

弱化边际，重视空间 ——汽车中期投资策略

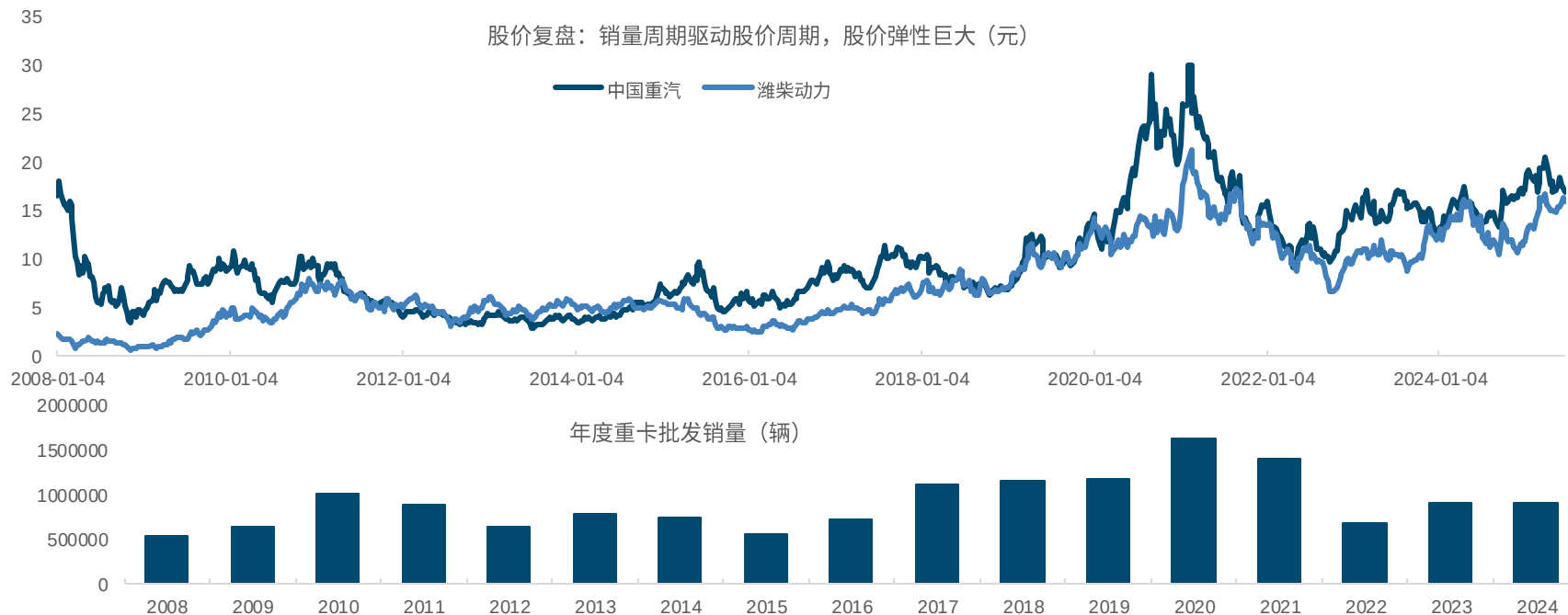
分析师：陆强易

执业编号：S1130524050001

2025/6/24

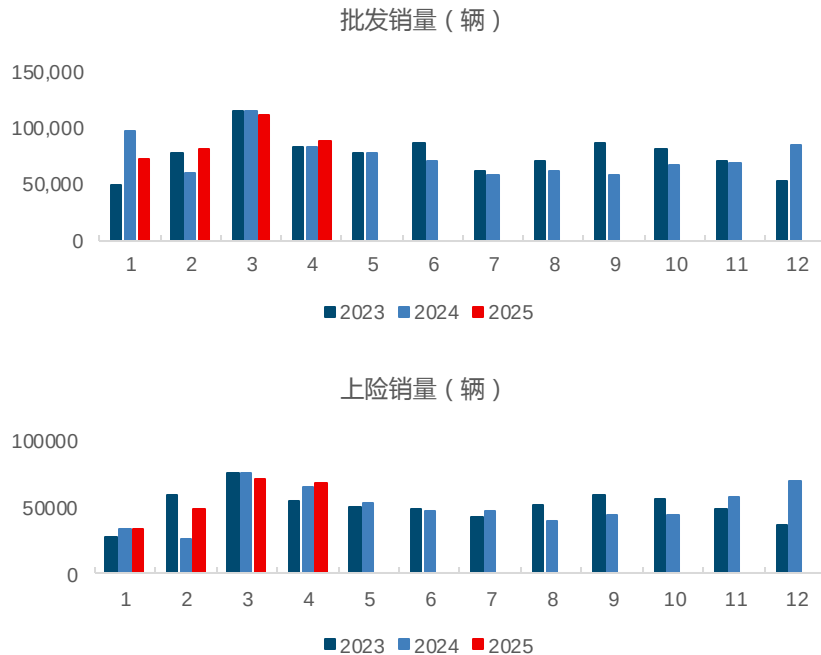
行情回顾：市场偏好博弈短期数据及政策，忽视中期空间

- 短期视角：当前投资者对于重卡板块过于关注短期销量变化，博弈色彩较重造成股价起伏偏大。
- 中期空间：若拉长视角，大的板块行情由销量或销量预期驱动，当前行业处于偏低位，公司估值也处于低位，宜弱化博弈短期数据，重视中期空间。



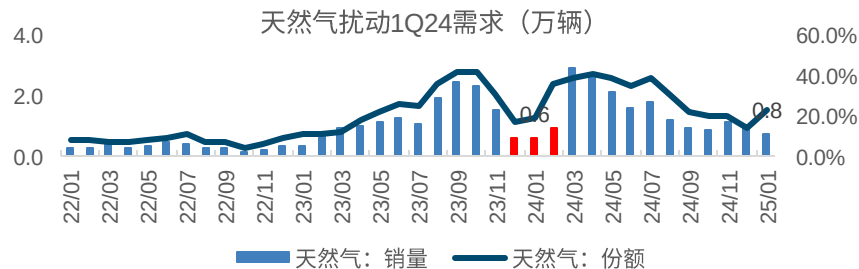
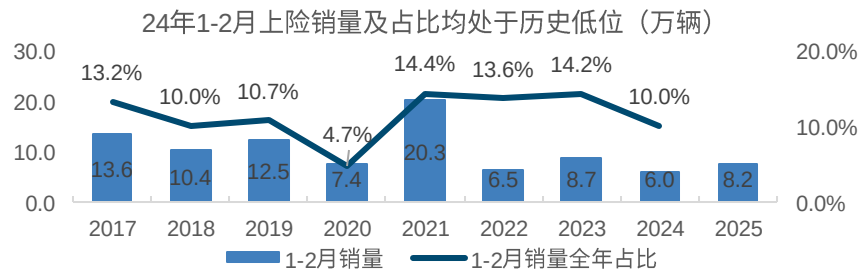
行情回顾：3月交易内需“表观”高增，后被证伪

