709 |
| 柬埔寨 | 3782 | 老挝 | 639 | 塔吉克斯坦 | 803 | 厄瓜多尔 | 2290 | 安哥拉 | 2756 | 秘鲁 | 3324 |

| | | | | | | | | | | | |
|-------|--------|-------|-------|-------|-------|------|-------|--------|-------|--------|-------|
| 加纳 | 3300 | 肯尼亚 | 612 | 厄瓜多尔 | 748 | 几内亚 | 2242 | 塔吉克斯坦 | 2595 | 肯尼亚 | 3266 |
| 坦桑尼亚 | 3159 | 科特迪瓦 | 605 | 智利 | 740 | 喀麦隆 | 2094 | 科特迪瓦 | 2497 | 吉尔吉斯斯坦 | 3123 |
| 秘鲁 | 3044 | 巴基斯坦 | 603 | 老挝 | 681 | 加纳 | 2060 | 吉尔吉斯斯坦 | 2487 | 老挝 | 2928 |
| 泰国 | 2949 | 泰国 | 518 | 印度 | 662 | 科特迪瓦 | 1711 | 津巴布韦 | 2445 | 科特迪瓦 | 2378 |
| 塔吉克斯坦 | 2516 | 几内亚 | 463 | 巴基斯坦 | 618 | 莫桑比克 | 1653 | 几内亚 | 2412 | 津巴布韦 | 2306 |
| 玻利维亚 | 2481 | 阿联酋 | 448 | 泰国 | 583 | 老挝 | 1611 | 肯尼亚 | 2398 | 安哥拉 | 2262 |
| 几内亚 | 2446 | 厄瓜多尔 | 395 | 南苏丹 | 577 | 肯尼亚 | 1413 | 印度 | 2167 | 莫桑比克 | 2178 |
| 古巴 | 2412 | 莫桑比克 | 364 | 莫桑比克 | 568 | 津巴布韦 | 1282 | 喀麦隆 | 2067 | 印度 | 2057 |
| 赞比亚 | 2295 | 土库曼斯坦 | 362 | 沙特阿拉伯 | 533 | 印度 | 1248 | 缅甸 | 2028 | 塔吉克斯坦 | 1904 |
| 其他 | 176615 | 其他 | 35210 | 其他 | 15461 | 其他 | 23123 | 其他 | 35707 | 其他 | 44326 |

资料来源：海关总署，国海证券研究所

表 4：重卡出口销量占比按目的地

| 销量（辆） | 2015-2019 | 2020 | | 2021 | | 2022 | | 2023 | | 2024M1-M1 | |
|-------|-----------|--------|----|---------|-----|--------|-----|--------|-----|-----------|-----|
| 越南 | 15% | 菲律宾 | 8% | 越南 | 15% | 俄罗斯 | 19% | 俄罗斯 | 37% | 俄罗斯 | 27% |
| 菲律宾 | 9% | 越南 | 6% | 菲律宾 | 11% | 越南 | 11% | 菲律宾 | 4% | 沙特阿拉伯 | 6% |
| 尼日利亚 | 2% | 尼日利亚 | 5% | 尼日利亚 | 8% | 菲律宾 | 6% | 沙特阿拉伯 | 4% | 越南 | 6% |
| 马来西亚 | 2% | 乌兹别克斯坦 | 4% | 蒙古 | 6% | 印度尼西亚 | 5% | 乌兹别克斯坦 | 4% | 印度尼西亚 | 5% |
| 巴基斯坦 | 2% | 蒙古 | 3% | 俄罗斯 | 6% | 尼日利亚 | 5% | 印度尼西亚 | 4% | 菲律宾 | 4% |
| 缅甸 | 2% | 缅甸 | 3% | 印度尼西亚 | 4% | 坦桑尼亚 | 4% | 坦桑尼亚 | 3% | 蒙古 | 3% |
| 蒙古 | 2% | 俄罗斯 | 2% | 吉布提 | 3% | 蒙古 | 4% | 越南 | 3% | 坦桑尼亚 | 3% |
| 坦桑尼亚 | 2% | 吉布提 | 2% | 加纳 | 3% | 乌兹别克斯坦 | 3% | 蒙古 | 3% | 尼日利亚 | 3% |
| 阿尔及利亚 | 2% | 坦桑尼亚 | 2% | 坦桑尼亚 | 2% | 吉布提 | 3% | 尼日利亚 | 3% | 阿联酋 | 3% |
| 吉布提 | 2% | 印度尼西亚 | 2% | 乌兹别克斯坦 | 2% | 马来西亚 | 2% | 墨西哥 | 2% | 南非 | 2% |
| 埃塞俄比亚 | 2% | 加纳 | 1% | 刚果民主共和国 | 2% | 阿联酋 | 2% | 阿联酋 | 2% | 墨西哥 | 2% |
| 印度尼西亚 | 1% | 肯尼亚 | 1% | 秘鲁 | 2% | 刚果民主 | 2% | 马来西亚 | 2% | 刚果民主共 | 2% |

