

目录

1	重卡发动机龙头，多元化产品布局	5
1.1	深耕发动机领域二十余年，产业链布局不断扩张	5
1.2	营收及净利润重回正轨，毛利迅速回升	7
1.3	国资控股保障经营，股权激励目标彰显公司信心	9
2	自然置换需求和出口渗透等因素驱动中长期重卡销量提升，整车及动力系统有望受益	11
2.1	重卡行业周期性显著，宏观因素对行业影响大	11
2.2	发动机等核心零部件有望受益重卡行业稳定增长	14
3	公司聚焦重卡发动机，多元业务助力发展	17
3.1	黄金动力链的炼成：潍柴发动机+法士特变速器+汉德车桥	17
3.2	大缸径发动机：高价值量产品市场前景广阔	20
3.3	陕重汽盈利恢复，市占率提升	21
3.4	凯傲盈利能力持续恢复，叉车业务全球排名第二	22
4	盈利预测与投资建议	25
4.1	盈利预测	25
4.2	投资建议	26
5	风险提示：	26

图

图 1:	公司主要发展历程	5
图 2:	2020-2024 前三季度公司营收情况	7
图 3:	2020-2024 前三季度公司归母净利润情况	7
图 4:	2020-2024H1 公司营收拆分 (单位: 亿元)	7
图 5:	2020-2024H1 公司营收占比	7
图 6:	2020-2024H1 公司毛利及毛利率情况	8
图 7:	2020-2024H1 公司分业务毛利率情况	8
图 8:	2019-24H1 公司分地区毛利率情况	8
图 9:	2019-24H1 公司分地区营收情况 (亿元)	8
图 10:	重卡销量增速、潍柴营收和归母净利润增速对比	9
图 11:	公司股权结构 (截至 24H1)	9
图 12:	重卡销量驱动因素拆解	11
图 13:	重卡保有量及公路货物周转量情况 (单位: 万辆、亿吨公里)	12
图 14:	半挂车内饰、重卡保有量、公路货运周转量同比增速对比	12
图 15:	底盘与基建、房地产开发投资的累计同比增速关联度较高	12
图 16:	自然更新需求测算 (单位: 万辆)	13
图 17:	重卡出口量 (单位: 万辆)	14
图 18:	重卡整体、内销、出口增速对比	14
图 19:	潍柴 WP13 发动机	15

图 20: 重卡发动机月度配套率	15
图 21: 潍柴蓝擎 13L/15L/17L 产品展示	17
图 22: 法士特智行 AMT	19
图 23: 2019-24H1 变速箱销量情况	19
图 24: 2019-24H1 法士特营收情况	19
图 25: 2019-24H1 法士特净利情况	19
图 26: 潍柴动力大缸径发动机产品示意图	21
图 27: 陕重汽 2019-24H1 营收情况	21
图 28: 陕重汽 2019-24H1 净利润情况	21
图 29: 凯傲品牌及产品示意图	22
图 30: 凯傲的全面解决方案覆盖供应链和物料搬运	22
图 31: 凯傲 2019-24H1 营收情况	23
图 32: 凯傲 2019-24H1 净利润情况	23
图 33: 凯傲 2027 战略	24

