仅供内部参考，请勿外传

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

汽车行业2026年四季度投资策略

汽车出海步入纵深期，新能源与汽零共拓新局

西南证券研究院
汽车研究团队
2026年9月

仅供内部参考，请勿外传

核心观点

- **乘用车：政策退坡下，内销景气度承压，聚焦出口和新能源高端化。**1）2026年汽车以旧换新政策相较去年同期补贴力度有所调整，将定额补贴调整为按新车价比例计提、设置了封顶上限；同时今年开始新能源汽车购置税优惠退坡。前期受政策透支，内需处于低位，政策退坡下内销景气度进一步下滑。根据乘联分会数据，2026年上半年乘用车批发销量为1,254.5万辆，同比下降5.7%；乘用车零售口径销量为870.1万辆，同比下降20.2%。2）通过复盘内需修复周期，预计短期内需仍将承压，今年乘用车板块仍需依赖出口和新能源高端化。根据中汽协数据，2026年上半年乘用车批发销量为1,272.0万辆，同比下降6.0%；乘用车出口销量为443.2万辆，同比增长71.7%。结构方面，此前受政策补贴拉动明显的低端车型销量明显承压，新能源高端化车型销量表现较强。根据乘联分会数据，26年上半年，40万元以上、30-40、20-30、10-20、10万元以下价格带乘用车车型销量同比分别+18.8%/-20.4%/-8.9%/-23.4%/-24.8%；其中新能源乘用车车型销量同比分别+45.9%/-9.9%/+0.7%/-16.1%/-26.0%。

- **客车：内销承压，出口与新能源共驱稳增。**出口高景气对冲内销回落，结构外移支撑总量稳增。据中汽协数据，2025年大中客销量12.6万辆，同比+5.6%；2026年1-7月累计销售6.1万辆，同比+1%，行业总量平稳。然而，结构分化明显，据客车信息网数据，26年1-7月内销2.7万辆、同比-7.9%，内销承压；出口3.5万辆、同比+14.4%，出口高增主要是由非洲、中东燃油客车与欧洲新能源客车需求共同支撑。我们预计2026年大中客销量12.8万辆，同比+1.6%。

- **重卡：报废更新稳内销，出口成核心增量来源。**1）报废更新政策支撑内销稳健增长，其中，新能源加速渗透；2）东南亚与非洲的出口“基本盘”保持快速增长，拉美澳新中亚等地区增量明显。因此，出口是行业的主要增长点。同时，电动重卡出口有望实现突破，推动出口结构改善。3）预计2026年重卡行业销量达126.0万辆，同比+10.1%，其中，内销81.6万辆，同比+1.7%，出口44.3万辆，同比+30%，为行业核心增量来源。

- **AI液冷：从“可选”到“必选”，产业趋势下汽零标的再出发。**1）产业趋势：算力扩容&能耗管控驱动液冷从“可选”到“必选”：随着AI算力功耗跃升、PUE政策硬约束与 TCO经济性三重共振，数据中心液冷已从 “可选” 变为“必选”，其中冷板式液冷目前成为主流数据中心液冷方案。2）投资机会：看好新技术迎来替换拐点&国产替代投资机会。一是CDU循环泵环节，电子屏蔽泵采用无机械轴封设计，在降低泄漏风险、减少运行噪音、以及减少维护需求方面具有一定优势，更适用于部分高可靠、高连续运行场景，下半年有望迎来替换拐点。二是CDU板式换热器环节，目前CDU板换市场主要以阿法拉伐、丹佛斯等海外第一梯队供应商为主，且下半年或存在海外订单外溢趋势，国内供应商有望凭借产品价格优势与高效应速度等优势迎来国产替代机会。

仅供内部参考，请勿外传

核心观点

相关标的：

1）乘用车：比亚迪（002594.SZ）、吉利汽车（0175.HK）、奇瑞汽车（9973.HK）、福耀玻璃（600660.SH）、拓普集团（601689.SH）、新泉股份（603179.SH）、伯特利（603596.SH）、爱柯迪（600933.SH）。

2）客车：宇通客车（600066.SH）、中通客车（000957.SZ）。

3）重卡：中国重汽(3808.HK/000951.SZ）、潍柴动力(2338.HK/000338.SZ)、中集车辆（301039.SZ）。

4）AI液冷：冰轮环境（000811.SZ）、飞龙股份（002536.SZ）、南方泵业（300145.SZ）、银轮股份（002126.SZ）、金富科技（003018.SZ）、五洋自控（300420.SZ）。

风险提示：行业政策波动风险；汽车终端需求及出口不及预期风险；车企电动化转型不及预期的风险；原材料价格上涨风险；汇兑风险。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

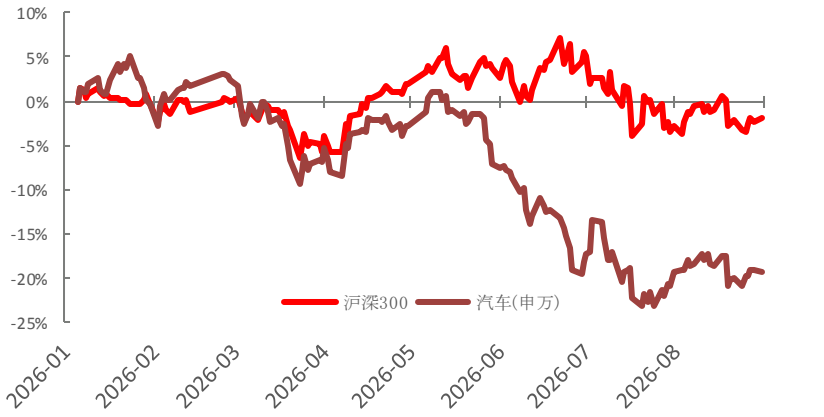
- 行情回顾：AI叙事下带动汽零表现好于整车
- 汽车行业：内需下行&原材料扰动，出口成为增长引擎
- 乘用车：聚焦出口&新能源成长主线
- 客车：内销承压，出口高增延续景气
- 重卡：报废更新稳内销，出口成核心增量来源
- AI液冷：从“可选”到“必选”，产业趋势下汽零标的再出发

仅供内部参考，请勿外传

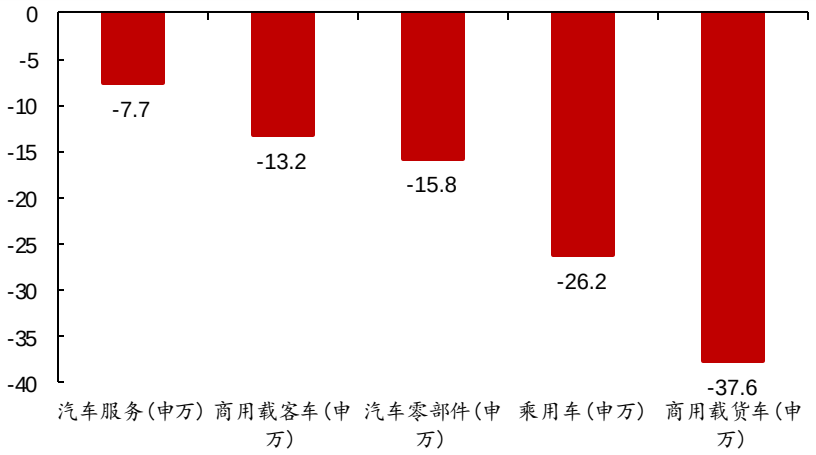
2026年1-8月汽车行情回顾：汽车板块整体偏弱

- 行情回顾：Q1来看，受内需销量承压与原材料涨价影响导致车企业绩承压，汽车板块震荡下行；Q2来看，内需下滑持续、原材料涨价&汇兑损失持续影响车企和汽车零部件厂商利润，同时科技板块资金回流，汽车板块持续走弱。进入8月，市场风偏切换带来阶段性修复但持续性有限，板块整体维持弱势。
- 2026年1-8月来看：申万汽车行业下跌18.9%，汽车子板块中汽车服务、商用载客车、汽车零部件、乘用车、商用载货车分别下跌7.7%、13.2%、15.8%、26.2%、37.6%。

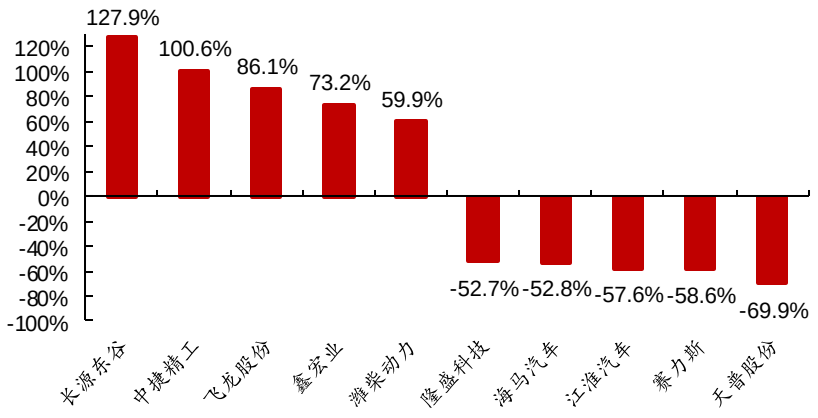
申万汽车指数VS沪深300走势



申万汽车子行业二级市场涨跌幅（%）



申万汽车行业涨跌幅前五个股



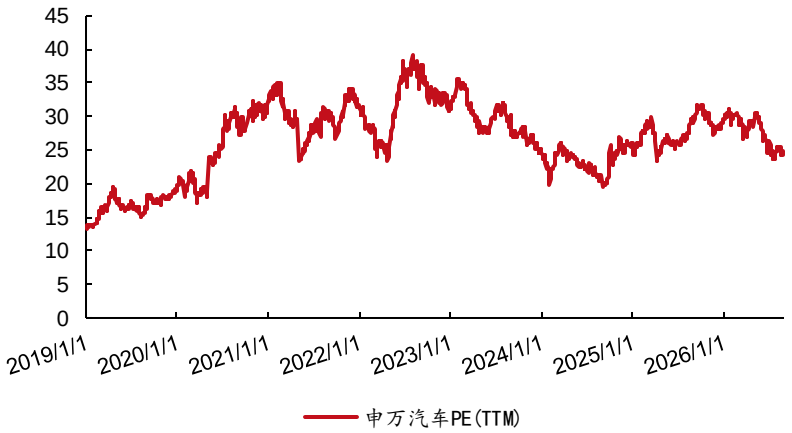
数据来源：Wind，西南证券整理；注：涨跌幅时间区间为2026年1月1日-2026年8月31日

仅供内部参考，请勿外传

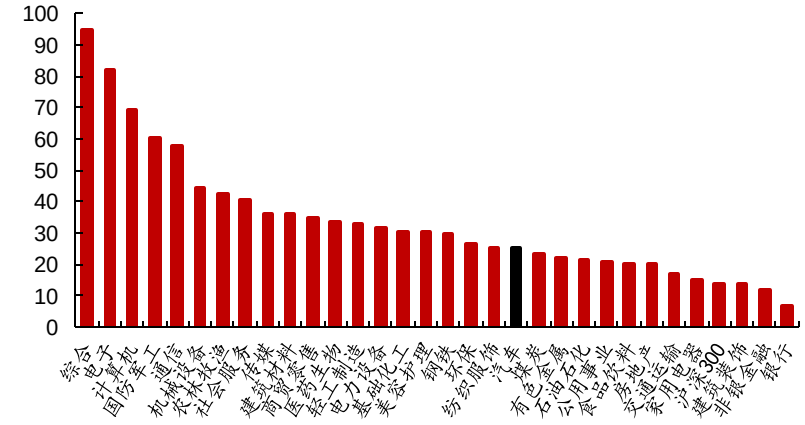
2026年1-8月汽车行情回顾：估值震荡回落

- 横向来看：截至8月31日，申万汽车行业PE（TTM）为25倍，在申万行业中排名第20位。从涨跌幅看，截至8月31日，汽车行业累计下跌18.9%，排在行业第30位。
- 纵向来看：年初以来申万汽车行业PE（TTM）震荡下行。2026年1月份，申万汽车行业PE（TTM）约30倍，随后随汽车销量承压、板块行情走弱持续回落，3月份探至阶段低点约27倍，5月随市场修复小幅反弹，6月后再度下行，7、8月末维持低位震荡。

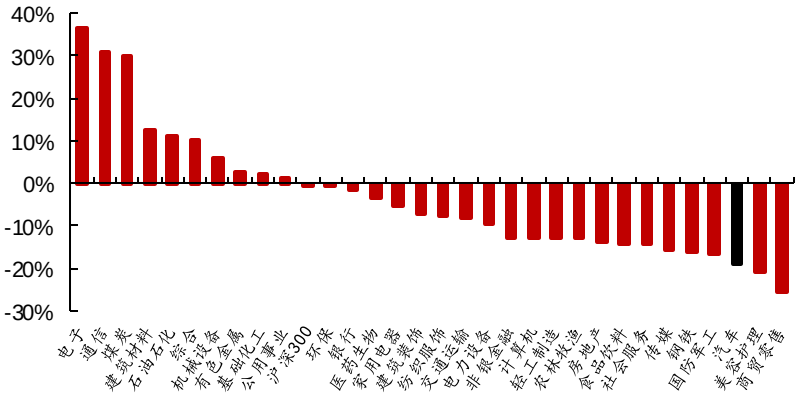
申万汽车行业估值水平（PE-TTM）



申万一级行业市盈率（PE-TTM）



申万一级行业涨跌幅



数据来源：Wind，西南证券整理；注：涨跌幅时间区间为2026年1月1日-2026年8月31日

仅供内部参考，请勿外传

目 录

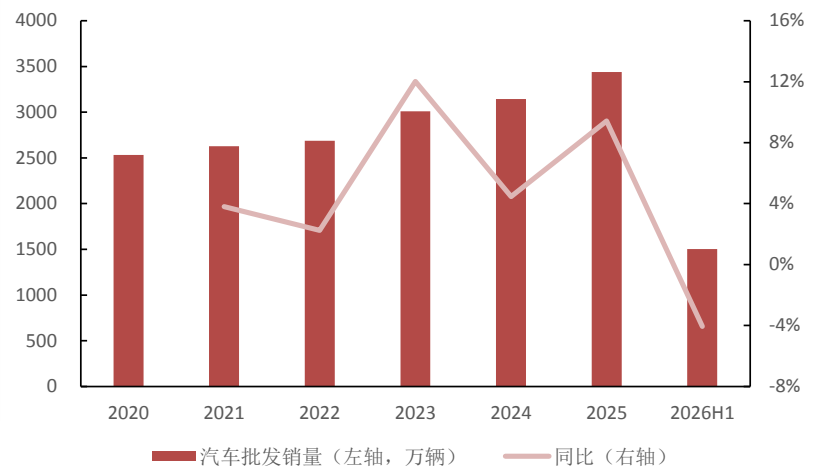
- 行情回顾：AI叙事下带动汽零表现好于整车
- 汽车行业：内需下行&原材料扰动，出口成为增长引擎
- 乘用车：聚焦出口&新能源成长主线
- 客车：内销承压，出口高增延续景气
- 重卡：报废更新稳内销，出口成核心增量来源
- AI液冷：从“可选”到“必选”，产业趋势下汽零标的再出发

仅供内部参考，请勿外传

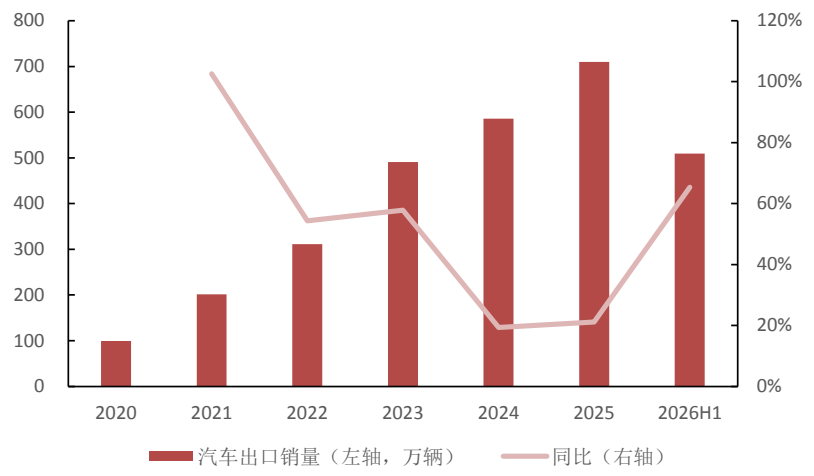
总量：政策退坡导致内销承压，出口成为增长引擎

- 总量层面，26H1汽车销量下滑，主要系内销下滑影响所致。根据中汽协数据，26H1汽车批发销量1,501.7万辆，同比下滑4.1%。26H1汽车出口销量509.6万辆，同比增长65.3%，出口增速维持较高水平。其中在新能源汽车出口方面，26H1新能源汽车出口销量为235.5万辆，同比增长122.2%.
- 政策层面，2026年汽车以旧换新政策相较去年同期补贴力度有所调整，将定额补贴调整为按新车价比例计提、设置封顶上限：新能源补贴比例12%，最高上限2万元，燃油乘用车补贴比例10%，最高上限1.5万元；叠加新能源汽车购置税优惠退坡影响，内销景气度出现下滑。海外方面，高油价背景下，新能源汽车出口成为当前汽车销量的增长引擎。

汽车销量走势



汽车出口销量



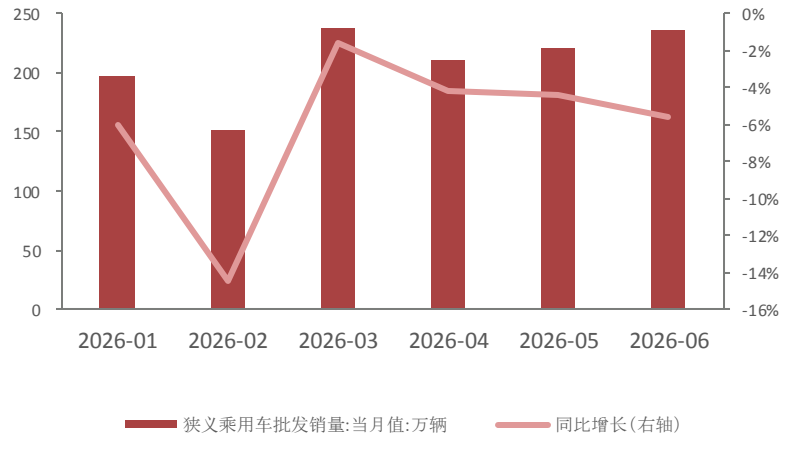
数据来源：中汽协，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

