

整车主线周报： 本周蔚来发布一季度报，4月重卡出口非洲/东南亚持续高增

证券分析师：黄细里
执业证书编号：S0600520010001
联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn
2026年5月24日

板块最新观点

- **乘用车观点更新：**短期来看，行业补贴政策已落地，看好观望需求转化下26Q1乘用车景气度复苏，坚定看好乘用车板块。全年维度来看：国内选抗波动+出口选确定性。**国内关注高端电动化赛道中对政策扰动不敏感的个股江淮汽车，以及高端化有望放量的吉利汽车/长城汽车/北汽蓝谷/赛力斯/理想等；出口主线优先配置海外体系成熟、执行能力已验证的头部车企，优选比亚迪/长城汽车/奇瑞汽车，以及零跑/小鹏/上汽集团/长安汽车等。**
- **重卡观点更新：回顾2025：**25年全年批发114.4万，同比+26.8%，内销79.9万，同比+32.8%，出口34.1万，同比+17.2%，全年内销及出口超市场年初预期。25年初国四及以下营运重卡保有量69万辆，估算25年底淘汰至45-50万辆，25年全年淘汰21万辆，25年全年内销政策拉动+自然需求回升共振。**展望2026：**我们预计26年重卡内销有望兑现乐观情形的80-85万，同比+3%。**继续推荐中国重汽A/H+潍柴动力+福田汽车+一汽解放+中集车辆等重卡头部车企！**
- **客车观点更新：**2026年以旧换新政策落地，我们认为：1) 客车策略超预期，市场之前对于客车补贴力度做了和乘用车一样会退坡的预期，实际是延续的；2) 25年公交略低预期：25年公交车销量2.9万辆，同比-6%（24年公交车销量3万辆，同比+44%），两年增长下来距离合理更换中枢仍有差距（公交60万保有量，8-10年更换周期，销量中枢6万台）；3) 26年公交可以更乐观：考虑到八年以上待更新公交数量（10万台以上）以及销量中枢，我们认为26年公交在补贴下仍保持增长，我们保守预计26年公交4万台同比+40%。**推荐头部车企，重点推荐宇通客车/金龙汽车，建议关注中通客车。**
- **摩托车观点更新：**大排量+出口持续高景气，看好龙头车企。我们预测2026年行业总销量1938万辆，同比+14%，其中大排量126万辆，同比+31%。大排量：1) 内销：25H2大排量内销转弱，我们预计随26年国内新品供给推出，内销有望小幅增长，预计26年内销43万，同比+5%；2) 出口：欧洲+拉美中国品牌份额提升空间充足，我们预计26年出口83万，同比+50%。**看好大排量+出口持续增长，优选龙头车企。推荐春风动力+隆鑫通用。**
- **注：下文本周指5/18-5/22**
- ◆ **风险提示：**贸易战升级进一步超出预期；全球经济复苏力度低于预期。