| | | | | | | | | | | | |
|---------|-----|---------|-----|-------|-----|-------|-----|---------|-----|--------|-----|
| | | | | | | 共和国 | | | | 和国 | |
| 俄罗斯 | 1% | 马来西亚 | 1% | 马来西亚 | 1% | 哥伦比亚 | 2% | 南非 | 2% | 哈萨克斯坦 | 2% |
| 哈萨克斯坦 | 1% | 苏丹 | 1% | 哈萨克斯坦 | 1% | 沙特阿拉伯 | 2% | 哈萨克斯坦 | 2% | 马来西亚 | 2% |
| 朝鲜 | 1% | 南非 | 1% | 科特迪瓦 | 1% | 南非 | 2% | 刚果民主共和国 | 1% | 阿尔及利亚 | 2% |
| 伊朗 | 1% | 哈萨克斯坦 | 1% | 南非 | 1% | 哈萨克斯坦 | 2% | 吉布提 | 1% | 乌兹别克斯坦 | 2% |
| 委内瑞拉 | 1% | 埃塞俄比亚 | 1% | 肯尼亚 | 1% | 赞比亚 | 2% | 赞比亚 | 1% | 几内亚 | 2% |
| 乌兹别克斯坦 | 1% | 秘鲁 | 1% | 几内亚 | 1% | 秘鲁 | 1% | 秘鲁 | 1% | 加纳 | 1% |
| 肯尼亚 | 1% | 科特迪瓦 | 1% | 莫桑比克 | 1% | 安哥拉 | 1% | 老挝 | 1% | 吉布提 | 1% |
| 南非 | 1% | 柬埔寨 | 1% | 赞比亚 | 1% | 墨西哥 | 1% | 莫桑比克 | 1% | 赞比亚 | 1% |
| 加纳 | 1% | 老挝 | 1% | 厄瓜多尔 | 1% | 厄瓜多尔 | 1% | 安哥拉 | 1% | 肯尼亚 | 1% |
| 老挝 | 1% | 刚果民主共和国 | 1% | 阿联酋 | 1% | 几内亚 | 1% | 塔吉克斯坦 | 1% | 老挝 | 1% |
| 赞比亚 | 1% | 赞比亚 | 1% | 老挝 | 1% | 喀麦隆 | 1% | 科特迪瓦 | 1% | 秘鲁 | 1% |
| 刚果民主共和国 | 1% | 乌干达 | 1% | 喀麦隆 | 1% | 加纳 | 1% | 吉尔吉斯斯坦 | 1% | 吉尔吉斯斯坦 | 1% |
| 柬埔寨 | 1% | 莫桑比克 | 1% | 缅甸 | 1% | 科特迪瓦 | 1% | 津巴布韦 | 1% | 莫桑比克 | 1% |
| 泰国 | 1% | 巴基斯坦 | 1% | 苏丹 | 1% | 莫桑比克 | 1% | 几内亚 | 1% | 津巴布韦 | 1% |
| 秘鲁 | 1% | 塔吉克斯坦 | 1% | 乌干达 | 1% | 老挝 | 1% | 肯尼亚 | 1% | 科特迪瓦 | 1% |
| 古巴 | 1% | 喀麦隆 | 1% | 智利 | 1% | 肯尼亚 | 1% | 喀麦隆 | 1% | 缅甸 | 1% |
| 几内亚 | 1% | 尼日尔 | 0% | 津巴布韦 | 1% | 津巴布韦 | 1% | 缅甸 | 1% | 塔吉克斯坦 | 1% |
| 莫桑比克 | 1% | 阿联酋 | 0% | 巴基斯坦 | 1% | 印度 | 1% | 厄瓜多尔 | 1% | 厄瓜多尔 | 1% |
| 其他 | 42% | 其他 | 46% | 其他 | 17% | 其他 | 12% | 其他 | 12% | 其他 | 14% |