表

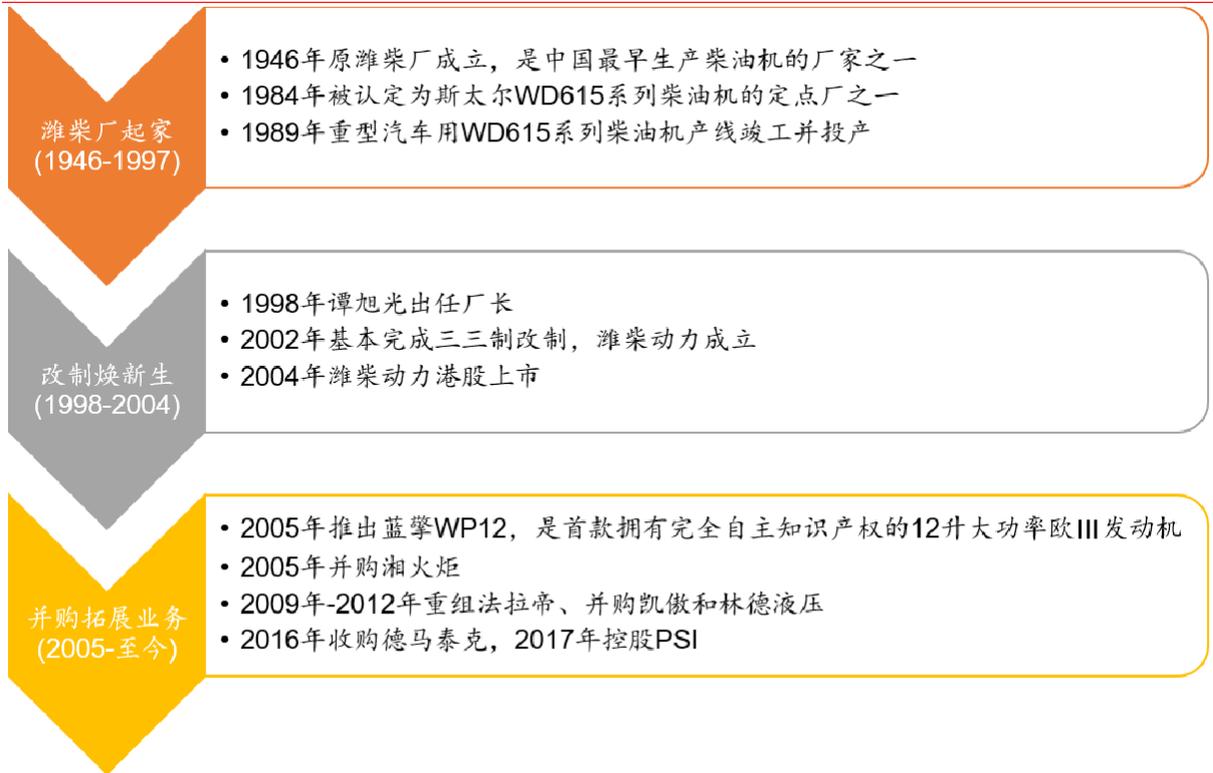
表 1: 公司主营业务及产品	6
表 2: 公司全球重点业务布局	6
表 3: 公司股权激励业绩考核目标	10
表 4: 老旧营运货车报废更新补贴标准	14
表 5: 重卡发动机主要厂家及产品概况	16
表 6: 发动机经营分部营收及业绩情况 (单位: 亿元) ...	18
表 7: 2023 年全球叉车供应商前 5 强	23
表 8: 凯傲集团 2024 财年预测	24
表 9: 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 亿元人民币) .	25
表 10: 可比公司估值	26

1 重卡发动机龙头，多元化产品布局

1.1 深耕发动机领域二十余年，产业链布局不断扩张

以内燃机为中心，多元化布局，全面发展。潍柴动力成立于2002年，并分别于2004年、2007年实现港、深两地上市。公司主营业务涵盖动力系统、商用车、农业装备、智慧物流等业务板块，拥有潍柴动力发动机、陕汽重卡、潍柴雷沃智慧农业、法士特变速器、汉德车桥等国内外知名品牌。2023年实现营业收入2139.58亿元，归母净利润90.14亿元，位列中国跨国公司100大第22位，跨国指数48.57%。

图 1：公司主要发展历程



资料来源：潍柴集团官网，选车网，

公司主要产品包括全系列发动机、变速箱、车桥、液压产品、重型汽车、叉车、供应链解决方案、农业装备等，其中，发动机产品远销全球150多个国家和地区，广泛应用和服务于全球卡车、客车、工程机械、农业装备、船舶、电力等市场。

表 1：公司主营业务及产品

主营业务	产品	图示	公司
动力系统业务	发动机		潍柴动力
	变速箱		法士特
	车桥		汉德车桥
商用车业务	重卡		陕西重汽
智慧物流业务	叉车 供应链解决方案		凯傲集团
农业装备业务	拖拉机 收获机械		潍柴雷沃