目录



■ 本周（5/18-5/22）板块行情复盘

■ 板块边际变化跟踪

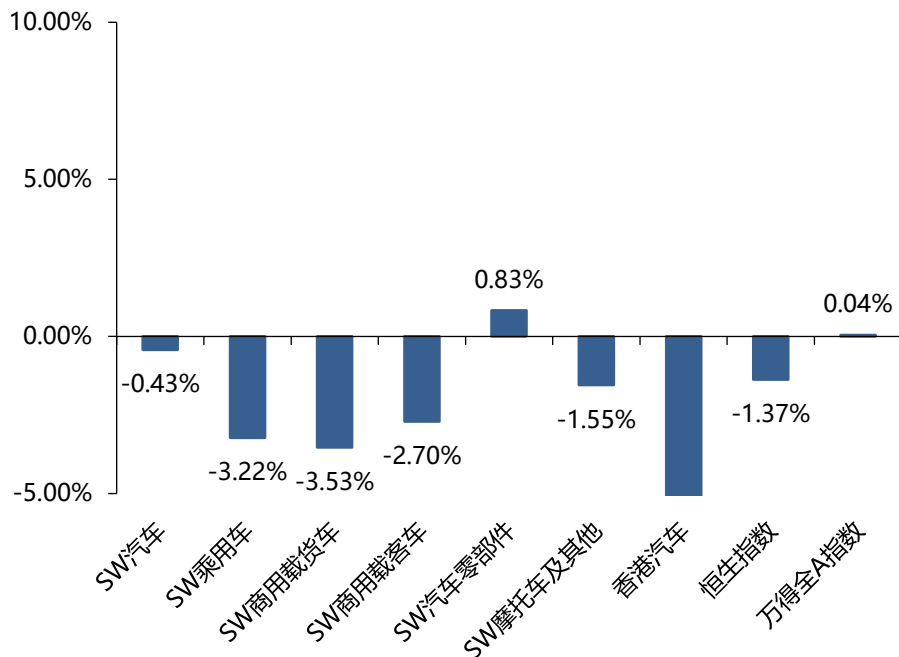
■ 投资建议与风险提示

一、本周（5/18-5/22）板块行情复盘

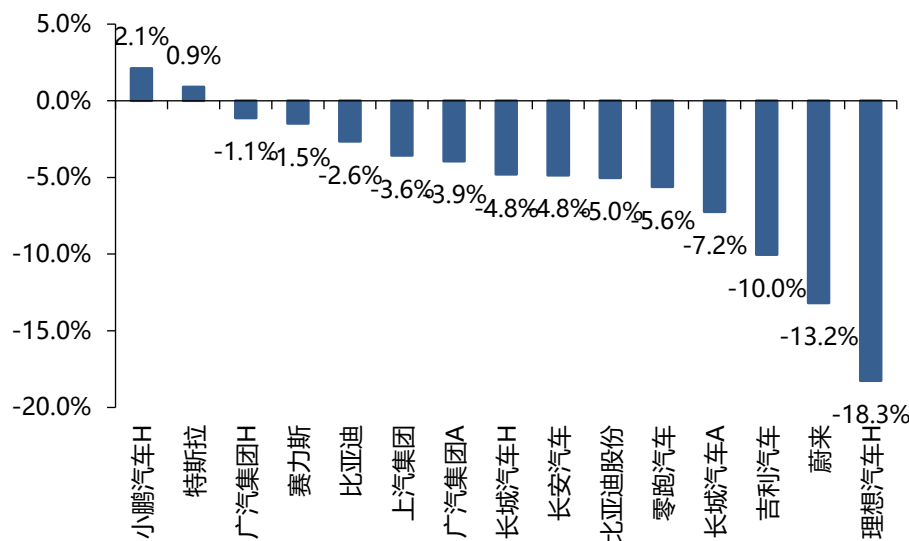
本周板块行情复盘

- **整车各子板块：**本周SW汽车零部件指数+0.83%，相对万得全A指数+0.8%，涨幅最大；本周香港汽车指数-5.85%，相对恒生指数-4.5%，跌幅最大。
- **乘用车板块：**本周SW乘用车指数-3.22%，相对万得全A指数-3.3%，本周香港汽车指数-5.85%，相对恒生指数-4.5%。个股表现上，本周小鹏汽车+2.1%，涨幅最大，本理想汽车H-18.3%，跌幅最大。