资料来源：海关总署，国海证券研究所

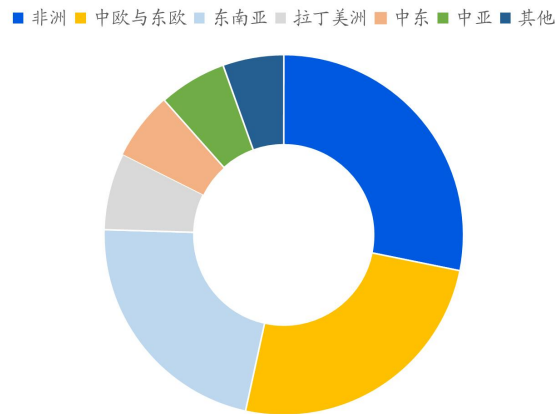
按洲际区块划分，2020年至2024年11月，在我国共计约100万辆的重卡出口中，非洲、中东欧与东南亚是占比较高的目的地，分别占比28.2%、25.2%与22.1%。接下来体量差距较小的是，占比6.9%的第四名拉丁美洲、占比6.1%的

中亚以及占比 6.1%的中东地区。东亚、南亚、大洋洲、北美与西欧占比较小，共计 5.5%。

从增速看，除中东欧（主要为俄罗斯市场），我国重卡的几个主要出口市场都表现出连续稳定的增速数据。其中非洲 2018 年-2023 年复合增速与 2024 年前 11 个月累计增速分别为 24%与 35%，东南亚为 19%与 40%，拉丁美洲为 31%与 33%，中东为 52%与 60%。这与我国重卡产品性价比高、供应稳定，目标市场经济持续发展卡车需求向上的逻辑吻合。因此我们认为，未来我国重卡出口有望在 2023 年近 30 万辆的基础上形成稳定增长曲线，对整体批发销量形成有力支持。

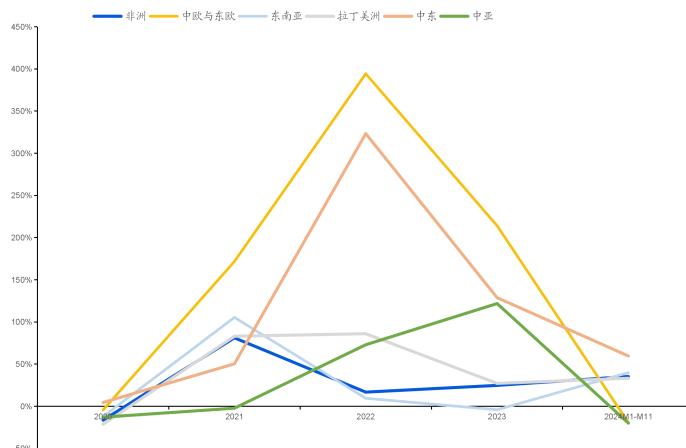
向中东欧（主要为俄罗斯）出口在 2022 年开始经历高速增长，2024 年前 11 个月累计同比下降，与其他主要出口市场稳定的增长节奏不同。2024 年前 11 个月向俄罗斯出口重卡同比减少约 2.2 万辆，剔除向俄罗斯出口量后，2024 年前 11 个月我国重卡累计出口同比增长 31.5%，而剔除前同比增长 12%。这是因为除了我国重卡产品性价比较高、供给充足稳定等可持续因素外，2022-2023 年向俄罗斯市场出口增长主要得到俄乌冲突爆发、西欧产品快速退出的快速拉动。接下来我们对俄罗斯市场重卡出口销量进行研判。