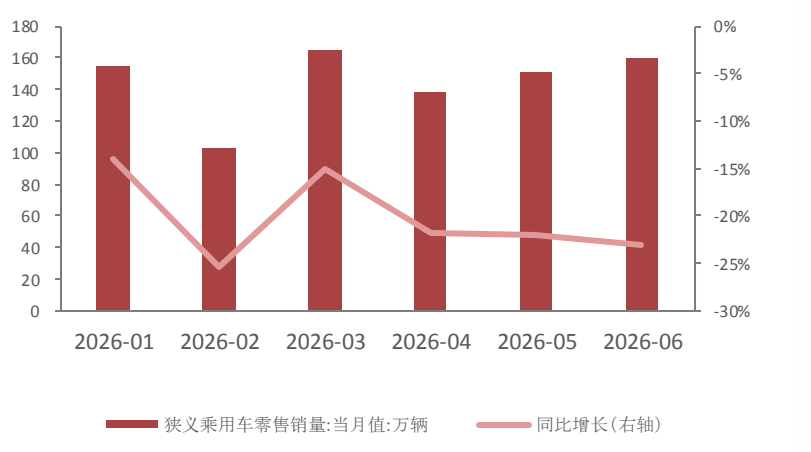
总量：政策退坡导致内销承压，出口成为增长引擎

- 据乘联分会数据，26H1国内狭义乘用车批销和零销分别为1,254.5/870.1万辆，同比分别-5.7%/-20.2%。零售数据大幅下滑主要受以旧换新补贴退坡、新能源汽车购置税开征等影响，前期部分购车需求已有所透支，叠加去年同期高基数压制等因素，导致内销数据下滑明显。

乘用车批发销量走势



狭义乘用车零售销量走势



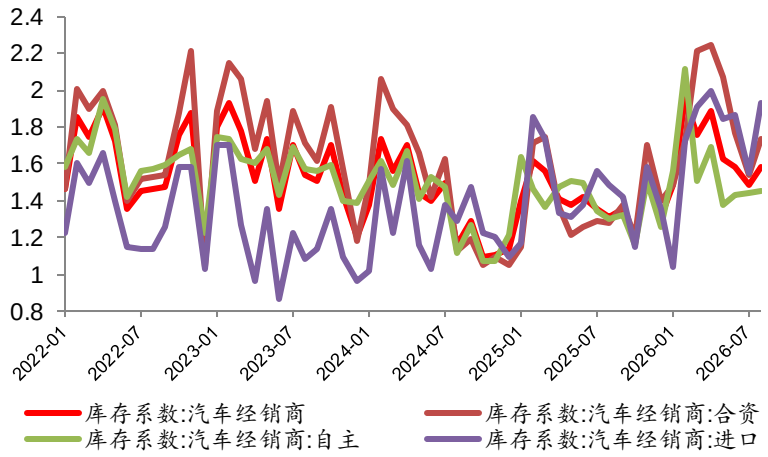
数据来源：乘联分会，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

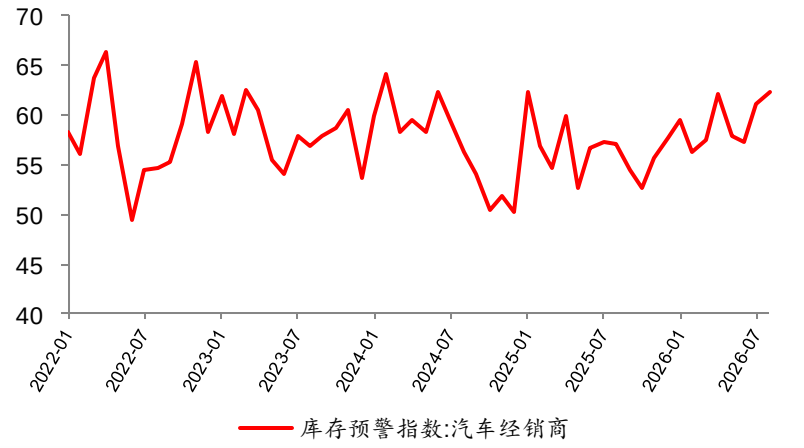
库存端：年初以来库存逐步回落 整体处于合理波动区间

- **经销商库存系数波动下行：**上半年来看，2026年2月汽车经销商库存系数为1.95，达到上半年高位，或与春节前置、消费周期错峰及车企集中批售有关；随着新车型陆续上市，库存系数整体呈回落波动态势，汽车经销商库存系数6月回落至1.58；7月后库存压力继续缓解，月末库存系数降至1.48；8月末库存系数上升至1.58，平稳波动。
- **库存整体在合理范围内波动**：年初受春节假期及车企集中批发影响，经销商库存指数处于阶段性高位；随着各地汽车促消费政策持续发力，叠加新车型陆续上市刺激市场需求，库存压力逐步缓解。2026年以来库存预警指数在56%-63%区间平稳波动，终端需求稳步释放支撑下，整体库存仍维持在合理波动区间。

汽车经销商库存系数



汽车经销商库存预警指数（%）



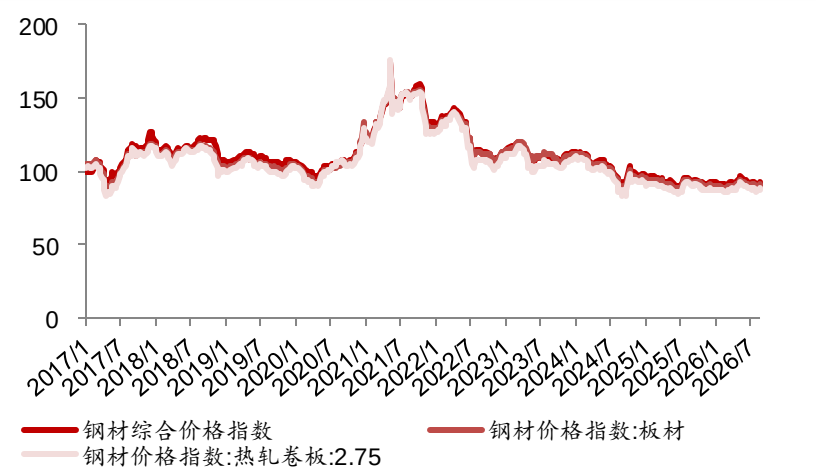
数据来源：Wind，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

成本情况：金属价格宽幅分化 人民币汇率明显升值

- 原材料价格：上半年铝、铜等大宗商品价格上涨明显，人民币汇率持续走强。1）大宗商品方面：截至8月末，铝价约2.40万元/吨，较年初上涨约2.9%；铜价约10.94万元/吨，较年初上涨约8.7%；钢材、浮法玻璃价格整体平稳偏弱。2）汇率方面，美元兑人民币中间价年初以来整体呈升值态势，8月末美元兑人民币中间价约为6.7828，相比年初累计升值约3.4%。
- 展望2026年下半年，铜铝等核心有色金属价格预计仍维持高位运行，预计全年汽车产业的成本端仍存在一定压力和波动风险。

钢材价格指数走势



铝材价格走势（元/吨）

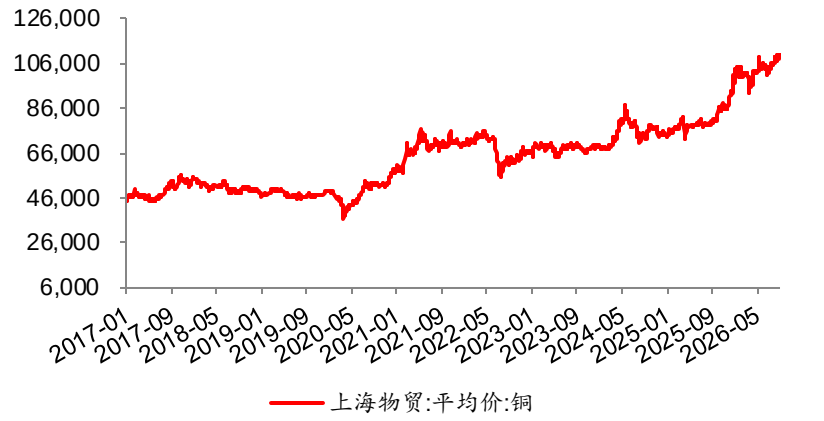


数据来源：Wind，西南证券整理

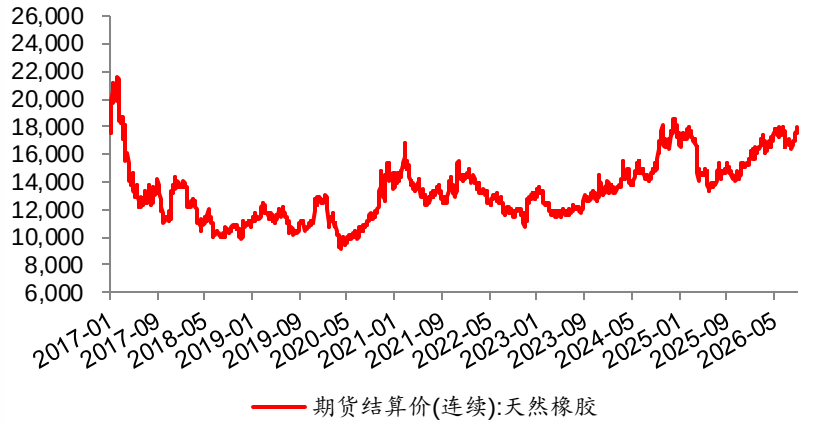
仅供内部参考，请勿外传

成本情况：金属价格宽幅分化 人民币汇率明显升值

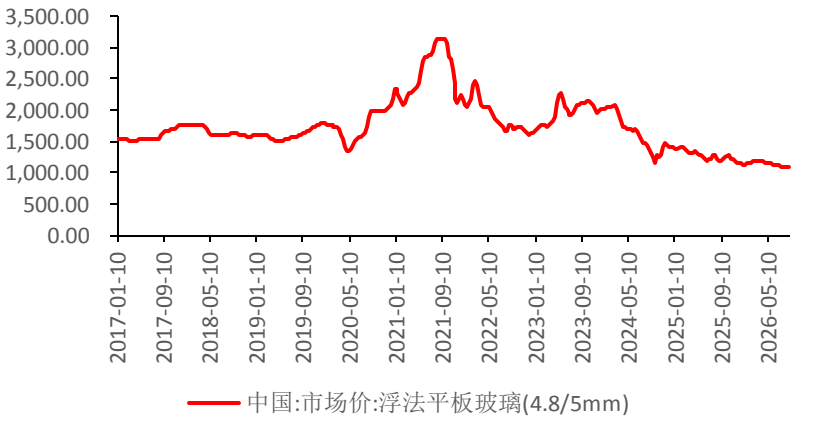
铜价格走势（元/吨）



橡胶价格走势（元/吨）



国内浮法玻璃价格走势（元/吨）



美元兑人民币汇率走势



数据来源：Wind，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

目 录

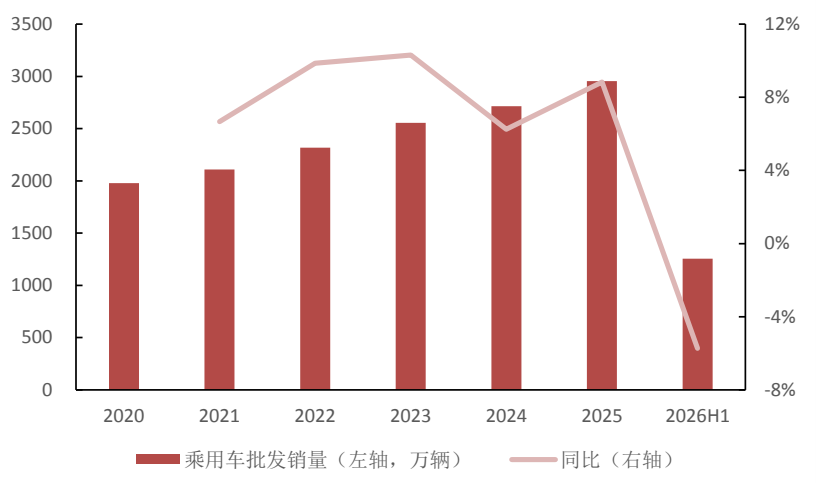
- 行情回顾：AI叙事下带动汽零表现好于整车
- 汽车行业：内需下行&原材料扰动，出口成为增长引擎
- 乘用车：聚焦出口&新能源成长主线
- 客车：内销承压，出口高增延续景气
- 重卡：报废更新稳内销，出口成核心增量来源
- AI液冷：从“可选”到“必选”，产业趋势下汽零标的再出发

仅供内部参考，请勿外传

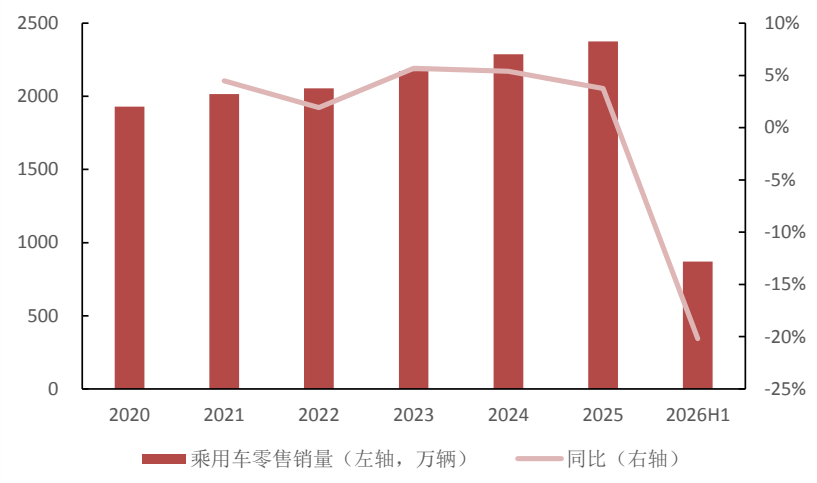
乘用车行业：内销整体承压，出口维持高景气

- 根据乘联分会数据，2026年上半年乘用车批发销量为1,254.5万辆，同比下降5.7%；乘用车零售口径销量为870.1万辆，同比下降20.2%。其中，2026年6月单月乘用车批发销量为236.1万辆，同比下降5.6%；乘用车零售口径销量160.4万辆，同比下降23.1%。

乘用车批发销量



乘用车零售销量



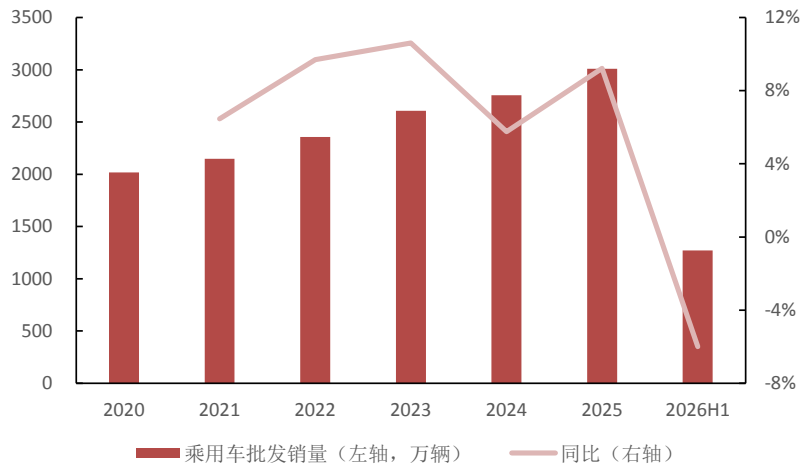
数据来源：乘联分会，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

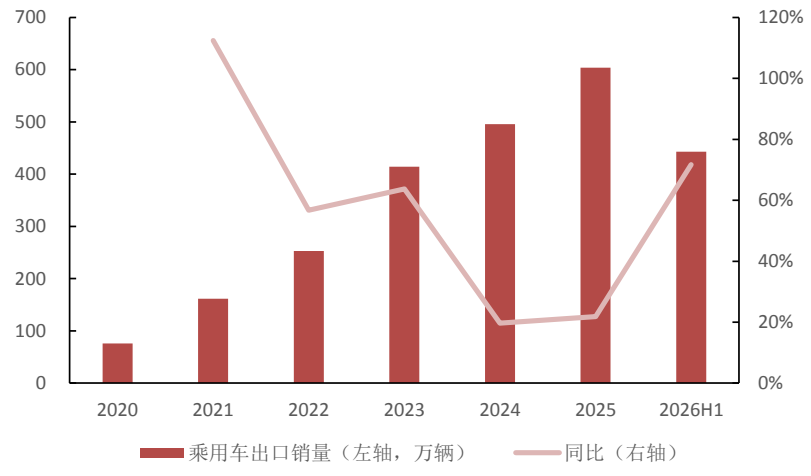
乘用车行业：内销整体承压，出口维持高景气

- 根据中汽协数据，2026年上半年乘用车批发销量为1,272.0万辆，同比下降6.0%；乘用车出口销量为443.2万辆，同比增长71.7%。其中，2026年6月单月乘用车批发销量为240.2万辆，同比下降5.3%；乘用车出口销量90.5万辆，同比增长80.2%。
- 上半年来看，内销整体受以旧换新补贴退坡、新能源汽车购置税优惠退坡叠加去年高基数影响销量有所承压，海外在高油价背景下，国内乘用车出口，特别是新能源乘用车出口保持高景气。

乘用车批发销量



乘用车出口销量



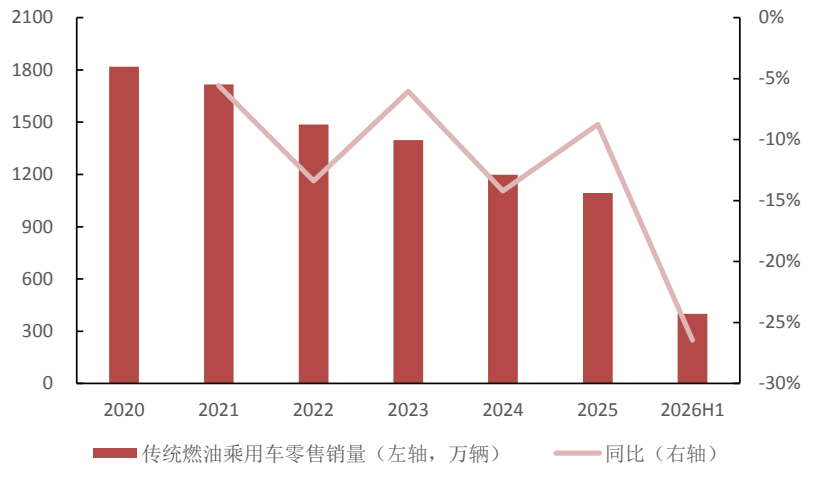
数据来源：中汽协，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