图：本周整车各子板块涨跌幅



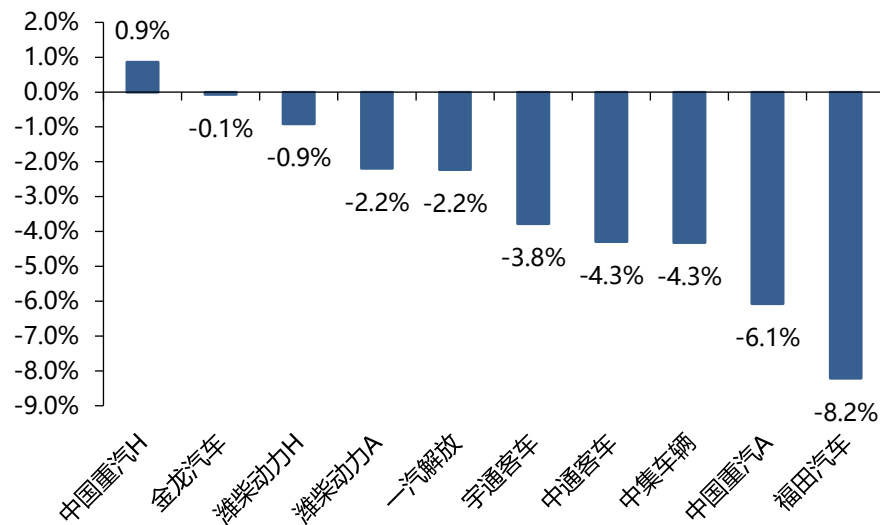
图：本周乘用车核心个股涨跌幅



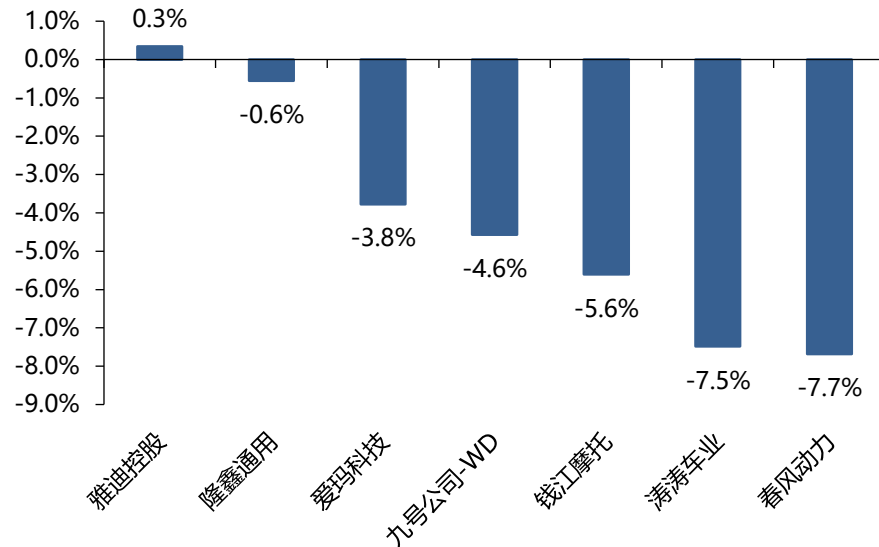
本周板块行情复盘

- **商用车板块：**本周SW商用载货车指数-3.53%，相对万得全A指数-3.6%，本周SW商用载客车指数-2.7%，相对万得全A指数-2.7%。个股表现上，本周中国重汽H+0.9%，涨幅最大，福田汽车-8.2%，跌幅最大。
- **两轮车板块：**本周SW摩托车及其他指数-1.55%，相对万得全A指数-1.6%。个股表现上，本周雅迪控股+0.3%，涨幅最大，本周春风动力-7.7%，跌幅最大。