资料来源：公司官网，公司年报，

表 2：公司全球重点业务布局

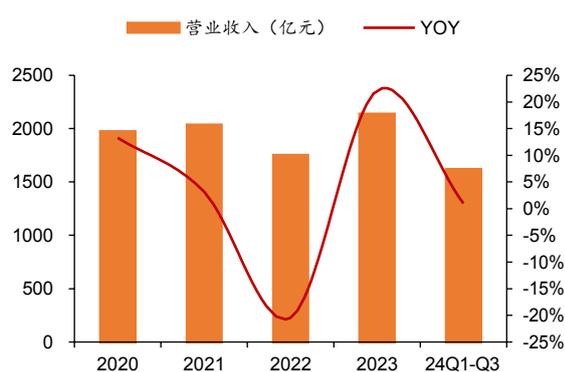
公司	国别	投资年份	比例	主营业务
陕西重汽	中国	2005 年	51.00%	产品覆盖重型卡车、重型车桥及汽车后市场等领域
法士特	中国	2005 年	51.00%	全球最大的商用车变速器生产基地和世界高品质汽车传动系统供应商。现已形成年产销汽车变速器 120 万台、齿轮 5000 万只和汽车铸锻件 20 万吨的综合生产能力，商用汽车变速器市场保有量超过 1100 万台，国内市场占有率超过 70%。
汉德车桥	中国	2005 年	97.06%	具备年产各类桥总成 150 万根的生产能力，年产值超 130 亿元。
潍柴雷沃	中国	2021 年	61.10%	旗下收获机械、拖拉机等业务连续多年保持行业领先，是国内少数可以为现代农业提供全程机械化整体解决方案的品牌之一。
潍柴火炬	中国	2005 年	70.12%	主导产品火花塞为国内外众多汽车、摩托车、汽油机和燃气发动机厂家配套，系国内主机、售后及出口市场的火花塞主流供应商。
凯傲集团	德国	2012 年	46.52%	凯傲集团是工业车辆和供应链解决方案领域全球领先的供应商。其专业实力覆盖包括叉车、仓储技术设备在内的工业车辆，以及有助提高供应链运转效率的集成自动化技术设备、软件解决方案及所有相关服务。
德马泰克	美国	2016 年	46.52%	为仓库、配送中心和生产设施设计、打造、实施自动化系统解决方案。
林德液压	德国	2012 年	100.00%	作为少数掌握高端液压技术的企业，将其液压技术引入中国，于 2014 年成立潍柴液压，2019 年 7 月年产能 10 万套潍柴林德液压产业园投产。

资料来源：公司官网， ，经济导报，

1.2 营收及净利润重回正轨，毛利迅速回升

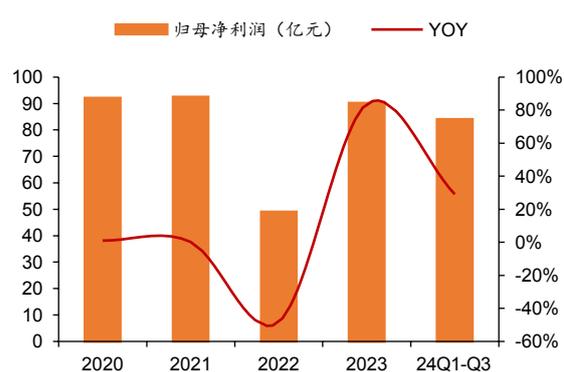
2023年营收和归母净利润重回正轨，24H1营收保持稳定，归母净利润持续高增长。2023年公司营收2139.58亿元，同比+22.15%；归母净利润90.14亿元，同比+83.77%。24Q1-Q3公司营收1619.54亿元，同比+0.98%；归母净利润84.01亿元，同比+29.23%。

