



潍柴动力 (000338.SZ)

买入 (维持评级)

公司深度研究
证券研究报告

关于潍柴的市场短期关切及长期空间

引子：市场目前对潍柴动力的关注点是什么？

从今年4月以来，多重因素影响下潍柴动力股价出现回调，一直持续到9月底才跟随市场回暖。连续下跌之后风险逐渐释放，再去强调经济与重卡需求低迷已意义不大。由于股价的波动主要是对未来变化的反馈，本报告将探讨市场关注的短期热点问题以及中长期的天花板，包括：1、怎么看短期、中期重卡需求？怎么看燃气车退潮、电动化？2、借鉴康明斯，如何看潍柴中长期空间？

一、销量短期见拐点，中期置换驱动周期上行

1、投资逻辑回归总量β。短期内需弱、出口增、批发稳，以旧换新政策带动增量将从10月开始体现，扭转上半年内需颓势。中期在政府一揽子货币、财政政策刺激下，叠加2017-2021年销售高峰对应的换车周期临近，2025年开始重卡国内销量有望摆脱底部区域往中枢回归，板块β有望开启上行周期。

2、从燃料结构来看，市场已然对燃气车祛魅；电动重卡短途场景快速渗透，从短途跨越长途有鸿沟，无需过度担忧。

二、对比康明斯，如何看潍柴的远期空间？

1、卡车市场不增长，股价涨超10倍的康明斯做对了什么？1) 发动机主业依托排放升级推升ASP+费用管控推升了盈利能力；2) 多元化对冲重卡行业周期波动；3) 依靠技术优势关键时刻击败竞争对手，通过长协绑定下游客户，奠定稳固三方霸主地位；4) 全球化：康明斯全球化布局强化护城河，分散北美市场波动风险。

2、类比康明斯，如何看潍柴中长期空间？1) 法规切换推升发动机ASP以及产生抢装增量效应。2) 多元化：潍柴在拓展了发动机+变速箱+车桥的黄金动力链之外，还探索了一条“整车”整机协同的路线，其中雷沃、凯傲、大缸径等业务空间广阔，将从收入构成多元化迈向利润贡献多元化。3) 提份额：抢占三方供应商份额及伴随整车格局集中提高份额。4) 全球化：依托“整车”迈出全球化，垂直一体化带动发动机及零部件跨越式发展。

投资建议与估值

重卡行业基本面的同环比拐点就出现在四季度，公司作为行业龙头将直接受益，同时新业态、多元化、全球化等将打开进一步盈利空间。我们预测公司24-26年归母净利润115.3/127.0/143.0亿元，对应PE为10.44/9.48/8.42X，给予2025年13XPE，目标价18.92元，维持“买入”评级。

风险提示

重卡行业复苏不及预期、重卡出海不及预期、电动重卡进展超预期、新业态发展不及预期等。

汽车组

分析师：陈传红 (执业 S1130522030001)

chenchuanhong@gjzq.com.cn

分析师：陆强易 (执业 S1130524050001)

luqiangyi@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.29 元

目标价 (人民币)：18.92 元

相关报告：

1.《潍柴动力公司点评：中报略超预告中值，气体机+新业态驱动增长》，2024.8.23

2.《潍柴动力公司深度研究：重卡链业务复苏，新业态多元发展》，2024.6.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	175,158	213,958	228,644	248,824	271,629
营业收入增长率	-13.95%	22.15%	6.86%	8.83%	9.17%
归母净利润(百万元)	4,905	9,014	11,525	12,700	14,299
归母净利润增长率	-47.00%	83.77%	27.86%	10.19%	12.59%
摊薄每股收益(元)	0.562	1.033	1.321	1.455	1.639
每股经营性现金流净额	-0.28	3.15	2.67	3.61	4.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.70%	11.36%	13.59%	14.13%	14.96%
P/E	18.11	13.21	10.44	9.48	8.42
P/B	1.21	1.50	1.42	1.34	1.26

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

引子：市场目前对潍柴动力的关注点是什么？	4
一、围绕潍柴市场主要关心的总量和结构问题	4
1.1 短期当下就是销量拐点，中期置换驱动周期上行	4
1.2 天然气向左，纯电向右，投资逻辑回归总量β	8
二、对比康明斯，如何看潍柴的远期空间？	11
2.1 康明斯复盘：百年进阶，终成动力解决方案巨头	11
2.2 北美卡车市场不增长，股价涨超 10 倍的康明斯做对了什么？	14
三、盈利预测与投资建议	24
3.1 盈利预测	24
3.2 投资建议及估值	25
四、风险提示	26

图表目录

图表 1：2023 年以来重卡月度销量及同比增速	5
图表 2：2015-2023 各年 Q3 销量占全年比例	5
图表 3：天然气对 23-24 年 Q3 重卡市场影响截然相反	5
图表 4：国三重卡保有量大的省份以旧换新补贴细则普遍到 9 月下旬才出台	6
图表 5：蓝天保卫战淘汰历程：2019-2020 两年淘汰 127 万辆，占 2018 年底保有量比例为 46%（万辆）	6
图表 6：本轮以旧换新带动重卡销量增量测算（万辆）	6
图表 7：重卡库存水平已有明显优化（辆）	7
图表 8：公路物流运价指数	7
图表 9：近两年天然气重卡销量&生产物流运价走势	7
图表 10：货物周转量占比：公转铁公转水趋势明显	8
图表 11：2023 年单张运单的平均运距缩短了 10%	8
图表 12：中国重卡年度销量走势（批发口径，万辆）	8
图表 13：天然气重卡渗透率高位回落	9
图表 14：24.1-8 月牵引车渗透率已近 70%，载货车渗透率维持低个位数很难渗透	9
图表 15：国务院、中央多部委、地方、行业机构等相继出台了一系列双碳和环保相关的政策推动重卡电动化	9
图表 16：大宗短倒电动重卡场景示例	9
图表 17：重卡市场不同类型及不同应用场景分类	10
图表 18：康明斯产品主要为发动机、电力产品、零部件、新能源动力	11



图表 19: 康明斯坚持创新、全球化与可持续发展战略, 实现百年长青	12
图表 20: 康明斯收入规模长周期稳健增长 (亿美元)	13
图表 21: 康明斯归母净利润提升至 20+亿美元	13
图表 22: 美国 4-8 级卡车月度零售数据: 1960s 开始呈现宽幅震荡 (百万辆)	14
图表 23: 2006-2023 康明斯发动机销量增长 8%, 收入增长 200%	14
图表 24: 2006 年至今康明斯市值 (亿美元)	14
图表 25: 康明斯重卡、中轻卡发动机单价 (美元)	15
图表 26: 我国国七排放标准有望在 2028 年前后实施	15
图表 27: 康明斯发动机业务的研发、资本开支、折旧摊销 (百万美元)	16
图表 28: 康明斯发动机业务的研发、资本开支、折旧摊销 (百万美元)	16
图表 29: 康明斯销售和管理费用率 (%)	16
图表 30: 康明斯各业务 EBIT(EBITDA) 利润率	16
图表 31: 潍柴动力母公司资本开支、折旧摊销、期间费用走势 (亿元)	17
图表 32: 发动机收入分业务占比: 发动机占比降低, 部件、分销及动力系统占比提升	17
图表 33: 康明斯电力系统业务收入及 EBIT/EBITDA 利润率 (百万美元)	18
图表 34: 康明斯零部件业务对外收入构成 (百万美元)	19
图表 35: 潍柴动力业务构成: 收入占比 20%左右的发动机业务贡献 80%左右的归母净利润	19
图表 36: 潍柴动力核心子公司盈利能力相对差, 但处于修复通道 (利润率, %)	20
图表 37: 潍柴雷沃众产品线市占率均位列行业前列	20
图表 38: 中国拖拉机出口金额 (万美元)	21
图表 39: 2022 年全球农机市场外资品牌市占率较高	21
图表 40: 潍柴动力大缸径发动机销量 (台)	21
图表 41: 潍柴动力大缸径发动机毛利率高于发动机整体毛利率	21
图表 42: 北美四大卡车企业 class 8 车型中康明斯的历年供货份额	22
图表 43: 北美 class8 重卡发动机市场格局	22
图表 44: 中国重卡发动机市场格局	23
图表 45: 中国与北美重卡市场集中度对比	23
图表 46: 2024H1 康明斯分地区收入构成 (亿美元)	23
图表 47: 潍柴动力海外产业布局	24
图表 48: 潍柴动力收入拆分预测 (亿元)	25
图表 49: 潍柴动力费用率预测	25
图表 50: 可比公司估值比较 (市盈率法, 截至 2024 年 11 月 5 日)	26



引子：市场目前对潍柴动力的关注点是什么？

潍柴动力作为重卡发动机龙头，自 2022 年 10 月以来，在重卡行业预期复苏、天然气重卡爆发、红利风格加持、股权激励指引等因素刺激下，走出了一年半的单边上涨行情，而从今年 4 月开始，各种负面因素迭出，包括经济预期转弱、重卡内需低于预期、行业陷入价格战、天然气重卡渗透率见顶、公司人事调整等，股价随之开始回调，一直持续到 9 月底才跟随市场回暖。在连续下跌之后，风险逐渐释放，再去强调短期经济与重卡销量的低迷已意义不大。由于股价的波动主要是对未来变化的反馈，本报告将探讨市场关注的短期热点问题以及中长期的天花板，主要包括：

- 1、怎么看短期、中期重卡需求？怎么看燃气车退潮、电动化？
- 2、借鉴康明斯，如何看潍柴中长期空间？

我们的观点是明确的：

- 1、投资逻辑回归总量 β 。短期内需弱、出口增、批发稳，以旧换新政策带动增量将从 10 月开始体现，扭转上半年内需颓势。中期在政府一揽子货币、财政政策刺激下，叠加 2017-2021 年销售高峰对应的换车周期临近，2025 年开始重卡国内销量有望摆脱底部区域往中枢回归，板块 β 有望开启上行周期。从燃料结构来看，市场已然对燃气车祛魅；电动重卡渗透从短途场景到长途之间也有一道鸿沟，无需过度担忧。
- 2、卡车市场不增长，市值扩容数倍的康明斯做对了什么？1) 发动机主业依托排放升级推升 ASP+费用管控推升了盈利能力；2) 多元化：通过早年布局的电力系统业务，以及不断拓展零部件产品矩阵实现业务多元化，对冲重卡行业周期波动；3) 持续研发依靠技术优势关键时刻击败竞争对手，通过长协绑定下游客户，奠定稳固三方霸主地位；4) 全球化：康明斯全球化布局强化护城河，分散北美市场波动风险。
- 3、类比康明斯，如何看潍柴中长期空间？1) 环保背景下，预计 2028 年前后国七将进一步推升发动机及后处理系统 ASP，并产生类似国五切国六时发生的抢装场景拉升销量，二者对潍柴而言均属利好。2) 多元化方面，潍柴在拓展了发动机+变速箱+车桥的黄金动力链之外，还探索了一条整车整机协同的路线，如“整车”领域与下游陕重汽和重汽两家企业通过收购或同属母公司同一控制等方式形成关联方，绑定下游客户，收购凯傲、雷沃开拓叉车、农机等重卡之外的“整车”赛道，其中雷沃、凯傲、大缸径等业务空间广阔，将从收入构成多元化迈向利润贡献多元化。3) 提份额：类比北美市场，抢占三方供应商份额及伴随整车格局集中提高份额。4) 全球化：依托“整车”迈出全球化，垂直一体化带动发动机及零部件跨越式发展。

一、围绕潍柴市场主要关心的总量和结构问题

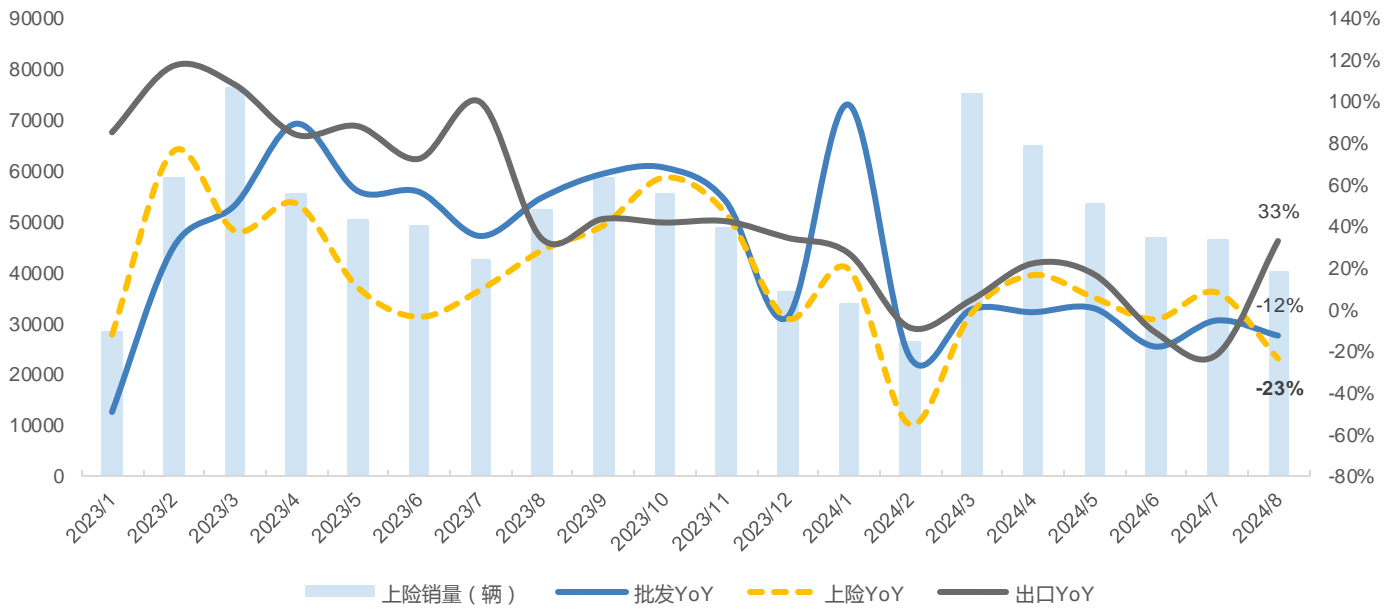
1.1 短期当下就是销量拐点，中期置换驱动周期上行

短期销量弱势乃受多重因素影响，以旧换新将支撑 24Q4 扭转颓势。

市场习惯看同比增速判断需求走势，今年的 2、3、6、8 月上险销量同比负增长，且 8 月上险销量仅 4 万辆，同比降幅达 23%，下滑幅度明显扩大，悲观者会认为重卡的需求还没有企稳。我们认为，其实目前短期底部企稳的迹象已经很明显，近几个月的销量相对颓势受天然气扰动+政策观望情绪影响。