图：本周商用车核心个股涨跌幅



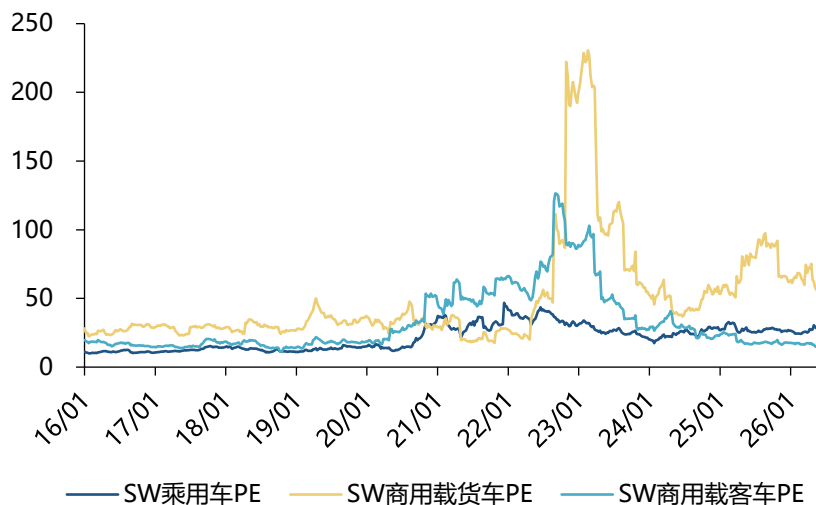
图：本周摩托车核心个股涨跌幅



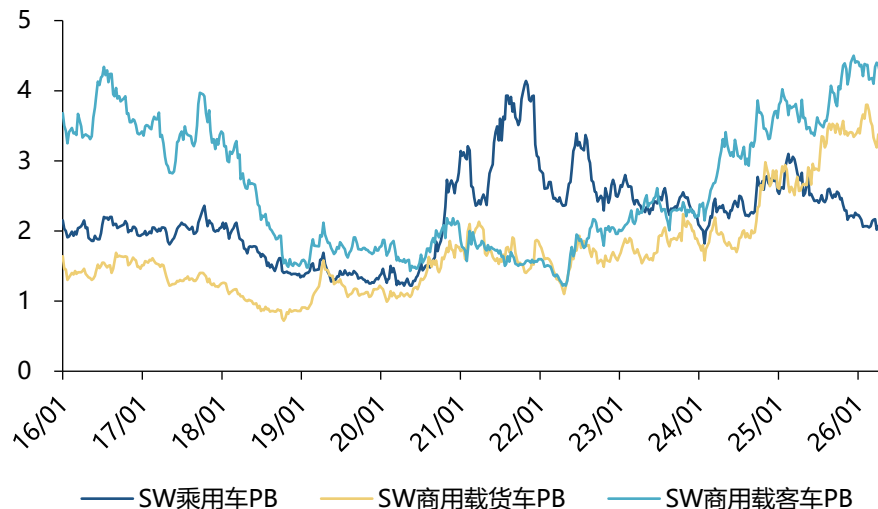
本周板块行情复盘

- 本周SW乘用车PE 28.2x，SW商用载货车PE 55.8x，SW商用载客车PE 14.7x；分别处于16年至今的75.5%/73.6%/8.1%分位数。
- 本周SW乘用车PB 1.8x，SW商用载货车PB 3.0x，SW商用载客车PB 3.7x；分别处于16年至今的24.0%/91.2%/85.3%分位数。

图：本周整车PE（TTM）估值



图：本周整车PB（TTM）估值

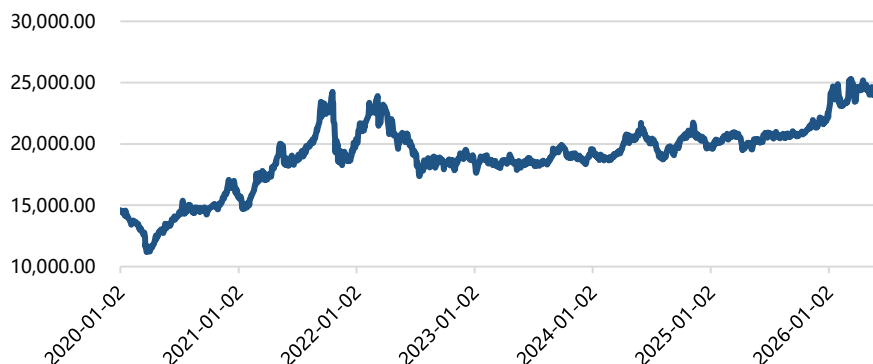


二、板块边际变化跟踪

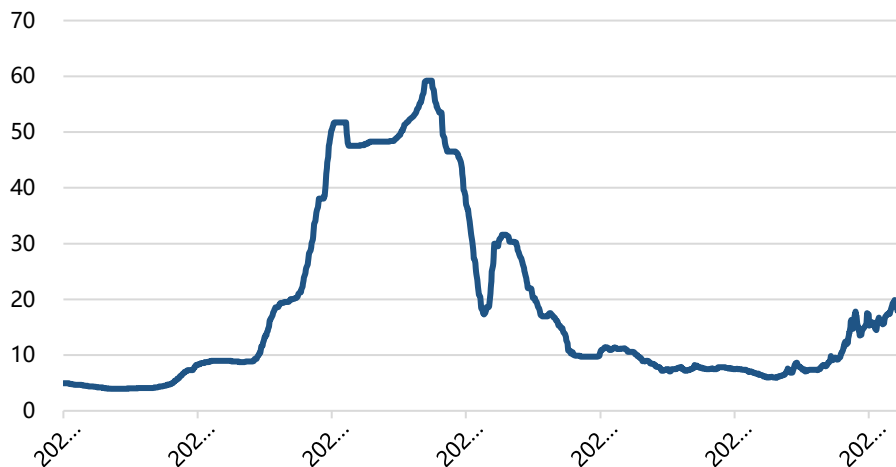
上游价格变化梳理

- ◆ **本轮整车上游原材料涨价基本自25Q4开始。1) 铝：**本轮涨价周期自2025/9开启，截至2026/5/22涨幅为17.4%。最新一周铝价下跌1.0%。**2) 碳酸锂：**本轮涨价周期自2025/10开启，截至2026/5/22涨幅为142%。最新一周价格下跌5%。**3) 铜：**本轮涨价周期自2025/8开启，截至2026/5/22涨幅为38.2%。最新一周铜价下跌0.06%。**4) 存储：**本轮涨价周期自2025/9开启，截止2026/5/19涨幅为316.2%。最新一周存储价格稳定。