图 2：2020-2024 前三季度公司营收情况



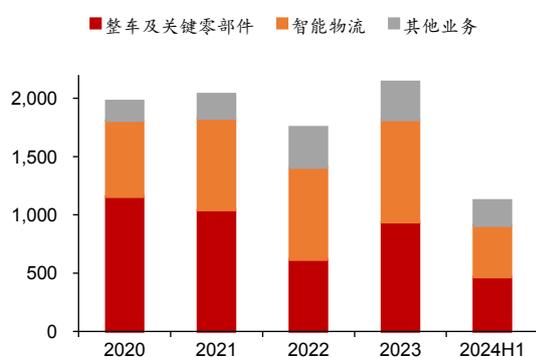
资料来源： ，

图 3：2020-2024 前三季度公司归母净利润情况



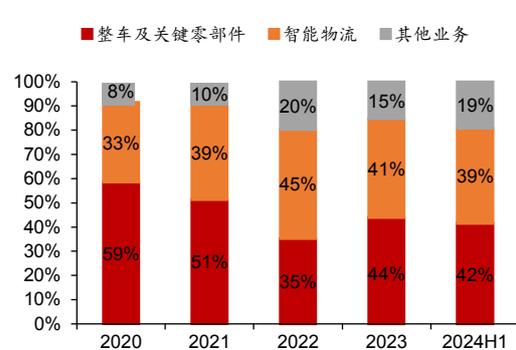
资料来源： ，

图 4：2020-2024H1 公司营收拆分（单位：亿元）



资料来源： ，

图 5：2020-2024H1 公司营收占比



资料来源： ，

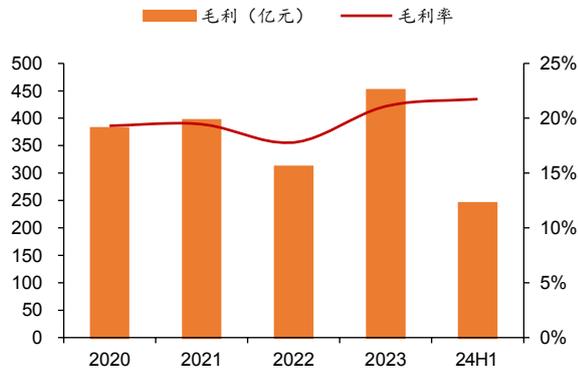
逐年分析近年营收及净利润表现：

2022年，公司实现营收1751.58亿元，同比-20.46%；实现归母净利润49.05亿元，同比-48.33%。重卡行业的弱需求导致公司的发动机、整车、变速箱产销量降幅均超过40%，而整车及关键零部件业务营收占比超35%，因此对全年营收造成较大拖累。而归母净利润下降幅度更大，主要是在营收下降的同时，期间费用不降反增。

2023年，公司营收2139.58亿元，同比+22.15%；归母净利润90.14亿元，同比+83.77%。重卡行业复苏，公司重卡相关业务

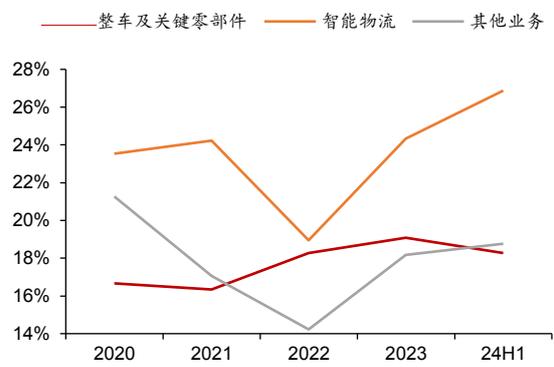
同比增长，整车及关键零部件营收增速超 50%；凯傲在 2023 年走出通胀及供应链问题影响，收入创历史新高，公司智能物流营收增速超过 10%。**2023 年公司毛利率为 21.09%**，整车及关键零部件、智慧物流业务毛利率分别为 19.08%/24.33%，智慧物流的毛利率同比提升 5.38 个百分点。