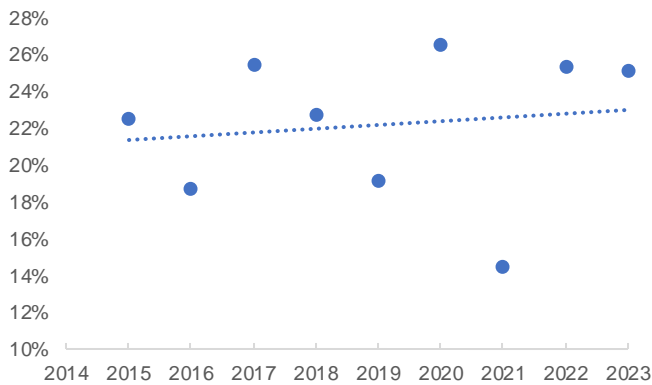
图表1: 2023年以来重卡月度销量及同比增速



来源: 中汽协, 上险数, 海关总署, 国金证券研究所

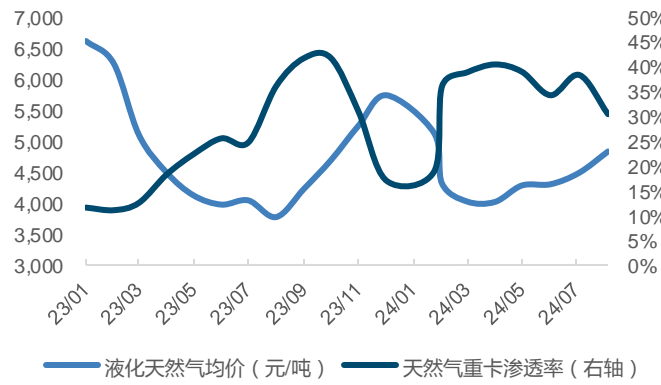
正常年份重卡会有比较明显的“2-4-1-3”季节性规律, 即春节后2季度是全年最高点, 4季度是年末冲量次高点, 3季度为全年最低, 具体看三季度, 2015-2023年Q3上险销量占比分别为22%/19%/25%/23%/19%/26%/14%/25%/25%, 其中2017、2020、2022年年偏高, 主要受非常规因素影响, 如2016年严格治超奠定2017年周期上行, 2020年受公共卫生事件及国五切国六抢装影响, 2022年的25%核心原因是公共卫生事件解封。2023年Q3则受天然气爆发带来的短期增量效应影响, 潜在换车用户提前置换使得7-9月呈现销量单边上行, 因而非正常季节性的高基数。反观今年同期气价攀升导致截然相反的观望情绪, 形成表现同比弱势表现。

图表2: 2015-2023 各年 Q3 销量占全年比例



来源: 上险数, 国金证券研究所

图表3: 天然气对 23-24 年 Q3 重卡市场影响截然相反

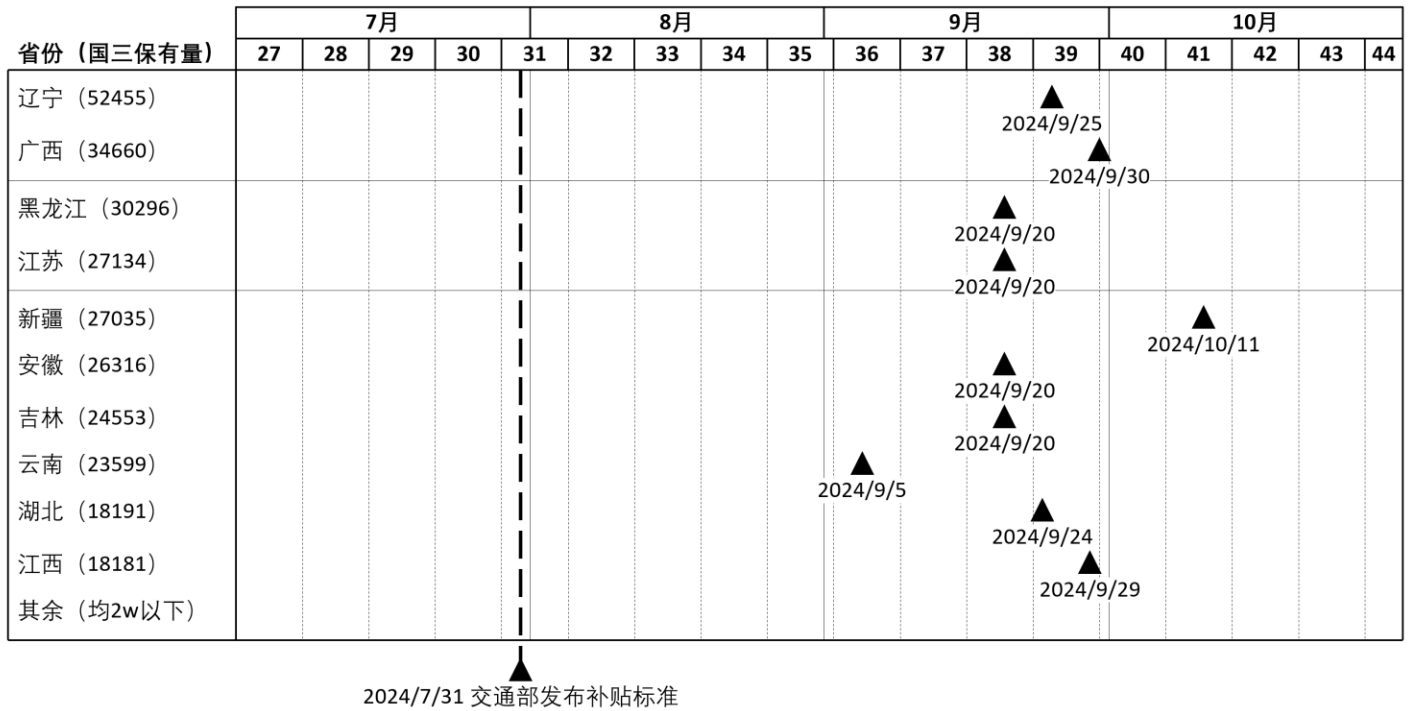


来源: wind, 上险数, 国金证券研究所

此外, 本轮老旧货车以旧换新补贴从中央政策出台到各地细则落地时间间隔较长, 各地汇总盘点国三车型保有量, 制定符合地方实际的政策细则, 筹划配套资金等都需要时间, 直到9月各省政策才陆续落地, 造成一定观望效应。



图表4: 国三重卡保有量大的省份以旧换新补贴细则普遍到9月下旬才出台

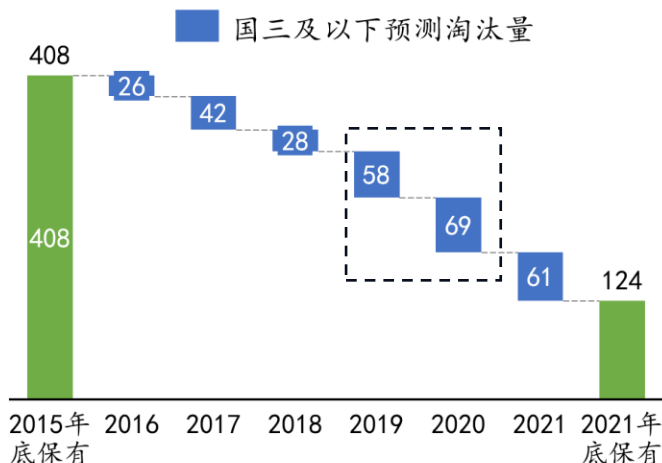


来源: 各地政府门户网站, 卡车之家, 国金证券研究所; 注: 其中国三保有量数字为截至 2024 年 7 月的北斗数据统计值。

本轮以旧换新政策从 10 月开始将在终端看到效果, 对比上一次 2018-2020 年淘汰国三的蓝天保卫战政策, 本次补贴力度更大、覆盖范围更广、受益车型车龄更老, 预计将带动增量约 10 万辆。考虑到各地政策普遍在 9 月才落地细则, 因而增量效果将在 24Q4 体现, 回顾 23Q4 因天然气供暖季涨价造成的低基数, 24Q4 将扭转内需颓势。两次国三淘汰政策对比如下:

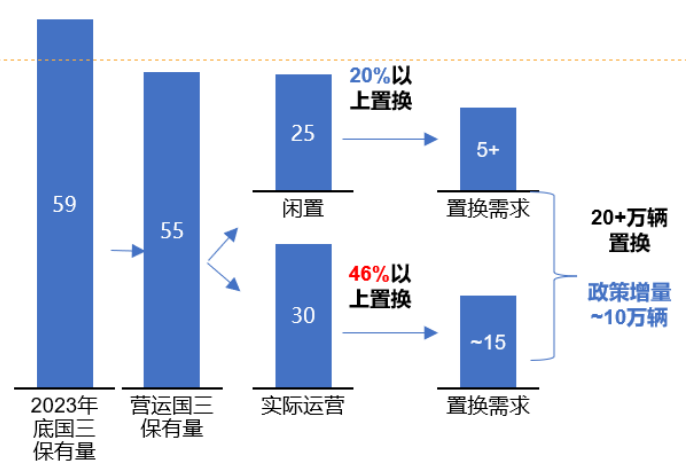
- ◆ 2018-2020 年蓝天保卫战: 1、补贴力度: 除北京等少数地区淘汰补贴相对高, 其余地区普遍在 4 万及以下; 2、车龄: 较新, 国三销售时间为 2008-2014 年, 2019-2020 年保有车辆平均车龄为 8-9 年; 3、覆盖范围: 京津冀及汾渭平原地区。
- ◆ 本轮以旧换新补贴: 1、补贴力度: 针对重卡, 提前报废老旧营运柴油货车补贴 (1.2-4.5 万元/辆) + 新购新能源补贴 (7.0-9.5 万元/辆) / 国六营运柴油货车 (4.0-6.5 万元/辆), 合计报废并更新补贴 5.2-14.0 万元/辆, 其中置换柴油最高补贴 11 万; 2、车龄: 较老, 10-14 年车龄, 政策要求 15 年强制报废; 3、覆盖范围: 全国。

图表5: 蓝天保卫战淘汰历程: 2019-2020 两年淘汰 127 万辆, 占 2018 年底保有量比例为 46% (万辆)



来源: 上险数, 国金证券研究所

图表6: 本轮以旧换新带动重卡销量增量测算 (万辆)



来源: 中国保险行业协会, 国金证券研究所



再看几个核心的景气度指标。首先库存方面，根据销量恒等式：国内库存波动 Δ =批发销量-出口销量-上险销量，可以看到自今年4月以来，行业持续处于去库通道，截至8月库存水平降低超2万辆，风险已经有所释放，未来如果需求有所上升，库存就不会再是压制行业盈利的主要因素。

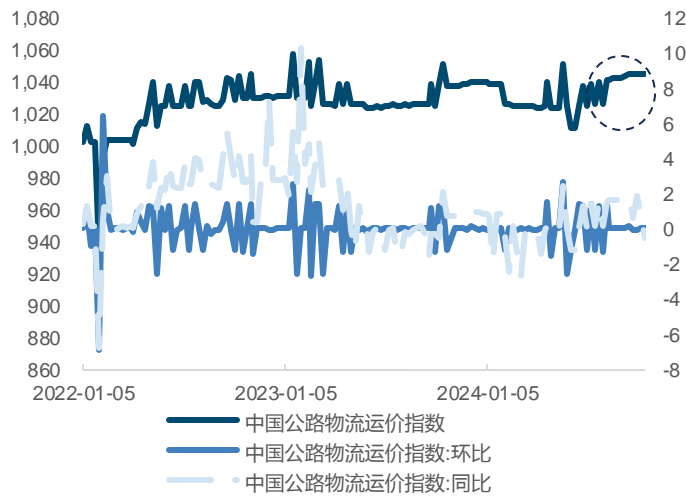
图表7: 重卡库存水平已有明显优化 (辆)

销量	2022	2023	202401	202402	202403	202404	202405	202406	202407	202408
批发	671636	910916	96866	59788	115756	82300	78150	71363	58293	62450
出口	174703	276164	25810	23628	24609	25439	28350	23666	21603	23695
上险	479245	612825	33888	26485	75144	64849	53662	47056	46424	40202
库存 Δ	17688	21927	37168	9675	16003	-7988	-3862	641	-9734	-1447
累计库存 Δ	17688	39615	76783	86458	102461	94473	90611	91252	81518	80071

来源: 中汽协, 上险数, 国金证券研究所

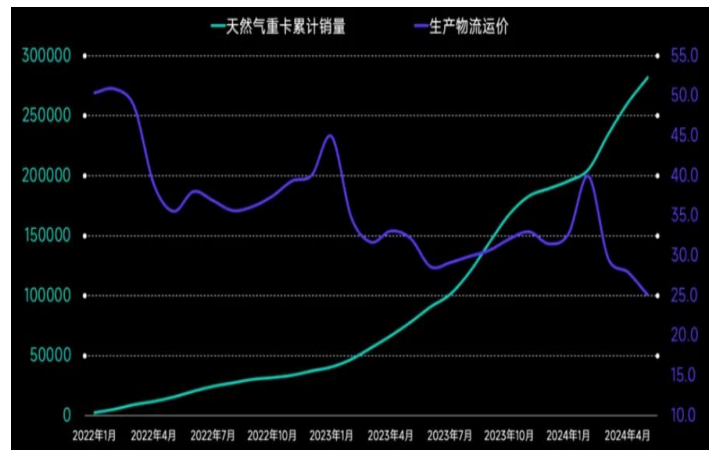
运价方面。运价是影响用户盈利的核心因素，因而是反应卡车终端需求的领先指标。由中国物流与采购联合会和林安物流集团联合调查的中国公路物流运价指数近期开始小幅回升。而根据G7易流的监测, 2024年中间品即生产物流的运价还在以10%以上的幅度下降。天然气重卡自2023年的热销推动北方市场长途运价定价基准逐渐切换成天然气定价。电动重卡方面, 短途大宗场景(砂石料、钢铁、煤炭)已快速电动化, 渗透场景下一步在逐渐转向港口及区域零担市场, 在国家政策引导及发达省市高额补贴驱动下, 短途电动化热潮也将驱动运价下行。

图表8: 公路物流运价指数



来源: wind, 国金证券研究所

图表9: 近两年天然气重卡销量&生产物流运价走势



来源: G7 易流, 国金证券研究所

终端优惠幅度方面, 没有很好的定量指标跟踪, 根据我们高频的草根调研发现, 不同燃料类型终端价格走势有分化。天然气重卡年初库存相对高, 弱需求+渗透到高位后终端售价从今年3月开始持续下行; 电动重卡则受益于电池成本下探+主机厂抢量因素价格大幅下行, 柴油重卡终端价格则已趋于稳定。三者中柴油重卡价格更能反馈真实的市场情绪, 厂商和渠道的促销意愿已经开始收窄。

观察以上短期景气度的库存、运价、优惠幅度等几个因素, 库存已经有所去化, 运价受经济环境和燃气车电车冲击仍处于相对低位, 终端优惠幅度已经接近冰点, 需求是目前压制行业盈利的主要因素。短期有以旧换新政策托底, 中期在一揽子宏观财政+货币政策、联运、重卡运力燃料结构、置换周期等多重正反面因素综合影响下, 将推动行业进入上行阶段。

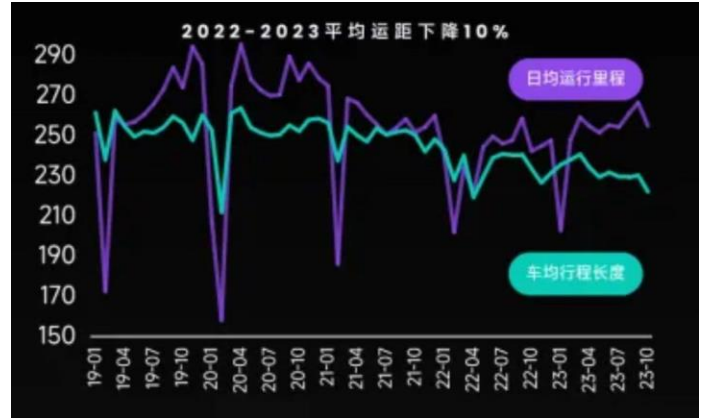
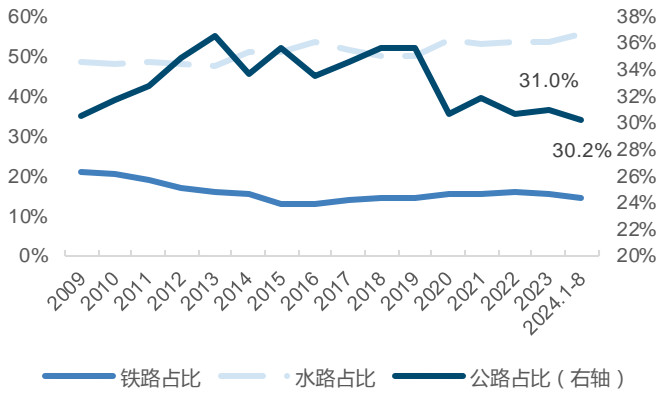
减碳及降物流成本大背景下, 公转铁、公转水从口号变成现实趋势, 货运规模快速增长阶段结束, 对应重卡行业进入存量更新时代。梳理货物周转量构成可以看到, 2020年以