图 24: 出口销量分目的地区域占比 (2020 年至 2024 年 11 月)



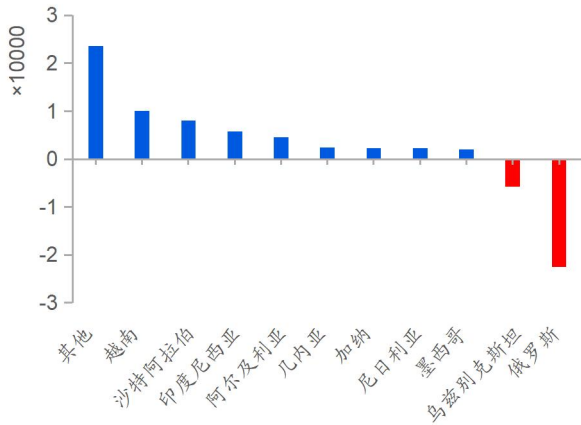
资料来源: 海关总署, 国海证券研究所

图 25: 出口增速分目的地区域



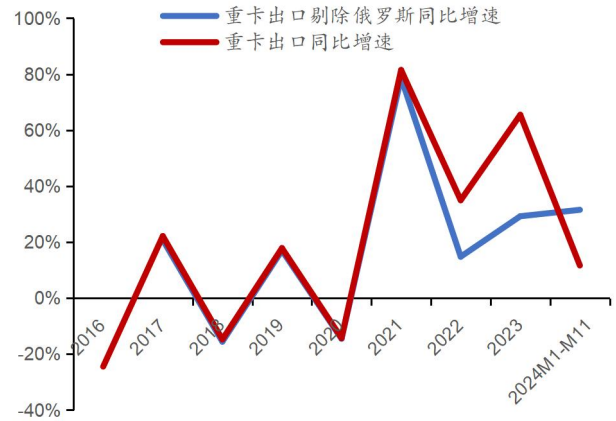
资料来源: 海关总署, 国海证券研究所

图 26: 2024 年前 11 月出口同比变动值 (台)



资料来源: 海关总署, 国海证券研究所

图 27: 2024 年前 11 月剔除俄罗斯增速出口仍然强劲



资料来源: 海关总署, 国海证券研究所

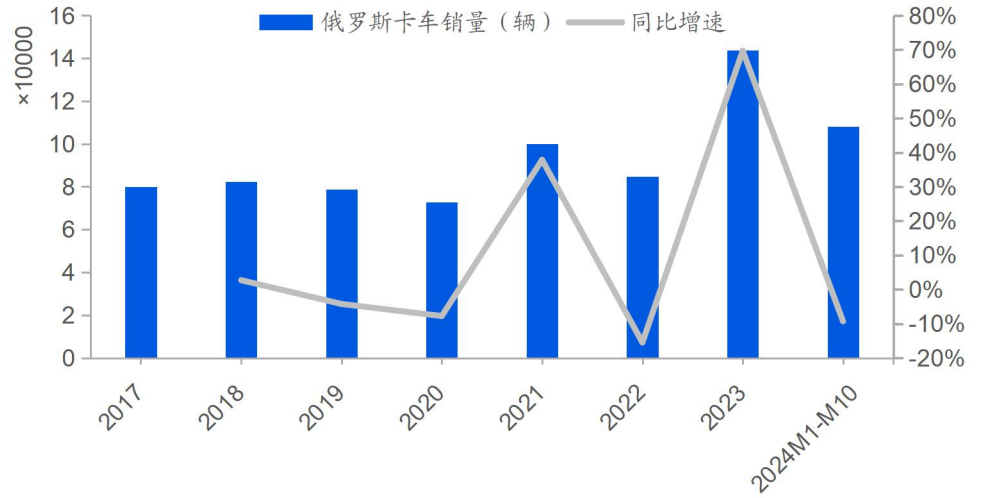
3.2、预计 2025 年我国对俄罗斯出口重卡或有 5-6 万辆，仍具相当体量

我们认为虽然提升报废税会提升进口卡车价格，由于中国重卡在俄罗斯市场性价比较高，对于其进口需求或维持在较高水平。

2022 年俄乌冲突爆发后，西方卡车快速退出俄罗斯市场，据俄罗斯汽车经销商协会数据，主要卡车品牌如斯堪尼亚、沃尔沃、曼恩的市占率纷纷从 2018 年的 6% 以上，快速下降至 2024 年 1-10 月的不足 1%。