图 6：2020-2024H1 公司毛利及毛利率情况



资料来源： ，

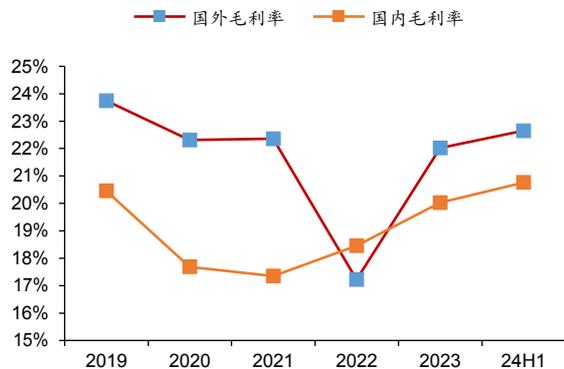
图 7：2020-2024H1 公司分业务毛利率情况



资料来源： ，

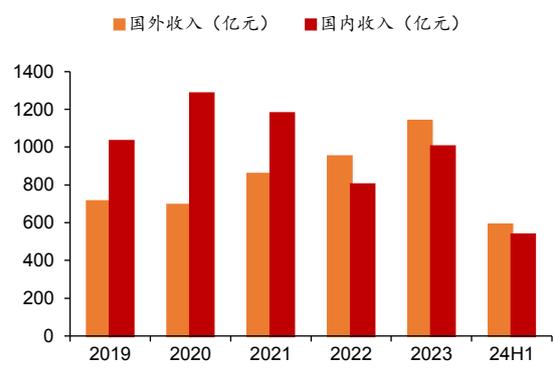
公司海外业务表现亮眼。24H1 国外毛利率达 22.65%，相较国内毛利率超出 1.89 个百分点；国外业务营收 588.53 亿元，占公司总营收的 52.32%。公司通过收购实现协同性的业务多元化。

图 8：2019-24H1 公司分地区毛利率情况



资料来源： ，

图 9：2019-24H1 公司分地区营收情况 (亿元)

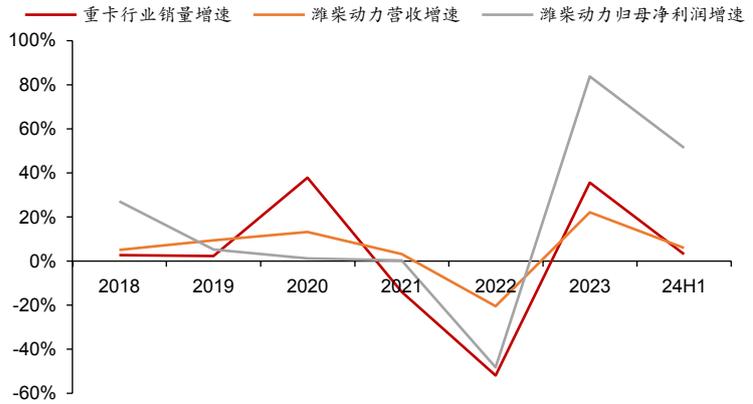


资料来源： ，

潍柴的经营业绩与重卡行业销量有较高的关联度，多元化业务布局成果逐步显现，2023 年开始利润增速显著强于行业销量和营收增速。重卡行业销量增速、潍柴营收增速、归母净利润增速的增减性与增减幅度关联度较高，以动力系统和重卡为主的整车及关键零部件业务一直占据最主要份额（2022 年除外），这些业务和重卡行业需求相关性较强，公司营收增速和行业销量增速的相关性也较强。

归母净利润方面，虽然也显示出较强的同增同减趋势，但是 2023 年以来的增速显然高于营收增速和重卡行业销量增速，我们认为主要是以凯傲为代表的业务逐渐走出通胀及供应链问题影响。