- 批发口径：25年1-2月同比下滑3%；上险口径：25年1-2月同比增长36%。
- 北斗口径：25年1-2月同比增长44%；1月1日至3月6日同比增长39%；25年初一至3月6日（37天）较24年农历同期比15%。



1-2月内需强，主要受低基数+电动重卡+天然气扰动

- 低基数：主要受天然气扰动。**3Q23天然气重卡爆发，造成一定短期需求被透支，同时23.10月开始气价供暖季大幅攀升，次年3月才回归低位，引发供暖季气价观望情绪。**电动重卡：**车队用户为主，低运价压力下驱动短途场景加速上车，此外上海28万补贴1-2月贡献高额增量。**天然气：**低运价及气价低于去年同期，共同驱动天然气渗透率回归高位。
- 置换需求：**统计局数据，23年底重卡保有辆882万辆，即使按法规15年强制报废每年也有约60万辆更新需求，23-24年的内需60万辆不是稳态，2017年开始的百万年销，自2025年开始将迎来置换周期。



1Q25批发弱：高基数+产业库存预期转变

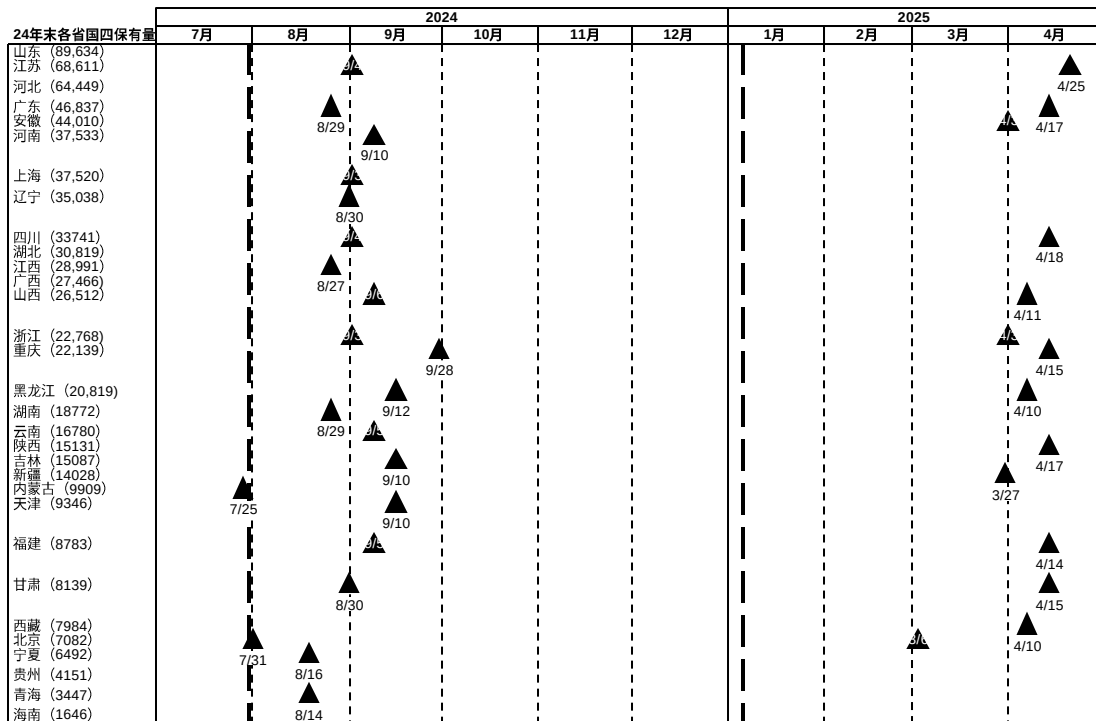
- 高基数：**①**23年底主机厂藏量至24年初：**23年车企很好地完成了年初销量目标，国内及海外均有藏量，挪至24年初。内需公共卫生事件后第一年（上险60万）较22年（48万）显著复苏；出口端受益于俄乌冲突及非俄地区加大开拓力度，中汽协出口销量从22年的17.5万台增至23年27.6万台。②**燃气车补库。**3Q23天然气重卡爆发，4Q23气罐等供应链短缺缓解，1Q24主机厂开足马力备货天然气迎接旺季。
- 产业库存预期转变：**经销商经历柴油、天然气、电动重卡三轮摧残库存策略转向保守，主机厂在需求&行政干预下价格战趋向缓和。①**经销商：**4Q22-1Q23公共卫生事件后经济复苏乐观预期囤的柴油重卡库存后因天然气爆发出货难、4Q23-1Q24囤的天然气重卡库存后因渗透率见顶弱需求被迫价格战、电动重卡爆发库存性质转向主机厂库存。②**主机厂：**4Q24开始需求转暖，国务院考核市值这一行政干预驱动22年以来的价格战缓和。

销量 (万辆)	2022	2023	2024												2025
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1
批发	67.16	91.09	9.69	5.98	11.58	8.23	7.82	7.14	5.83	6.25	5.77	6.64	6.85	8.42	7.22
出口	17.47	27.62	2.58	2.36	2.46	2.54	2.84	2.37	2.16	2.37	2.46	2.29	2.30	2.30	
上险	47.92	61.28	3.39	2.65	7.51	6.48	5.37	4.71	4.64	4.02	4.35	4.47	5.71	6.94	3.37
库存△	1.77	2.19	3.72	0.97	1.60	-0.80	-0.39	0.06	-0.97	-0.14	-1.03	-0.13	-1.17	-0.82	
累计库存 △	1.77	3.96	7.68	8.64	10.24	9.45	9.06	9.12	8.15	8.01	6.97	6.85	5.68	4.86	

销量恒等式：国内库存波动△=批发销量-出口销量-上险销量

5月交易地方细则落地，近期又受局部地区暂停补贴扰动

图：国四地方报废更新补贴政策在25年4-5月陆续落地

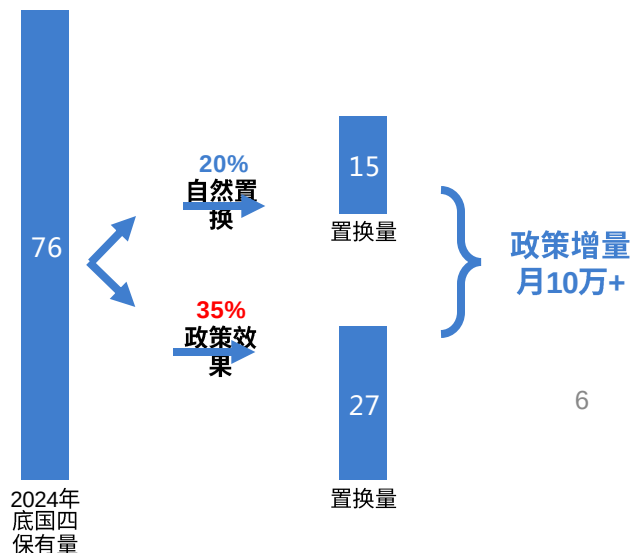


7/31 国三报废补贴开始

2025/1/8 “两新”扩围至国四

- 2.1.3 国四置换驱动25年销破百万。2025年2月，交通运输部、发改委等多部门加快国四及以下货车报废更新，目前处于细则发布的窗口期。“国四”政策补贴加持后，效力类比蓝天保卫战淘汰历程，推演约10万+政策增量。