来公路货物周转量占比明显下台阶,从 33-35%降至 30-31%,假设总的货物周转量不增长,公路货物周转占比降低 1 个百分点,在单车运力不变的假设下,对应公路物流对运力的需求降低 1%,按照统计局 2022 年 894 万辆重卡保有量则对应 8.94 万辆运力过剩。根据 G7 易流的数据显示,2023 年每单运输平均运距缩短 10%;截至 2024 年 8 月全国公路货运指数较 2021 年下降 14.2%,同比 2023 年下降 2.6%,其中大宗同比下降 17%,消费品则同比提高 13%,从侧面印证了上述趋势。

图表10: 货物周转量占比: 公转铁公转水趋势明显

图表11: 2023 年单张运单的平均运距缩短了 10%



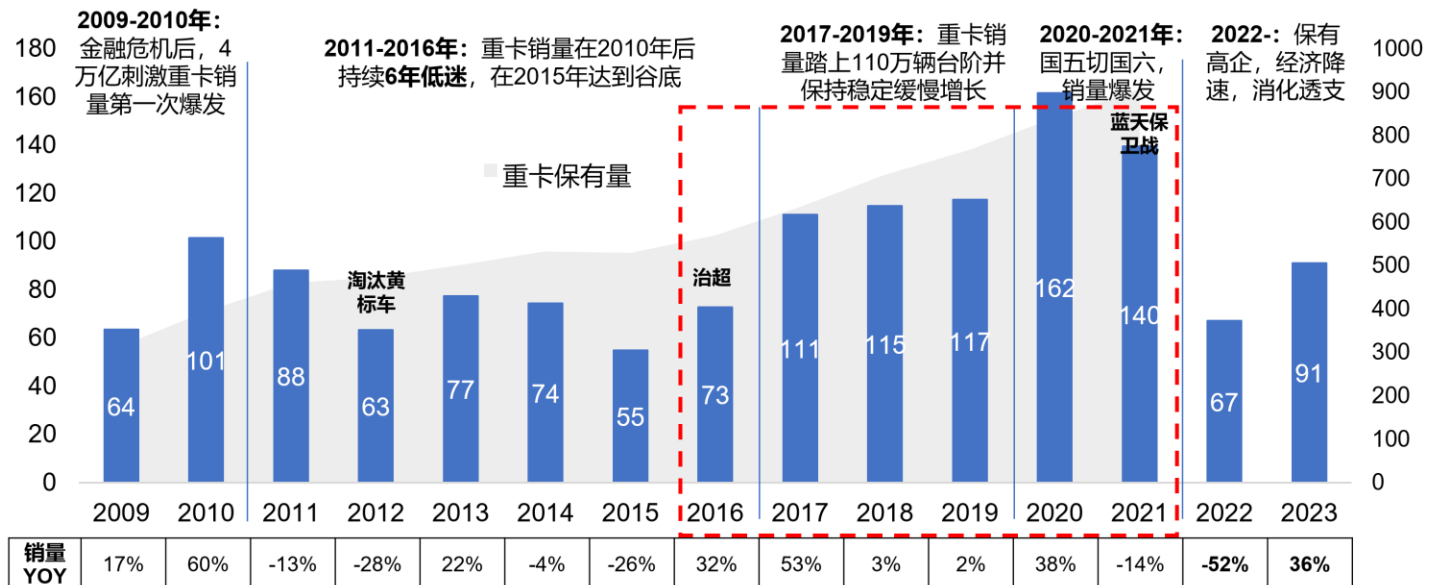
来源: 上险数, 国金证券研究所

来源: G7 易流, 国金证券研究所

积极因素方面, 我们看到自 2024 年 9 月下旬以来, 新一轮政策周期开启, 货币政策、金融政策、地产政策、资本市场政策等陆续落地, 相较以往政策力度明显增大, 政策效果可能会更显著, 重卡作为顺周期投资属性品种将直接受益, 具体需要跟踪和验证经济政策效果。

从更长远的视角来看, 什么因素会成为未来 3-5 年销量的核心支撑? 置换需求的释放。2016-2021 年是上一轮周期上行阶段, 按照一辆车平均 10 年淘汰中枢, 自第 8-9 年开始会进入淘汰相对高峰期, 对应 2017-2021 年的持续内需百万辆从 2025 年开始将逐渐进入置换高峰期, 置换将驱动新一轮周期上行。我们判断, 伴随置换驱动内需回暖+出口滚雪球式稳健增长, 2026 年重卡批发销量将达约 110 万辆。

图表12: 中国重卡年度销量走势 (批发口径, 万辆)



来源: 中汽协, 国金证券研究所

1.2 天然气向左, 纯电向右, 投资逻辑回归总量 β

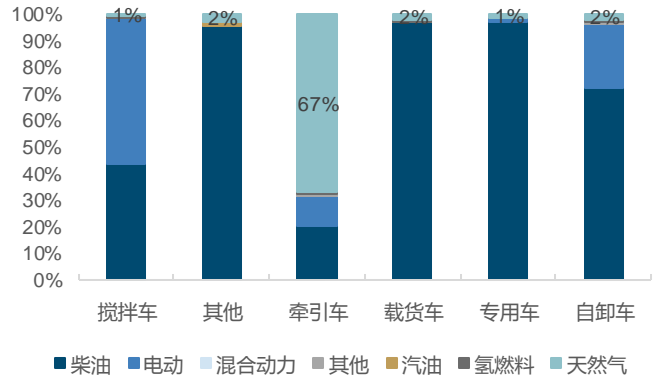
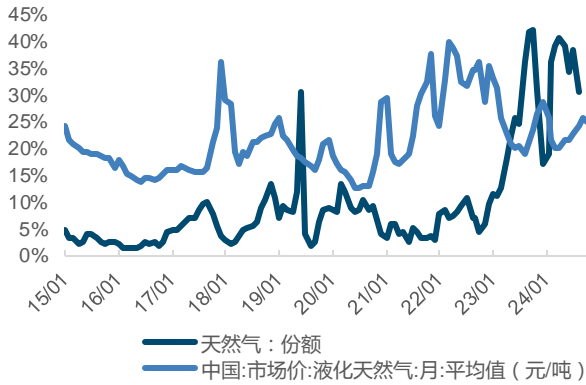
天然气重卡: 祛魅, 投资逻辑回归总量 β



历史看气价波动大，纵使本轮气价供需关系中期好转，适合天然气的牵引车渗透率已近70%，而抱有乐观预期的载货车天然气化一年多仍止步不前，工程车已然开始电动化。基于这些情况，投资天然气重卡的逻辑于2024年4月便应告一段落，4月至今股价下行已充分反应渗透率到瓶颈、6月至今气价的显著上涨，今后重卡投资逻辑回归总量β。

图表13: 天然气重卡渗透率高位回落

图表14: 24.1-8月牵引车渗透率已近70%，载货车渗透率维持低个位数很难渗透



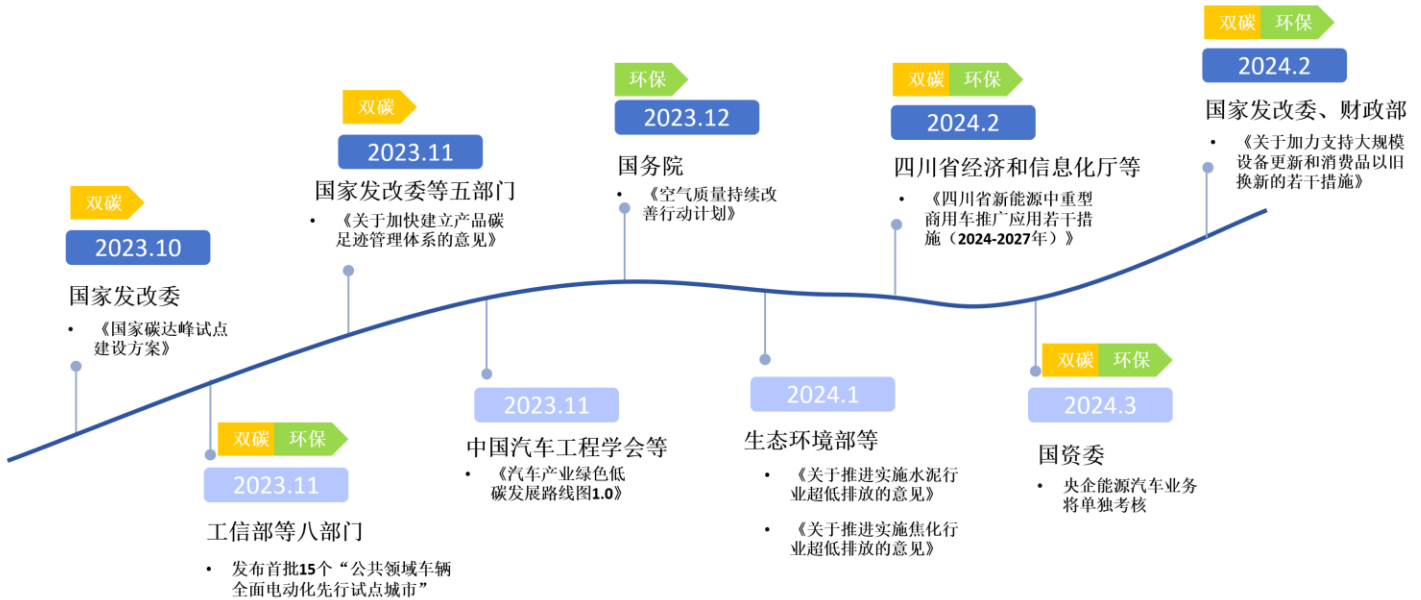
来源: 上险数, 国金证券研究所

来源: 北斗数据, 国金证券研究所

电动重卡: 短途场景快速渗透, 中期天花板在30%, 远期空间须待技术突破

政策引导(双碳环保压力)+成本下探TCO经济性共同驱动短途场景渗透。首先是政策方面,近年来从中央到地方出台了一系列推动新能源发展的政策,典型的包括碳达峰背景下钢厂实施环保分级管理将上下游运输环节的碳排放纳入考核;以及给与切实补贴,如7月国家层面出台老旧货车以旧换新购置新能源重卡最高补贴14万,上海淘汰国四柴油重卡最高补贴28万元等。

图表15: 国务院、中央多部委、地方、行业机构等相继出台了一系列双碳和环保相关的政策推动重卡电动化



来源: 各政府门户网站, SIC, 国金证券研究所

经济性方面,伴随电池成本下探车价下探之后,在短途场景电动重卡已经有明显的经济性,首先在短途大宗(砂石料、钢铁、煤炭)场景开始快速渗透,现在正在逐步转向港口及区域零担市场。

图表16: 大宗短倒电动重卡场景示例

路线	迁安--曹妃甸(中途)	
能源类型	新能源	传统能源



单程运距 km	130km	
单日趟数	1 趟	
日运营里程	260km	
载重量(吨)	150 吨(超载)	
运单价	去程砂石料(13 元/吨)/回程铁粉(13 元/吨)	
日运营收入	3900 元	
年毛收入	1326000	
公里能耗	420 度电/100km	95L 油/100km
补能单价	1.1 元/度	6.9 元/升
百公里能耗价格	462 元	658 元
日运营能耗支出	1201 元	1711 元
保养费用	2500 元/月	3500 元/月
维修费用	2000 元/月	
轮胎费用	7000 元/月(3 个月一套 12 个)	
司机工资	13000 元/月*2 人	
车辆保险	30000 元/年	
罚款	3000 元/月	
装车费用	60 元/次	
过磅费用	40 元/次	
年支出	992408	1177672
年净收入	333592	14328
购车成本	东风天龙 KL	欧曼 GTL
	70 万元	35 万元

来源：SIC，国金证券研究所

当前电动重卡续航里程多为 200km 左右，考虑运输来回，预计主要覆盖半径 100km 以内的场景，且电池侵蚀载货能力。根据科尔尼统计，短途场景预计占重卡销量 20%左右，为适合电动化的场景。长途场景渗透依赖大电池（高成本、牺牲载货空间）、全覆盖超高功率快充/换电、法规松绑，短期很难渗透。远期按短（0-100km）、中（100-300km）、长（300+km）途 20%/20%/60%占比和 70%/40%/15%渗透率估算，能量密度未质变（固态电池、氢燃料）之前渗透率天花板在 30%左右。

图表17：重卡市场不同类型及不同应用场景分类

细分市场	使用场景	重卡市场的百分比	适用范围			渗透潜力
			距离	负荷	适用行业	
拖头车	主干线运输	7.7%	>1000 公里	43 吨/49 吨	物流	低
	长途运输	16.6%	>1000 公里	43 吨/49 吨	物流	低
	中长途运输	10.9%	500-1000 公里	43 吨/49 吨	煤	低
	区域运输	6.1%	200-500 公里	43 吨/49 吨	煤	中
自卸车	长途运输	11.8%	>500 公里	<31 吨	产业	低
	中长途运输	10.1%	300-500 公里	<25 吨	产业	低
	区域运输	2.7%	200-400 公里	<25 吨	建筑	中
载货车	公路货物的重型运输	4.3%	20-200 公里	55-65 吨	煤炭、钢铁、 建筑、采矿	中
	工作现场的重型运输	5.8%	20-200 公里	60-100 吨		低
	工作现场的标准荷载运输	5.8%	10-100 公里	31-55 吨		高
	公路货运的标准荷载运输	7.2%	10-50 公里	25-55 吨		高
专用车	重型环卫、清理作业	2.1%	<50 公里	25-40 吨	环卫公司	中



重型危险货物运输	1.4%	100-500 公里	25-32 吨	能源、化学品	高
重型建筑作业	6.8%	20-200 公里	31-35 吨	建筑	高
重型特种运作	0.6%	10-200 公里	25-80 吨	能源、建筑	高

来源：科尔尼，国金证券研究所

综上，短期内需弱受多重因素影响，以旧换新政策带动增量将从 10 月开始体现，扭转内需颓势。中期在政府一揽子货币、财政政策刺激下，叠加 2017-2021 年销售高峰对应的换车周期临近，2025 年开始重卡国内销量有望摆脱底部区域往中枢回归，板块 β 有望开启上行周期，2026 年批发销量预计将超 110 万辆。从燃料结构来看，市场已然对燃气车祛魅，电动重卡渗透从短途场景到长途之间也有一道鸿沟，无需过度担忧。对于潍柴而言，投资回归总量逻辑，公司作为重卡发动机龙头将直接受益于总量上行。




二、对比康明斯，如何看潍柴的远期空间？

康明斯经历过美国经济以及重卡行业多次下行冲击，为什么能跨越周期成长为全球发动机龙头？下面我们将通过复盘康明斯成长史，借鉴其核心战略举措，分析对比康明斯过去和潍柴动力当前发展阶段的异同，尝试探讨潍柴的远期发展空间。