我国重卡凭借优异性价比与稳定供应迅速占领空白市场，且进一步压制俄本土品牌市占率。从产品对比来看，在俄罗斯市场，我国出口的 4*2 牵引车价格仅为同参数水平欧洲竞品的一半左右，与同参数水平俄本土品牌竞品价格相当甚至略低。俄罗斯汽车经销商协会数据显示，2024 年前 10 个月我国部分主要重卡市占率达 62.3%。

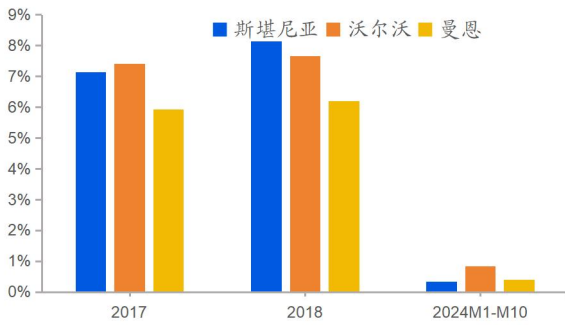
图 28: 俄罗斯中重型卡车销量



资料来源：俄罗斯汽车经销商协会，国海证券研究所

注：口径为除 N1 类的卡车，包括特种车和专用车辆

图 29: 主要西方卡车品牌在俄市占率



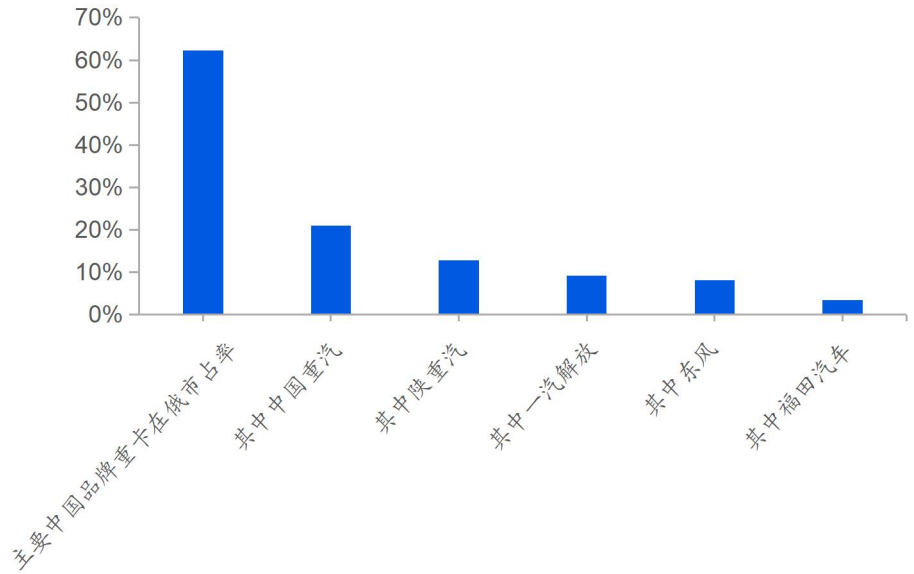
资料来源：俄罗斯汽车经销商协会，AUTOSTAT，国海证券研究所

图 30: 主要本土品牌在俄市占率



资料来源：俄罗斯汽车经销商协会，AUTOSTAT，国海证券研究所

图 31: 主要中国品牌 2024 年 M1-M10 在俄市占率



资料来源：俄罗斯汽车经销商协会，AUTOSTAT，国海证券研究所

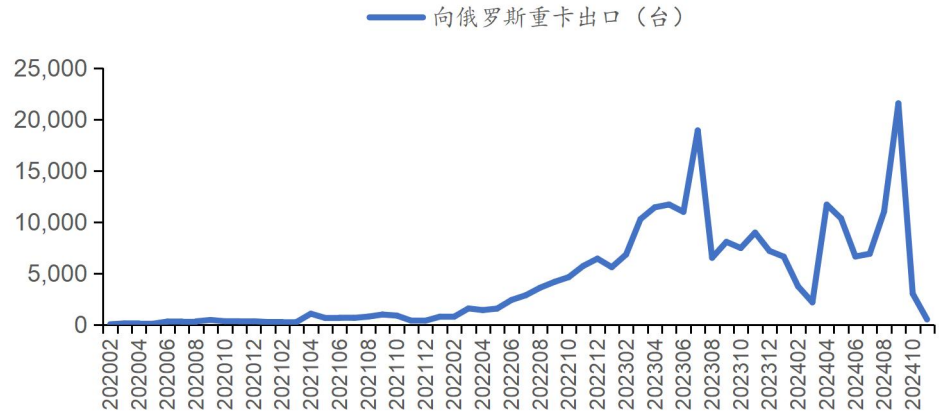
注：中国重汽市占率为豪沃+汕德卡，主要中国品牌中包含了三一、中联重科、徐工等品牌