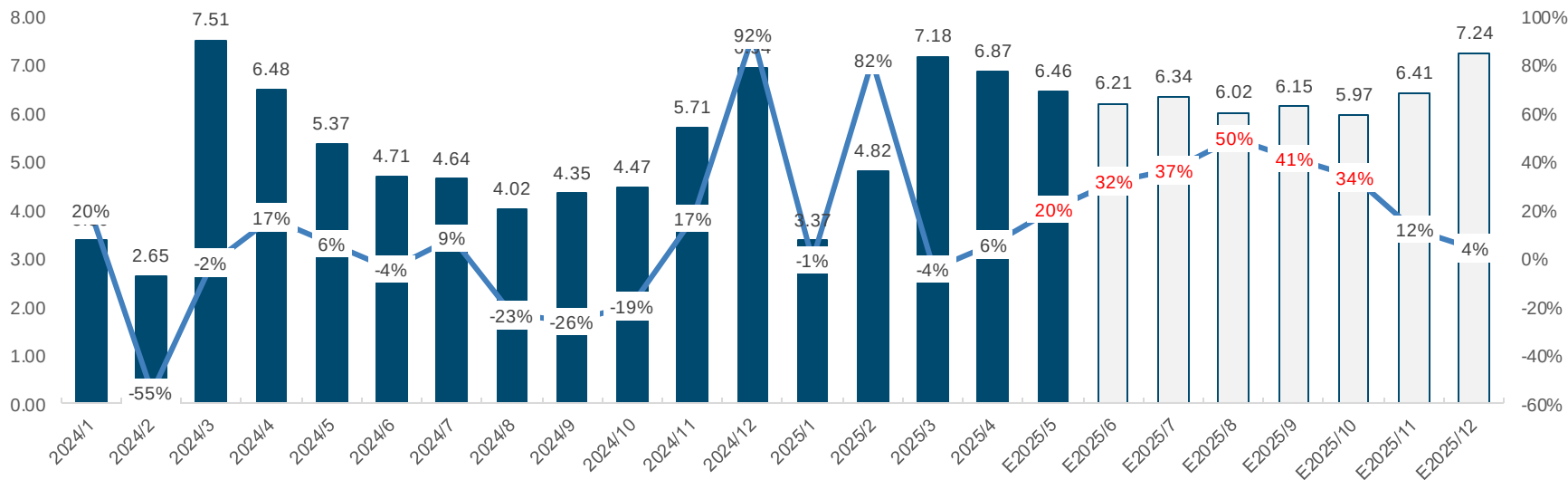
图：以24年底保有量的35%作为政策加持下的预计淘汰率



5月起，从表观增速到真实增速，板块迎来配置的最佳窗口期

- 预计2025年内销约73万辆，同比+21%，增速可观。自5月开始销量同比表现将十分亮眼，当下正是布局下半年高增的最佳窗口期。
- 由于部分地区出现家电、乘用车等暂停线上补贴、更改补贴机制等现象，引发投资者担忧货车报废更新政策效果，我们认为设备更新和以旧换新分属交通部和商务部管辖，理应有相对明确的资金池划分，后续在部委指导下地方资金使用会更平稳有序，同时在补贴金额相对有限的警醒下，待下一批资金到位后货车车主会加速老旧车辆置换。