2.1 康明斯复盘：百年进阶，终成动力解决方案巨头

康明斯是一家全球领先的动力解决方案提供商，公司产品囊括柴油及天然气发动机、发电机组、交流发电机、排放处理系统、涡轮增压系统、燃油系统、控制系统、变速箱、制动技术、车桥技术、滤清系统，以及氢能制造、存储及燃料电池等，广泛应用于商用卡车、客车、建筑设备、农业机械、发电设备、船舶和铁路等多个行业。

图表 18：康明斯产品主要为发动机、电力产品、零部件、新能源动力

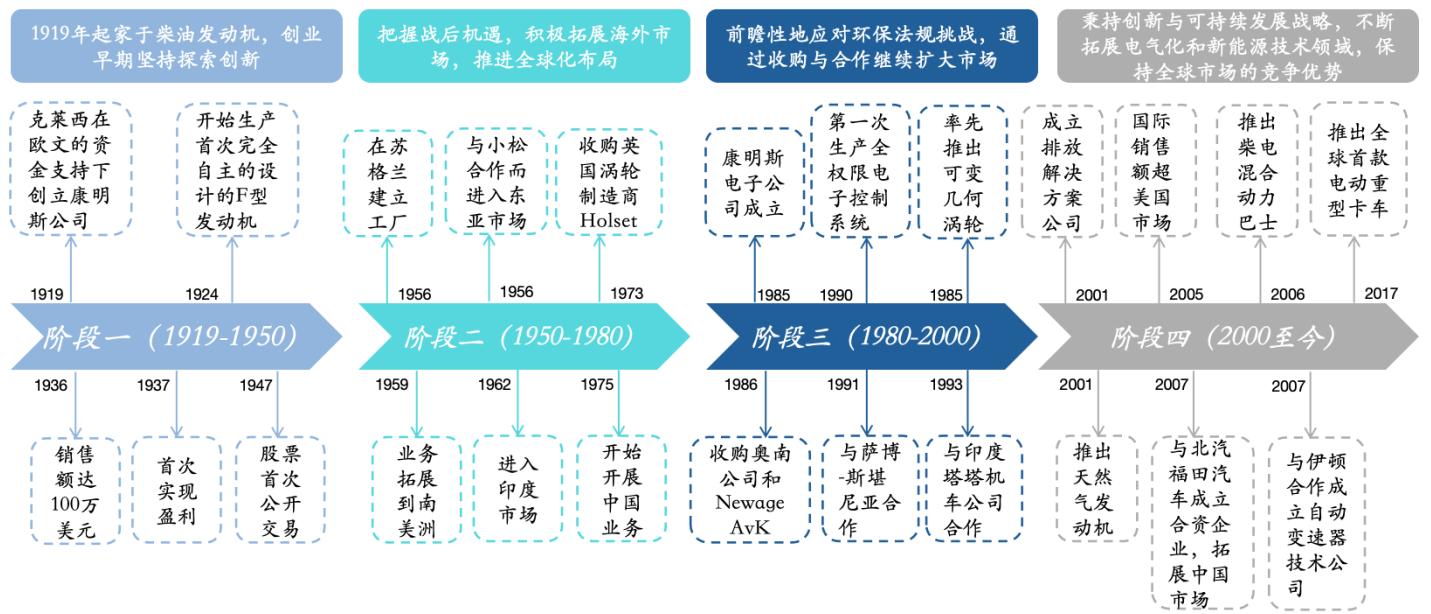
发动机	电力产品	Accelera
<ul style="list-style-type: none"> 柴油和代用燃料发动机排量覆盖 2.8~15 升，功率 46~675 马力，为公路货运、客运提供清洁动力； 非道路用领域的柴油和天然气发动机排量覆盖 2.8~95 升，功率 46~4400 马力，应用于工程、矿用、农业机械、船舶、油气田、铁路和发电等领域。 	<ul style="list-style-type: none"> 包括柴油发电机组和代用燃料发电机组、交流发电机、机组用发动机、控制系统、自动转换开关和开关柜等； 交流发电机产品品牌包括 AvK® 和 STAMFORD®； 一站式预集成电力解决方案专家。 	<ul style="list-style-type: none"> 康明斯的零碳品牌 Accelera 聚焦于发展零碳动力解决方案，包括燃料电池、纯电动、电驱桥、牵引及传动系统和电解水制氢设备等五个产品线。Accelera 既是零部件供应商又是集成商，助力公交、卡车、轨道交通、工程设备、固定电源和碳密集型工业等领域的脱碳。
 <p>重型 中型 轻型</p>	 <p>The power of One™</p>	 <p>氢燃料电池 四型高压储氢瓶 质子交换膜电解水制氢设备</p>
<p>零部件</p> <ul style="list-style-type: none"> 涡轮增压技术系统：世界领先的涡轮增压器制造商，设计、制造三升以上柴油和天然气发动机的全系列涡轮增压器及相关产品； 排放处理系统：生产与集成氧化催化器、壁流式和半壁流式颗粒过滤器、选择性催化还原器等排放控制系统； 燃油系统：为 6 升至 78 升排量范围的柴油机设计、开发和制造电控泵喷嘴燃油系统、电控共轨燃油系统及电控模块； 车桥技术：为商用车和工程机械提供传动系统、制动系统，实现高效率，长寿命、轻量化、低噪音、安全性高； 车辆控制系统：提供发动机缓速技术与方案，核心技术及产品主要涉及配气机构，包括停缸技术、可变气门控制、大功率缓速器、压缩释放型缓速器、泄气型缓速器及排气蝶阀等； 滤清系统：为所有发动机动力系统设计、制造、销售各类过滤产品，包括空滤，燃油滤，润滑油滤和液压油滤，冷却系列与各种化学添加剂产品 		

来源：康明斯官网，国金证券研究所

百年历史复盘——四大重要阶段。康明斯的发展历程展现了其在关键时刻的战略抉择与技术创新，帮助其不断抓住机遇、突破挑战，成为全球发动机行业的领导者。第一阶段（1919-1950 年），康明斯通过创新柴油发动机技术以及进军商用卡车市场，奠定了早期发展基础；第二阶段（1950-1980 年），公司借助全球化布局和国际合作，尤其是在二战后全球基础设施建设的需求中，抓住了国际市场的增长机遇；第三阶段（1980-2000 年），面对全球环保法规日益严格，康明斯通过清洁柴油技术创新和并购技术公司，推动可持续发展并扩大市场份额；第四阶段（2000 年至今），康明斯加速向新能源领域扩展，通过推动氢燃料和电动动力系统的布局，确保其在未来可持续发展的领先地位。



图表19: 康明斯坚持创新、全球化与可持续发展战略, 实现百年长青



来源: 康明斯官网, 国金证券研究所

◆ **阶段一 (1919-1950): 创新柴油技术, 开拓商用卡车市场**

1919年2月3日, 康明斯公司在美国印第安纳州哥伦布市成立。创始人克莱西·康明斯是一位工程师, 他坚信柴油发动机这种高效、耐用的内燃机技术具有巨大的商业潜力, 特别是在商用卡车、农业机械和工业设备领域。克莱西与印第安纳州银行家威廉·G·欧文合作, 借助欧文的资金支持创立了康明斯公司, 致力于柴油发动机的设计、制造和商业应用。

创业早期坚持探索创新, 自主研发各型发动机。1924年, 康明斯成功进行了首次完全自主的设计, 开始生产F型发动机, 其采用克莱西于1921年获得专利的直喷式设计, 开启了康明斯悠久的创新历史。1928年, 康明斯推出U型发动机, 在汽车动力领域更进一步。1929年, 康明斯开始生产K型发动机, 此型号发动机在接下来的四十年中一直服务于工业、固定设备和船舶市场。1932年, 康明斯开始生产H672发动机, H型发动机打开了北美商用卡车运输市场的大门, 并在未来几十年中主导了整个行业。1936年, 康明斯销售额达到100万美元。1937年, 康明斯首次实现盈利。1947年, 康明斯股票首次公开交易。

◆ **阶段二 (1950-1980): 把握战后机遇, 推动全球化布局**

这一阶段康明斯把握二战后全球基础设施建设需求增长的时代机遇, 开拓海外市场。

- 1956年: 在苏格兰建立工厂;
- 1959年: 将业务扩展到南美洲, 推进在各大洲发展本地供应商的制造战略;
- 1962年: 与小松合作, 进入东亚市场;
- 1962年: 建立 Kirloskar 工厂, 进入印度市场;
- 1973年: 收购总部位于英国的世界级涡轮机械制造商 Holset;
- 1975年: 康明斯成为首批在中国开展业务的美国公司之一。

◆ **阶段三 (1980-2000): 环保法规完善下的创新转型与市场突破**

20世纪80年代后期, 美国环保法规体系在“可持续发展”原则影响下进一步完善, 1990年的《清洁空气法修正案》对传统机动车的尾气排放做了更严格的规划, 对乘用车、轻型和重型卡车实施更严格的两阶段排放标准; 1994年EPA开始实施Tier 1排放标准, 规定了各类车型氮氧化物、一氧化碳等污染物的排放限值。

为应对挑战, 康明斯继续加强创新转型。1985年康明斯电子公司成立, 负责发动机控制模块和电子控制单元、软件、传感器和工具, 1990年第一次生产CELECT全权限电子控制系统, 比1991年的美国环保局排放标准提前整整一年达标。2000年全资子公司Holset Engineering率先将可变几何涡轮推向市场。



同时，康明斯通过收购与合作战略，进一步扩大市场份额。1986年，康明斯相继收购从事发电业务的奥南公司和交流发电机公司 Newage AvK，康明斯的力量增加了一个新的维度。1991年，康明斯与萨博-斯堪尼亚合作，通过改善燃油开发系统进一步提高发动机质量。1993年康明斯与印度塔塔机车公司合作，拓展了在印度市场。

◆ 阶段四（2000 至今）：全球扩张与多元化创新驱动的行业领军

进入 21 世纪，康明斯通过一系列重大举措，在全球扩张和技术创新方面取得了重要成就。2001 年，公司成立了康明斯排放解决方案公司，专注于尾气后处理系统的开发与制造，这标志着康明斯开始将环保技术融入其核心业务。同年，康明斯与西港创新公司 (Westport Innovations) 合作，推出天然气发动机，成功应对越来越严格的环保法规。目前，这些发动机已远超加州超低氮氧化物排放标准。

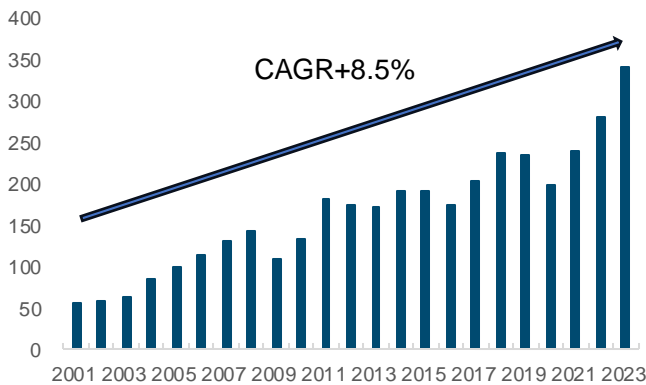
2003 年，康明斯发布了首份《可持续发展报告》，展示了其在环境保护、社会责任和多样性方面的长期承诺。2005 年，公司首次实现国际销售额超过美国市场，标志着康明斯全球化战略的成功。康明斯不仅在全球范围内扩大了产品市场，还在新能源领域不断突破。同年，康明斯推出了奥什科什 HEMTT A3 柴油-电力混合动力重型卡车，展示了其在燃油效率和环境友好技术方面的创新能力。

在电气化领域，2006 年康明斯率先在北美市场推出超过 1000 辆柴电混合动力巴士，提前进入电气化运输领域。2017 年，康明斯推出全球首款电动重型卡车 AEOS，成为电气化领域的行业先锋。2018 年，收购 Efficient Drivetrains 公司，加大对电气化动力的投资，并成立了电气化动力部门，推动新能源发展。

此外，康明斯在全球市场上的重要合作也进一步巩固了其行业地位。2007 年，康明斯与北汽福田汽车成立合资企业，共同开发轻型高性能柴油发动机，成功进入中国市场。同年，康明斯与伊顿合作成立自动变速器技术公司，成为全球动力总成集成领导者。

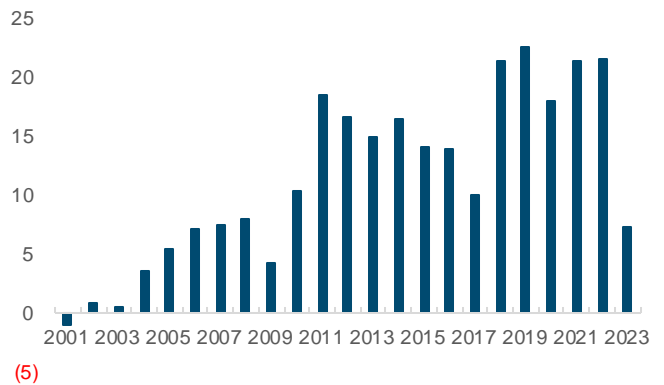
百年进阶，终成全球动力巨擘。2010 年前，康明斯的收入和盈利基本在 100、10 亿美元以下波动，近十几年来，通过优化产品结构、扩大销售区域和加强创新研发等措施，康明斯的收入和盈利情况均实现显著增长，2024 年收入超过 300 亿美元，近年来的盈利也都保持在 15 亿美元以上。

图表20：康明斯收入规模长周期稳健增长（亿美元）



来源：彭博，国金证券研究所

图表21：康明斯归母净利润提升至 20+亿美元

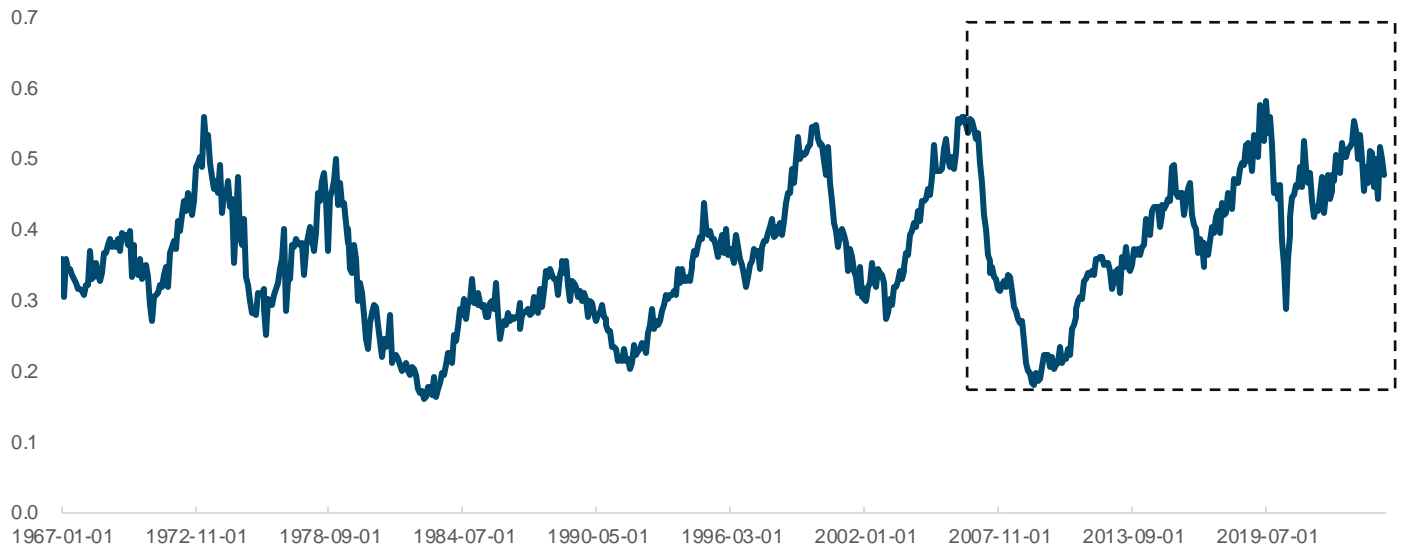


来源：彭博，国金证券研究所

美国卡车市场不增长，康明斯市值扩张。2006-2023 年，美国 4-8 级卡车市场销量分别同比下降 7%，康明斯发动机出货量仅增长 8%，但是实现了收入增长 200%至 341 亿美元，市值从 62 亿美元扩张到截至 10 月 18 日高达 460 亿美元，2006 年至今股价前复权涨幅高达 1500%。