图 10: 重卡销量增速、潍柴营收和归母净利润增速对比

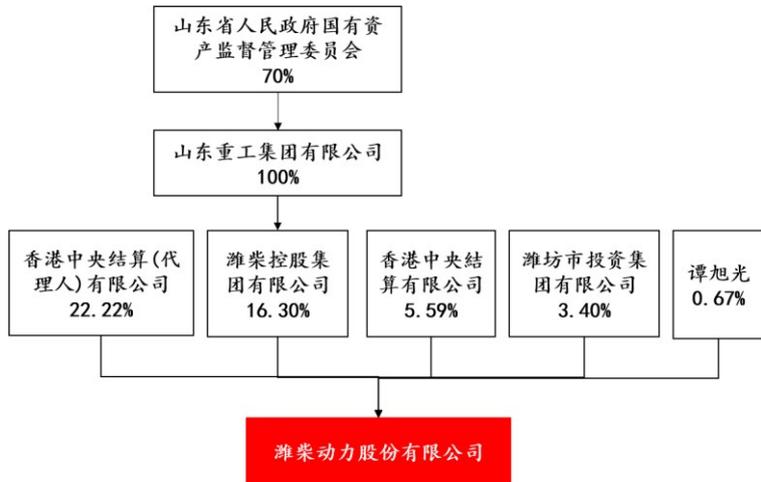


资料来源: ,

1.1 国资控股保障经营，股权激励目标彰显公司信心

公司实控人为山东重工集团，拥有山东国资背景。截至 2024 年 6 月 30 日，实控人山东重工集团持股 16.30%。

图 11: 公司股权结构 (截至 24H1)



资料来源: ,

公司实施股权激励计划，业绩考核目标为：2024-2026 年营收不低于 2102、2312、2589 亿元，销售利润率不低于 8%、9%、9%。2023 年 12 月 8 日，公司通过了《审议及批准关于调整公司 2023 年 A 股限制性股票激励计划相关事项的议案》，公司本次激励计划激励对象人数为 693 人，限制性股票授予数量为 7827 万股。

表 3：公司股权激励业绩考核目标

解除限售期	业绩考核条件
第一个解除限售期	2024 年营业收入不低于 2,102 亿元，2024 年销售利润率不低于 8%，且上述指标都不低于当年同行业平均业绩水平，并不低于授予时所处的行业水平。
第二个解除限售期	2025 年营业收入不低于 2,312 亿元，2025 年销售利润率不低于 9%，且上述指标都不低于当年同行业平均业绩水平，并不低于授予时所处的行业水平。
第三个解除限售期	2026 年营业收入不低于 2,589 亿元，2026 年销售利润率不低于 9%，且上述指标都不低于当年同行业平均业绩水平，并不低于授予时所处的行业水平。

资料来源：公司公告，

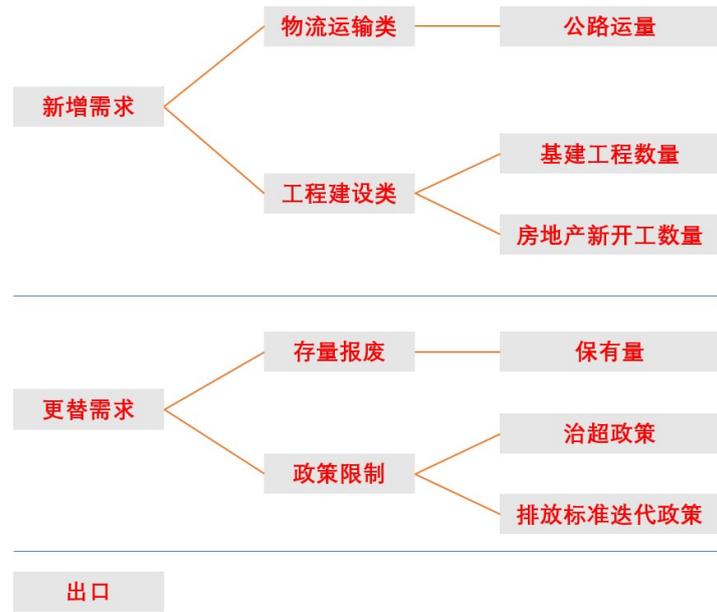
2 自然置换需求和出口渗透等因素驱动中长期重

卡销量提升，整车及动力系统有望受益

2.1 重卡行业周期性显著，宏观因素对行业影响大

我们对重卡总体销量的驱动因素进行具体拆解。

图 12：重卡销量驱动因素拆解



资料来源：一汽解放定增公告，

新增需求：重卡按照用途可分为物流运输和工程建设两大类。物流运输类重卡销量与公路货运量、公路货物周转量等指标紧密相关。工程建设类用车需求与基建工程、房地产新开工数量等密切相关，固定资产投资和基建投资的增长对工程类中重卡的需求拉动十分明显。

更替需求：重卡更新周期通常为 6-9 年，且维修费用在使用一定年限后会迅速上升，促使用户根据经济环境、盈利状况做出是否换车的决定。同时，监管部门治超政策以及排放标准迭代政策的推出，亦有利于促进重卡产品换代升级。