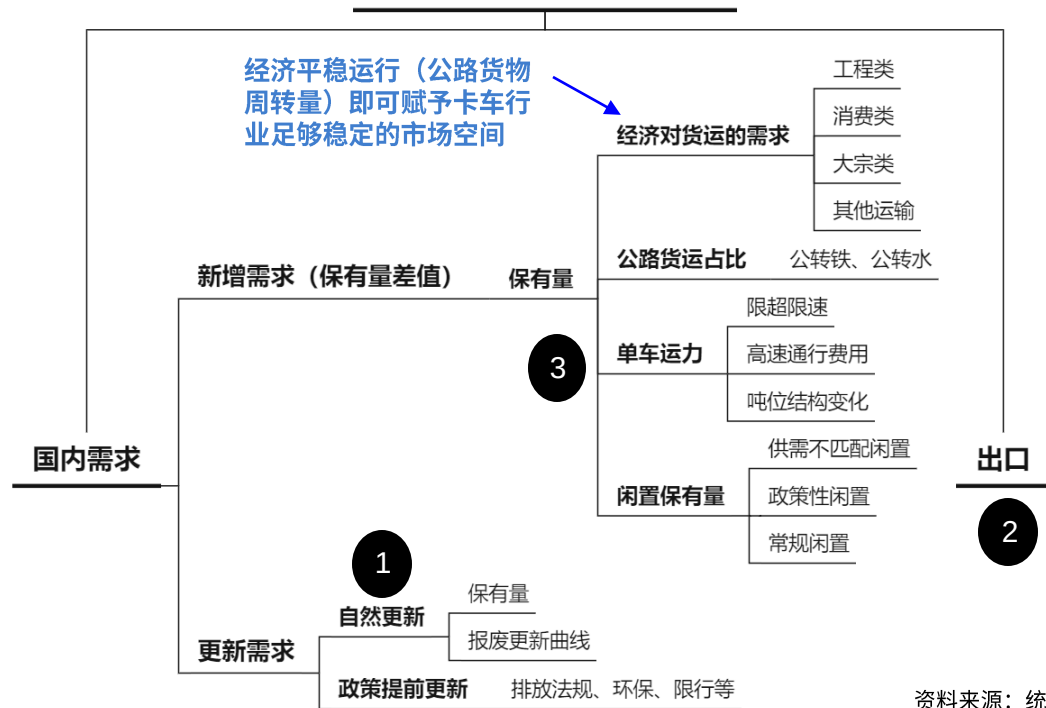
2025年下半年月度销量预测及同比增速（万辆）



重卡框架：周期底部，弱化边际重视空间，做时间的朋友

- 重卡盈利空间=（更新周期驱动销量回归中枢*潜在治超弹性+出口）*规模效应利润弹性弹性，行业处于周期底部，估值处于历史低位，做时间的朋友。

重卡总需求预测框架



1 内需：更新周期到来

置换周期驱动2025-2030内需稳增至百万辆。

出海：26年开始重启增长

俄罗斯下行风险在2025年充分释放，非俄潜力驱动2026年出口重拾升势。

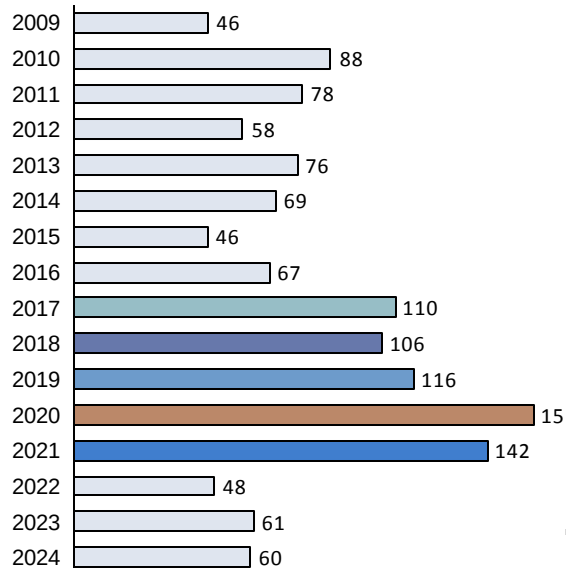
3 治超销量弹性远超经济增长

低运价现状驱动超载，若严格治超，单车运力下行1%，带动7-8万辆保有增量，稳态保有量有20%左右提升空间。

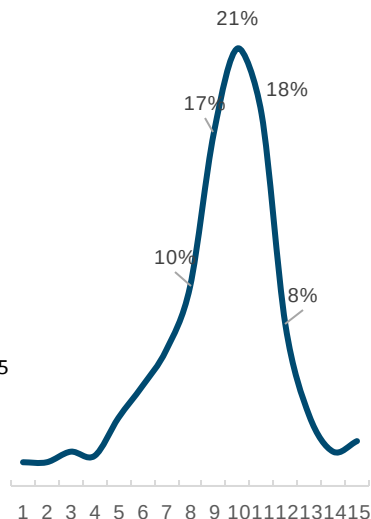
内销展望：更新周期来临，无须依赖经济强复苏

- 更新周期来临：2017-2021年是我国重卡销量高峰，均为国五车型，我们根据经验假设一条以10年为置换中枢的更新曲线，这5年销量高峰的置换周期将驱动2025-2030年更新需求稳步提升，**2026-2028年每年更新换代整体增量8/10/9万辆**。

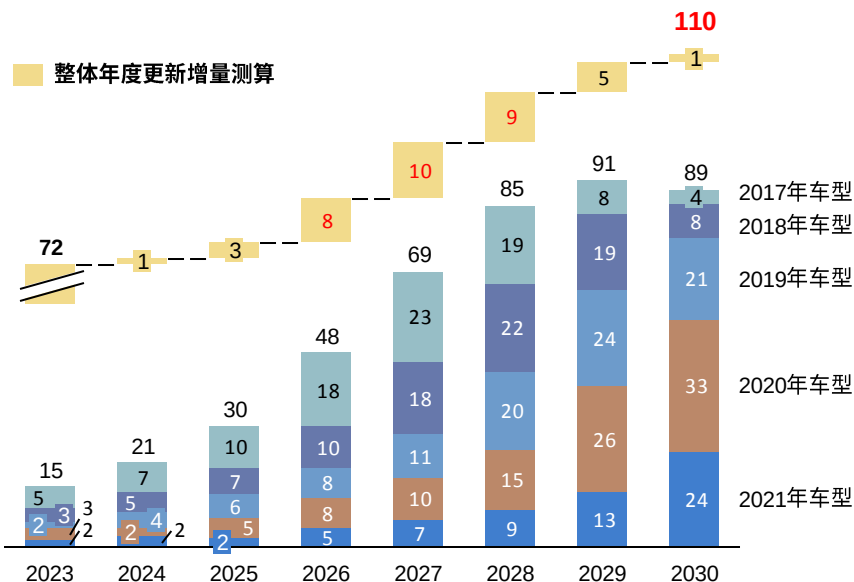
图：2009-2024年上险销量（万辆）



图：车型自然更新率



图：2017-2021年的销量高峰自2025年开始迎来置换上行期（万辆）



资料来源：上险数，国金证券研究所预测

外销展望：出口俄罗斯下行已被充分预期，2025为触底年

- 俄罗斯在2023年8月1日和2024年10月1日两次增加报废税，对出口俄罗斯销量产生扰动，行成较高的渠道库存，同时受制于俄罗斯央行高达20%的基准利率，本地购车需求被压制市场下行。2025年1-4月海关口径重卡出口俄罗斯销量2046辆，同比下滑92%，市场已充分预期俄罗斯市场下行，2025年去库之后，自2026年开始出口至俄罗斯销量将稳步回升。

图：车型自然更新率

来源	科目 (辆)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
海关总署	中国重卡对俄罗斯出口量	3,193	2,881	7,304	36,054	110,993	86,951	14,158	32,755	39,643	41,625
测算	yoy		-10%	154%	394%	208%	-22%	-84%	131%	21%	5%
RUS-AUTO	俄罗斯重卡行业零售销量	78,807	72,683	100,196	84,672	144,219	126,165	88,316	83,900	88,095	92,499
测算	yoy		-8%	38%	-15%	70%	-13%	-30%	-5%	5%	5%
RUS-AUTO	中国品牌在俄零售销量	3,271	3,472	7,255	24,006	81,917	78,348	44,158	37,755	39,643	41,625
测算	中国品牌在俄市占率	4%	5%	7%	28%	61%	62%	50%	45%	45%	45%
	俄罗斯中国重卡库存波动△	-78	-591	49	12,048	29,076	8,603	-30000	-5000	0	0
	累计库存△		-669	-620	11,428	40,504	49,107	19,107	14,107	14,107	14,107