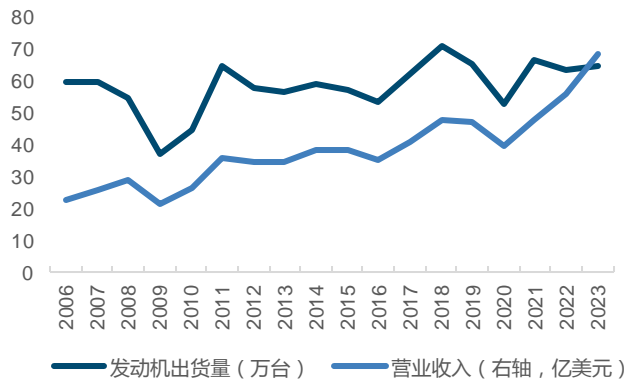


图表22: 美国 4-8 级卡车月度零售数据: 1960s 开始呈现宽幅震荡 (百万辆)



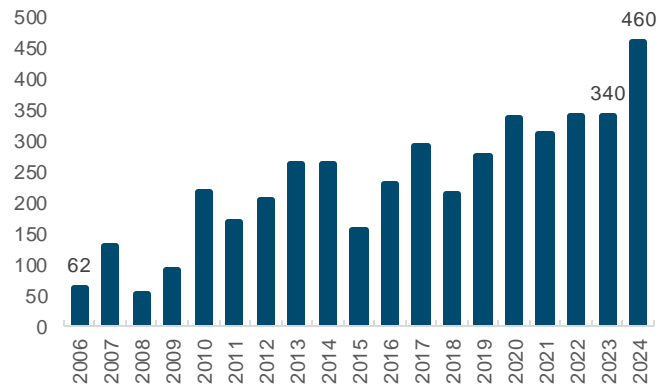
来源: FRED, 国金证券研究所; 注: 此处数据口径为总重量大于 14000 磅车型, 即 class 4-8 车型。

图表23: 2006-2023 康明斯发动机销量增长 8%, 收入增长 200%



来源: 彭博, 国金证券研究所

图表24: 2006 年至今康明斯市值 (亿美元)



来源: wind, 国金证券研究所

2.2 北美卡车市场不增长, 股价涨超 10 倍的康明斯做对了什么?

我们通过自下而上分业务分区域拆分公司收入利润构成, 探寻增长后面的动因, 得到结论:

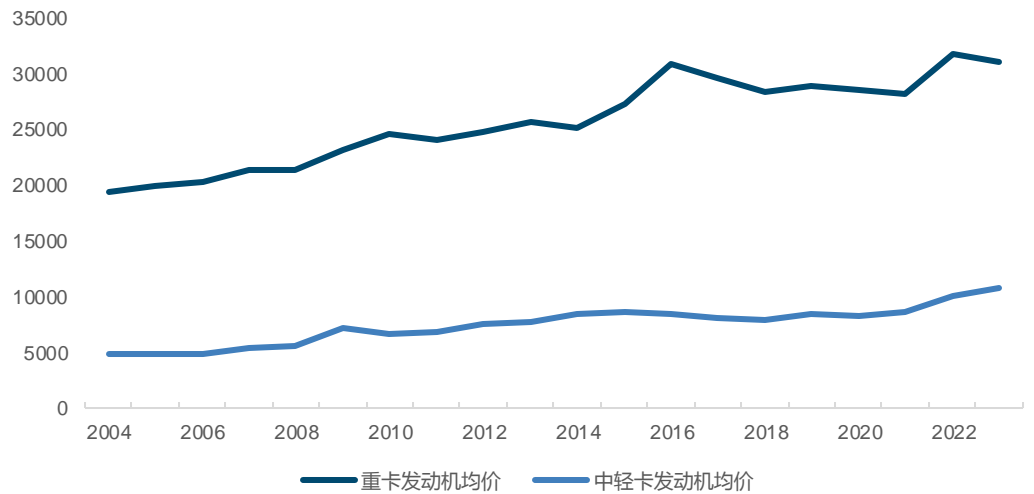
- 1) 发动机主业依托排放升级推升 ASP+费用管控推升了盈利能力;
- 2) 多元化: 通过早年布局的电力系统业务, 以及不断拓展零部件产品矩阵实现业务多元化, 对冲重卡行业周期波动;
- 3) 持续研发依靠技术优势打败竞争对手, 通过长协绑定下游客户, 奠定稳固三方霸主地位;
- 4) 全球化: 康明斯全球化布局强化护城河。

1) 发动机主业: 排放升级推升 ASP, 强化费用管控提升盈利能力

发动机业务收入增长核心依靠 ASP 提升。美国分别在 2004、2007、2010 年等多次升级排放标准, 对氮氧化物的含量要求更加严格, 排放标准升级带动产品升级, 重卡发动机和中轻卡发动机单价提升明显。下一次美国排放升级在 2027 年, 要求重型商用车在正常运行时将氧化氮 (NOx) 排放量限制在 0.035 克/马力小时, 相较前次 0.2 克/马力小时的标准大幅提升, 同时将车型年的排放系统保修要求从当前的 100k 英里增加到 450k 英里, 旨在确保车辆始终符合 EPA 的排放要求。EPA27 影响有二, 其一继续推升发动机 ASP, 其二引发新规前 2025-2026 年的提前购买。



图表25: 康明斯重卡、中轻卡发动机单价 (美元)



来源: 彭博, 国金证券研究所

与之对应, 2024年1月中共中央、国务院发布《关于全面推进美丽中国建设的意见》提到研究制定下一阶段机动车排放标准, 意味着国七已经正式提上日程, 行业内预计将于2028年之后实施, 同样, 国七将进一步推升发动机及后处理系统 ASP, 并产生类似国五切国六时发生的抢装场景, 二者对潍柴而言均属利好。

图表26: 我国国七排放标准有望在2028年前后实施

国七标准制定概况

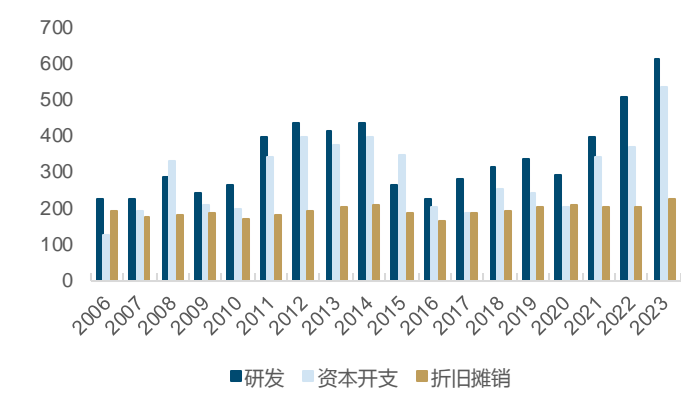


来源: 联合电子, 国金证券研究所

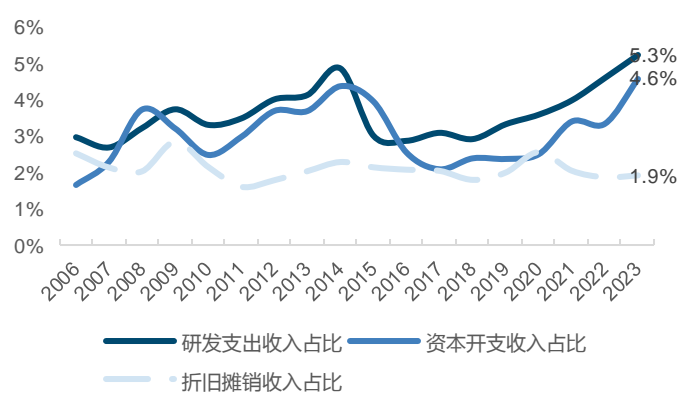
成本项来看, 康明斯发动机业务研发费用和资本开支经历两轮扩张周期, 分别是2006-2014年和2021年至今; 折旧摊销比较稳定, 每年2亿美金左右, 收入占比在2%左右; 整体业务销售管理费用率稳定下降, 从2003年高位13.2%降至2023年9.8%, 是发动机业务利润率提升的核心原因。



图表27: 康明斯发动机业务的研发、资本开支、折旧摊销 (百万美元) 图表28: 康明斯发动机业务的研发、资本开支、折旧摊销 (百万美元)

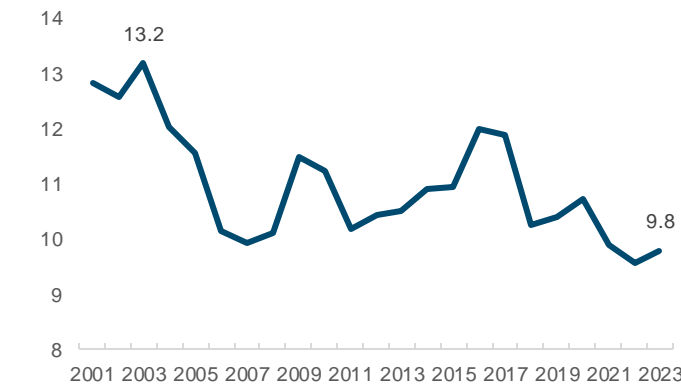


来源: 彭博, EDGAR, 国金证券研究所



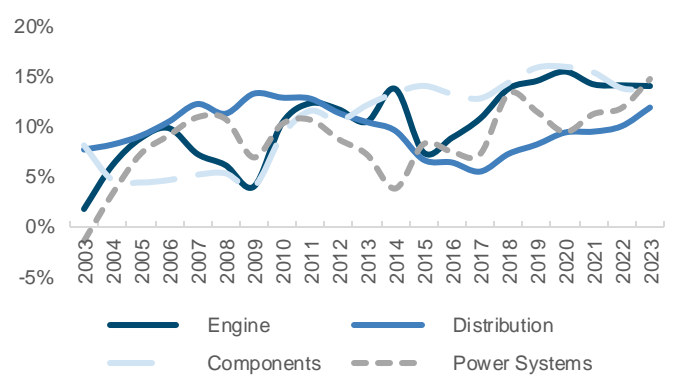
来源: 彭博, 国金证券研究所; 注: 此处收入为发动机业务收入。

图表29: 康明斯销售和管理费用率 (%)



来源: 彭博, EDGAR, 国金证券研究所; 注: 此处为康明斯整体业务的销售管理费用率。

图表30: 康明斯各业务 EBIT (EBITDA) 利润率

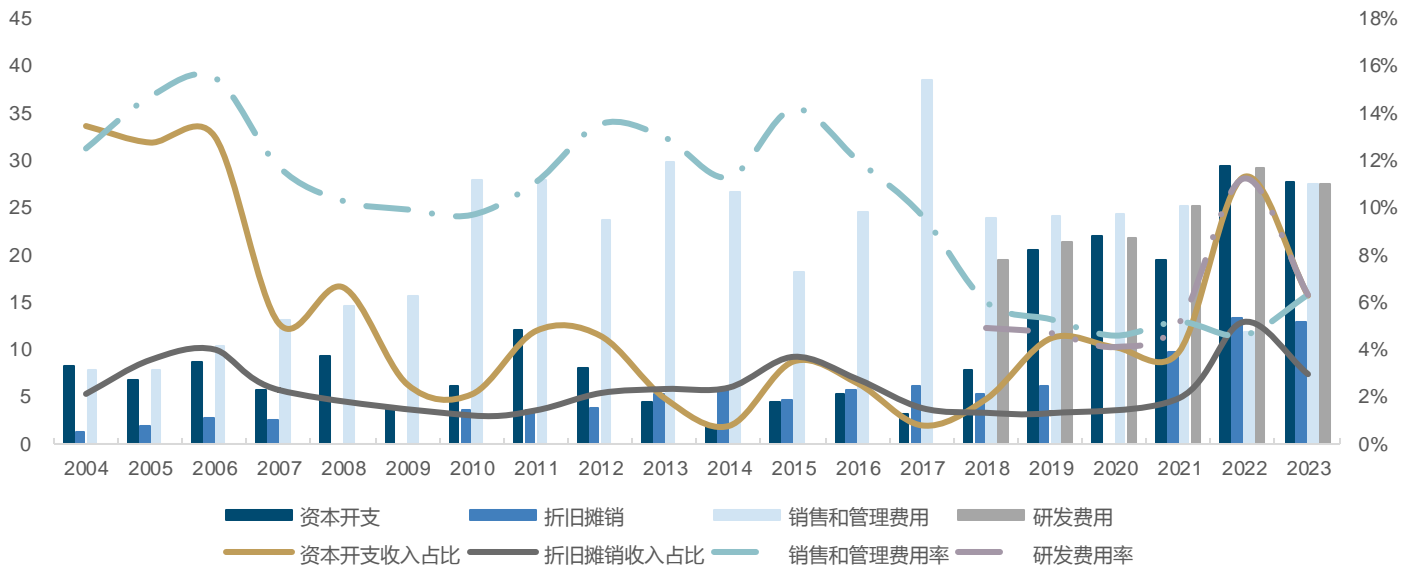


来源: 彭博, 国金证券研究所; 注: 2017年及以前为 EBIT 利润率, 2018-2023年为 EBITDA 利润率。

对比看, 潍柴发动机业务研发费用率和康明斯大体相当; 资本开支收入占比近两年有所提升, 但整体和康明斯相当; 销售和管理费用率管控自 2016 年以来有了长足进步且优于康明斯; 折旧摊销由于上一轮上行周期扩产, 绝对额从 2021 年以来有所提升, 2022-2023 年收入占比分别为 5.1%和 3%, 当前在建工程仍处于相对高位, 预计未来折旧摊销占比将保持在 2.5%-3%, 略高于康明斯, 但绝对水平不高, 资产较轻, 后续规模效应带来的成本下降对潍柴而言相对有限。