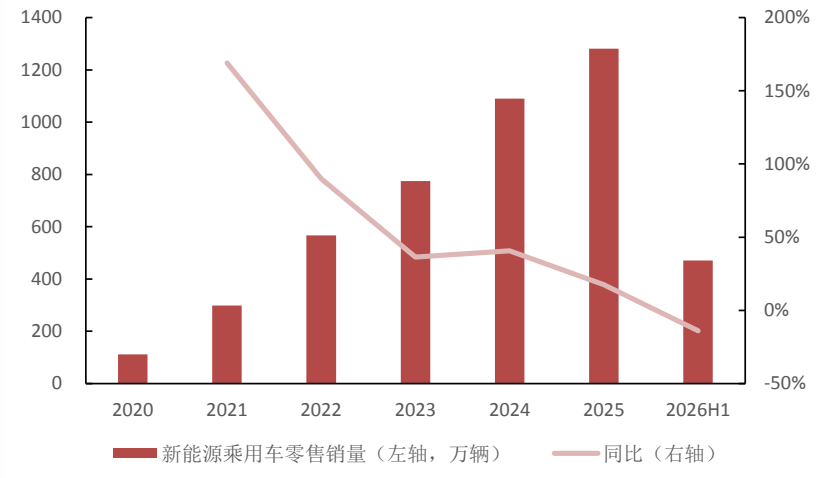
内销：燃油与新能源需求同步走弱，新能源高端化有所提升

- 燃油车市场持续萎缩，2026上半年市场进一步下滑。2020-2025年国内燃油乘用车销量（零售口径）由1,818.1万辆逐年下滑至1,093.6万辆，连续五年负增长。2026年上半年下滑趋势加剧，今年1-6月国内传统燃油乘用车销量为399.6万辆，同比大幅下降26.4%，市场需求疲软态势显著。
- 新能源车高增长后首现回落，2026上半年承压。2020-2025年国内新能源乘用车销量（零售口径）从111.1万辆增长至1,280.9万辆，新能源乘用车在经历高速增长后，2026年上半年首次出现同比下滑，今年1-6月国内销量470.4万辆，同比下降14.0%，前期政策红利消退叠加国内需求透支导致增长动能减弱。

燃油乘用车国内销量



新能源乘用车国内销量



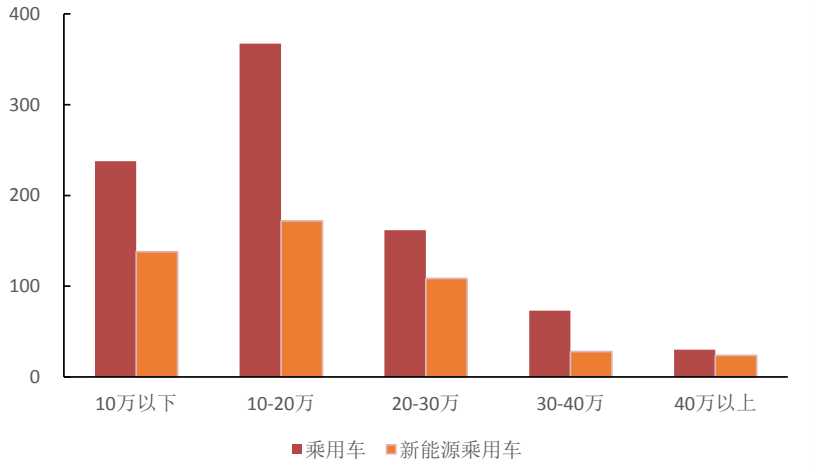
数据来源：乘联分会，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

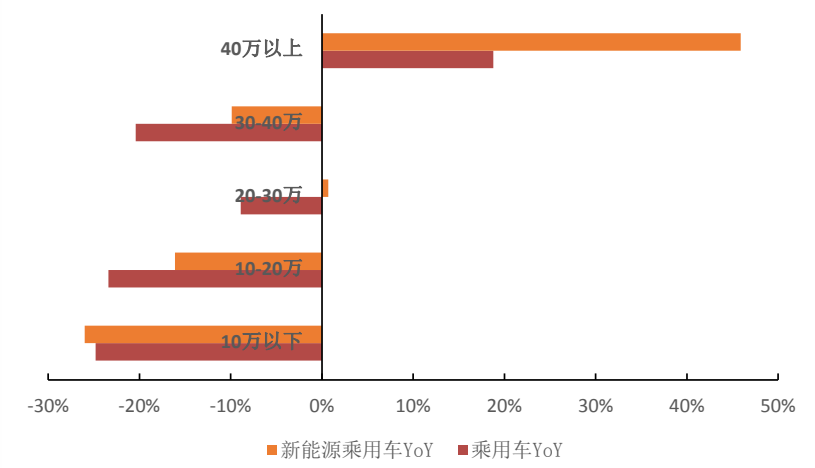
内销：燃油与新能源需求同步走弱，新能源高端化有所提升

- **新能源高端车型快速增长。**根据乘联分会数据，26年上半年新能源乘用车分价格销量：40万元以上、30-40、20-30、10-20、10万元以下各价格段对应销量分别为23.8、27.9、108.7、172.0、138.1、万辆，同比分别+45.9%、-9.9%、+0.7%、-16.1%、-26.0%。新能源补贴退坡对低端车型有所影响，40万以上价格带高端车型贡献核心增量。

26H1分价格带车型零售销量（万辆）



26H1分价格带车型零售销量YoY



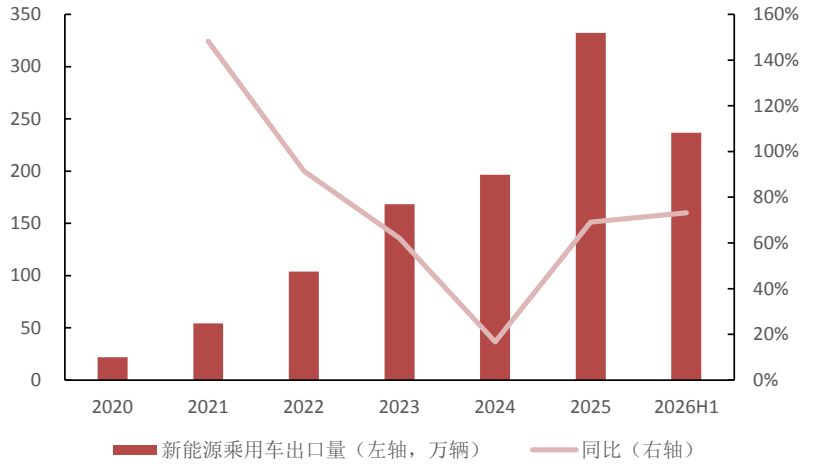
数据来源：乘联分会，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

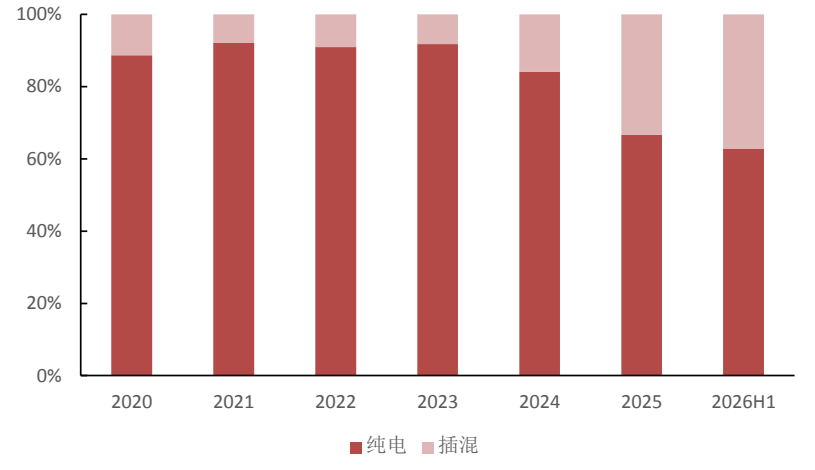
出口：新能源乘用车出海持续高景气，插混份额快速提升

- **新能源乘用车出口保持高速扩张。**根据海关总署数据，2021-2023年国内新能源乘用车出口实现快速增长，21年新能源乘用车出口54.3万辆，同比+148.3%；22年出口103.9万辆，同比+91.4%；23年出口168.4万辆，同比+62.1%；24年出口196.5万辆，同比+16.7%；25年出口332.4万辆，同比+69.1%；26年1-6月出口236.7万辆，同比+73.1%。新能源乘用车出口保持高景气。
- **出口结构发生变化，PHEV车型占比显著提升。**出口车型能源动力结构发生转变，PHEV车型成为出口核心增长来源。纯电车型出口占比自2024年以来持续收窄，2025年占比为66.7%，较2021年明显回落；插混车型凭借产品适配性优势，深度匹配多元海外市场需求，成为当前新能源乘用车核心增长动力。2026年1-6月PHEV车型出口87.9万辆，同比增长118.5%，出口占比达37.1%.

新能源乘用车出口量



插混出口占比持续提升



数据来源：海关总署，西南证券整理（注：本文将纯电车+插混车统一合计为新能源）

仅供内部参考，请勿外传

乘用车销量测算——2026年销量预计2918万辆

- **新能源乘用车假设：**2026H1新能源乘用车内销459.4万辆、同比-16.8%；在以旧换新政策退坡&新能源购置税优惠退坡的情况下，上半年受前期需求透支影响比较大，下半年预计新车型上市&车企促销力度增大，需求有所修复，假设全年内销同比-10%至1,170.4万辆。2026H1新能源乘用车出口230.2万辆、同比+127.7%，高油价背景下新能源出口维持高景气度，假设全年出口同比+130%至582.4万辆。
- **传统燃油乘用车假设**：2026H1传统燃油乘用车销量582.4万辆、同比-16.8%；政策退坡&消费者对新能源认知度强化，假设全年传统燃油乘用车同比-20%至1,165.3万辆。
- **结论**：预计2026全年乘用车总量2,918.1万辆（同比-3.1%），其中新能源乘用车1,752.8万辆（同比+12.8%），新能源乘用车渗透率为60.1%（同比+8.5pp）。

单位：万辆	2023A	2024A	2025A	2026E
新能源乘用车销量	904.8	1,229.0	1,553.7	1,752.8
YoY		*35.8%*	*26.4%*	*12.8%*
其中：新能源乘用车内销销量	788.0	1,105.0	1,300.5	1,170.4
YoY		*40.2%*	*17.7%*	*-10.0%*
其中：新能源乘用车出口销量	116.8	123.9	253.2	582.4
YoY		*6.1%*	*104.3%*	*130.0%*
新能源乘用车渗透率	34.7%	44.6%	51.6%	60.1%
传统燃油乘用车销量	1,701.5	1,527.3	1,456.6	1,165.3
YoY		*-10.2%*	*-4.6%*	*-20.0%*
乘用车销量	2,606.3	2,756.3	3,010.3	2,918.1
YoY		*5.8%*	*9.2%*	*-3.1%*

数据来源：中汽协，西南证券

仅供内部参考，请勿外传

2026年乘用车板块投资建议

- **政策退坡下，内销景气度承压。**2026年汽车以旧换新政策相较去年同期补贴力度有所调整，将定额补贴调整为按新车价比例计提、设置了封顶上限；同时今年开始新能源汽车购置税优惠退坡。前期受政策透支，内需层面处于低位，政策退坡下内销景气度进一步下滑。根据乘联分会数据，2026年上半年乘用车批发销量为1,254.5万辆，同比下降5.7%；乘用车零售口径销量为870.1万辆，同比下降20.2%。

- **内需承压下，聚焦出口和新能源高端化。**通过复盘内需修复周期，预计在政策尚未出现边际改善前，短期内需仍处于较低水平，今年乘用车板块仍需依赖出口和新能源高端化。根据中汽协数据，2026年上半年乘用车批发销量为1,272.0万辆，同比下降6.0%；乘用车出口销量为443.2万辆，同比增长71.7%。结构方面，此前受政策补贴拉动明显的低端车型销量呈现明显承压，新能源高端化车型销量表现较强。根据乘联分会数据，26年上半年，40万元以上、30-40、20-30、10-20、10万元以下价格带乘用车车型销量同比分别+18.8%/-20.4%/-8.9%/-23.4%/-24.8%；其中新能源乘用车车型销量同比分别+45.9%/-9.9%/+0.7%/-16.1%/-26.0%。

- **相关标的：**建议关注具备全球化出海能力的优质整车及相应的零部件标的。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

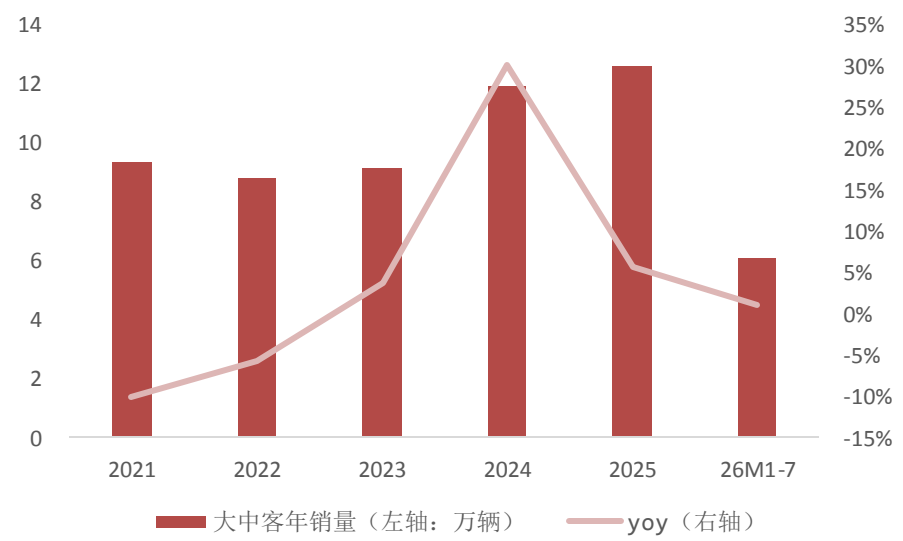
- 行情回顾：AI叙事下带动汽零表现好于整车
- 汽车行业：内需下行&原材料扰动，出口成为增长引擎
- 乘用车：聚焦出口&新能源成长主线
- 客车：内销承压，出口高增延续景气
- 重卡：报废更新稳内销，出口成核心增量来源
- AI液冷：从“可选”到“必选”，产业趋势下汽零标的再出发

仅供内部参考，请勿外传

客车行业：26M1-7大中客销量同比+1.0%，行业整体保持平稳

- 2022年，受到疫情反复、出行需求收缩、客运景气下行、前期需求透支等多重因素的影响，客车行业降至近年低点，全年大中客销量8.8万辆。
- 2023年，不利影响逐步出清，客车行业进入企稳态势，全年销量9.2万辆，同比增长3.9%。2024 年行业强劲复苏，全年大中客销量11.94万辆，同比增长30.1%。
- 2025年大中客市场延续增长态势，全年大中客销量12.6万辆，同比增长5.6%，以旧换新与出口高景气双轮驱动展现效果。
- 2026年1-7月，国内需求与出口共同支撑，我国大中客市场共计销售大中客6.1万辆，同比增长1.0%，行业整体保持向好。

大中客历年销量



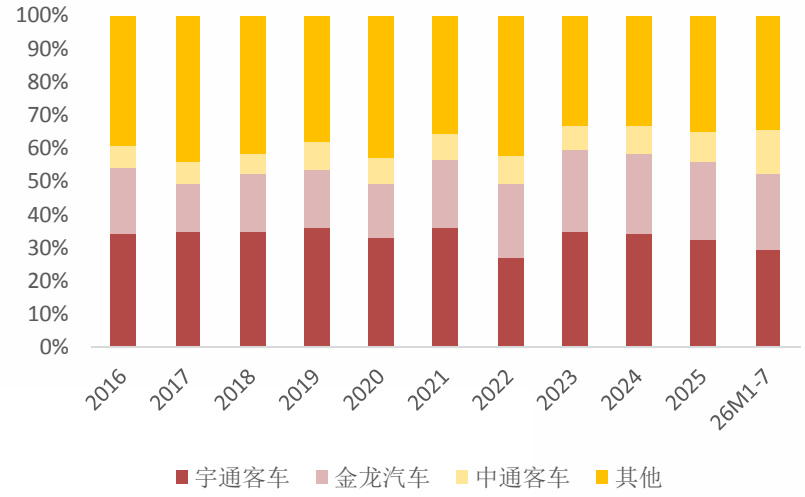
数据来源：中汽协，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

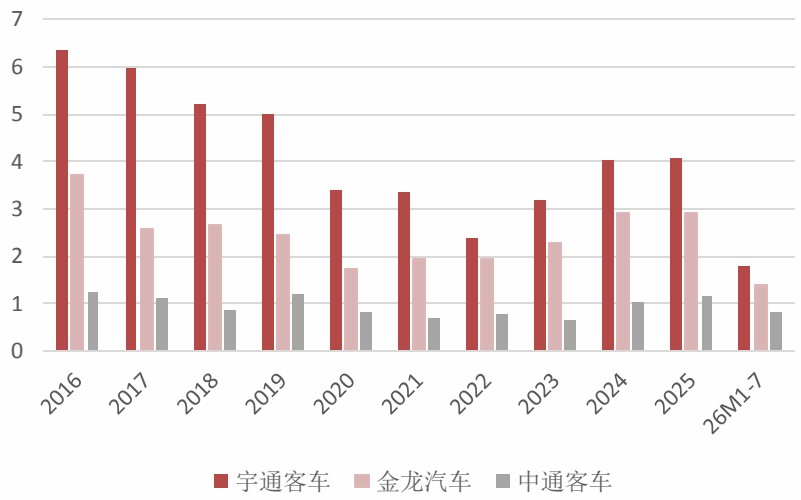
客车行业：集中度维持高位，宇通龙头地位稳固

- **行业集中度高位维持：**2016年至今，大中客市场始终呈现头部集中特征，宇通、金龙系、中通三家公司构成的CR3长期稳定在60%左右。26年1-7月，CR3达到65.5%，头部企业竞争优势显著。行业具备资质准入、技术研发、服务网络多重壁垒，新进入者突破难度较大；头部企业凭借品牌与客户资源积淀持续巩固优势，推动竞争格局长期保持稳定
- **宇通客车占据绝对龙头地位：**从行业前三企业来看，宇通客车稳居行业首位。2026年1-7月大中客累计销量1.8万辆，市占率达到29.1%，市占率领先于第二位金龙汽车6.3pp，宇通客车龙头地位牢固，凸显行业“强者恒强”的发展特征。