由于本土品牌市占率受到压制，针对进口汽车包括卡车，俄罗斯政府于 2023 年 8 月大幅提高了报废税。根据俄罗斯当地媒体 www1.ru，本次报废税对于卡车涨幅为 1.7 倍。紧接着在 2024 年，俄罗斯政府宣布将从 2024 年 10 月 1 日，报废税将正式实行新的指数化政策，并逐步在 2030 年之前继续上涨。每年税费将上调 10%-20%。两波报废税政策带来了政策实施前的抢装。

根据俄罗斯国家工业信息局于 2024 年 7 月发布的卡车销量预测分析文章，考虑到欧美制裁、高利率对卡车消费的负面影响以及进口汽车报废税提高带来的抢装影响等因素，俄罗斯国家工业信息局中性预期 2024 年俄罗斯重卡累计销量 12.8 万辆，同比下降 10.8%，2025 年累计销量 12.1 万辆，同比下降 5.4%。

我们认为虽然提升报废税会提升进口卡车价格，由于中国重卡在俄罗斯市场性价比较高，对于其进口需求或维持在较高水平。我们认为 2024 年底及 2025 年中国重卡在俄罗斯市占率或能维持在 40%-50% 之间。按此测算，2024 年我国向俄罗斯出口重卡累计销量或同比下降约 25% 左右，约 8.5 万辆左右。2025 年我国向俄罗斯出口重卡累计销量或同比下降约 30%-40% 左右，约 5-6 万辆左右。