图表31：潍柴动力母公司资本开支、折旧摊销、期间费用走势（亿元）

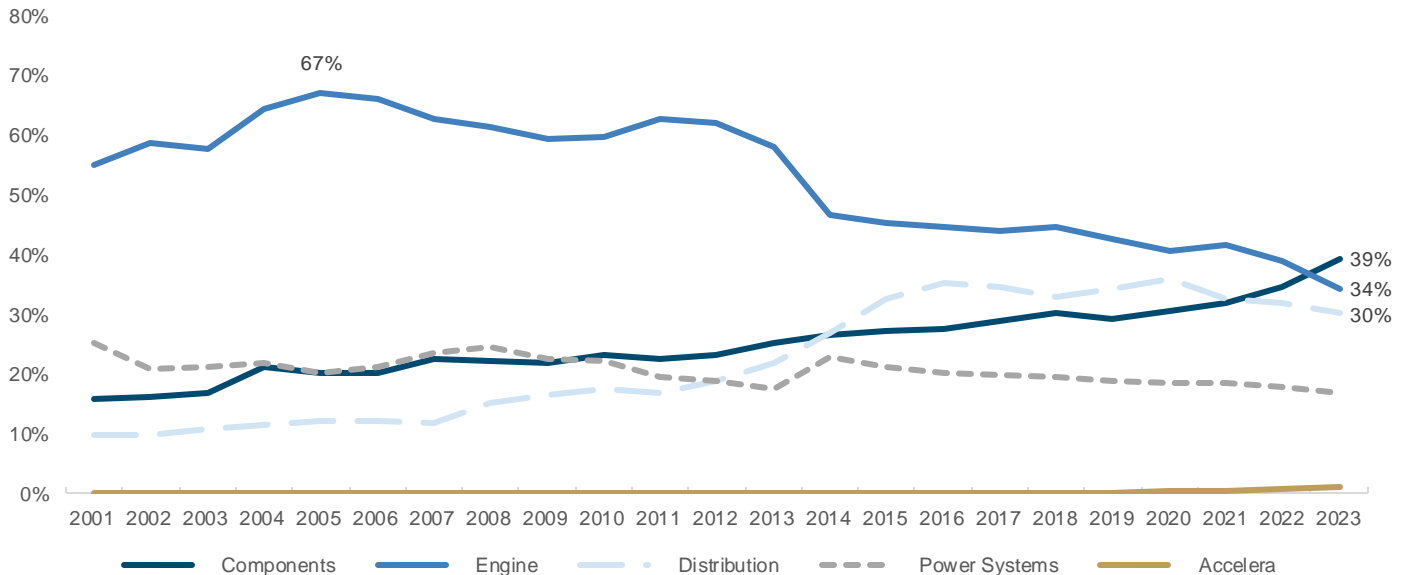


来源：wind，国金证券研究所

2) 多元化：通过早年布局的电力系统业务，以及不断拓展零部件产品矩阵实现业务多元化，对冲重卡行业周期波动

发动机作为康明斯最早以及最核心的业务，收入占比从高位 67%左右逐年降低，至 2023 年仅为 34%，部件业务收入占比从 2006 年的 22%提升至 2023 年的 39%，分销业务从 12% 提升到 30%，电力系统事业部收入占比稳定收入绝对额增长 66%，新能源动力目前所产生的收入占比很低，但却是康明斯迎合行业实现绿色脱碳远景目标所做的长远布局。

图表32：发动机收入分业务占比：发动机占比降低，部件、分销及动力系统占比提升



来源：彭博，国金证券研究所

◆ 电力系统业务：2023 年营收高达 57 亿美元，覆盖发电、数据中心、工业动力、采矿业等领域

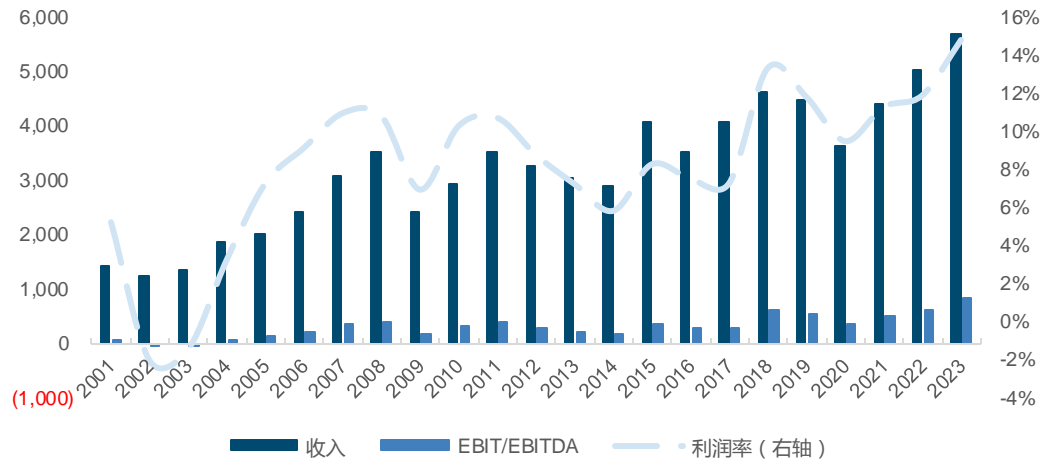
DW (David) Onan 于 1920 年创立 Onan，当时电力和发电设备是领先的技术，他的梦想是为那些需要高质量发电设备的人提供精心设计和制造的产品。

■ 20 世纪 20 年代，Onan 首次设计并制造了小型发电机组。;



- 1930年，Onan设计并制造了他们的第一台汽油发动机。
- Onan的经销商网络于1947年建立。如今，该网络已成为工业市场上最优秀的分销商网络之一。
- 1972年，Onan在阿姆斯特丹、加拉加斯和香港开设了国际办事处。
- 1984年，Onan收购了Newage International Ltd.（当时8kVA至2000kVA系列交流发电机的全球领导者）。
- 康明斯于1986年收购了Onan的大部分所有权，并于1992年全部收购了该公司的所有权。

图表33：康明斯电力系统业务收入及EBIT/EBITDA利润率（百万美元）



来源：彭博，国金证券研究所；注 2017 年及以前为 EBIT，2018-2023 年为 EBITDA。

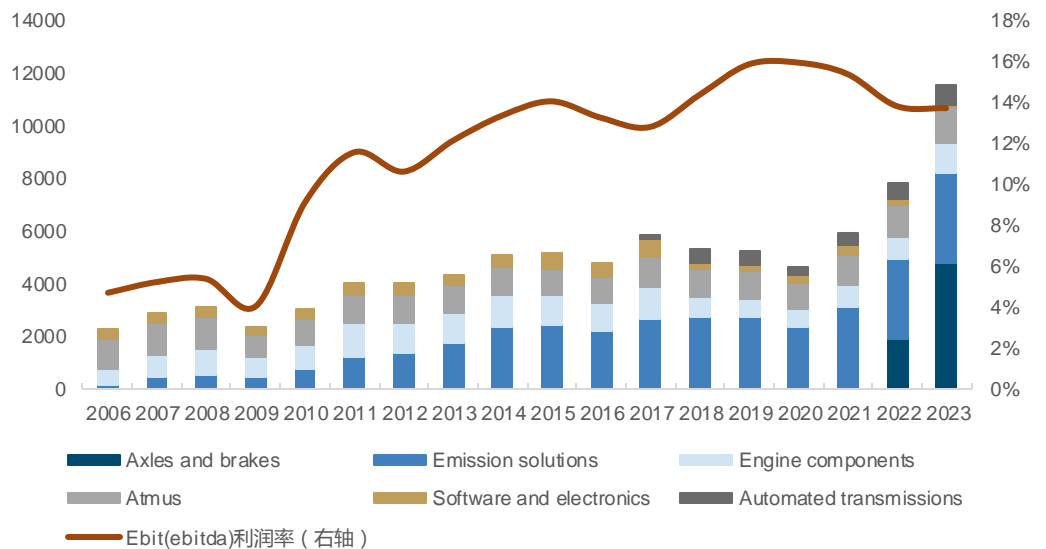
◆ **零部件业务：2023 年营收高达 116 亿美元，通过不断并购强化发动机和部件的优势地位**

康明斯零部件业务通过持续收购实现品类扩张，形成涵盖排放处理系统、涡轮增压系统、燃油系统、控制系统、变速箱、制动技术、车桥技术、滤清系统的广泛产品线。伴随排放法规要求不断迭代，排放解决方案成为零部件业务核心支撑。

- 1973年收购英国霍尔塞特工程公司，生产涡轮增压器，主要用于柴油和重型应用。
- 1999年康明斯收购了排气和过滤后处理公司 Nelson Industries，以提升排气后处理能力满足排放标准升级需求。
- 2012年4月，公司通过现金交易从 Hilite 获得 Dosers 资产，该公司主要生产某些后处理系统中符合排放标准的产品。
- 2017年第三季度成立了伊顿康明斯自动变速箱技术合资企业（ECJV），该合资企业作为自动变速器业务并入零部件部门。
- 2022年收购零部件巨头美驰（Meritor），美驰是全球商用车和工业市场领先的传动、出行、制动、后市场及电动动力总成解决方案提供商，收购后将丰富康明斯零部件产品组合，并拓展新能源动力业务。



图表34: 康明斯零部件业务对外收入构成 (百万美元)

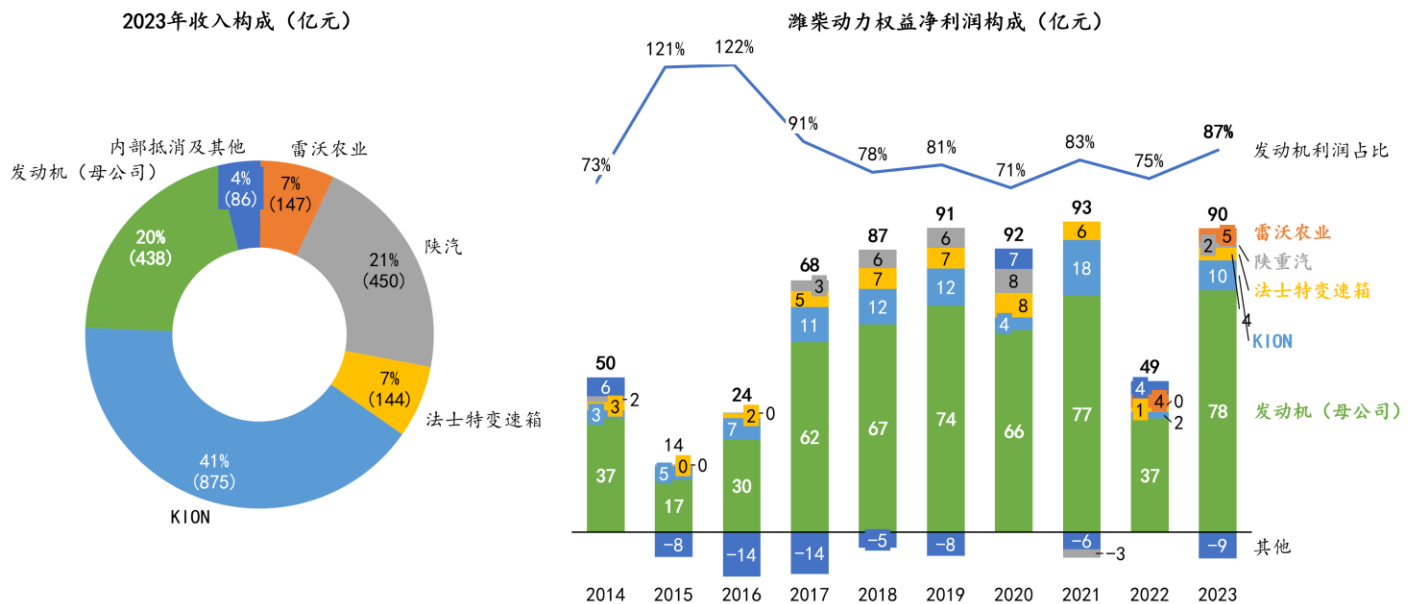


来源: 公司年报, 国金证券研究所; 注: 2017年及以前为 EBIT 利润率, 2018-2023 年为 EBITDA 利润率。

与康明斯相同的是, 潍柴围绕重卡零部件领域拓展了发动机+变速箱+车桥的黄金动力链, 拓展了零部件业务布局。不同点在于: 潍柴的多元化探索了一条整车整机绑定的路线, 如重卡领域潍柴与下游陕重汽和中国重汽两家企业通过收购或同属母公司同一控制等方式形成关联方, 绑定下游客户, 收购凯傲、雷沃开拓叉车、农机等重卡之外的“整车”赛道。

分业务看, 2023 年潍柴发动机之外的业务营收占比已高达 80%, 但是归母净利润口径发动机业务仍是核心贡献来源, 增量业务盈利能力改善是潍柴后续业绩空间的核心看点。

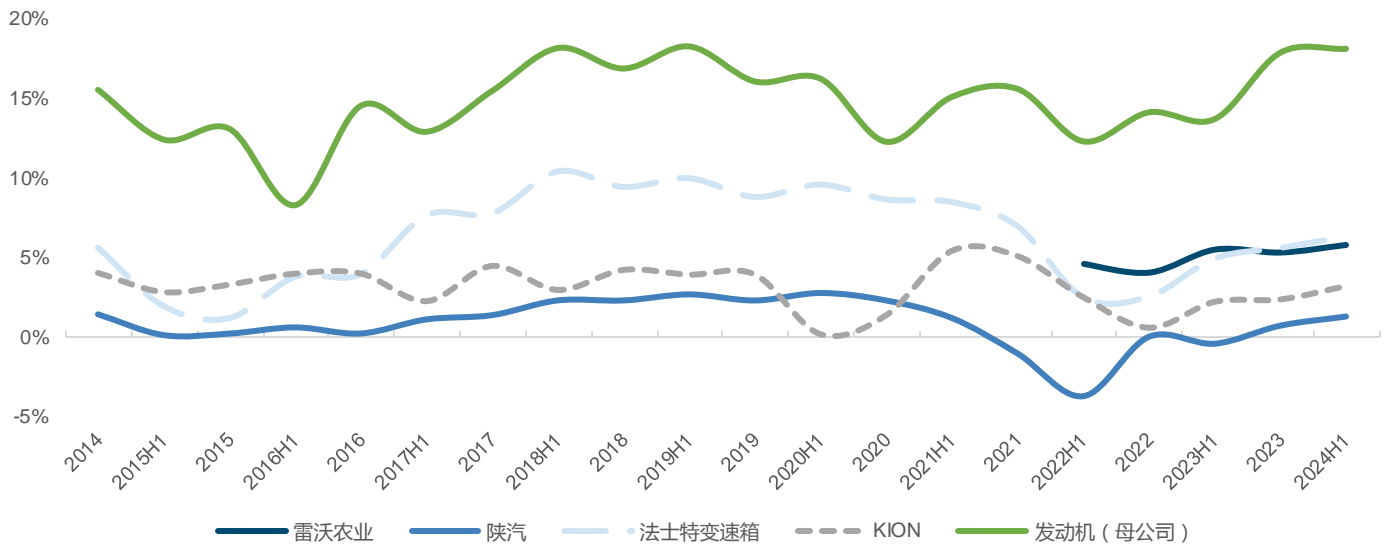
图表35: 潍柴动力业务构成: 收入占比 20%左右的发动机业务贡献 80%左右的归母净利润



来源: wind, 国金证券研究所



图表36: 潍柴动力核心子公司盈利能力相对差, 但处于修复通道 (利润率, %)



来源: wind, 国金证券研究所

具体看, 增量业务整体趋势向好, 如凯傲: 2023 年归母贡献接近 10 亿, 2021 年高峰 18 亿, 今年上半年无通胀订单消化完毕, 今明年稳定正面贡献; 陕重汽+法士特: 直接受益于行业后续的周期向上+出口; 雷沃和大缸径业务的成长空间相对更大, 具体看:

- 潍柴雷沃: 农机短期受益于设备更新政策, 国内市场稳定但大马力趋势, 出口 0-1 快速增长阶段贡献高盈利弹性。盈利性方面以一拖股份举例: 2024H1 一拖负责出海业务的子公司一拖国际利润率为 7.7%, 这是纯销售环节的利润率, 若考虑生产环节的利润率, 整体将显著高于内销的盈利水平。