行业集中度



行业前三企业大中客车销量（万辆）



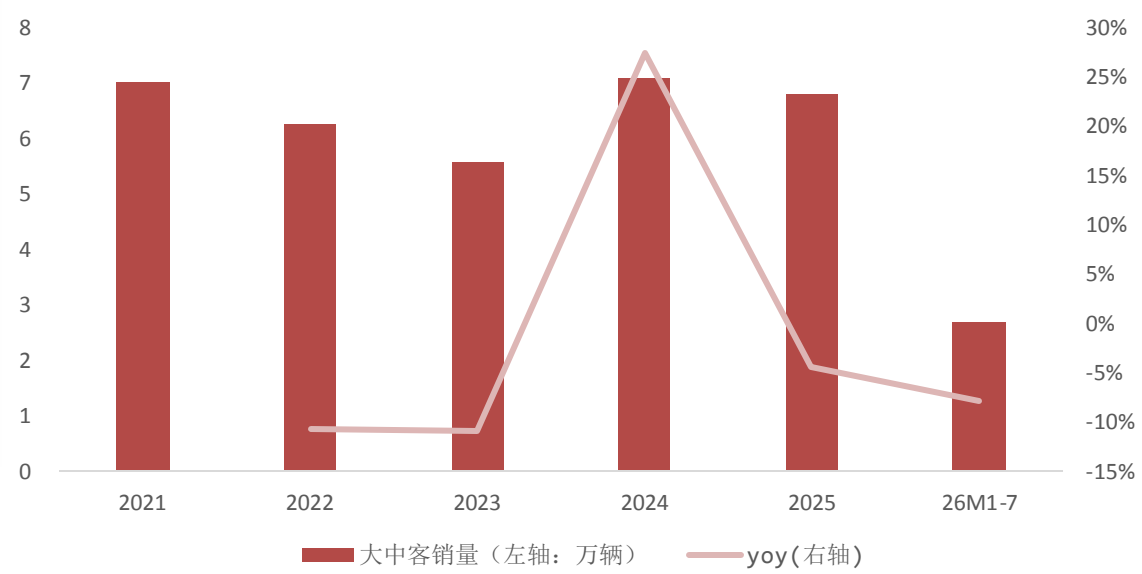
数据来源：中汽协，宇通客车、金龙汽车、中通客车公司公告，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

内销情况：进入结构性存量市场

- 2022-2023年旅游客运与城际客运需求疲弱、公交更新需求下滑，叠加21年高基数销量，22、23年内销负增长，23年大中客销量达到近年低点5.6万辆，市场规模持续回落。
- 2024年大中客销量同比大幅增长27.4%，达到7.1万辆。高增核心源于三重因素共振：一是疫情后客运企业盈利修复与采购决策存在时滞，旅游及定制客运需求2024年集中释放；二是新能源公交置换进入政策窗口期，淘汰更新需求集中落地；三是前两年低基数放大同比增速。
- 2025年起需求前置释放后内销再度承压，2026年1-7月国内大中客销量2.7万辆，同比-7.9%，目前大中客内销仍处低位修复态势。

国内大中客车历年销量



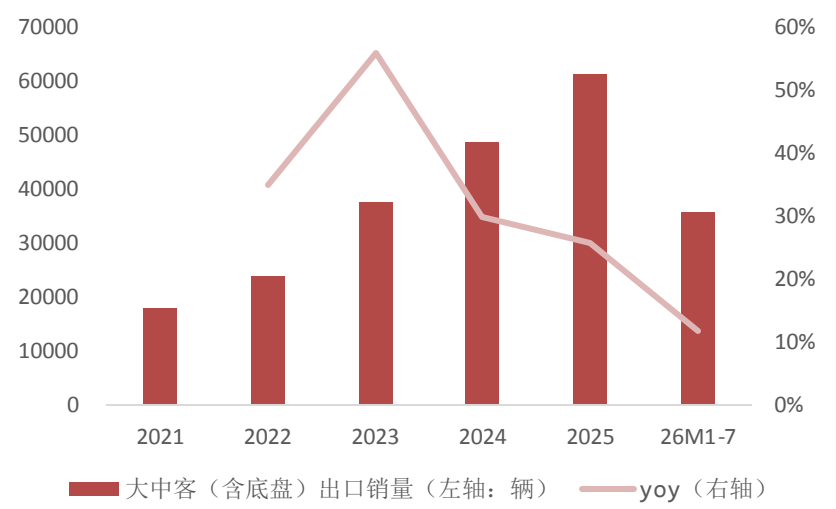
数据来源：客车信息网，宇通客车公司公告，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

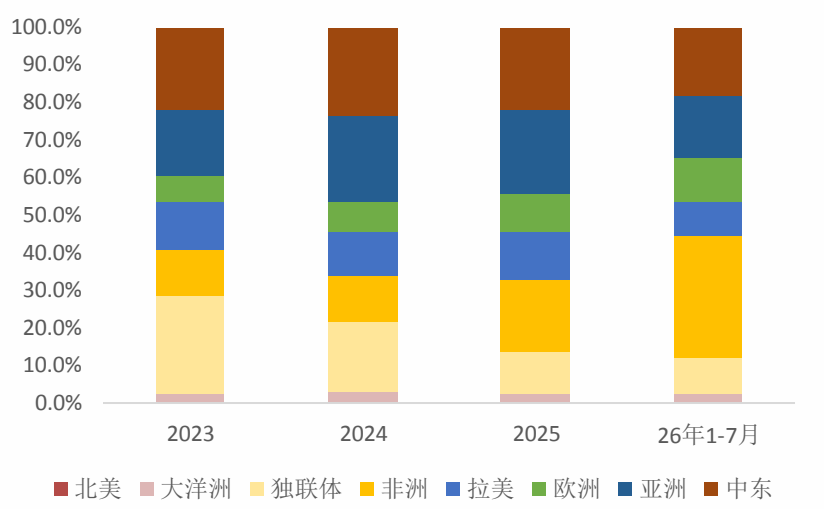
出口情况：海外市场广阔，出口提供高额增量

- **大中客（含底盘）出口量持续高增：**海关总署口径，2021、2022、2023、2024年大中客出口销量分别为1.8、2.4、3.8、4.9万辆，22-24年同比增速分别为+35.1%、+56.0%、+29.8%，2025年出口6.1万辆(同比+25.6%)，销量达到历史高位；2026年1-7月出口3.6万辆，同比+11.9%，大中客出口每年持续高增，出口延续高景气。
- **非洲市场增速亮眼：**2026年1-7月非洲跃居第一大出口区域(占比32.4%)，中东18.3%、亚洲16.4%、欧洲11.8%紧随其后；非洲呈爆发式增长、欧洲高端新能源延续，出口区域结构更加均衡，海外需求有望在各国经济增长与电动化背景下延续。

大中客车出口销量持续高增



大中客车分大洲出口销量占比



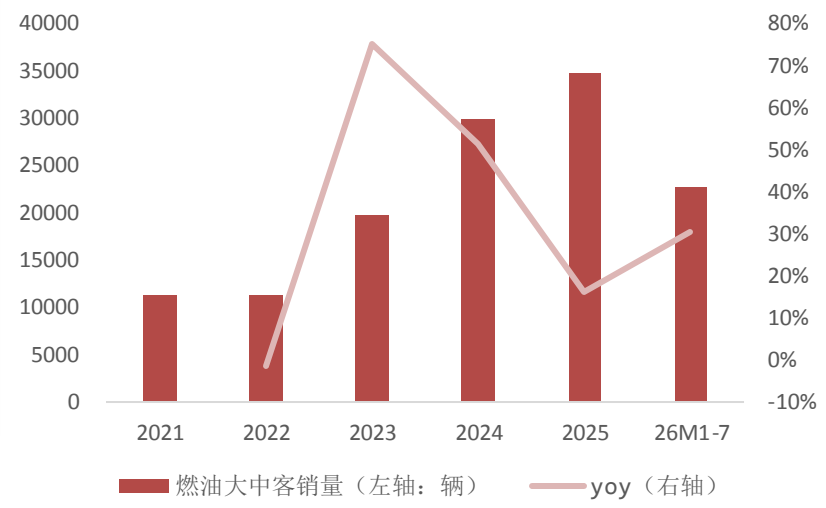
数据来源：海关总署，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

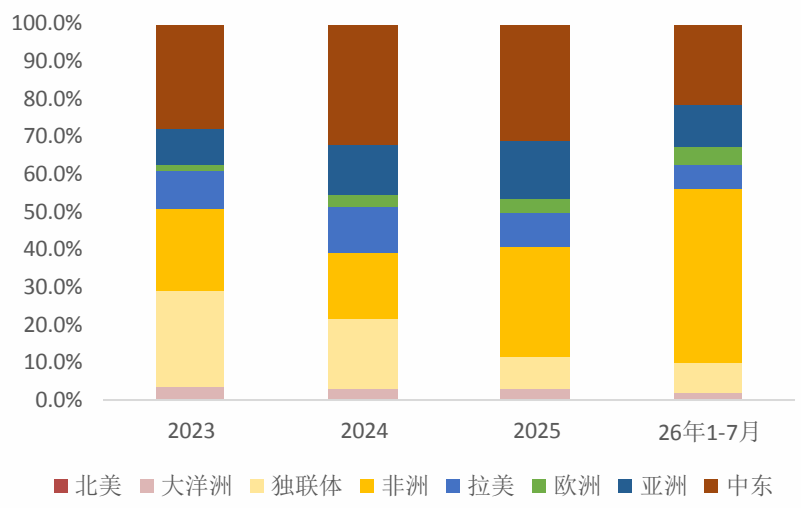
燃料结构来看：燃油客车出口高增，非洲中东为主力增量

- **燃油出口快速增长：**海关总署口径，2022到2024年燃油大中客出口分别为1.1、2.0、3.0万辆，同比分别为-1.4%、+75.2%、+51.5%，2025年燃油大中客出口量为3.5万辆(同比+16.1%)，2026年1-7月燃油大中客出口2.3万辆(同比+30.4%)。燃油大中客是客车出口的坚实基本盘。
- **燃油客车主销地区集中在非洲、中东：**燃油大中客出口高度集中于中东与非洲两大区域。2025年非洲燃油大中客出口占比29.1%，中东占比30.9%。2026年1-7月，非洲燃油大中客出口占比跃升至46.2%，中东占比为21.7%。非洲占比快速提升，核心源于2026年初阿尔及利亚“万辆公交车更新计划”进入集中交付期，仅苏州金龙就有3000辆客车订单，中通客车有1000辆客车订单于上半年陆续发运阿尔及利亚，批量交付直接推高了短期出口占比。

燃油大中客出口销量



燃油大中客分大洲出口销量占比



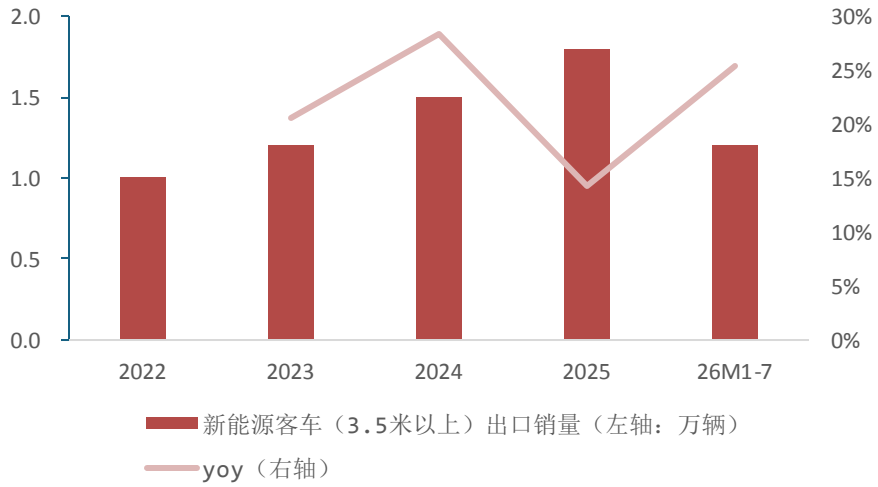
数据来源：海关总署，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

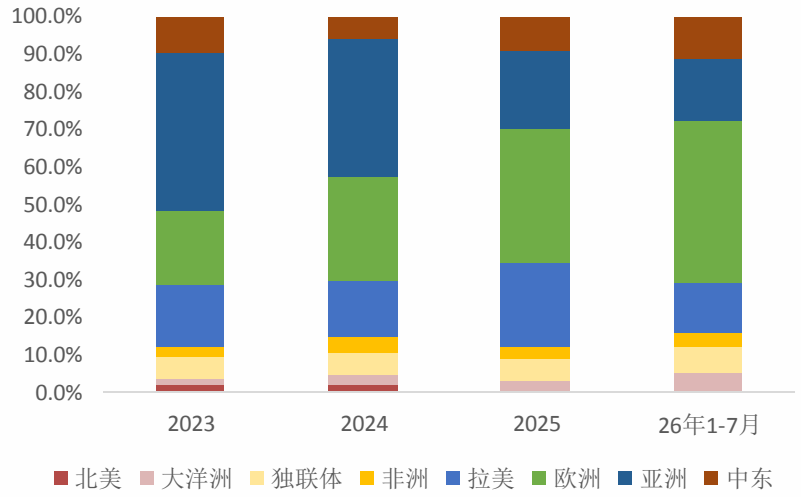
燃料结构来看：新能源客车出口韧性显现，欧洲地区领跑

- **新能源出口韧性显现：**据客车信息网，2022到2024年新能源客车（3.5米以上）出口分别为1.0、1.2、1.5万辆，2023、2024年同比分别+20.65%、+28.33%，2025年新能源客车（3.5米以上）出口量为1.8万辆(同比+14.25%)。2026年1-7月新能源新能源客车（3.5米以上）出口1.2万辆(同比+25.35%)，增速重新抬升，验证新能源客车出口韧性强于总量波动，欧洲等核心市场仍是高质量订单压舱石，中长期看，新能源客车高端化出海仍是行业核心增长主线。
- **新能源欧洲地区领跑，多区域增长亮点并存：**欧洲核心市场地位持续强化，出口占比从2023年19.9%升至2026年1-7月的43.1%，欧盟重型车减排政策明确2030、2035、2040年碳排放较2019年分别下降45%、65%、90%，使欧洲客车电动化加速，叠加我国新能源客车技术与性价比优势，推动欧洲份额持续扩张。大洋洲、独联体、中东占比分别从2023年1.7%、6.0%、9.6% 升至2026年1-7月4.6%、7.2%、11.1%，形成增长补充；拉美2025年占比达21.9%的阶段性高位，2026年1-7月回调至13.4%，具备市场弹性。

新能源客车（3.5米以上）出口销量



新能源大中客分大洲出口销量占比



数据来源：客车信息网，海关总署，国际清洁交通委员会，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

整体出口展望：分区域增量可期，26年后有望延续高增

市场区域	增长态势	核心逻辑
非洲	爆发式高增	非洲城市化进程加速、基建投资持续释放带动公共交通客车采购需求快速扩容。
中东	稳健增长	中东产油国经济财政稳定，公共交通采购预算充裕中资企业已建立完善的本地化销售服务网络，支撑市场长期稳步扩容。
欧洲	高端新能源领跑	中国新能源客车凭借三电技术优势与定制化产品能力成功打入高端市场。
亚洲	平稳	亚洲市场整体基数大、需求结构多元，传统燃油客车采购需求基本盘稳定。
拉美	快速增长	中资企业通过建设本地化配件中心与售后服务网络有效降低终端运营成本，带动出口销量持续高速增长。
独联体	俄回落后企稳	俄罗斯高库存与报废税影响回落，非俄独联体国家补位。
大洋洲	平稳	大洋洲市场规模有限，客车更新替换节奏稳定。
北美	低基数	北美市场受严格的本地化采购政策、认证壁垒与地缘政治因素限制，中国整车客车出口准入难度极大。

- **整体出口有望延续高增，新兴市场与成熟市场表现分化：**非洲、拉美等市场增长较快，欧洲、亚洲等市场保持平稳。中国车企加快海外布局，通过产品出海、品牌建设和本地化运营，持续提升国际市场竞争力。

数据来源：政府官网，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

整体出口展望：车企龙头加大海外布局，整体出口有望高增

车企	海外布局
宇通客车	坚持高端化出海路线，U系列高端公交、T系列高端旅游客车为出海主力产品；海外业务覆盖欧洲、美洲、亚太、独联体、中东、非洲六大区域，已设立60余家海外子公司与办事处、建成400余家海外授权服务网点、40 余个海外配件库；在16个国家落地KD散件组装本土化生产基地，海外经营模式逐步由单一产品输出升级为技术输出、品牌输出与全产业链运营。
中通客车	执行深耕拉美、拓展欧非、辐射亚太全球化布局策略，巩固拉美核心基本盘，加速非洲新兴市场开拓；依托本地化经销商、海外办事处完善营销售后体系，发挥国资项目资源优势，推进海外KD本地化建厂，海外收入占比持续提升，已进入葡萄牙、丹麦等欧洲高端市场。
金龙汽车	依托2025年金龙系股权整合落地，全面推进厦门金龙、厦门金旅、苏州金龙（海格）海外业务一体化协同运营；海外销售网络覆盖180个国家与地区，与近200家境外经销商建立合作；大力推进海外本地化KD产能合作，新能源车型加速进军欧洲等高端海外市场；海格客车深耕欧洲、拉美成熟市场，非洲市场实现高速增长。

- **中国客车龙头大力开拓新市场：**整体来看，三家企业均将海外本地化生产、新能源产品、高端市场突破作为全球化的核心方向，只是在区域侧重、推进节奏与组织模式上有所差异，三家龙头车企共同构成了中国客车抢占全球份额的核心主力。

数据来源：宇通客车、金龙汽车、中通客车公司公告，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

内需支撑：以旧换新政策延续，公交更新提供刚需

- **客车内需政策支撑体系持续完善，公交电动化更新与以旧换新形成双重托底：**2023年以来国家层面密集出台支持政策，覆盖新能源公交更新补贴、车辆购置税减免、大规模设备以旧换新等维度；2026年新能源公交车更新补贴延续执行，补贴标准保持高位，为客车行业内需提供稳定的刚性支撑。