图 32: 我国向俄罗斯出口重卡月度走势



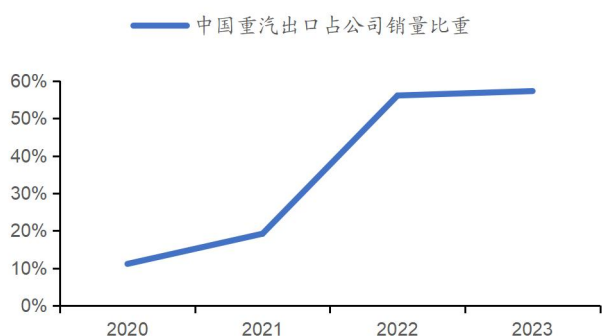
资料来源: 海关总署, 国海证券研究所

3.3、出口产品 ASP 较高，是利润增长的蓝海

出口不但为重卡行业带来销售增量，也是利润增长的蓝海。

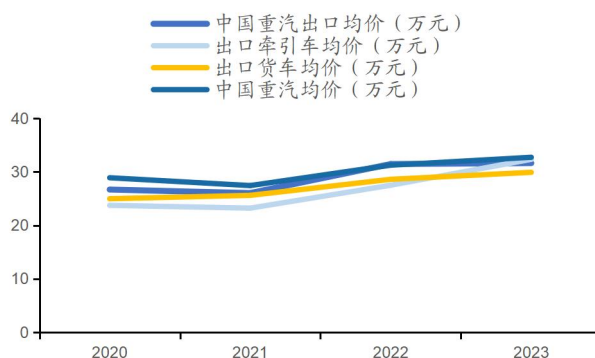
中国重汽在 2020 年与 2021 年出口销量占比并不高，分别为 11.1%与 19.2%，所以我们以 2020 年与 2021 年重汽重卡均价作为国内重卡均价的近似值，为 28.2 万元。2023 年我国出口牵引车、出口货车的单车均价分别为 32.3 万元与 29.9 万元，与我们假设的国内重卡均价差价分别估计为 4.2 与 1.7 万元。更高的 ASP 有助于企业提升盈利与利润率。

图 33: 中国重汽出口占公司销量比重



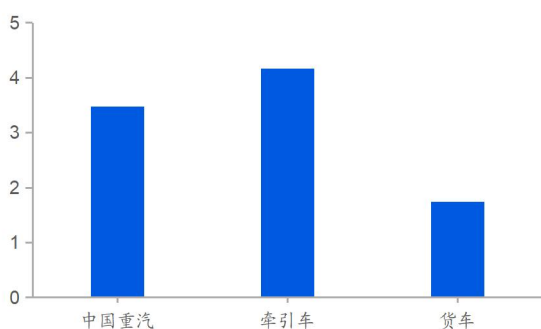
资料来源：中国重汽 H 公司公告，国海证券研究所

图 34: 出口 ASP 较高



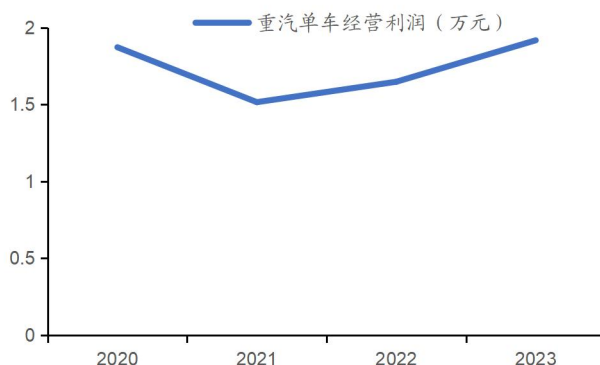
资料来源：中国重汽 H 公司公告，海关总署，国海证券研究所

图 35: 2023 年出口产品与 2020-2021 年国内产品
单车差价估算 (万元)



资料来源：中国重汽 H 公司公告，海关总署，国海证券研究所

图 36: 中国重汽单车经营利润



资料来源：中国重汽 H 公司公告，海关总署，国海证券研究所

4、重卡公司：估值不高+景气度拐点，未来或迎来戴维斯双击

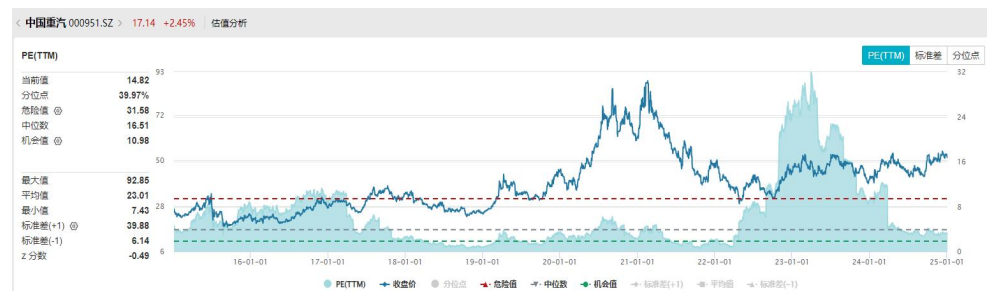
目前重卡销量月度同比表现还未体现显著增长，目前估值反应了市场对需求不确定性的疑虑。随着景气度拐点到来，估值有望快速回归。重卡公司在供需格局改善、产品升级的背景下，盈利的稳健增长相对较低的估值形成了预期差，而当公司盈利能力的稳定性在业绩上持续兑现、持续超市场预期后，股价或将迎来戴维斯双击。首次覆盖，我们给予重卡行业“推荐”评级。