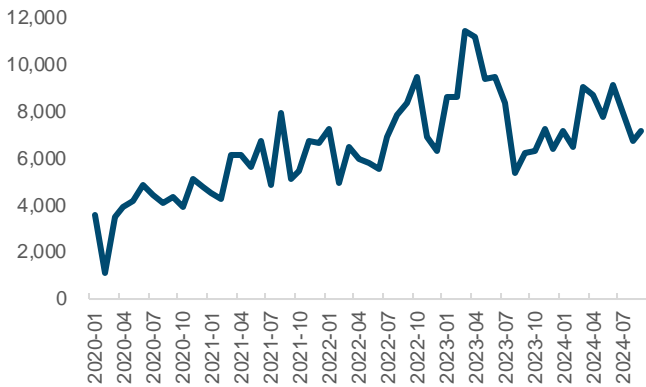
图表37: 潍柴雷沃众产品线市占率均位列行业前列

拖拉机		轮式谷物收获机械		玉米收获机械		履带式谷物收获机械	
公司	2023 年 1-6 月	公司	2023 年 1-6 月	公司	2022 年	公司	2023 年 1-6 月
一拖股份	28%	潍柴雷沃	62%	英虎机械(合并口径)	22%	沃得农机	44%
潍柴雷沃	24%	中联重科	12%	潍柴雷沃	21%	潍柴雷沃	22%
常州东风	10%	沃得农机	11%	山东金大丰机械有限公司	13%	久保田	21%
沃得农机	5%	山东巨明机械有限公司	4%	九方泰禾国际重工(青岛)股份有限公司	13%	洋马农机(中国)有限公司	4%
江苏常发	5%	约翰迪尔佳联收获机械有限公司	3%	山东巨明机械有限公司	11%	江苏常发	4%
前五名合计	72%	前五名合计	91%	前五名合计	79%	前五名合计	95%

来源: wind, 《关于潍柴雷沃智慧农业科技股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市申请文件审核问询函的回复》, 国金证券研究所;

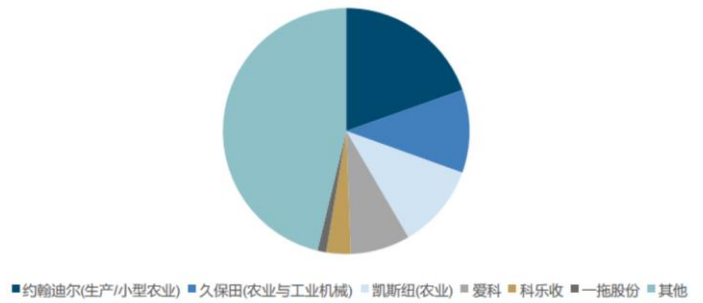


图表38: 中国拖拉机出口金额 (万美元)



来源: 海关总署, 国金证券研究所

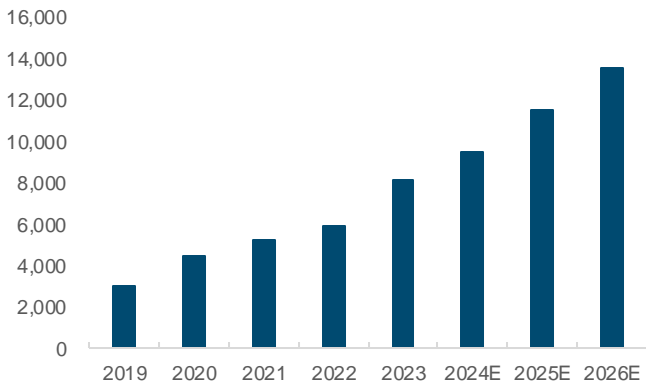
图表39: 2022 年全球农机市场外资品牌市占率较高



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

- 大缸径发动机: 公司 M 系列产品具有高性价比、交付周期短的优势, 大数据 AI 时代备用电源需求扩容, 同时后市场生命周期服务附加值为产品价格的数倍, 未来大缸径业务将是潍柴重卡发动机板块核心看点。

图表40: 潍柴动力大缸径发动机销量 (台)



来源: 公司公告, 国金证券研究所预测

图表41: 潍柴动力大缸径发动机毛利率高于发动机整体毛利率

大缸径高端发动机产业化项目毛利率与公司同类型业务对比情况如下:

项目名称	毛利率			
自主品牌大功率高速机产业化项目	50.94%			
大缸径高端发动机建设项目	39.38%			
可比项目	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
潍柴动力同类业务	39.20%	34.50%	31.30%	28.40%

来源: wind, 国金证券研究所

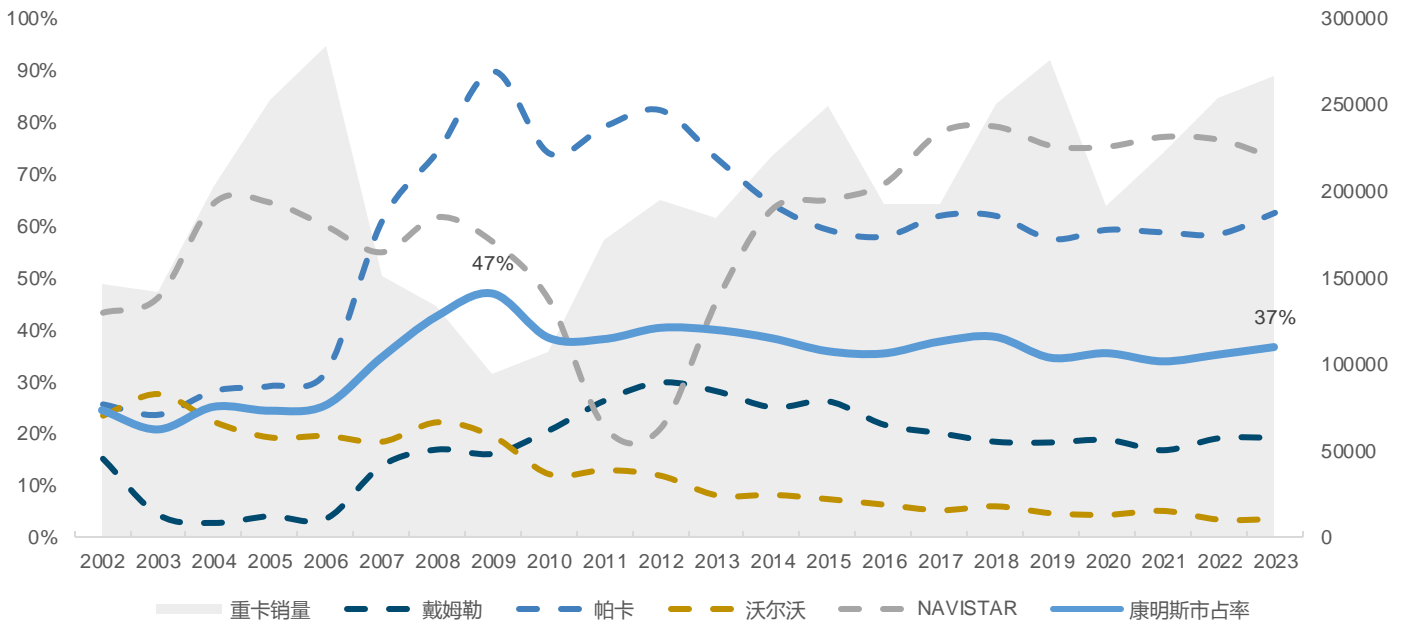
3) 持续研发依靠技术优势打败竞争对手, 通过长协绑定下游客户, 奠定稳固三方霸主地位

康明斯与 PACCAR 签订了重型和中型发动机和后处理系统的长期供应协议, 双方合作已有 79 年历史, 2023 年康明斯为帕卡配套 63% 的发动机, 这源自帕卡创业 100 多年来尽可能轻资产的一贯风格, 避免对制造设施进行高额的投资, 在需求下降时可以轻松减产。除了与 PACCAR 的协议外, 康明斯还与 Traton (Navistar) 和 Daimler 签订了长期的重型和中型发动机和后处理系统供应协议。可以发现, 整车企业考虑外部供应商的核心原因: 更优的发动机产品质量、排放合规能力、用户的偏好、降低成本、降低生产规模以降低周期波动风险, 因而外部供应商是行业不可或缺的中坚力量。

这里对于潍柴的借鉴在于, 不必过于担心整车企业抛弃潍柴。市场担忧谭旭光卸任后潍柴在重汽的配套份额会丢失, 重汽有 07/11/13 系列发动机但均为 13L 及以下, 在行业大排量化+终端用户购车时为可以指定发动机的“点单制”+依托潍柴优势重汽提了整车份额等趋势下, 这种情况发生的可能性较低。且重汽自 2018 年重组之后明确提出不再对发动机研发进行大幅投入, 后续核心观察重汽会否推出 15L 发动机产品即可, 在此之前无需担心。



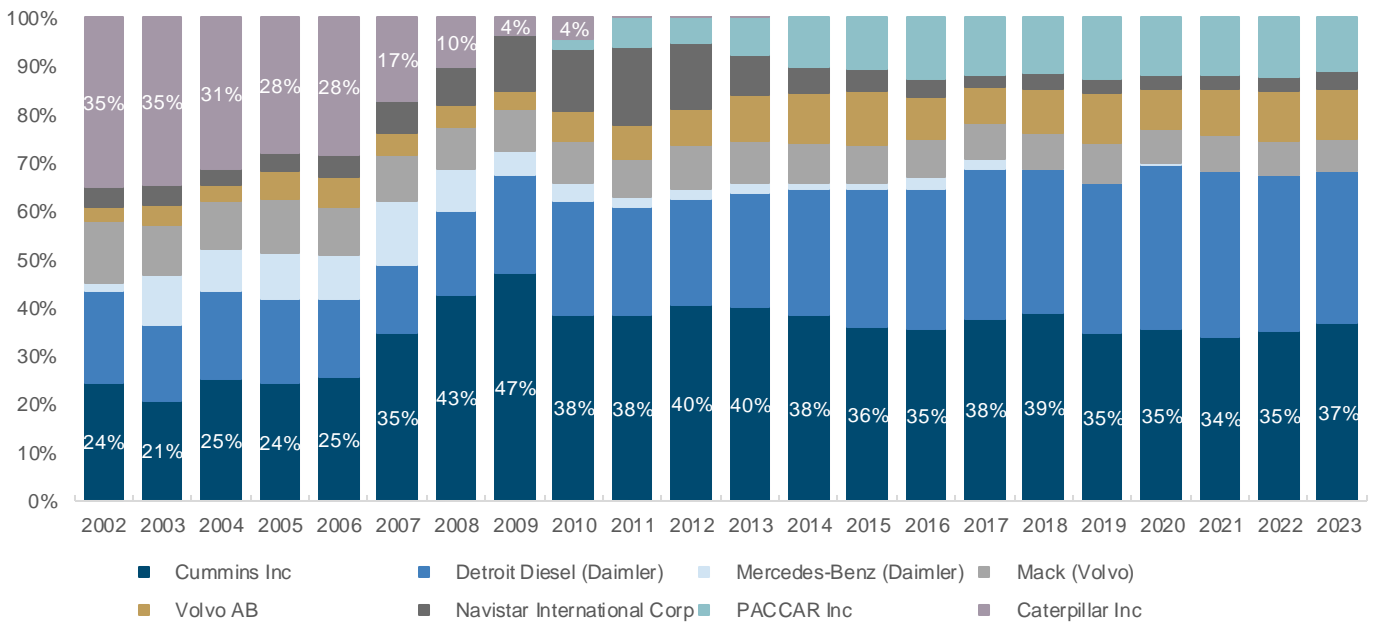
图表42: 北美四大卡车企业 class 8 车型中康明斯的历年供货份额



来源：彭博，国金证券研究所；注：阴影部分为各年度 8 级重卡销量。

再细究北美 8 级重卡发动机市场格局可以看到，目前康明斯是唯一的外部供应商，其余玩家均为车企体系内的供应商。康明斯 8 级重卡发动机市占率经历了两个阶段，2002-2009 年快速上升，2010-2023 年相对回落，围绕 37% 左右上下波动，其中上行阶段核心原因为抢占了卡特彼勒的市场份额。为应对 EPA2002，卡特彼勒当时选择采用 ACERT（先进燃烧废气减少）技术，推迟一年才达标 EPA2002，被罚款 1.28 亿美元，而且由于机型复杂，导致故障率高，保修成本直线上升。相比之下，康明斯选择 CEGR（冷却式废气再循环）技术，完全符合法规要求，并且可靠性和寿命表现突出，导致卡特彼勒与康明斯的市场份额差距开始迅速加大，最终卡特彼勒宣布退出卡车柴油机市场。

图表43: 北美 class8 重卡发动机市场格局



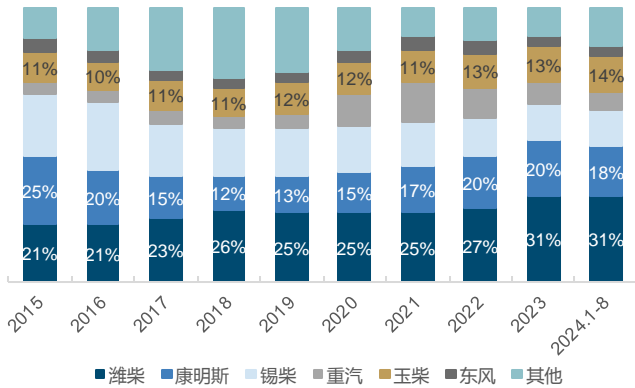
来源：彭博，国金证券研究所

回到国内市场，目前潍柴在国内的市占率低于康明斯在北美的市占率，对于潍柴而言，未来重卡发动机机会主要有三点：其一，抢占三方供应商的份额。国内市场目前三方供应商份额高于北美，潍柴主要的竞争对手为东康、福康以及玉柴；其二，伴随整车格局集中提高份额。国内重卡 CR2 和 CR3 均远低于北美市场，近 3 年提升明显，长期看还有大幅提升



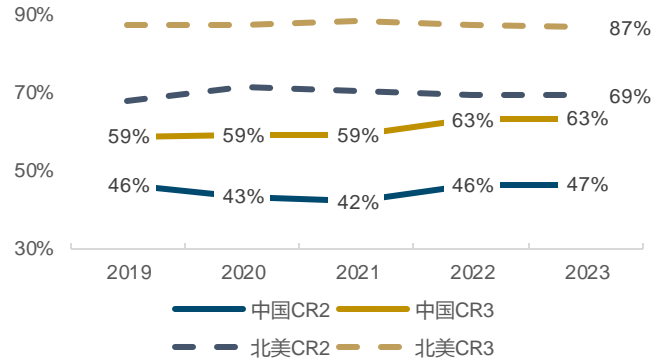
空间；其三伴随中国车企出海实现总量扩容。考虑到海外发达市场配套关系已经相对成熟，发展中国家普遍被欧美日韩车企或以康明斯为代表的三方企业通过合资与本土企业深度绑定而占据，潍柴后续重卡发动机出海空间更多来自于搭载在中国主机厂车型上出海。