出口：根据中汽协数据，重卡出口量从 2020 年 6.1 万辆提升至 2023 年的 27.6 万辆，销量占比提升至 30.3%，因此在分析重卡销量驱动因素时也不可或缺。

(1) 新增需求平稳为主、规模较小

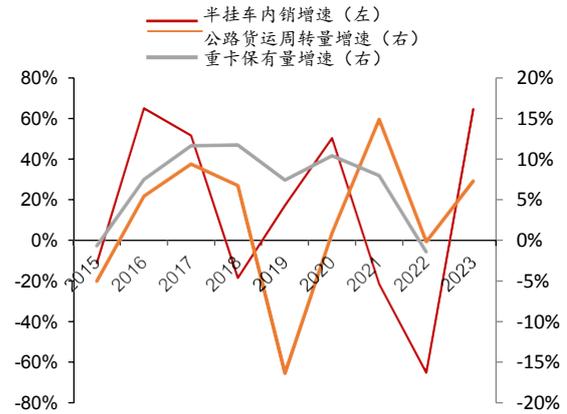
公路货运总量数据增速较缓，物流重卡增长动能不足。物流重卡主要用于公路货运，销量趋势与公路货运运力需求关联度较高，公路货运周转量 24Q1-Q3 增速仅为 3.09%，半挂内销、重卡保有量与公路货运周转量增速的对比，我们认为重卡保有量与公路货运周转量的增速相关程度更高，主要原因是销量受到政策因素扰动造成需求透支所致。但相对能平滑波动的重卡保有量数据能看出与公路运力需求总体还是相关度较高。

图 13: 重卡保有量及公路货物周转量情况 (单位: 万辆、亿吨公里)



资料来源: ,

图 14: 半挂车内销、重卡保有量、公路货运周转量同比增速对比

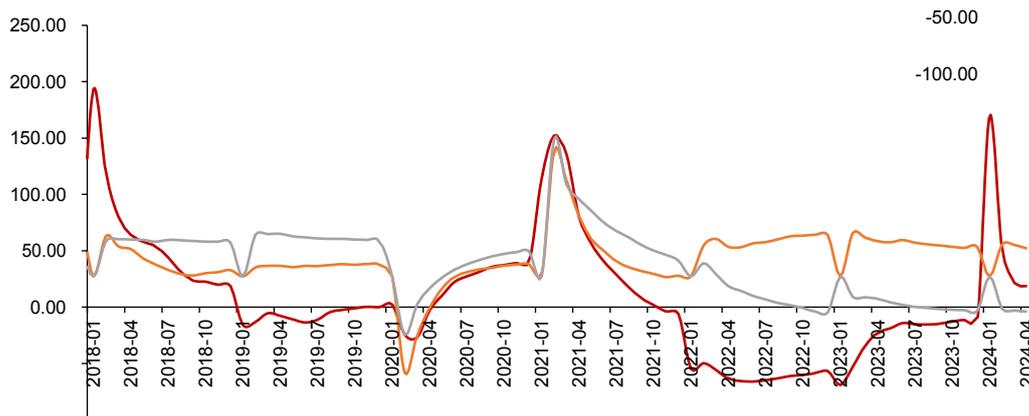


资料来源: ,

工程机械重卡销量与基建、房地产行业关联度高，销量有所下滑。重卡底盘销量占比从 2018 年的 32.26% 下降至 2023 年的 19.05%，基建工程和房地产新开工等下游景气度对工程类重卡需求影响较大，目前两者的累计同比增速均较低，我们认为工程机械类重卡的销量态势以平稳为主。

图 15: 底盘与基建、房地产开发投资的累计同比增速关联度较高

中国:销量:商用车:重型货车非完整车辆:累计同比 %
 中国:固定资产投资完成额:基础设施建
 设投资:累计同比 % 中国:房地产开发投
 资完成额:累计同比 %



资料来源: ,

70.00
60.00
50.00
40.00
30.00
20.00
10.00
0.00
-10.00
-20.00
-30.00
-40.00

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/927200003034010005>