图 37：截至 2025 年 1 月 3 日潍柴动力 PE TTM 分析



资料来源：wind

图 38：截至 2025 年 1 月 3 日中国重汽 PE TTM 分析



资料来源：wind

5、重点推荐个股

中国重汽是国内重卡整车龙头之一，在多个细分市场表现亮眼，且出口份额连续十几年占据行业首位，在国内市场持续复苏，出口市场高景气持续的背景下，我们认为公司具备较高经营杠杆，利润具有较大向上弹性。我们预计公司2024-2026年实现营业总收入492、587与711亿元，同比增速17%、19%与21%；实现归母净利润15、17与23亿元，同比增速为37%、18%与30%。

中集车辆兼具行业向上复苏的贝塔与龙头高质量发展的阿尔法，我们预计公司2024-2026年实现营业总收入223、297与330亿元，同比增速-11%、33%与11%；实现归母净利润13、17与20亿元，同比增速为-47%、31%与16%。

潍柴动力是重卡发动机龙头，国内市场重卡市场持续复苏、出口市场拓展与天然气重卡景气有望在冬季结束后持续，三重因素使公司盈利具备较大向上弹性。另外重卡高端化、大缸径发动机等同心多元化业务为公司带来更多增长点。我们预计公司2024-2026年实现营业总收入2290、2470与2702亿元，同比增速7%、8%与9%；实现归母净利润114、135与157亿元，同比增速为26%、19%与16%。

重点关注公司及盈利预测

| 重点公司 代码 | 股票 名称 | 2025/1/6 | | | EPS | | | PE | | | 投资 评级 |
|------------|----------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|--|----------|
| | | 股价 | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E | | | |
| 000951.SZ | 中国重汽 | 17.14 | 0.92 | 1.26 | 1.48 | 14.52 | 13.60 | 11.58 | 增持 | | |
| 000338.SZ | 潍柴动力 | 13.51 | 1.04 | 1.30 | 1.55 | 13.12 | 10.39 | 8.72 | 增持 | | |
| 301039.SZ | 中集车辆 | 8.85 | 1.22 | 0.70 | 0.91 | 7.69 | 12.64 | 9.73 | 增持 | | |

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

6、风险提示

1) 重卡行业需求不及预期;

宏观经济增长不及预期,重卡需求增速放缓

2) 海外需求增长不及预期;

出口目标市场基础建设投资放缓,对卡车需求增长放缓

3) 出口目标市场进口政策变化风险;

目标市场存在对我国卡车加税的可能性

4) 出口市场竞争加剧风险;

出口目标市场本土品牌快速发展,欧美发达市场品牌产品与我国重卡进行激烈市场竞争的可能性

5) 重点关注公司业绩不及预期

公司产品受市场认可程度、经营情况具有一定不确定性,重点关注公司业绩有可能不及预期

6) 国内国际卡车市场不可简单完全对比,相关数据信息仅供参考。

不同国家的政策、法律法规以及市场环境可能存在差异,因此国内国际卡车市场不可简单完全对比,相关数据信息仅供参考。

【汽车小组介绍】

戴畅，首席分析师，上海交通大学本硕，9年汽车卖方工作经验，全行业覆盖，深耕一线，主攻汽车智能化和电动化，善于把握行业周期拐点，技术突破节奏，以及个股经营变化。

吴铭杰，汽车行业分析师，上海财经大学金融专业硕士，2年汽车市场研究经验，擅长发现个股边际变化，从底部挖掘潜力个股，目前主要覆盖汽车热管理及机器人产业链。

王琿，汽车行业分析师，中国人民大学管理学硕士、新加坡管理大学财务分析专业硕士、吉林大学汽车设计专业学士。3年主机厂汽车设计经验，2年汽车市场研究经验。曾任职于一汽汽研负责自主品牌造型设计工作，目前主要覆盖整车及重点主机厂产业链。

【分析师承诺】

戴畅，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。