2020年至今重卡出口至俄罗斯销量走势 (辆) 上调报废税



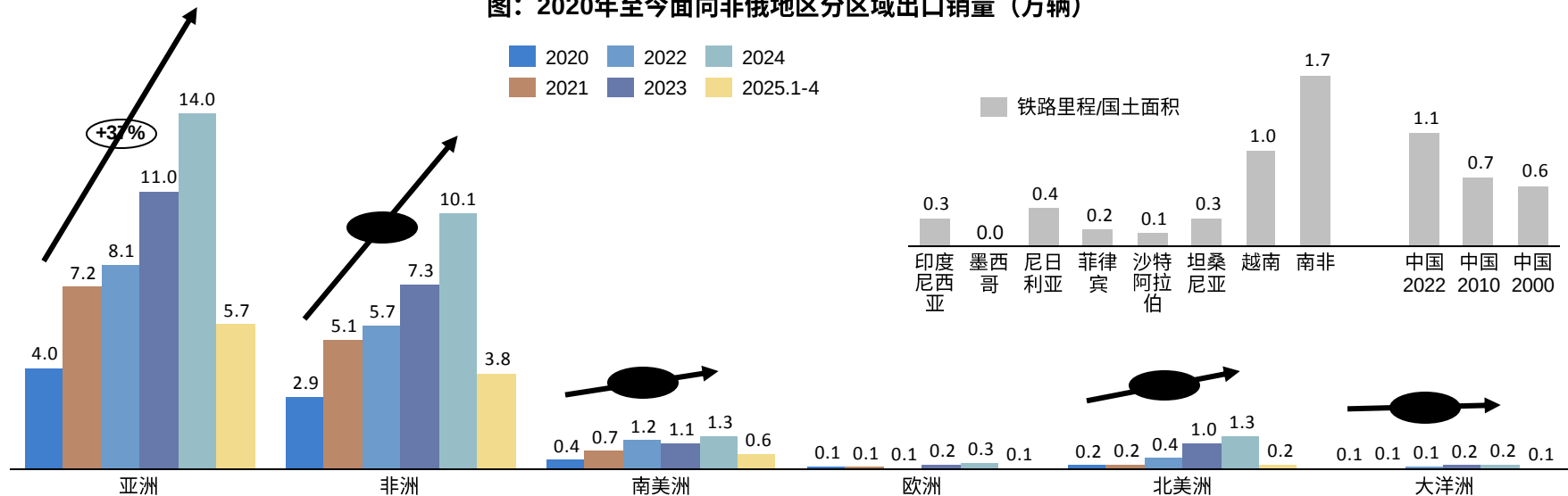
202001 202004 202007 202010 202101 202104 202107 202110 202201 202204 202207 202210 202301 202304 202307 202310 202401 202404 202407 202410 202501 202504

资料来源：海关总署，RUS-AUTO，autostat，国金证券研究所预测

外销展望：非俄地区总量&份额&替代欧美二手车潜力大

- 2025年1-4月，海关口径我们对非俄地区出口重卡10.5万辆，同比增长24.5%，持续保持高增速。
- 总量维度：亚非拉地区经济潜力大，地产基建发展水平及快递物流水平不及我国2000年的水平，后续市场容量有大幅增长空间。份额维度：在南美、中东、东南亚等地仍有较大提升空间。
- 若考虑到亚非拉地区当前大量购买欧美二手车，中国新车替换欧美二手车的空间巨大。

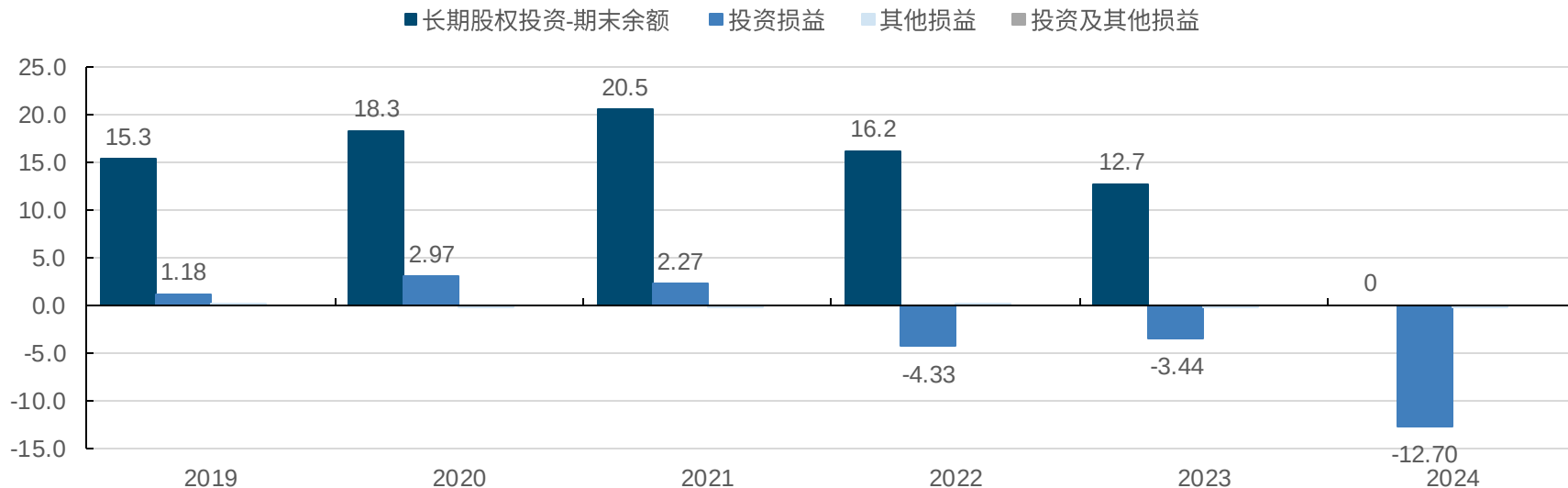
图：2020年至今面向非俄地区分区域出口销量（万辆）



福田：联营企业福戴长投减至0，亏损不再拖累上市公司业绩

- 2022/2023/2024年福戴净利润分别为-9.7/-8.8/-27.4亿元，严重拖累上市公司业绩。由于低运价导致的高端重卡需求低迷，燃料形式单一，市场竞争力不足等多重原因，奔驰重卡销量疲软。公司对福田戴姆勒的长期股权投资于2024年已减至0，后续福戴亏损不会再影响公司报表，净利自25年开始将显著回升。