发布时间	部门	政策名称	针对客车重点内容
2026	工信部等九部门	《智能网联新能源汽车产业发展“十五五”规划》	2030年，国内商用车新车总销量的占比达到40%；积极稳妥推进自动驾驶技术规模应用，开展自动驾驶公交车的相关场景示范应用
2026	交通运输部等	《2026年新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》	新能源城市公交车及动力电池更新补贴延，补贴标准按上年细则执行，平均单车补贴8万元/台
2025	财政部、交通运输部等	《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	加力推进城市公交电动化替代，更新8年及以上城市公交单车补贴由6万元提高至8万元
2025	工信部等	《关于2026—2027年减免车辆购置税新能源汽车产品技术要求的公告》（2025年第24号）	细化2026-2027年享受购置税减半优惠新能源客车的技术准入标准
2024	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	支持老旧新能源公交车更新，推动公共领域车辆电动化

数据来源：中国政府网，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

大中客销量测算——2026年销量有望达12.8万辆

- **大中客车内销假设：**受公路客运需求收缩拖累，燃油客车为主要下行项，新能源公交以旧换新补贴延续，单车维持平均补贴8万元，为内销提供刚性支撑，但受整体市场需求疲软拖累，仅能实现小幅增长。2026年1-7月，内销2.7万辆，同比-7.9%，预计26全年内销同比减少4.0%至6.5万辆，内销为总量主要拖累项。
- **燃油大中客车出口假设**：非洲、中东等新兴市场客运需求快速扩容，燃油客车适配性强，2026年1-7月燃油出口同比增长30.4%，预计26全年燃油出口同比增长35%至4.7万辆，构成出口坚实的基本盘。
- **新能源大中客车出口假设**：欧洲公共交通电动化提速，中国新能源客车技术与性价比优势显著，预计全年新能源出口同比增长30%至1.6万辆。
- **结论**：2026年大中客总销量约12.8万辆（同比+1.6%），其中内销合计6.5万辆（同比-4.0%）、出口合计6.3万辆（同比+34.0%）。内销受燃油车需求收缩拖累同比下行，出口为核心增长来源。

表：2026年大中客销量测算（万辆）

	大中客销量	内销	同比	燃油出口	同比	新能源出口	同比
2025	12.6	6.8	-4.5%	3.5	16.1%	1.2	31.3%
2026E	12.8	6.5	-4.0%	4.7	35.0%	1.6	30.0%

数据来源：中汽协，客车信息网，海关总署，西南证券

仅供内部参考，请勿外传

2026年客车板块观点

- **2026年两大增长点：**1）出口高景气延续，区域布局多元化：燃油客车受益非洲阿尔及利亚大额订单、中东客运需求扩张，构成出口坚实基本盘，带动非洲2026年1-7月跃居第一大出口区域（占比32.4%）；新能源客车依托欧洲碳排放政策红利（2030、2035、2040年碳排放较2019年分别下降45%、65%、90%）与国内三电技术优势，欧洲高端市场持续突破，高端化出海趋势明确。中东、拉美等新兴市场燃油与新能源客车协同扩容，龙头车企加快海外全品类本地化产能与服务网络布局，全球化运营能力持续升级。2026年1-7月大中客（含底盘）出口3.6万辆，同比增长11.9%，全年高增长确定性强；2）政策托底内需，公交更新形成边际支撑：新能源城市公交车以旧换新补贴政策延续，单车平均补贴8万元，老旧公交淘汰更新需求逐步释放，对内销形成托底作用。当前内销仍处于低位修复阶段，2026年1-7月国内大中客销量2.7万辆，同比下降7.9%，政策加持下后续降幅有望收窄、逐步企稳。
- **预计2026年大中客销量12.8万辆，同比+1.6%。**出口端新兴市场燃油车高增、欧洲新能源车需求延续，预计全年出口6.3万辆，同比增长34.0%；内需不足，内销承压，预计全年内销6.5万辆，同比-6.0%。综合测算 2026 年大中客行业销量约12.8万辆，同比增长1.6%。

- **相关标的：宇通客车、中通客车。**

仅供内部参考，请勿外传

目 录

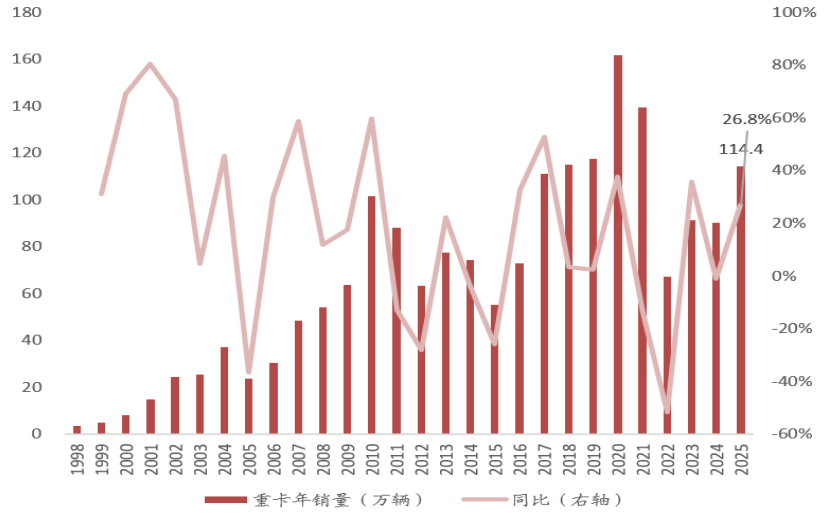
- 行情回顾：AI叙事下带动汽零表现好于整车
- 汽车行业：内需下行&原材料扰动，出口成为增长引擎
- 乘用车：聚焦出口&新能源成长主线
- 客车：内销承压，出口高增延续景气
- 重卡：报废更新稳内销，出口成核心增量来源
- AI液冷：从“可选”到“必选”，产业趋势下汽零标的再出发

仅供内部参考，请勿外传

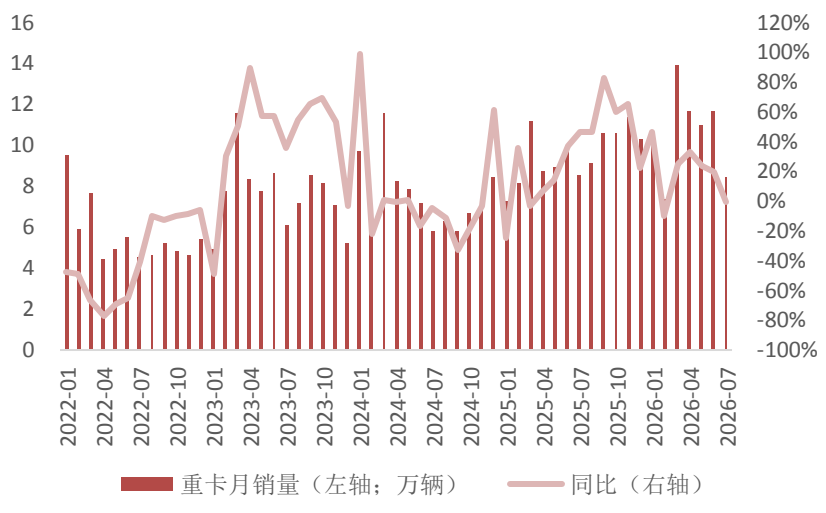
重卡行业：内销与出口高景气，行业继续快速增长

- 2022年，受到油价和天然气价格高企、房地产不景气、疫情、2020与2021年高销量的透支等多重因素的影响，重卡行业遭遇至暗时刻，销量同比下滑51.8%，全年销量仅67.2万辆。
- 2023年，不利影响逐步出清，重卡行业进入复苏态势，全年销量91.1万辆，同比增长35.6%。2024年复苏不及预期，全年销量90.2万辆，同比-1.0%。
- 2025年，在内销（报废更新政策支撑）与出口的共同推动下，重卡全年实现销量114.4万辆，同比+26.8%。
- 2026年1-7月，国内依靠报废更新政策持续发力，出口保持高速增长，重卡累计实现销售74.5万辆，同比增长19.3%，行业整体保持向好。

国内重卡销量（年）



国内重卡销量（月）



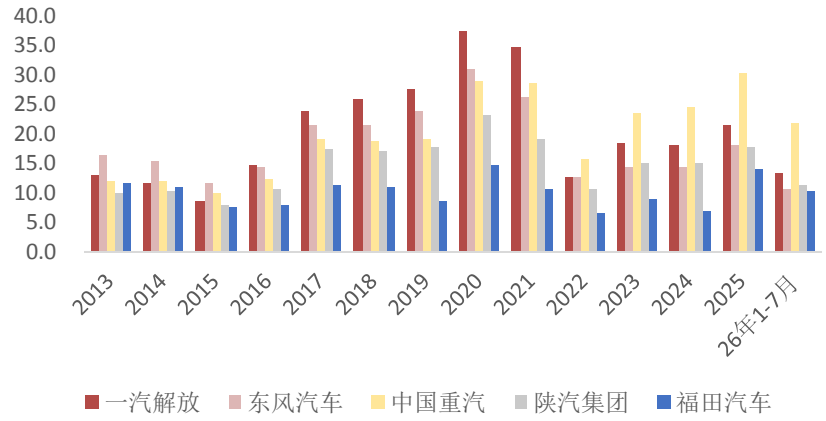
数据来源：中汽协，第一商用车网、西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

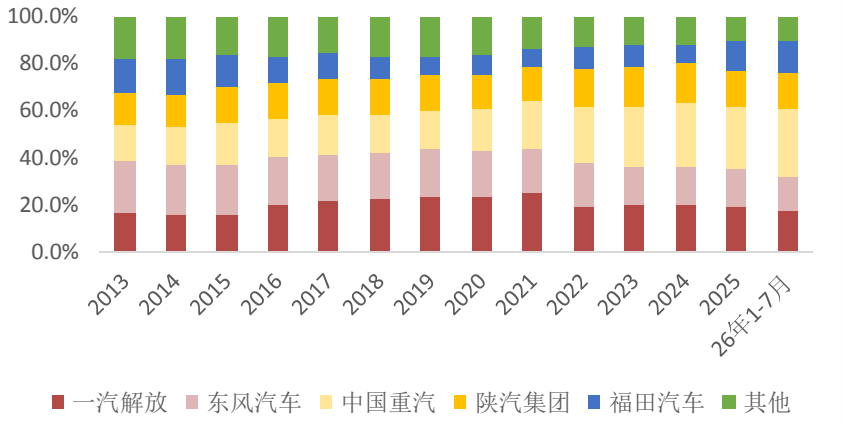
重卡行业：行业集中度保持高位，重汽龙头地位稳固

- **行业集中度保持高位：**2018-2025年重卡行业集中度持续提升，2026年1-7月重卡销量行业前五合计份额达到89.2%，同比-1.6pp，TOP5企业优势巨大，头部企业优势明显，较高的市场集中度成为重要壁垒。此外，现有市场竞争者的市场份额连续多年未发生较大变化，显示出行业竞争格局的稳定性。
- **中国重汽集团占绝对龙头：**从行业前五企业来看，中国重汽集团处于龙头地位，2026年1-7月重卡累计销量21.8万辆，同比增长约27%，市占率为28.9%，同比+1.4pp，领先于第二位一汽解放11.3pp，重汽集团在行业中的领先地位稳固，体现了马太效应中“强者恒强”的特点。

行业前五重卡企业销量（万辆）



行业集中度较高

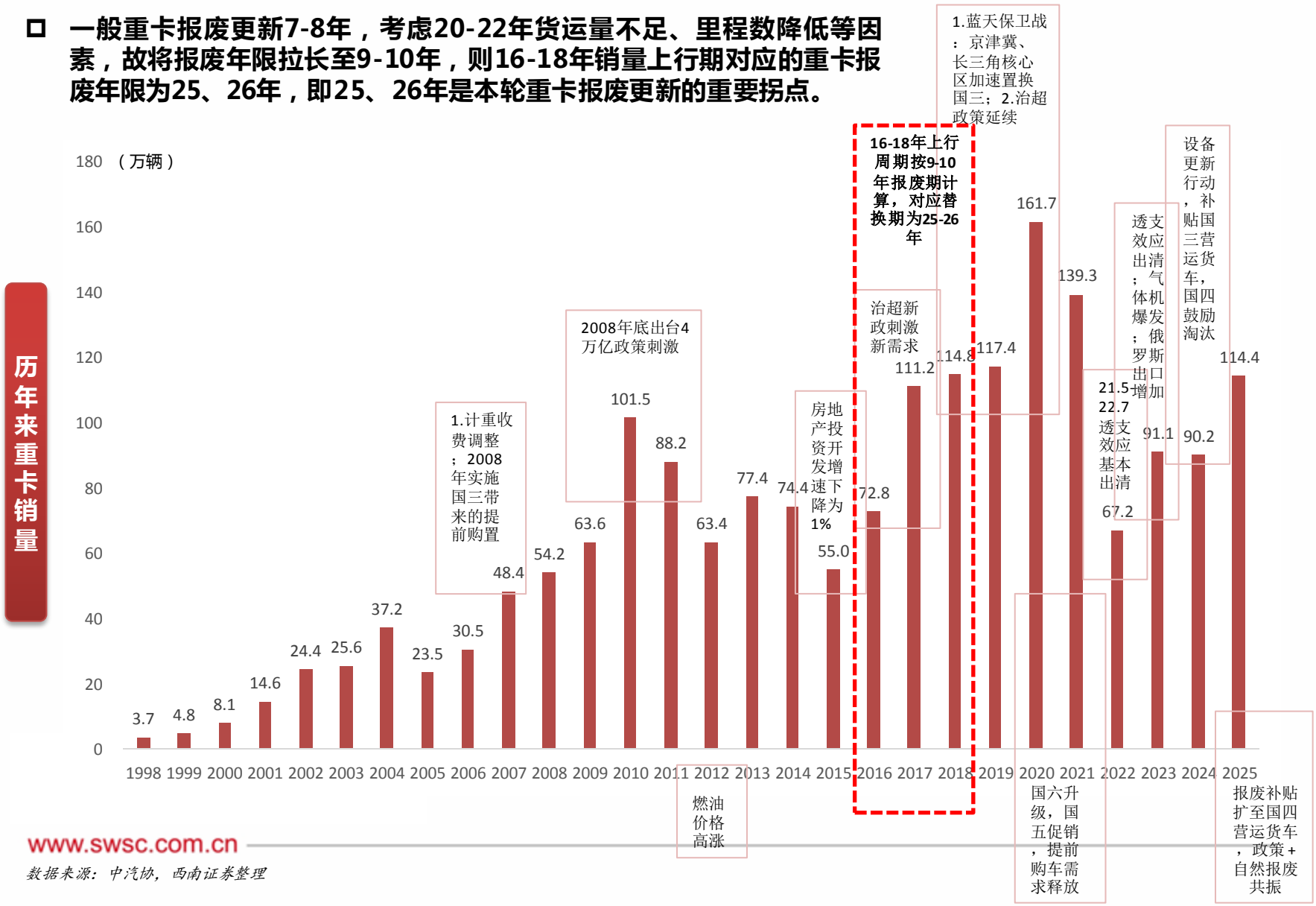


数据来源：第一商用车网，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

26年重要支撑1：报废更新拐点、国四淘汰

- **一般重卡报废更新7-8年，考虑20-22年货运量不足、里程数降低等因素，故将报废年限拉长至9-10年，则16-18年销量上行期对应的重卡报废年限为25、26年，即25、26年是本轮重卡报废更新的重要拐点。**



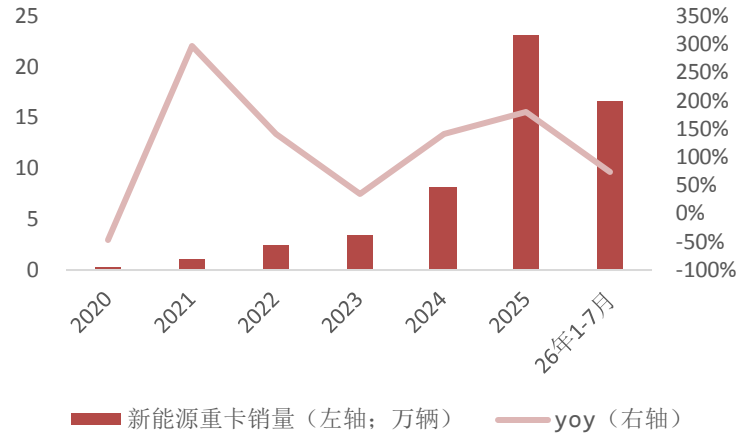
数据来源：中汽协，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

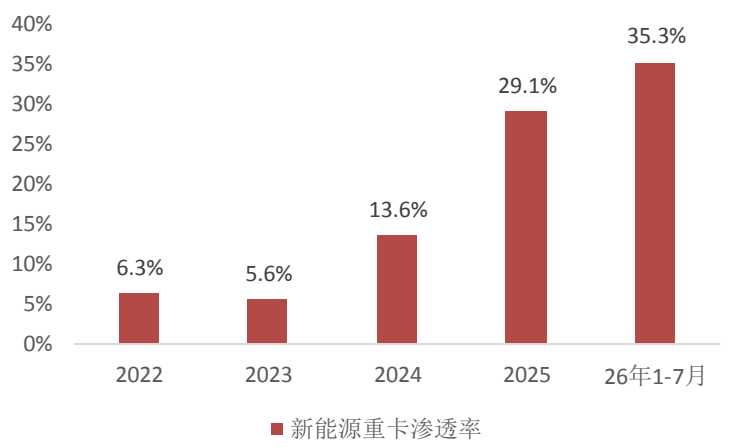
26年重要支撑2：新能源重卡增速亮眼，受政策支持力度较大

- **新能源重卡渗透率快速上行：**24年新能源重卡销量8.2万辆，同比+139.9%，自23年因国补退出而放缓后靠报废更新政策支持再次加速增长。2025年在报废更新政策的继续支持下新能源重卡终端销量达23.1万辆，同比增长181.6%。2026年1-7月全年国内新能源重卡终端销量16.7万辆，同比增长73.9%，新能源重卡渗透率达35.3%，同比+12.4pp。
- **需求增长及持续性分析：**新能源重卡的高增长，源于多轮政策的持续托底。除《交通运输大规模设备更新行动方案》等既有政策外，“十五五”规划纲要将货运交通电动化、重卡规模化应用纳入交通减碳重点任务。今年6月12日11部委印发的《推动新能源重卡规模化应用实施方案》提出：2030年新能源重卡渗透率达40%，保有量突破160万辆、占比20%左右，该方案为未来新能源重卡发展指明了方向。当前货运市场车多货少、运价承压，新能源重卡在中短途场景的经济性优势持续兑现。往后看，伴随换电、兆瓦超充基础设施加速布局完善、整车与电池技术迭代升级，新能源重卡应用场景持续拓宽，“十五五”阶段行业有望延续高速成长态势。