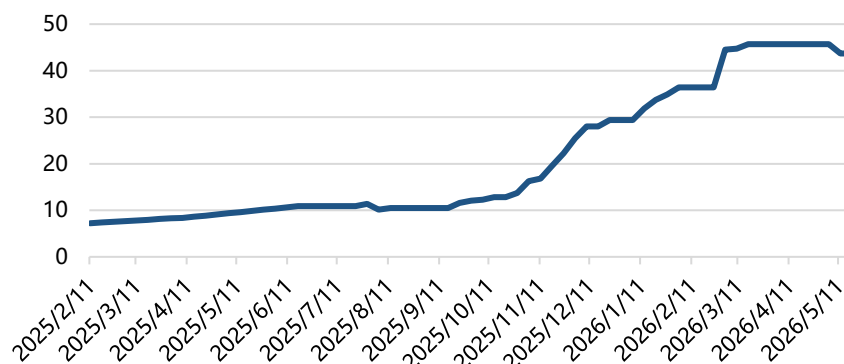
图：长江有色市场铝(A00)平均价



图：碳酸锂(电池级,99.5%,国产)平均价



图：存储价格指数变化



图：LME铜现货结算价



汇率变化梳理

- ◆ **25Q4对卢布贬值，对美/欧元升值。** 汇率波动主要关注季度末截面数据，2025/9/30美元/欧元/100卢布兑人民币分别为7.1055/8.3351/8.64；2025/12/31美元/欧元/100卢布兑人民币分别为7.0288/8.2355/8.86，人民币对卢布贬值2.5%，对美元/欧元升值-1.1%/-1.2%。
- ◆ **26Q1相较于25/12/31人民币兑美元/卢布/欧元均升值。**
- ◆ **最新一周相较于26/3/31人民币兑美元/欧元升值，兑卢布贬值。**

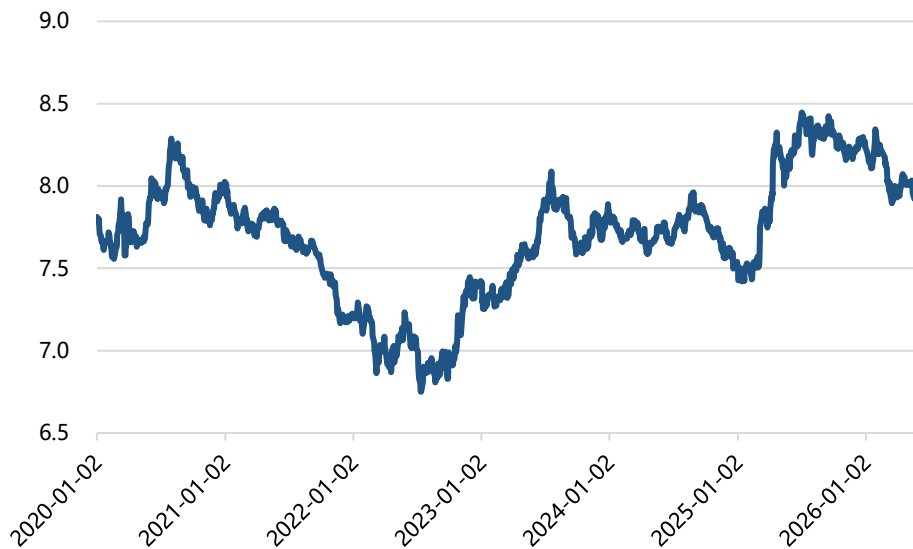
图：中间价:美元兑人民币



图：银联汇率:100俄罗斯卢布兑人民币



图：中间价:欧元兑人民币



蔚来公布一季报

- ◆ **营收：**蔚来2026Q1营收为255.3亿元，同环比分别+112.2%/-26.3%。其中车辆销售收入为227.8亿元，同环比分别+129.2%/-27.9%。26Q1经营亏损为3.1亿元，经调整净利润（非公认会计准则）为0.4亿元，再次转正。截至2026年3月31日，公司现金及现金等价物、受限现金、短期投资及长期定期存款为482亿元。
- ◆ **毛利率：**Q1公司整体毛利率为19%，同环比分别+11.4/+1.5pct；整车销售毛利率为18.8%，同环比分别为+8.6/+0.7pct。【毛利率表现超公司指引（原指引为与25Q4持平）】，核心为：ES8毛利率超过20%，交付占比过半；原材料上涨影响未在Q1完全显现（有部分库存）；非车毛利率提升明显，其他业务（含售后、维保、车商城、能源、金融等服务与社区业务）毛利率超过20%，无一次性因素影响，核心驱动为高用户粘性带来的付费意愿提升、各业务运营效率优化，其中能源业务错峰用电、电网服务、电力交易等效益开始显现。