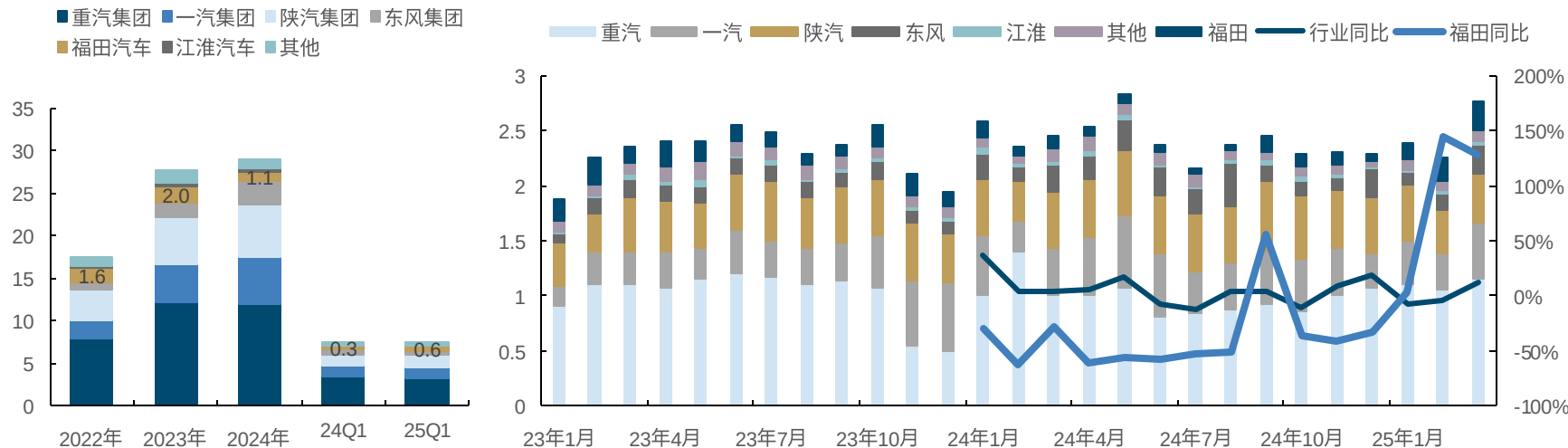
图：2019-2024年福田戴姆勒投资损益及福田对其长期股权投资余额（亿元）



福田：重卡出海行业 β 偏弱，公司渠道扩张+属地化有强 α

- 重卡：属地化工厂落地+销服渠道拓宽带来确定性增量。**2021年以前福田出口以贸易为主，2021年公司将出海战略提级，直至2024年才取得属地化实质进展，而2024年公司受合资伙伴限制其出口至北方大国影响，出口量由2023年的19,945辆降至2024年的11,474辆，造成低基数，伴随2024年下半年开始不断拓宽销服网络，南非、泰国、巴西等属地工厂量产下线，自2025年开始公司重卡出口将迎来快速增长。
- 拐点已至。**2025年一季度行业重卡总出口量同比持平，福田重卡销量逆势增长至6227辆，同比增长81.1%，2025年有望超2.5万辆。

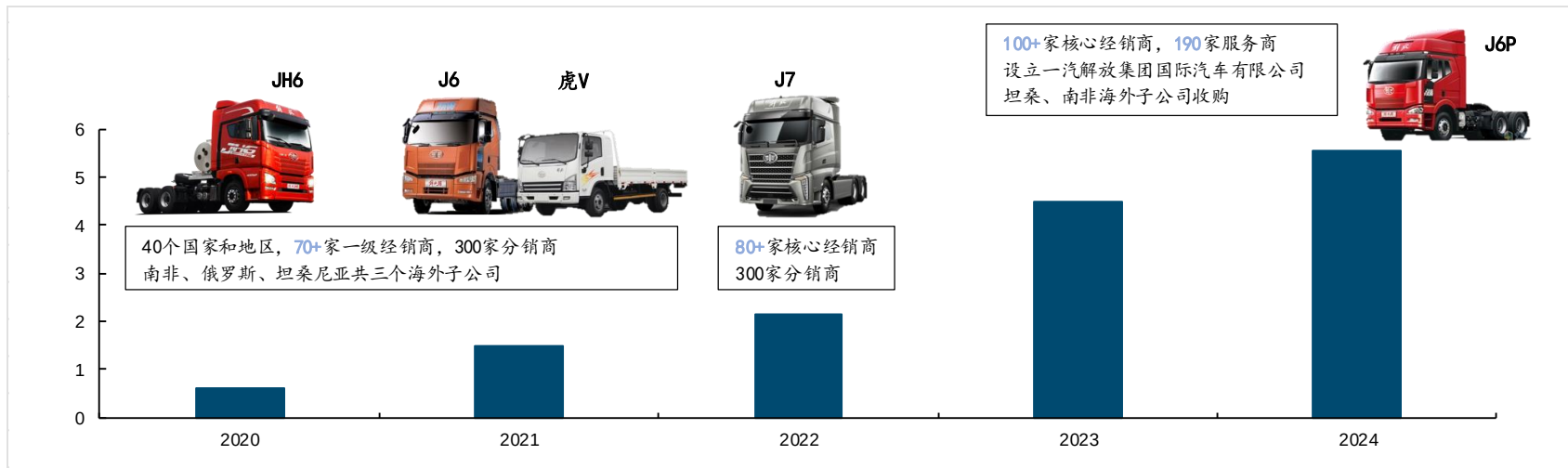
图：2022年至今重卡年度及月度出口量（万辆），行业与福田出口同比（%），按品牌分



福田：重卡出海行业β偏弱，公司渠道扩张+属地化有强α

- **类比一汽解放重卡出海历程，工厂+渠道+新品布局不容小觑。**解放出海布局时间短，上量速度快。在2020全年出口量仅不足1万台，自2021至2022年发力出海，中汽协口径出口规模在2023/2024年分别达到4.48/5.56万台，2024年份额达19.2%，居于第三。
- **剖析成长能力，根源来自海外渠道的拓宽与铺库存容量空间的上升。**具体回溯解放布局，解放以低单价深耕东南亚及非洲等新兴市场，以及过去五年所致力经销商合作布局，使其从初始的70余家一级经销商及300家分销商，逐步整合至2024年的100+核心经销商及190家服务商。通过拓KD工厂、渠道、销售网络、铺库存的方式快速提升出口销量。

图：2020-2024年解放重卡出口量（万辆），对应年份的出口产品，与渠道规模等相关信息



福田：中资车企海外市占率低，轻卡出海星辰大海

- **类比重卡空间及海外竞品，轻卡海外渗透率有三倍空间。**2024年福田中轻微卡+客车出口量为15万台，中汽协统计2024年中国出口商用车90.4万台，其中重卡29万台，即预估中轻微皮卡+客车总量61.4万台。
- 根据IHS统计，2023年全球商用车销量1,300万台，基于S&P Global的商用车地区比例，估算自主品牌海外可触达市场天花板，**中轻微皮卡+客车在海外可触达的空间有445.5万台，目前仅出口61.4万辆，渗透率约14%，若考虑福田已进入欧洲市场，纳入欧洲则仅约10%渗透率。**

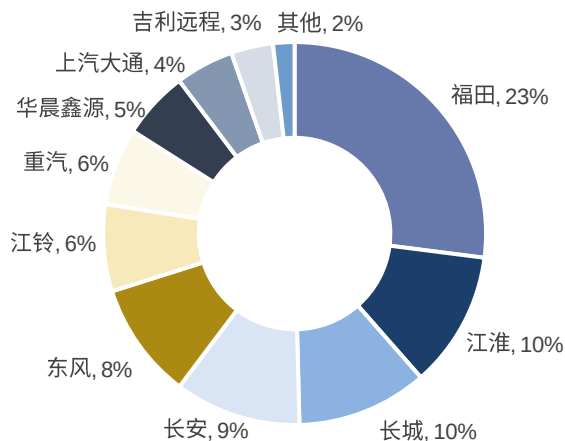
图：自主品牌中轻微皮卡+客车海外空间测算

区域	触达	计算	粗略总量（万）	
全球		+	1300	100.00%
中国		-	297	23.00%
海外市场		=	1003	77.00%
北美	难	-	169	13.00%
墨西哥	易	+	90	6.92%
欧盟	难	-	208	16.00%
日韩	难	-	106	8.20%
印度	难	-	96	7.40%
商用车可触达市场		=	514	39.32%
其中：重卡可触达市场		-	68.5	5.27%
中轻微皮卡+客车		=	445.5	34.05%
可触达市场				
渗透率（含客车）		=	41.6	13.8%