24年开始新能源重卡需求量激增



26年1-7月新能源重卡渗透率达35.3%



数据来源：第一商用车网，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

26年重要支撑2 ：新能源重卡增速亮眼，受政策支持力度较大

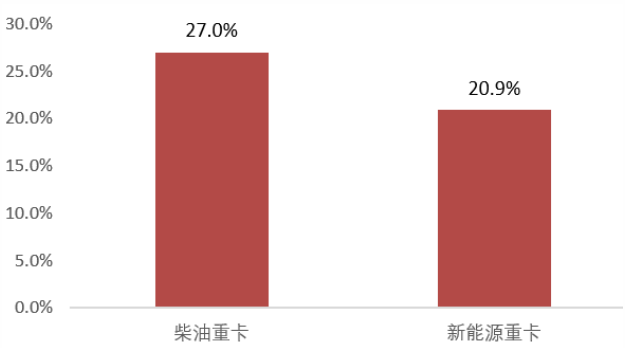
	报废补贴金额	更新国六重卡补贴金额	更新新能源重卡补贴金额
国家补贴	1.2-4.5万元	4.0-6.5万元	7.0-9.5万元
上海	2.2-5.0万元	-	≥280kwh:630元/kWh ＜280kWh：600元/kWh

新能源重卡获得补贴：8.2-14.0万元

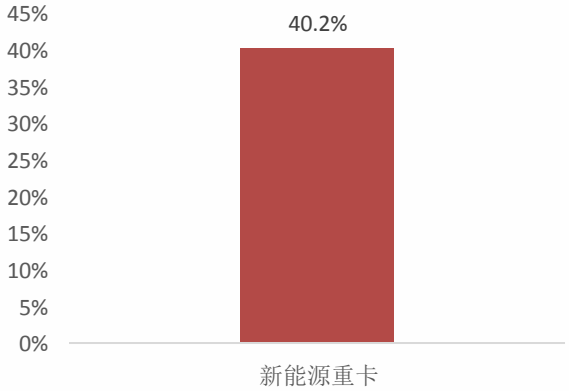
423kWh新能源重卡获得补贴 26.6万元（注：领取上海国四柴油车新能源化补贴）

上海市补贴政策有所退坡：2025年7月，上海市生态环境局、市发展改革委、市财政局和市交通委联合印发了《上海市鼓励国四柴油车淘汰更新补贴资金管理办法》国四柴油车淘汰补贴金额依据车辆类型、初次登记年限和退坡比例确定。2026年1月1日以后报废的，实际补贴金额=补贴标准×80%，退坡比例为20%，即423kWh重卡补贴21.28万元。

补贴金额占购置价比例



注：假设柴油/新能源重卡均价30/53万元；取补贴金额中值计算。



注：假设新能源重卡为423kWh，均价53万元

数据来源：政府官网，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

26年重要支撑2 ：新能源重卡增速亮眼，受政策支持力度较大

发布时间	部门	文件名称	重点内容	针对新能源重卡
2026.7.17	交通部等4部门	《综合运输服务发展“十五五” 规划》	到2030年，新能源重型卡车保有量占比达到20%，国际道路货物运输量增长比例达到60%。	加快新能源重卡规模化应用。加大新能源物流配送车辆、重卡便利通行支持力度。加快淘汰国四及以下营运货车。提升新能源汽车社会化维修服务能力。
2026.6.12	交通部等11部门	《推动新能源重卡规模化应用实施方案》	到2030年，新能源重卡渗透率达40%，保有量突破160万辆、占比20%左右。区域领先：京津冀、汾渭平原等重点区域，固定线路短倒运输电动化比例超80%；	继续实施老旧营运货车报废更新行动，优先支持更新为新能源重卡，鼓励地方使用经济、技术等手段引导市场主体购买使用新能源重卡。鼓励各地放开新能源重卡通行管控。鼓励重卡生产企业立足交通运输应用场景，加大高性价比、高可靠性新能源重卡产品供给力度。推动车企与物流、能源等运营主体联动开展新型消费场景应用，以标杆示范带动行业整体推广。
2025.4.25	交通运输部等10部门	《交通运输部等十部门关于推动交通运输与能源融合发展的指导意见》	到2027年，交通运输行业电能占行业终端用能的比例达到10%、新增汽车中新能源汽车占比逐年提升；	到2035年，纯电动汽车成为新销售车辆主流，新能源营运重卡规模化应用，交通运输绿色燃料供应体系基本建成。
2025.3.18	交通运输部、国家发改委、财政部	《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》	通知明确加快报废高耗能高排放老旧货车，对老旧营运货车报废更新给予资金补贴。	报废并新购新能源货车补贴=提前报废老旧营运货车补贴+新购新能源营运货车补贴（经计算，最高补贴可达14万元/车。）
2024/7/30	交通运输部、财政部	《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》	支持报废国三及以下排放标准营运类柴油货车，加快更新一批高标准低排放货车。	对提前报废国三及以下排放标准营运柴油货车、提前报废并新购国六排放标准货车或新能源货车、仅新购符合条件的新能源货车分档予以补贴。
2024/6/7	交通运输部、发改委等十三部门	《交通运输大规模设备更新行动方案》	鼓励引导道路货运经营者加快淘汰更新国三及以下标准营运类柴油货车，提前淘汰更新国四标准营运类柴油货车。	鼓励各地结合道路货运行业发展特点、区域产业环境和新能源供应能力，推动新能源营运货车在城市物流配送、港口集疏运、干线物流等场景应用。鼓励有条件的地方，因地制宜研究出台新能源营运货车的通行路权、配套基础设施建设等政策，积极探索车电分离等商业模式。
2024/5/29	国务院	《2024-2025年节能降碳行动方案》	推进交通运输装备低碳转型	推动公共领域车辆电动化，有序推广新能源中重型货车，发展零排放货运车队。加快发展多式联运，推动重点行业清洁运输。实施城市公共交通优先发展战略。加快城市货运配送绿色低碳、集约高效发展。
2024/4/3	国家发改委等部门	《关于支持内蒙古绿色低碳高质量发展若干政策措施的通知》	加快交通运输绿色低碳转型	鼓励纯电重卡、换电重卡等替代燃油重卡，加强矿区专用铁路建设。支持内蒙古完善充换电站、加氢站等基础设施体系，强化交通、电力和能源设施深度融合。

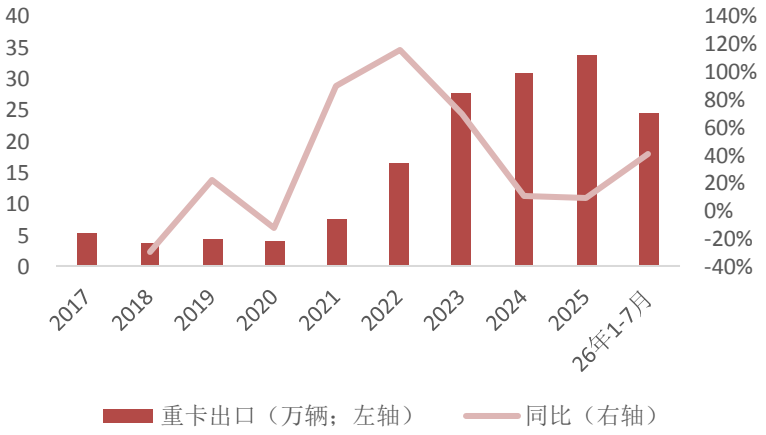
数据来源：政府官网，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

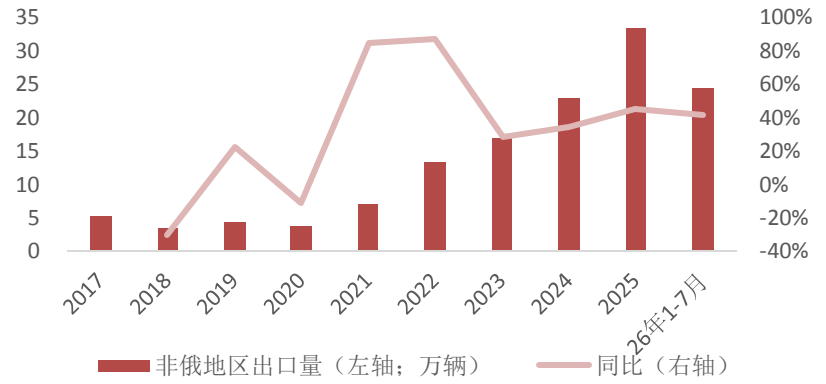
26年重要支撑3：非俄市场支撑海外市场，预计仍有较好延续性

- **重卡出口量保持稳增：**海关总署口径，2021年以来，重卡出口持续高增，2023年出口达27.8万辆，同比+69.1%，处于历史较高水平；24年出口30.9万辆，同比+10.9%；25年重卡出口33.9万辆，同比+9.8%，出口俄罗斯0.6万辆，同比-92.4%，大幅下降主要系俄罗斯高位库存以及报废税大幅增加的影响；得益于非洲增量爆发，26年1-7月重卡出口24.6万辆，同比+40.4%。
- **非俄罗斯市场支撑出口增长：**26年1-7月中国累计出口非俄罗斯市场24.4万辆，同比+41.3%，占重卡总出口量的99.0%，未来非洲、东南亚、南美、中亚等市场销量有望在采矿、基建投资等拉动下保持快速增长。

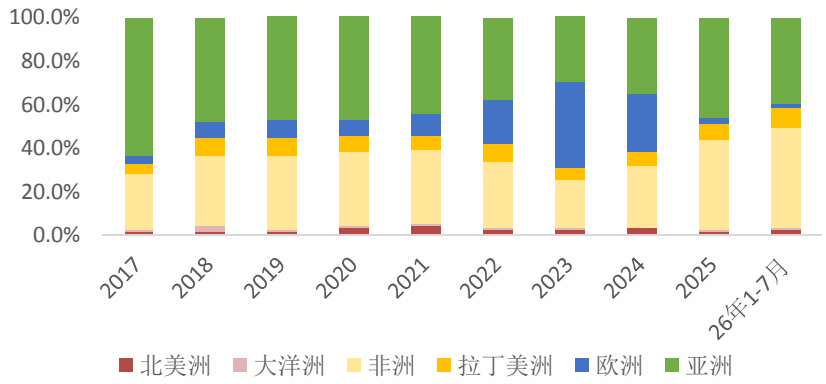
重卡出口同比增速增加



非俄市场支撑出口



重卡分大洲出口销量占比



数据来源：海关总署，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

26年机会1：内销层面政策端持续支持+国五保有量基数大

- **2026年报废更新政策持续：**2025年12月30日，国家发展改革委、财政部发布关于2026年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知。通知指出，2026年推进大规模设备更新，支持老旧营运货车报废更新，继续支持报废国四及以下排放标准营运货车更新为低排放货车。

提前报废老旧营运货车补贴标准

车辆类型	提前报废时间	补贴标准（万元/辆）
中型	满1年（含）不足2年	1
	满2年（含）不足4年	1.8
	满4年（含）以上	2.5
重型	满1年（含）不足2年	1.2
	满2年（含）不足4年	3.5
	满4年（含）以上	4.5

新购营运货车补贴标准

车辆类型		新购国六排放标准营运货车补贴标准（万元/辆）	新购新能源营运货车补贴标准（万元/辆）
中型		2.5	3.5
重型	2轴	4	7
	3轴	5.5	8.5
	4轴及以上	6.5	9.5

数据来源：国家发改委，财政部，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

26年机会1：内销层面政策端持续支持+国五保有量基数大

- **十五五规划提出：**传统基建优化升级，要优化提升传统产业，巩固提升矿业、冶金、化工、轻工、纺织、机械、船舶、建筑等产业在全球产业分工中的地位和竞争力。传统基建项目如交通网络、能源设施、水利工程等将持续优化升级，注重质量与效益的双重提升。对传统基建项目的优化升级有望带来重卡需求提升。2026年作为“十五五”规划元年，雅江项目、藏粤直流、浙江特高压交流环网工程以及主要城市地下管网等重大项目的密集启动也将进一步为内销提供支撑。
- **十五五规划促进产业升级**：在 “十五五” 规划的政策牵引下，人工智能、新能源、半导体等前沿科技方向正加速赋能重卡产业升级：智能驾驶与无人化货运方案（依托 AI、机器人技术）将提升重卡运营效率，纯电、氢燃料等新能源动力正破解重卡的能源与成本瓶颈；而半导体、新材料等技术则从硬件层面强化重卡的智能化与性能表现，天地互联、量子科技更筑牢了重卡的通信与数据安全底座。这些 “十五五” 重点布局的高科技方向，正全方位推动重卡产业向智能化、绿色化、高效化的高端形态迈进。

部分重大项目梳理

项目	总投资	投资阶段
雅江项目	1.2万亿元	2025 年 6 月，藏东南-粤港澳大湾区±800 千伏特高压直流输电工程获核准，工程起点藏东南地区，落点粤港澳大湾区，额定输送容量 1000 万千瓦，总长约 2681 公里。我们预计藏粤直流工程将于 2026 年正式开建，雅下配套特高压线路有望 2031-2034 年集中建设。GIL 设备招标整体匹配水电站建设节奏，预计 26 年启动前期少量招标，2028-2032 年处于建设期密集招标，2032 年后收尾期少量招标。
藏东南—粤港澳±800千伏特高压直流输电工程	工程总投资约532亿元，配套“水风光一体化”电源基地投资超1500亿元	2025年6月，藏粤直流工程获国家发展改革委核准。同年9月16日，工程在广东、西藏、云南、广西四省区正式启动建设。
蒙西—京津冀±800千伏特高压直流工程	171.78亿元	于2025年6月26日获国家发展和改革委员会的核准批复，2025年12月30日开工建设
浙江特高压交流环网工程	293亿元	2025年12月10日，浙江特高压交流环网工程正式获国家发展和改革委员会批复建设，工程计划2029年建成投运。

十五五规划赋能商用车产业升级

序号	高科技方向	与商用车的关联点
1	人工智能	智能驾驶(L4级无人货运)、运营优化(智能调度云平台)
2	新能源	动力源革新(纯电、氢燃料电池等)、能源基础设施(充换电网络)
3	半导体	智能化的硬件基础(算力芯片、车载感知与通信设备)
4	机器人	无人化货运(自动驾驶卡车)、封闭场景应用(港口、矿区)
5	低空经济	物流协同(无人机配送与地面运输协同)
6	天地互联	全域通信保障(卫星互联网助力车路云一体化和远程驾驶)
7	量子科技	安全通信(量子加密保障车联网数据安全)
8	核聚变	终极能源(解决电动商用车能源来源与成本问题)
9	新材料	车辆性能提升(轻量化材料、第四代半导体材料)
10	生物科技	驾驶安全(监测驾驶员疲劳状态、健康管理)

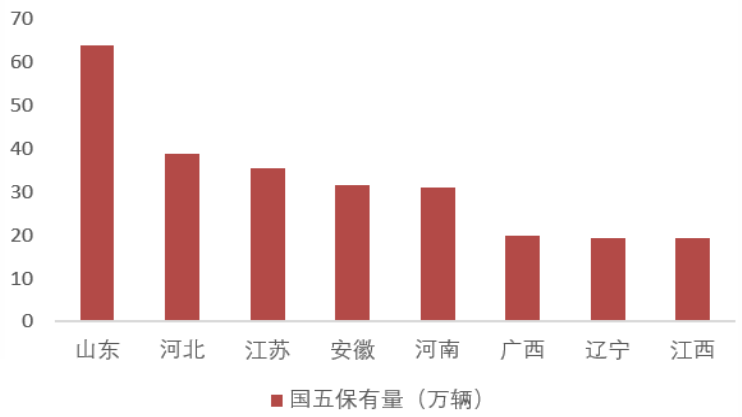
数据来源：思瀚产业研究院，CPEM全国电力设备管理网，商用汽车网，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

26年机会1：内销层面政策端持续支持+国五保有量基数大

- **国五保有量基数大**：根据第一商用车网数据，2017年到2021年国五销量为735万辆，活跃车辆420万辆，截至25年底，国五保有量重点省份有山东（63.9万辆）、河北（38.7万辆）、江苏（35.4万辆）、安徽（31.7万辆）、河南（30.9万辆）、广西（20.0万辆）、辽宁（19.3万辆）和江西（19.2万辆）等。一汽解放党委副书记于长信在全球合作伙伴大会表示，从2025年9月起，国五车的淘汰数量已超过国四车。他预测，这420万辆存量车将在未来4至5年内逐步完成更新。
- **部分地区针对国五车实施区域禁行**：去年以来河南郑州、商丘，河北廊坊和衡水开始陆续实施国五重卡区域限行措施，杭州明年开始实施区域限行，28年限行区域进一步扩大，同时，杭州今年8月30日开始将国五重卡纳入报废更新补贴范围。我们预计随着国七标准后续出台，国五车将正式进入淘汰更新的阶段，目前来看或已经不远。

中重卡国五保有量重点省份



部分地区对国五重卡限行

郑州	•2026.4.1起，“绿色物流区”内国五及以下排放标准的柴油（燃气）中型、重型货车全天禁行。
商丘	•2025.10.1起，国五及以下排放标准的中、重型柴油货车将被全天禁止在商丘市中心城区合围区行驶。
廊坊	•2026.7.10起，外环线合围区域全天候禁行
衡水	•2026.6.29起，中心城区合围区禁行
杭州	•计划2027年开始限行，同时2026年8月30日开始补贴国五车报废更新

数据来源：第一商用车网，郑州本地宝，电车资源，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

26年机会2：新能源渗透率有望持续上行

- **政策端优先支持电动卡车：**继续支持报废国四及以下排放标准营运货车更新为低排放货车，优先支持更新为电动货车，补贴分档标准延续《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》（交规划发〔2025〕17号）。报废并新购新能源货车补贴=提前报废老旧营运货车补贴+新购新能源营运货车补贴，新能源重卡报废更新补贴额最高可达14万元。

新能源重卡报废更新补贴额最高达14万元

提前报废老旧营运货车补贴标准（重卡）	
提前报废时间	补贴标准（万元/辆）
满1年（含）不足2年	1.2
满2年（含）不足4年	3.5
满4年（含）以上	4.5
新购营运货车补贴标准（重卡）	
车辆类型	新购新能源营运货车补贴标准（万元/辆）
2轴	7
3轴	8.5
4轴及以上	9.5