图表44：中国重卡发动机市场格局



来源：上险数，国金证券研究所

图表45：中国与北美重卡市场集中度对比

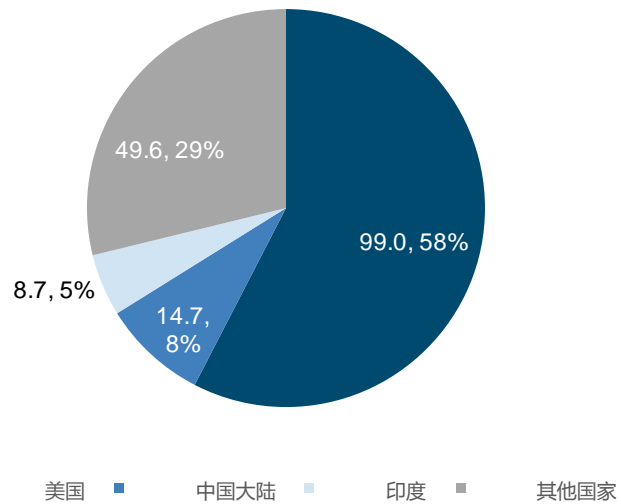


来源：上险数，彭博，国金证券研究所

4、全球化：康明斯全球化布局强化护城河，分散北美市场波动风险

康明斯通过收购海外公司、去海外建厂和建立合资公司等方式做全球化布局。通过全球化布局，公司构建了完备的产品布局和更强的本地化服务能力，同时有助于平抑北美市场波动的风险。截至 2023 年底，康明斯通过由大约 450 个全资、合资和独立经销商网点以及遍布约 190 个国家和地区的 19,000 多个康明斯认证经销商网点组成的服务网络为客户提供服务。

图表46：2024H1 康明斯分地区收入构成（亿美元）



来源：公司年报，国金证券研究所

潍柴出海更多聚焦在“整车”环节，发动机主业出口占比较小。潍柴动力重卡主业海外收入占比相对较低，目前发动机层面公司依靠美国 PSI、法国博杜安等不断突破，2023 年实现发动机出口 6.6 万台，同比增长 21%；M 系列大缸径高功率密度发动机销售 8100 余台，同比增长 38%，突破全球大数据工程中心、矿卡等高端市场；重卡整车层面依靠陕重汽整车出口带动。重卡之外公司通过收购凯傲集团、德马泰克、雷沃等业务实现全球化，通过产业链垂直一体化带动发动机及零部件实现跨越式发展。



图表47: 潍柴动力海外产业布局



来源: 公司官网, 国金证券研究所

三、盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

前期潍柴的股价下跌, 较为充分地反应了行业及公司层面的利空, 重卡行业基本面的同环比拐点就出现在四季度。我们预测公司 24-26 年实现营业收入 2286/2488/2716 亿元, 同比+6.9%、+8.8%、9.2%, 毛利率分别为 21.6%/21.5%/21.6%。其中:

1) 发动机: 收入=(重卡发动机销量+其他发动机销量+psi)×发动机整体 ASP=(∑(国内重卡行业销量×客户市占率×公司重卡发动机供应份额)+∑其它各类型发动机销量+psi)×发动机整体 ASP。考虑重卡行业以旧换新支撑 24Q4 内需销量, 置换释放驱动中期底部复苏, 我们预计 24-26 年中国重卡行业销量分别回升至 97、98、105 万辆。预计 24-26 年发动机整体 ASP 保持 6 万/台, 发动机收入分别为 487.34、521.47、564.90 亿元, 同比+11.2%、+7.0%、8.3%, 毛利率提升至 29.5%/28.5%/28.5%。

2) 法士特变速箱: 2021 年及之前法士特重型变速箱销量曾达 110 万多台, 2022 年由于重卡行业不景气法士特变速箱销量有所下滑; 随着重卡行业逐渐复苏, 我们预计 24-26 年分别法士特变速箱销量分别为 91、95、110 万台, 收入分别为 136.5、166.3、192.5 亿元, 同比-5%、+22%、+16%。

3) 陕重汽: 中长期重卡行业保持复苏的趋势下, 陕重汽有望跟随着行业实现销量回升, 同时随着公司产品的不断升级, 预计陕重汽 ASP 将小幅上升。我们预计 24-26 年陕重汽收入分别为 471.89/495.33/530.71 亿元, 同比+5%、+5%、+7%。

4) 凯傲: 受益于订单结构调整, 电动化带来的 ASP 及利润率双升, 预计凯傲盈利持续改善。我们预计 24-26 年凯傲收入分别为 892.71/981.99/1080.18 亿元, 同比+2.0%、+10.0%、10.0%, 毛利率持续改善至 25%左右。

5) 潍柴雷沃: 收入=拖拉机销量×拖拉机 ASP+核心收获机械销量×核心收获机械 ASP+其他农业机械及配件收入。受 2022 年底法规切换阶段性影响市场需求, 农业设备行业正处于稳步复苏通道, 雷沃市占率有望进一步提高。我们预计 24-26 年潍柴雷沃收入分别为 198.00/223.20/248.00 亿元, 同比+34.8%、+12.7%、11.1%, 毛利率提升至 14.6%/14.7%/14.8%。


图表48：潍柴动力收入拆分预测（亿元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	2035.48	1751.58	2139.58	2286.44	2488.24	2716.29
YOY	3.1%	-13.9%	22.2%	6.9%	8.8%	9.2%
毛利率	19.5%	17.8%	21.1%	22.4%	22.0%	22.0%
其中：						
1、母公司：						
收入	491.21	260.80	438.30	487.34	521.47	564.90
YOY	-8.2%	-46.9%	68.1%	11.2%	7.0%	8.3%
毛利率	25.8%	25.2%	28.0%	29.5%	28.5%	28.5%
股比*	100%	100%	100%	100%	100%	100%
2、法士特：						
收入	168.64	102.60	143.85	136.50	166.25	192.50
YOY	-6.3%	-39.2%	40.2%	-5.1%	21.8%	15.8%
股比	51%	51%	51%	51%	51%	51%
3、陕重汽：						
收入	540.90	320.00	449.71	471.89	495.33	530.71
YOY	-17.9%	-40.8%	40.5%	4.9%	5.0%	7.1%
股比	51%	51%	51%	51%	51%	51%
4、凯傲						
收入	786.25	790.10	875.21	892.71	981.99	1080.18
YOY	20.8%	0.5%	10.8%	2.0%	10.0%	10.0%
毛利率	24.2%	19.0%	24.3%	25%	25%	25%
股比	45.2%	46.5%	46.5%	46.5%	46.5%	46.5%
5、雷沃						
收入		171.64	146.93	198.00	223.20	248.00
YOY			-14.4%	34.8%	12.7%	11.1%
毛利率		13.1%	14.4%	14.6%	14.7%	14.8%
股比		61.1%	61.1%	61.1%	61.1%	61.1%

来源：wind，国金证券研究所

费用率方面，重卡行业为重资产行业，规模效应较为明显，行业下行期毛利率会明显下滑，费用率会明显提升，如下表 2022-2023 年公司销售/管理/研发费用率较 2021 年均有明显提升。展望 2024-2026 年，由于质保费用重分类至销售成本，销售费用率会有明显回落，管理和研发费用率整体相对平稳。

图表49：潍柴动力费用率预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	5.4%	6.1%	6.3%	5.4%	5.4%	5.4%
管理费用率	4.0%	4.6%	4.4%	4.5%	4.5%	4.4%
研发费用率	3.4%	4.4%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%

来源：wind，国金证券研究所

3.2 投资建议及估值

我们预测公司 24-26 年归母净利润 115.9/133.2/157.0 亿元，对应 PE 分别为 10.44/9.48/8.42X。我们将中国重汽、一汽解放、三一重工、中集车辆、福田汽车、康明斯作为可比公司，可比公司 2025 年平均 PE 为 16.25，考虑公司作为行业龙头，格局地位



稳固，给予 2025 年 13XPE，目标价 18.92 元，给予“买入”评级。

图表50：可比公司估值比较（市盈率法，截至 2024 年 11 月 5 日）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000951	中国重汽	16.42	1.20	1.46	1.79	13.69	11.22	9.15
000800	一汽解放	8.68	0.19	0.34	0.46	45.18	25.31	19.07
600031	三一重工	18.84	0.72	1.01	1.32	26.28	18.69	14.27
301039	中集车辆	10.40	0.74	0.90	1.04	14.08	11.54	9.96
600166	福田汽车	2.73	0.13	0.20	0.25	20.76	13.99	10.87
CMI.N	康明斯	325.62	18.55	19.44	20.66	17.55	16.75	15.76
	中位数					20.76	13.99	10.87
	平均数					22.92	16.25	13.18
000338	潍柴动力	13.79	1.32	1.46	1.64	10.44	9.48	8.42

来源：wind，国金证券研究所；注：三一重工采用国金证券盈利预测，其余采用 wind 一致预测。

四、风险提示

重卡行业复苏不及预期。重卡行业面临复苏节奏低于预期，甚至行业下行的风险。

重卡出海不及预期。海外出口面临地缘政治、国际形势恶化、海运费上涨等的风险。

电动重卡进展超预期。若电动重卡带电量增大续航里程增加、充换电设施覆盖面快速扩大、整车价格进一步下探，电动重卡渗透将超预期，将影响公司发动机主业。

新业态发展不及预期。公司各项非重卡新业务面临发展速度不及预期的风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	203,548	175,158	213,958	228,644	248,824	271,629
增长率		-13.9%	22.2%	6.9%	8.8%	9.2%
主营业务成本	-163,947	-144,011	-168,842	-179,257	-195,327	-212,958
%销售收入	80.5%	82.2%	78.9%	78.4%	78.5%	78.4%
毛利	39,601	31,147	45,116	49,387	53,497	58,672
%销售收入	19.5%	17.8%	21.1%	21.6%	21.5%	21.6%
营业税金及附加	-797	-481	-749	-800	-846	-924
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
销售费用	-10,903	-10,661	-13,410	-12,415	-13,436	-14,587
%销售收入	5.4%	6.1%	6.3%	5.4%	5.4%	5.4%
管理费用	-8,056	-8,092	-9,457	-10,289	-11,098	-12,060
%销售收入	4.0%	4.6%	4.4%	4.5%	4.5%	4.4%
研发费用	-6,888	-7,731	-8,045	-8,757	-9,530	-10,403
%销售收入	3.4%	4.4%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	12,958	4,181	13,456	17,125	18,587	20,698
%销售收入	6.4%	2.4%	6.3%	7.5%	7.5%	7.6%
财务费用	450	909	-560	-91	179	515
%销售收入	-0.2%	-0.5%	0.3%	0.0%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-895	-1,288	-1,486	-376	-388	-368
公允价值变动收益	396	1,011	-363	-100	-100	-100
投资收益	442	243	746	800	995	951
%税前利润	3.1%	4.0%	5.7%	4.6%	5.0%	4.2%
营业利润	13,889	5,834	12,905	17,359	19,624	22,246
营业利润率	6.8%	3.3%	6.0%	7.6%	7.9%	8.2%
营业外收支	166	251	246	200	200	200
税前利润	14,055	6,085	13,151	17,559	19,824	22,446
利润率	6.9%	3.5%	6.1%	7.7%	8.0%	8.3%
所得税	-2,493	-403	-1,940	-2,634	-2,974	-3,367
所得税率	17.7%	6.6%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	11,562	5,683	11,212	14,925	16,850	19,079
少数股东损益	2,307	778	2,198	3,400	4,150	4,780
归属于母公司的净利润	9,254	4,905	9,014	11,525	12,700	14,299
净利率	4.5%	2.8%	4.2%	5.0%	5.1%	5.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	11,562	5,683	11,212	14,925	16,850	19,079
少数股东损益	2,307	778	2,198	3,400	4,150	4,780
非现金支出	11,493	12,436	13,475	10,398	11,438	12,673
非经营收益	135	-796	1,461	994	299	219
营运资金变动	-8,613	-19,743	1,340	-3,033	2,909	3,533
经营活动现金净流	14,576	-2,421	27,488	23,285	31,497	35,506
资本开支	-5,683	-6,563	-6,910	-11,238	-12,810	-14,820
投资	-115	-4,314	774	-100	-100	-100
其他	389	2,282	399	800	995	951
投资活动现金净流	-5,409	-8,595	-5,737	-10,538	-11,915	-13,969
股权募资	14,050	1,676	92	0	0	0
债权募资	-4,114	9,728	-8,492	-6,489	-438	800
其他	-6,813	-6,552	-4,629	-8,001	-9,365	-10,200
筹资活动现金净流	3,123	4,852	-13,029	-14,489	-9,803	-9,400
现金净流量	12,180	-5,986	8,876	-1,743	9,779	12,137

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	75,043	70,842	92,857	89,929	98,846	110,357
应收款项	35,824	39,254	41,726	45,369	49,018	53,213
存货	31,585	33,374	37,930	38,307	40,136	42,592
其他流动资产	18,186	25,014	25,412	27,945	29,150	30,428
流动资产	160,638	168,484	197,925	201,550	217,150	236,590
%总资产	58.0%	57.4%	59.2%	59.5%	60.9%	62.5%
长期投资	20,836	20,434	23,917	24,117	24,317	24,517
固定资产	39,222	45,875	51,527	50,463	50,630	51,598
%总资产	14.2%	15.6%	15.4%	14.9%	14.2%	13.6%
无形资产	44,262	47,430	48,224	49,845	51,229	52,554
非流动资产	116,406	125,182	136,322	137,240	139,150	141,815
%总资产	42.0%	42.6%	40.8%	40.5%	39.1%	37.5%
资产总计	277,044	293,666	334,247	338,790	356,301	378,404
短期借款	12,982	15,824	16,949	14,638	14,000	14,000
应付款项	74,755	75,776	95,661	96,645	102,623	110,132
其他流动负债	27,644	28,143	33,605	35,234	38,155	41,385
流动负债	115,382	119,743	146,215	146,517	154,778	165,516
长期贷款	12,907	22,782	17,908	16,908	15,908	15,408
其他长期负债	45,794	47,030	57,439	53,803	54,823	56,188
负债	174,083	189,555	221,561	217,228	225,508	237,112
普通股股东权益	70,907	73,184	79,335	84,812	89,892	95,612
其中：股本	8,727	8,727	8,727	8,727	8,727	8,727
未分配利润	48,385	50,330	55,184	60,947	66,027	71,746
少数股东权益	32,055	30,926	33,351	36,751	40,901	45,681
负债股东权益合计	277,044	293,666	334,247	338,790	356,301	378,404

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.060	0.562	1.033	1.321	1.455	1.639
每股净资产	8.125	8.386	9.091	9.719	10.301	10.956
每股经营现金净流	1.670	-0.277	3.150	2.668	3.609	4.069
每股股利	0.370	0.254	0.519	0.660	0.873	0.983
回报率						
净资产收益率	13.05%	6.70%	11.36%	13.59%	14.13%	14.96%
总资产收益率	3.34%	1.67%	2.70%	3.40%	3.56%	3.78%
投入资本收益率	7.65%	2.55%	7.14%	8.75%	9.08%	9.55%
增长率						
主营业务收入增长率	3.07%	-13.95%	22.15%	6.86%	8.83%	9.17%
EBIT 增长率	1.85%	-67.73%	221.80%	27.27%	8.54%	11.36%
净利润增长率	0.51%	-47.00%	83.77%	27.86%	10.19%	12.59%
总资产增长率	2.32%	6.00%	13.82%	1.36%	5.17%	6.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.1	41.3	38.5	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	69.9	82.3	77.1	78.0	75.0	73.0
应付账款周转天数	94.7	107.9	114.2	115.0	110.0	107.0
固定资产周转天数	59.5	79.0	75.2	67.9	63.0	59.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-48.18%	-36.54%	-53.76%	-50.15%	-54.68%	-59.12%
EBIT 利息保障倍数	-28.8	-4.6	24.0	189.0	-103.8	-40.2
资产负债率	62.84%	64.55%	66.29%	64.12%	63.29%	62.66%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	7	8	15	30	64
增持	2	4	4	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.22	1.33	1.21	1.21	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究