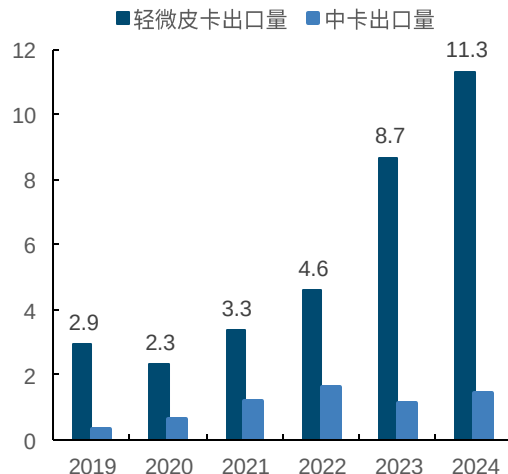
福田：中资车企海外市占率低，轻卡出海星辰大海

- **轻卡绝对领头羊。**根据公司公告，2024年福田轻卡销量47.6万辆，其中海外超11万台；根据第一商用车网，25Q1轻卡行业累计销量约50.77万，其中福田占比约24%，以第二名两倍规模领跑市场。
- **轻卡出口空间有望超30万辆，增量20万+。**福田轻微皮卡出口自2021年起规模强势拉升上行，2024全年销量达11.3万台，三年CAGR达50%。

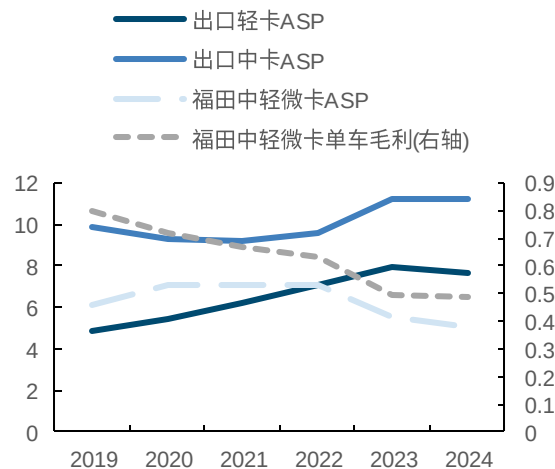
图：2025Q1我国轻卡市场格局（%）



图：2019年至今福田中轻微皮卡出口量（万辆）



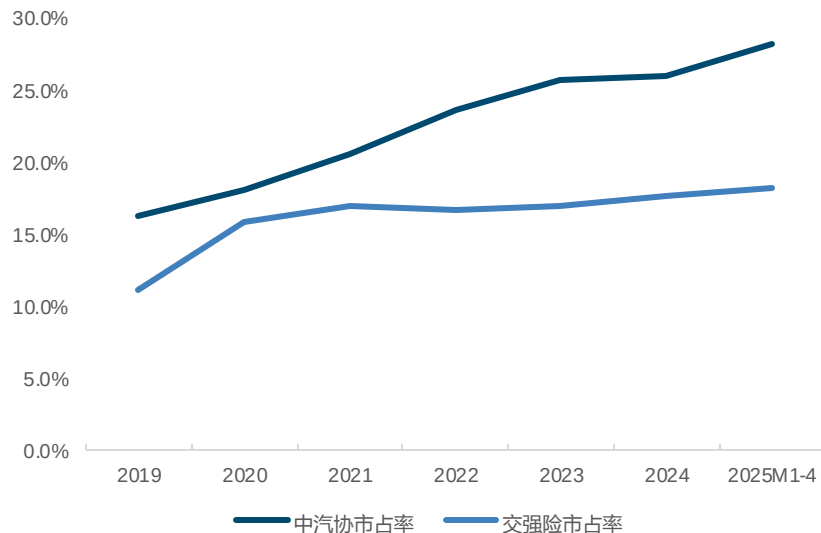
图：福田中轻微卡产品ASP及其单车毛利（万元）



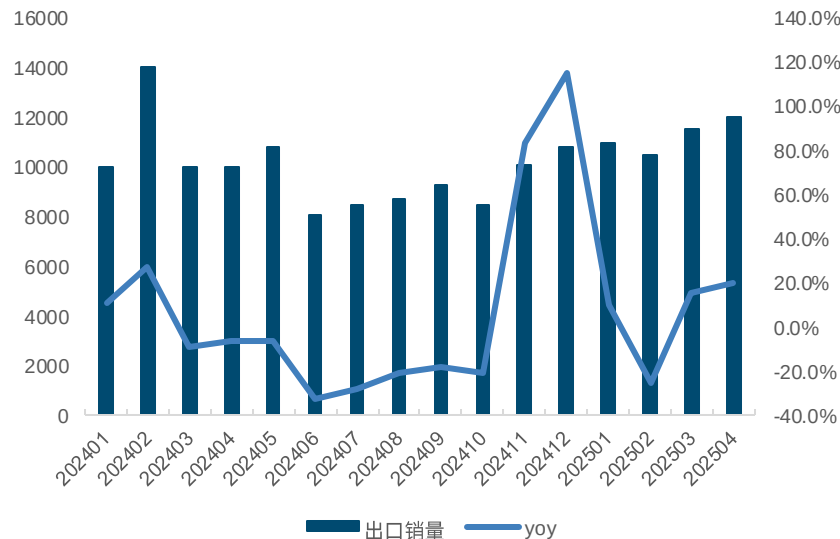
重汽：龙头地位持续强化，出口领军韧性强

- 市占率稳步提升，重卡龙头地位持续强化，将直接受益于2025年以旧换新及2025-2030年置换周期。
- 公司出口优势地位稳固，2025年1-4月在对俄下行压力情况下仍实现出口销量持平微增，后续将充分受益于出口向上。