- **兆瓦超充产业加速落地，多玩家共同推进干线补能网络：**继华为兆瓦超充方案发布后，2026 年国内兆瓦超充产业链快速成熟，特来电等企业推出中高压直挂兆瓦级充电设备，设备可兼容现有车型同时面向未来升级；2026 年 8 月国内举办国际电动重卡超充产业大会，行业聚焦兆瓦超充商业化运营。高速、国道沿线兆瓦超充站点加速落地，推动 “15 分钟重卡补能” 从示范项目走向规模化商用，进一步打开长途干线场景的新能源重卡应用空间。
- **宁德时代主推换电：**宁德时代2025年5月18日在山西大同联合主办“新一代重卡换电生态活动”。发布75#标准化换电块及全场景底盘换电解决方案，目前已联合十余家车企推出30多款底盘换电车型。宁德时代的远期目标是在2030年建成覆盖全国约15万公里主要高速及省道干线的“八横十纵”换电网络，该网络预计将服务全国约80%的重卡运力。

数据来源：交通运输部，卡车技术前沿，高工锂电，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

26年机会3：海外需求持续，车企加大海外布局

海外需求有望持续

国家	2026年基建项目
越南	南北高速铁路全长约1541公里，线路自首都河内延伸至胡志明市，采用双线设计，最高设计时速350公里，轴重22.5吨。项目建成后，将成为连接越南南北经济走廊的交通主干。据悉，该项目预计总投资约587.1亿美元。
泰国	交通部正式公布总额达 1.88 万亿泰铢（约合 590 亿美元）的大规模基础设施投资计划。2026 年将成为这一计划的关键落地年，涵盖中泰高铁二期、双线铁路、陆桥工程在内的 15 个重大项目将集中启动招标或进入实质推进阶段
沙特	2025年7月30日，沙特阿拉伯释放了关于未来五年将投入超过1.15万亿美元用于基础设施建设的重大信号。沙特主权财富基金（PIF）于7月28日明确表示，NEOM未来城等国家级项目的全面建设阶段即将开启。其中，40%-45%的建材将通过全球招标采购，并特别强调优先与中日韩等国合作。

车企加大海外布局

车企	海外战略
一汽解放	未来将继续深化属地化运营
中国重汽	2025年重卡出口15.3万辆，2030年出口目标为25万辆。
东风商用车	启动“扬帆工程”，立志未来海外销量占比超过30%，并聚焦全球7大区域进行属地化深耕。
陕汽	努力稳固并拓展欠发达地区市场。
福田汽车	将“全面国际化”作为核心战略，目标海外占比达到30%。

- **海外需求持续**：越南、泰国等东南亚地区后续大型基建项目密集，对中国重卡需求有望持续。非洲地区因金属矿产开采衍生出来的运输与基建需求依然强劲。另外，尽管美伊冲突对中东需求短期有扰动，但中东实际需求依然在，尤其在未来的冲突缓和或结束之后。
- **中国车企大力开拓新市场并布局电动重卡**：依靠非洲、东南亚稳定的基本盘，中国车企积极开拓南美、中东和中亚等市场，并积极推进东南亚、南美及欧洲等地的电动重卡布局，从而有望提升出口产品结构。其中，今年9月14-20日德国汉诺威商用车展上，中国众多商用车品牌全体出席，参展车型包含纯电重卡/轻卡等，显示出各家积极进军欧洲的心态。

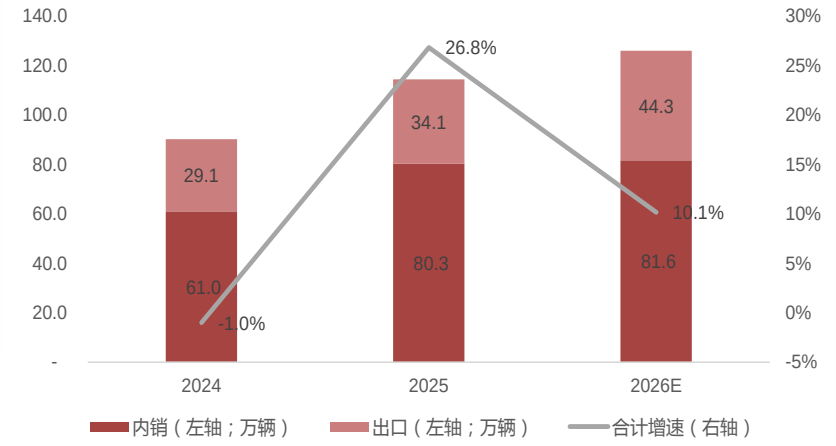
数据来源：人民网东南亚，轨道招标网，国际工程机械，第一商用车，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

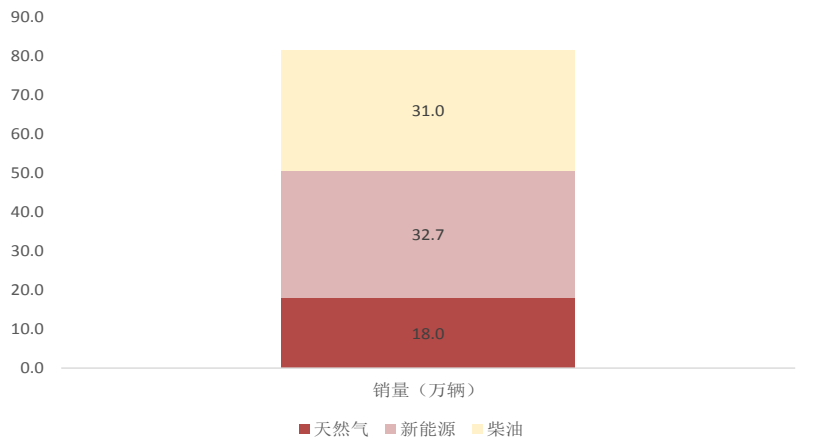
重卡销量判断：国四淘汰政策持续，26年销量有望达126.0万辆

- **内销以存量替换为主，叠加报废更新政策刺激**，按照9-10年作为重卡更新换代周期，假设1）内销中，10年前重卡更新36%，9年前重卡更新26%，8年前重卡更新20%，7年前重卡更新8%，则26年的内销更新换代量将达到81.6万辆。此外，假设2）非洲/东南亚等市场需求支撑出口，26年假设出口增速为30%。
- **测算结果：**2026年重卡行业销量有望达126.0万辆，同比+10.1%，核心增量来自出口。
- **天然气/新能源渗透率假设：**26年1-7月，天然气/新能源渗透率为24.2%/35.3%（上险口径）。基于26年内销为81.6万辆的预测，我们考虑到今年5月以来汽柴比优势消失以及新能源重卡技术以及使用场景持续突破，假设26年天然气/新能源渗透率分别为22%/40%。
- **测算结果：**2026年天然气重卡为18万辆，同比-9.6%，新能源重卡达32.7万辆，同比+41.3%。

重卡销量预测



重卡内销结构拆分（按动力形式）



数据来源：中汽协，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

2026年重卡板块观点

- **2026年重卡主要增长点：**1）政策端持续支持+国五保有量基数大，预计26年内销达81.6万辆，同比+1.7%；2）政策端优先支持电动卡车，技术端以华为、宁德时代为代表持续实现新突破，预计新能源重卡销量继续高增，渗透率有望大幅上行；3）东南亚与非洲的出口“基本盘”保持快速增长，拉美澳新中亚等地区增量明显。因此，出口是行业的主要增长点。同时，电动重卡出口有望实现突破，推动出口结构改善。

- **预计2026年重卡销量126.0万辆，同比+10.1%。**根据报废年限推算16-17年上行期对应的报废年限即为25、26年，即25、26年为重要报废拐点。此外，考虑政策端对内销与新能源的支持以及出口的快速增长，2026年重卡行业销量预计达126.0万辆，同比+10.1%，其中，内销81.6万辆，同比+1.7%，出口44.3万辆，同比+30%，为行业核心增量来源。

- **相关标的：中国重汽H、潍柴动力、中集车辆、中国重汽A。**

仅供内部参考，请勿外传

目 录

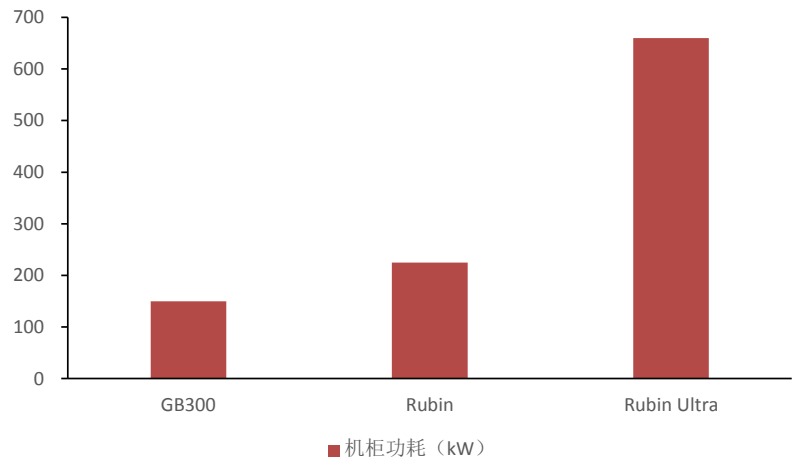
- 行情回顾：AI叙事下带动汽零表现好于整车
- 汽车行业：内需下行&原材料扰动，出口成为增长引擎
- 乘用车：聚焦出口&新能源成长主线
- 客车：内销承压，出口高增延续景气
- 重卡：报废更新稳内销，出口成核心增量来源
- AI液冷：从“可选”到“必选”，产业趋势下汽零标的再出发

仅供内部参考，请勿外传

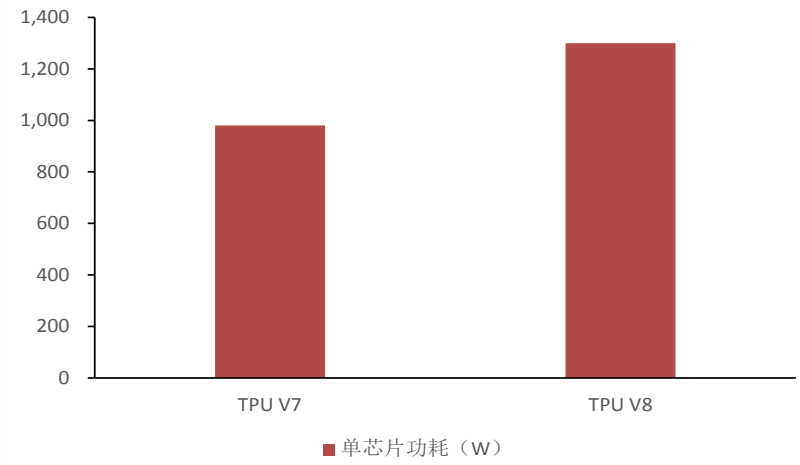
产业趋势：算力扩容&能耗管控驱动液冷从“可选”到“必选”

- **AI推动芯片与机柜功耗跃升，风冷技术触及极限，液冷成唯一可行方案。**在AI大模型训练、高性能计算等需求的推动下，数据中心算力密度快速攀升。1）从英伟达主流机柜功耗来看，机柜功耗从GB300的150kW到Rubin机柜的200kW+，未来Rubin Ultra平台机柜将升级到600kW+，远超前代机型功耗。2）从谷歌主流TPU芯片功耗来看，TPU V8单芯片功耗达1300W，较TPU V7提升30%。因此，随着芯片与机柜功耗提升，单机柜功率早已突破30kW的风冷散热物理极限，当风冷技术无法承载超高密度算力的散热需求时，液冷技术凭借其高效散热能力，成为唯一可行的解决方案。

英伟达主流机柜功耗



谷歌主流TPU单芯片功耗



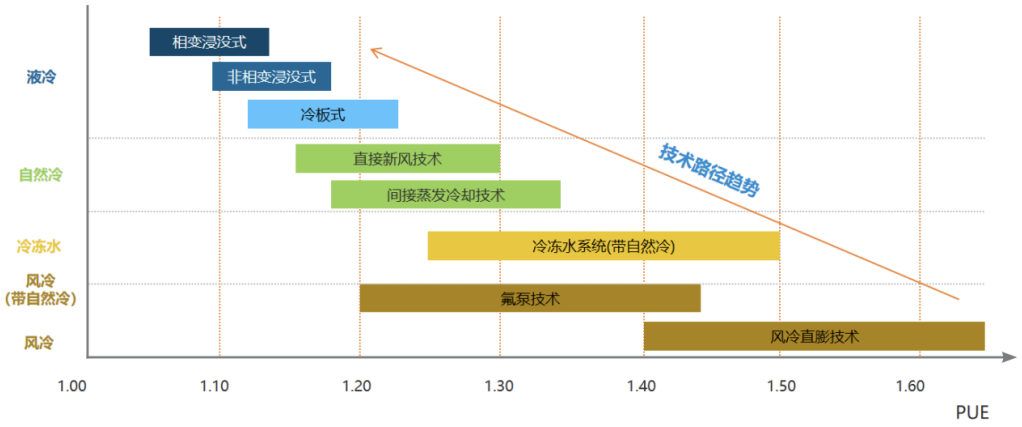
数据来源：TrendForce、EAC热管理与液冷，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

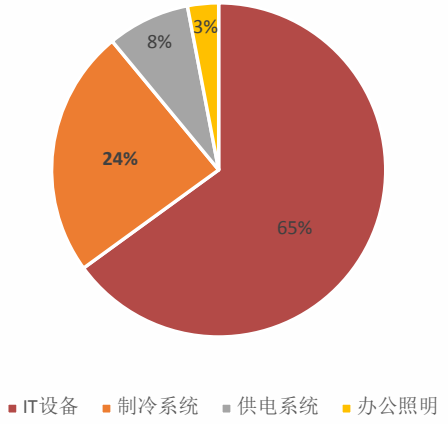
产业趋势：算力扩容&能耗管控驱动液冷从“可选”到“必选”

- **PUE管控政策出台，液冷散热节能优势突出，液冷从“可选”迈向“必选”。**PUE（电能利用效率）=数据中心总能耗/IT设备能耗，1）政策层面，根据2024年国家发改委、工信部等部门下发的《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》指出，到2025年底，新建及改扩建大型和超大型数据中心PUE降至1.25以内，国家枢纽节点数据中心项目PUE不得高于1.2。2）能耗角度，在保证算力运转的前提下，只有通过降低数据中心辅助能源的消耗，才能达成节能目标下的 PUE 要求，其中制冷系统是数据中心辅助能源中占比最高的部分。根据制冷技术路径不同，液冷技术路径相较于风冷技术路径能显著降低PUE，实现数据中心PUE降至1.15~1.35。

数据中心制冷技术对应 PUE 范围



典型数据中心能耗占比



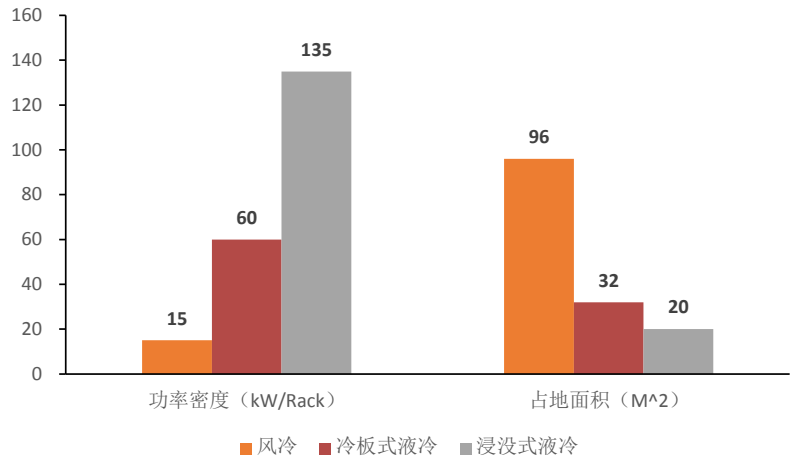
数据来源：国家发改委官网、中兴通讯《液冷技术白皮书》，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

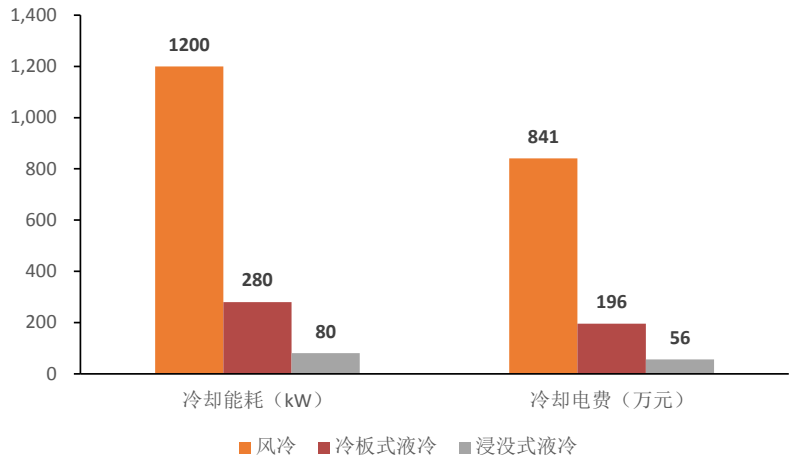
产业趋势：算力扩容&能耗管控驱动液冷从“可选”到“必选”

- **液冷方案散热&成本优势显著，长期运营性价比突出。**1）散热性能方面，液冷系统常用介质有去离子水、醇基溶液等多种类型，这些液体的载热能力、导热能力和强化对流换热系数均远大于空气。同时液冷系统由于其散热效率高，因此在单位空间能够布置更多的ICT设备，提高数据中心空间利用率、节省用地面积。2）成本优势方面，相比于传统风冷，液冷散热技术初期投资会高于风冷方案，但可通过降低运行成本（TCO）回收投资。根据中兴通讯《液冷技术白皮书》数据，以规模为10MW的数据中心为例，比较液冷方案（PUE 1.15）和冷冻水方案（ PUE 1.35），预计2.2年左右可回收增加的基础设施初投资。

液冷与风冷散热能力对比（2MW机房）



液冷与风冷散热TCO对比（2MW机房）



数据来源：中兴通讯《液冷技术白皮书》，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

液冷路线：冷板式液冷成熟度高&改造成本低成为当前主流

- **数据中心液冷技术分为接触式与非接触式两种。**接触式液冷是指将冷却液体与发热器件直接接触的一种液冷实现方式，包括浸没式和喷淋式液冷等具体方案。非接触式液冷是指冷却液体与发热器件不直接接触的一种液冷实现方式，包括冷板式等具体方案。
- **目前冷板式液冷路线为数据中心液冷主流方案。**冷板式液冷采用微通道换热技术具备高散热性能，PUE可降低至1.1-1.2，同时改造成本低、兼容性强、部署灵活、成熟度高，根据高工产研数据，冷板式液冷仍占据主流地位，占比超过90%。浸没式液冷虽在散热效率与空间利用率上更具优势，但受限于维护复杂性与材料兼容性，目前与喷淋式方案均处于早期部署阶段。