图：蔚来汽车业绩拆分

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	同比	环比
营业收入（亿元）	120.3	190.1	217.9	346.5	255.3	112.2%	-26.3%
车辆销售收入（亿元）	99.4	161.4	192.0	316.1	227.8	129.2%	-27.9%
销量合计（辆）	42,005	72,056	87,071	124,807	83,465	98.7%	-33.1%
单车收入（万元/辆）	23.7	22.4	22.1	25.3	27.3	15.4%	7.8%
销售其它资产收入（亿元）	21.0	28.7	25.9	30.4	27.5	31.2%	-9.7%
毛利率（%）	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	同比	环比
整体毛利率	7.6%	10.0%	13.9%	17.5%	19.0%	11.4%	1.5%
整车销售毛利率	10.2%	10.3%	14.7%	18.1%	18.8%	8.6%	0.7%
费用率（%）	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	同比	环比
研发费用	31.8	30.1	23.9	20.3	18.9	-40.7%	-7.0%
销售、行政及一般费用	44.0	39.6	41.8	35.4	35.0	-20.5%	-1.1%
研发费用率	26.4%	15.8%	11.0%	5.8%	7.4%	-19.1%	1.5%
销售、行政及一般费用率	36.6%	20.9%	19.2%	10.2%	13.7%	-22.9%	3.5%
经营利润/亏损 亿元	-64.2	-49.1	-35.2	8.1	-3.1	——	——
净利润/亏损(含少数股东权益) 亿元	-67.5	-49.9	-34.8	2.8	-3.3	——	——
经调整净利润/亏损（非公认会计准则）	-62.8	-41.3	-27.4	7.3	0.4	——	——
单车亏损	-14.9	-5.7	-3.1	0.6	0.1	——	——

4月重卡海关出口跟踪

- ◆ **4月中国重卡出口同比+36%，非洲/东南亚持续高增。**根据海关数据，4月重卡出口3.9万辆，同比+36%，环比-5%；其中非洲1.6万辆，同比+76%；亚洲1.2万辆，同比+35%；中东0.3万辆，同比-45%，主因发货受美以伊冲突影响有所下滑；拉美0.36万辆，同比+55%。
- ◆ **26前4个月中国重卡累计出口14.6万辆，同比+48%。**其中非洲6万辆，同比+90%，亚洲4.3万辆，同比+42%。

图：4月重卡海关出口跟踪

	25M10	25M11	25M12	26M1	26M2	26M3	26M4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	2022	2023	2024	2025	2025M1-4	2026M1-4
独联体	3055	3724	5224	2881	1878	2890	3731	5985	9181	9522	12003	7649	44937	135705	104605	36691	8556	11380
俄罗斯	671	666	1695	226	221	291	508	1086	1598	2080	3032	738	35103	112579	84566	7796	1677	1246
俄罗斯同比	-78%	56%	8%	-20%	-2%	-50%	-14%	-91%	-94%	-95%	-39%	-32%		221%	-25%	-91%		-26%
亚洲	8868	8989	10331	10237	8128	12641	12141	21385	25383	24521	28188	31006	53623	53271	72581	99477	30371	43147
同比	42%	26%	46%	55%	31%	48%	35%	34%	31%	47%	38%	45%		-1%	36%	37%		42%
非洲	15711	13753	14296	12870	14249	17059	15933	22589	29649	38016	43760	44178	52040	64254	83845	134014	31652	60111
同比	70%	100%	78%	96%	140%	69%	76%	22%	56%	71%	81%	96%		23%	30%	60%		90%
中东	6006	3852	7591	5532	4230	4973	3013	14192	16826	14133	17449	14735	9336	22899	41448	62600	19708	17748
同比	59%	-3%	49%	43%	-15%	-7%	-45%	65%	72%	39%	36%	4%		145%	81%	51%		-10%
拉美	2880	3371	2967	2554	2716	2861	3566	5135	6632	7374	9218	8131	14233	18235	23742	28359	7441	11697
同比	27%	-8%	63%	61%	72%	45%	55%	-9%	18%	56%	19%	58%		28%	30%	19%		57%
大洋洲	164	345	321	205	337	271	357	486	649	913	830	813	998	1400	1819	2878	683	1170
欧洲	75	82	75	100	223	219	131	154	242	428	232	542	564	669	737	1056	249	673
北美洲	7	4	8	85	87	58	117	144	43	97	19	230	91	438	1139	303	178	347
非俄地区合计	36095	33454	39118	34238	31629	40681	38481	68984	87008	92924	108667	106548	140719	184292	245350	357583	97161	145029
同比	53%	42%	55%	65%	58%	45%	37%	27%	47%	56%	50%	54%		31%	33%	46%		49%
环比	10%	-7%	17%	-12%	-8%	29%	-5%	-5%	26%	7%	17%	-2%						
总计	36766	34120	40813	34464	31850	40972	38989	70070	88606	95004	111699	107286	175822	296871	329916	365379	98838	146275
同比	39%	42%	52%	63%	57%	43%	36%	129%	99%	97%	113%	69%		69%	11%	11%		48%
环比	11%	-7%	20%	-16%	-8%	29%	-5%	-9%	26%	7%	18%	-4%						