图：近年来重汽集团市占率不断提升（%）



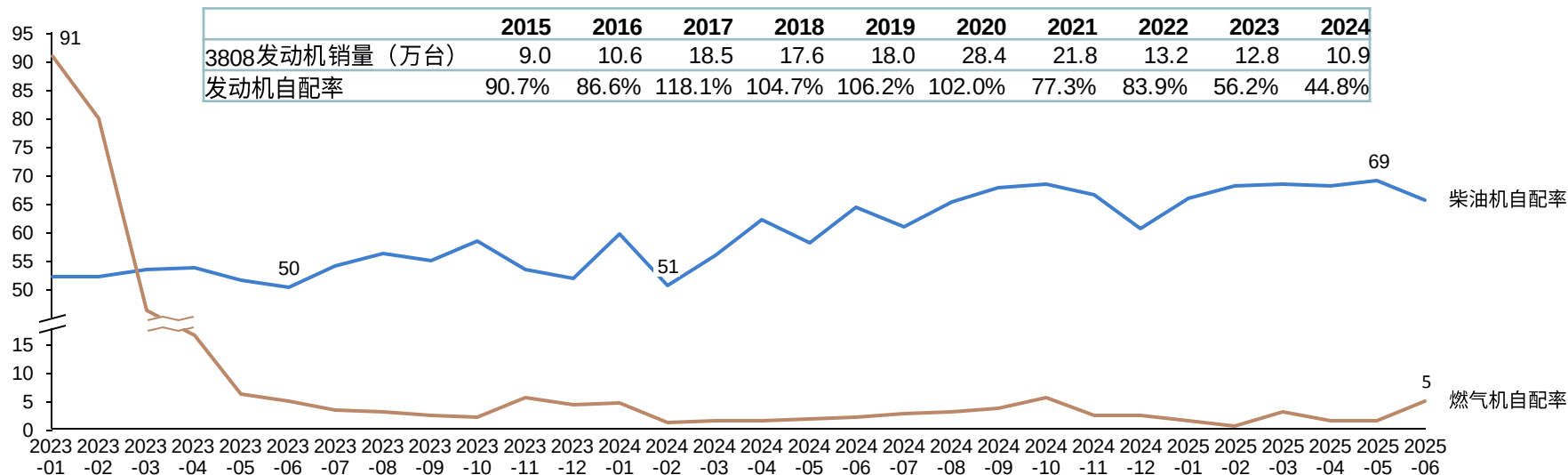
图：25年1-4月重汽出口在有对俄压力情况下仍持平微增（辆）



重汽：2025年发动机内配率拐点向上，将推升盈利能力

- 根据北斗数据，自2Q24开始，公司柴油机内配率持续上行；燃气机方面，自配率自2023年开始快速下降，后续有大幅回升空间。

图：柴油机自制率持续提升，气体机自制率向上拐点已现（北斗口径，%）

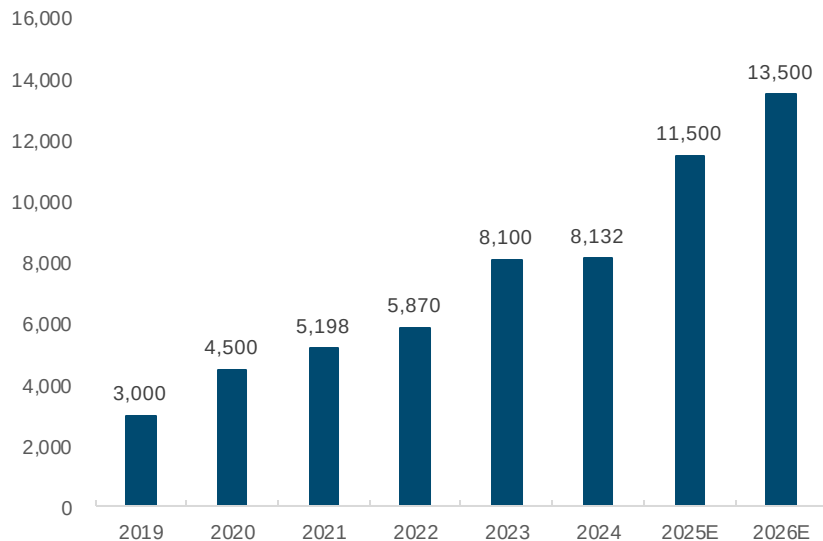


资料来源：中国重汽公告，北斗数据，国金证券研究所

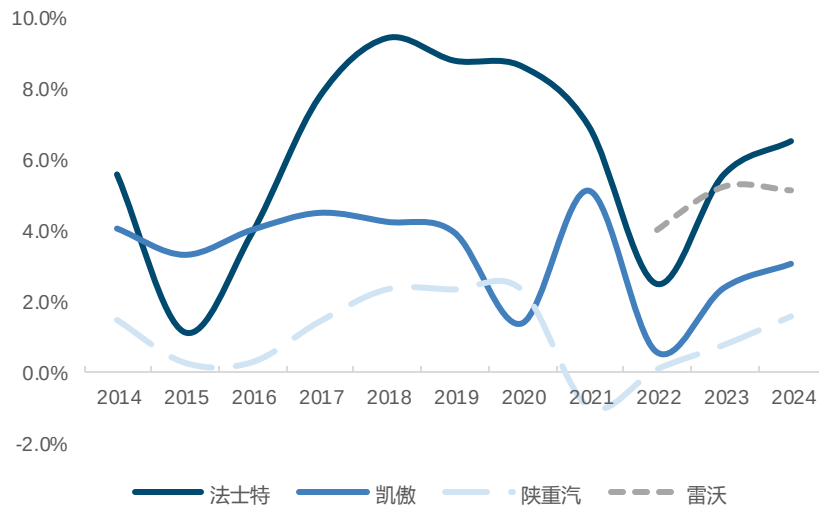
潍柴动力：多元业务布局，核心子公司处于盈利上行通道

- **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。
- **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，未来大缸径业务将是潍柴重卡发动机板块核心看点。

图：潍柴动力大缸径发动机销量（台）



图：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，%）



- 当前投资者对于重卡板块过于关注短期销量变化，博弈色彩较重造成股价起伏偏大。若拉长视角，大的板块行情由销量或销量预期驱动，当前行业处于偏低位，公司估值也处于低位，宜弱化博弈短期数据，重视中期空间。
- 短期看，在以旧换新支撑下，5月开始销量同比表现将十分亮眼，当下是布局下半年高增的窗口期。
- 中长期看，重卡行业盈利空间=（更新周期驱动销量回归中枢*潜在治超弹性+出口）*规模效应利润弹性弹性，行业处于周期底部，估值处于历史低位，适合做时间的朋友。
- 建议关注业绩包袱解除、出海有α的福田汽车；份额持续提升、发动机自制率不断回升、出海有韧性的中国重汽H/A；重卡发动机主业之外有大缸径增量的潍柴动力。

- 重卡复苏不及预期。行业面临复苏节奏低于预期，甚至行业下行的风险。
- 新能源重卡进展超预期。电动重卡盈利能力、格局前景不明朗，若超预期影响利润表现。
- 商用车出海不及预期。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。
- 海外投产不及预期。属地化制造投产速度面临不及预期的风险。
- 地缘政治风险：国际局势不稳定，带来的可能的关税壁垒、地缘关系动荡等情形，导致整车公司在海外的销售存在不确定性。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题