三、投资建议与风险提示

整车观点更新：乘用车/摩托车

- **乘用车观点更新：**
- **投资建议：**
- 短期来看，行业补贴政策已落地，看好观望需求转化下26Q1乘用车景气度复苏，坚定看好乘用车板块。全年维度来看：国内选抗波动+出口选确定性。国内关注高端电动化赛道中对政策扰动不敏感的个股江淮汽车，以及高端化有望放量的吉利汽车/长城汽车/北汽蓝谷/赛力斯/理想等；出口主线优先配置海外体系成熟、执行能力已验证的头部车企，优选比亚迪/长城汽车/奇瑞汽车，以及零跑/小鹏/上汽集团/长安汽车等。
- **摩托车观点更新：**
- **大排量+出口持续高景气，看好龙头车企。**我们预测2026年行业总销量1938万辆，同比+14%，其中大排量126万辆，同比+31%。大排量：1) 内销：25H2大排量内销转弱，我们预计随26年国内新品供给推出，内销有望小幅增长，预计26年内销43万，同比+5%；2) 出口：欧洲+拉美中国品牌份额提升空间充足，我们预计26年出口83万，同比+50%。
- **投资建议：**看好大排量+出口持续增长，优选龙头车企。推荐春风动力+隆鑫通用。

整车观点更新：重卡/客车

■ 重卡观点更新：

- **回顾2025：**25年全年批发114.4万辆，同比+26.8%，内销79.9万辆，同比+32.8%，出口34.1万辆，同比+17.2%，全年内销及出口超市场年初预期。25年初国四及以下营运重卡保有量69万辆，估算25年底淘汰至45-50万辆，25年全年淘汰21万辆，25年全年内销政策拉动+自然需求回升共振。**展望2026：**我们预计26年重卡内销有望兑现乐观情形的80-85万辆，同比+3%。
- **投资建议：**政策落地全面利好重卡板块，继续推荐中国重汽A/H+潍柴动力+福田汽车+一汽解放+中集车辆等重卡头部车企！

■ 客车观点更新：

- 2026年以旧换新政策落地，客车政策略超预期。我们认为：1) 略超预期，市场之前对于客车补贴力度做了和乘用车一样会退坡的预期，实际是延续的；2) 25年公交略低预期：25年公交车销量2.9万辆，同比-6%（24年公交车销量3万辆，同比+44%），两年增长下来距离合理更换中枢仍有差距（公交60万保有量，8-10年更换周期，销量中枢6万台）；3) 26年公交可以更乐观：考虑到八年以上待更新公交数量（10万台以上）以及销量中枢，我们认为26年公交在补贴下仍保持增长，我们保守预计26年公交4万台同比+40%。
- **投资建议：**推荐头部车企，重点推荐宇通客车/金龙汽车，建议关注中通客车。

风险提示

- ◆ **贸易战升级进一步超出预期。** 如果贸易战升级进一步超出预期，将会影响我国汽车产业出海。
- ◆ **全球经济复苏力度低于预期。** 如果全球经济复苏不及预期，将影响汽车终端需求。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园