数据中心液冷技术路线对比

液冷路线	技术原理	PUE	技术优势	初始投资成本	产品兼容性
冷板式液冷	通过液冷板将芯片等发热器件的热量间接传递给封闭在循环管路的冷却液体，通过冷却液体将热量带走的一种散热方式	1.1-1.2	对设备和机房设施改动较小，目前技术成熟最高	部署方式与风冷相同	兼容现有硬件架构
浸没式液冷	以冷却液作为传热介质，将发热器件完全浸没在冷却液中，发热器件与冷却液直接接触并进行热交换的制冷方式	1.05-1.09	节能、静音，排除了温度、风机振动等带来的影响	初始投资高，服务器结构需改造	需优化IT设备关键组件
喷淋式液冷	通过重力或系统压力直接将冷却液喷洒至发热器件或与之连接的导热元件上的液冷方式	<1.1	结构颠覆性优于浸没式但节能效果差于浸没式	初始投资高，液体消耗成本大，服务器结构需改造	需对机柜和服务器机箱进行改造

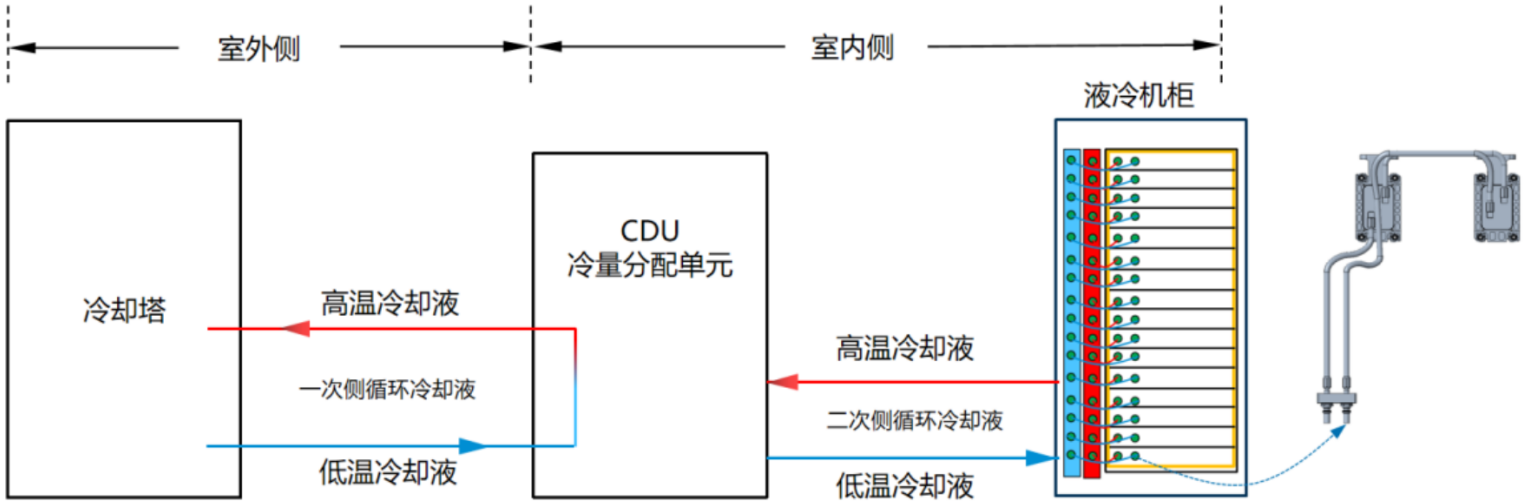
数据来源：高工产研，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

液冷路线：冷板式液冷成熟度高&改造成本低成为当前主流

- **冷板式液冷系统通常可划分为一次侧与二次侧。**在冷板式液冷系统中，一次侧和二次侧是两个独立且物理隔离的循环回路，通过冷量分配单元（CDU）进行热量交换。其中二次侧位于室内，负责把芯片产生的热量带到CDU；一次侧位于室外，负责把CDU换出的热量通过冷却塔/干冷器/冷水机组等设备排向环境。
- **一次侧与二次侧液冷系统构成情况：**一次侧标准化程度比较高，按照散热功率统一配置，主要由冷却塔、冷水机组和水泵上构成，核心设备是冷水机组。二次侧靠近服务器和芯片，定制化和可靠性要求比较高，主要可分为CDU和液冷机柜，其中CDU主要由板式换热器、水泵等构成液冷系统，机柜内液冷系统主要由UQD、Manifold、管路等构成。

冷板式液冷系统工作原理图



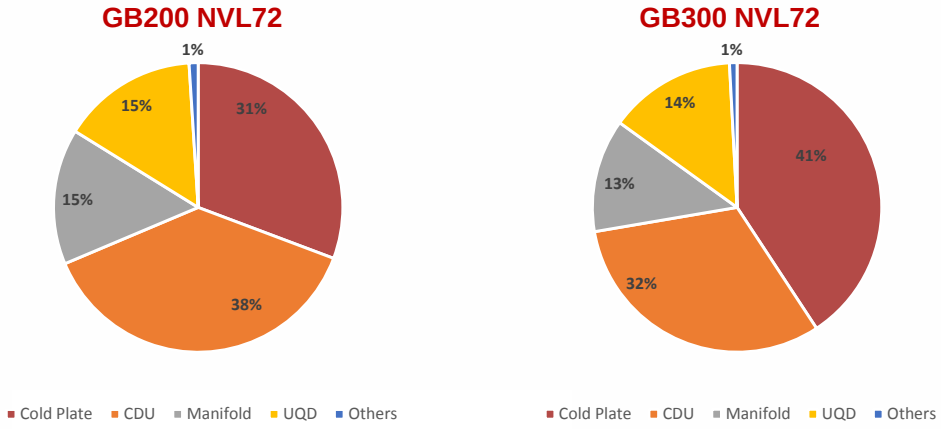
数据来源：中兴通讯《液冷技术白皮书》，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

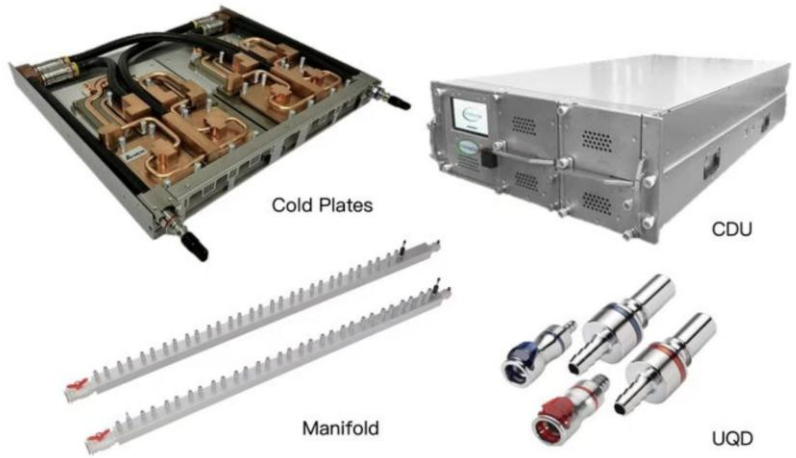
液冷路线：冷板式液冷成熟度高&改造成本低成为当前主流

- **数据中心机柜侧液冷环节冷板与CDU价值量占比最高。**根据路乐科技数据统计，从产品价值量维度拆分来看，无论是GB200 NVL72还是GB300 NVL72散热方案，冷板（Cold Plate）、CDU（冷却分配单元）、Manifold（液冷歧管/分水器）和UQD（快接头）合计占数据中心机柜侧液冷价值量的90%+，其中冷板和CDU环节价值量合计占比超过60%。
- **随着机柜功率提升，液冷环节价值量对应提升。**根据麦麦网液冷产业链微信公众号数据统计，GB300 NVL72相较于GB200方案，机柜侧液冷环节价值量提升20%，Rubin系列相较于GB300液冷方案，机柜侧液冷环节价值量提升17%。

GB200/GB300 NVL72价值量拆分



二次侧液冷散热四大模组



数据来源：路乐科技官网、麦麦网液冷产业链，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

液冷路线：冷板式液冷成熟度高&改造成本低成为当前主流

- **CDU在液冷系统中起到环路热交换以及冷却液流量分配的作用。**CDU是连接机房一次侧公用水冷系统与服务器二次侧IT设备冷却回路的关键枢纽，在液冷系统中实现冷量转移、回路隔离、精准配液三大核心功能的集成设备，直接决定液冷集群的换热效率、运行稳定性与能耗水平。
- **CDU目前主要以机柜式CDU和机架式CDU为主。**机架式CDU装入服务器柜内，单台供单柜，冷量小、部署灵活，适合边缘与改造；机柜式CDU独立落地列间部署，单台带整排，冷量大、需冗余、单位kW成本低，为智算中心主流。

机柜式与机架式CDU示意图

机柜式CDU



机架式CDU



机柜与机架式CDU选型因素表

维度	机柜式CDU	机架式CDU
覆盖范围	单机柜或多机柜集群	单机架或相邻机架
冷却能力	较高	较低
部署灵活性	低 （需规划管道和空间）	高 （适配边缘计算，小规模场景）
成本	初期投资高，但多机柜均摊成本更低	初期单机架成本低，但多机架总成本高

数据来源：Boyd官网、伊顿官网、施耐德电气、观研天下，西南证券整理

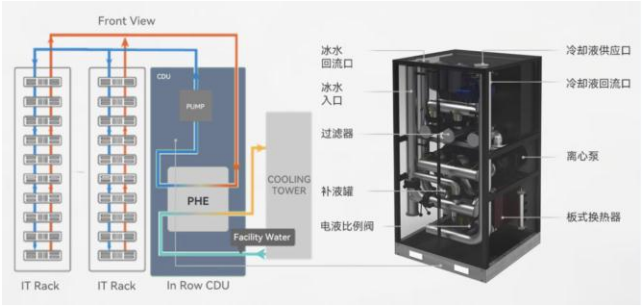
仅供内部参考，请勿外传

液冷路线：冷板式液冷成熟度高&改造成本低成为当前主流

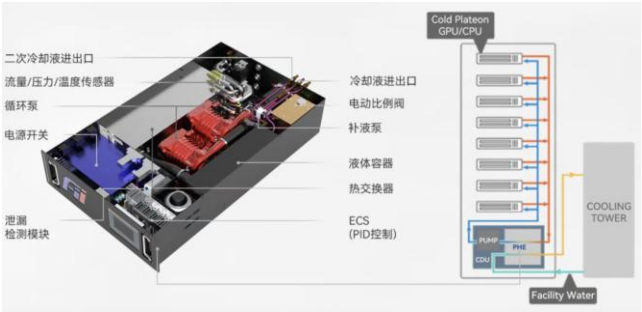
- **循环泵和板式换热器为CDU两大核心部件。**CDU主要由板式换热器、泵、水浸传感器、电动调节阀、不锈钢管路、流量计及控制器件组成。根据观研天下研究显示，泵占CDU价值量约35%左右，板式换热器占CDU价值量约30%左右。随着AI算力需求的爆发，作为液冷系统的“中枢神经”CDU市场或将随之迎来爆发式增长。根据观研天下统计，2025年全球数据中心CDU市场规模约12.13亿美元，预计2031年全球数据中心CDU市场规模增长至37.15亿美元，对应2025-2031年复合增长率为12.8%。

机柜式与机架式CDU内部结构图

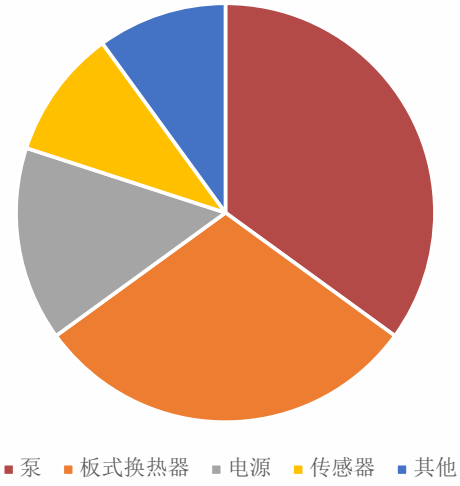
机柜式CDU



机架式CDU



CDU价值量拆分情况



数据来源：工业富联官网、观研天下，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

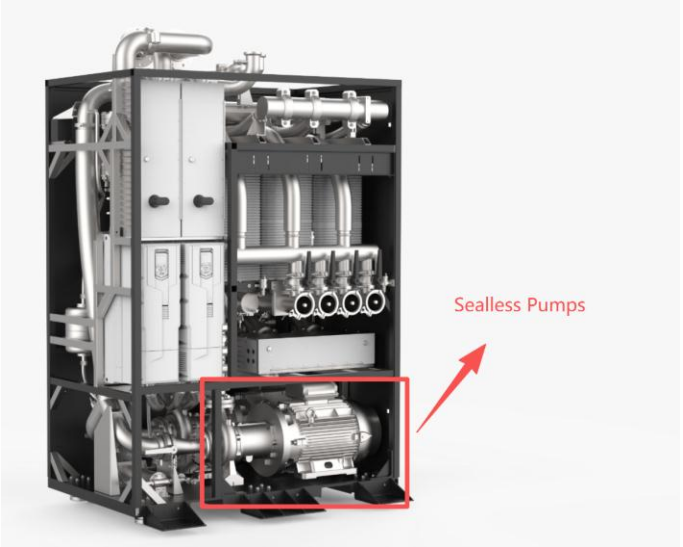
机会看点1：大功率电子屏蔽泵迎来替换拐点

- **电子屏蔽泵因其性能优异有望迎来行业替换拐点。**数据中心循环泵的作用是为冷却液在二次侧回路内的循环提供驱动力，提供必要的扬程以克服冷板、分水器和换热器产生的系统阻力损失，确保带走服务器产生热量所需的额定流量。数据中心循环泵主要分为机械泵、磁力泵和屏蔽泵。由于电子屏蔽泵采用无机械轴封设计，在降低泄漏风险、减少运行噪音、智能变频能力、以及减少维护需求方面具有一定优势，更适用于部分高可靠、高连续运行场景。
- **国产供应商前瞻式布局电子屏蔽泵，有望迎来发展机遇。**目前海外循环泵企业仍以机械密封泵为主，国内供应商因前瞻式投入屏蔽泵研发，有望迎来行业发展红利。

机械泵、磁力泵与屏蔽泵性能对比

对比维度	机械密封泵	磁力泵	屏蔽泵
密封方式	动密封，有泄露风险	静密封，无泄漏	静密封，无泄漏
效率	高，能耗低	低，能耗高	低，能耗高
噪音	高	高	低
尺寸	中	大	小
价格	低	中	高

Google Deschutes 5.0 CDU 使用的泵



数据来源：南方泵业、中国通用机械工程协会泵业分会、通用机械、nVent官网，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

机会看点2：CDU板式换热器有望迎来国产替代

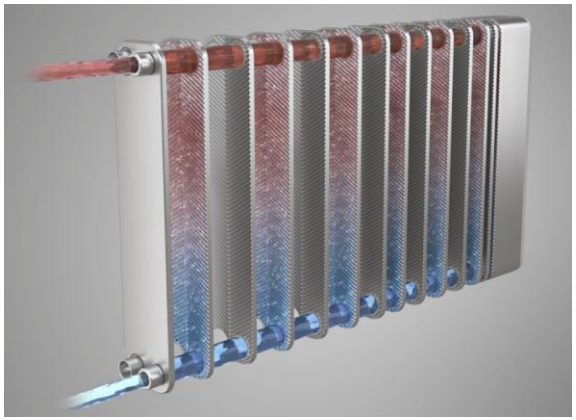
- **CDU板换主要起热量交换介质的作用，目前数据中心以钎焊型板式换热器为主。**CDU板式换热器（Plate Type Heat Exchanger）是由一系列具有一定波纹形状的金属片叠装而成的一种高效换热器，各种板片之间形成薄矩形通道，通过板片进行热量交换。板式换热器的型式的主要有框架式（可拆卸式）和钎焊式两大类，目前数据中心CDU常用的换热器以钎焊型板式换热器为主。
- **目前板换市场以海外供应商为主，国产替代有望成为产业趋势。**目前CDU板换市场主要以阿法拉伐、丹佛斯等海外第一梯队供应商为主，国内供应商有望凭借产品价格优势与高效应速度等优势迎来国产替代机会。

钎焊板式换热器实物图&工作示意图

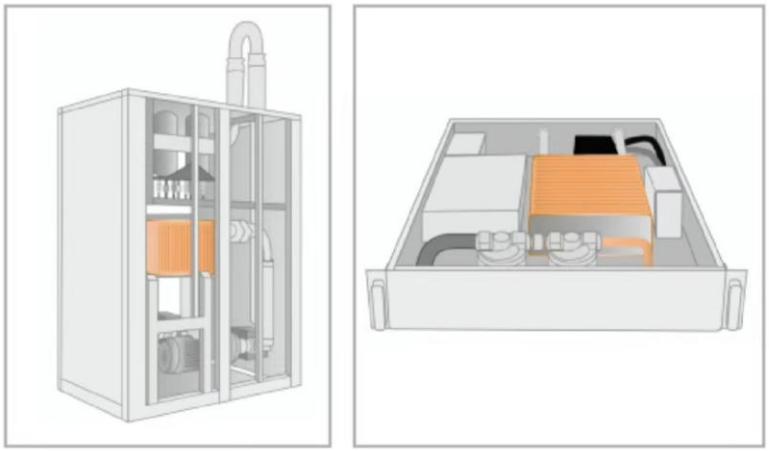
板换实物图



板换工作示意图



钎焊换热器在机柜式&机架式CDU中的应用



数据来源：无锡远卓官网、阿法拉伐中国官网、舒瑞普SWEP，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

2026年下半年AI液冷板块投资建议

- **算力扩容&能耗管控驱动液冷从“可选”到“必选”：**随着AI算力功耗跃升、PUE政策硬约束与TCO经济性三重共振，数据中心液冷已从 “可选” 变为 “必选”，冷板式液冷采用微通道换热技术具备高散热性能，PUE可降低至1.1-1.2，同时叠加改造成本低、兼容性强、部署灵活、成熟度高，目前成为主流数据中心液冷方案。

- **一次侧标准化程度高，二次侧CDU中循环泵和板换价值量占比高：**数据中心液冷可分为一次侧和二次侧环节，其中一次侧液冷标准化程度比较高，按照散热功率统一配置，主要由冷却塔、冷水机组和水泵上构成，核心设备是冷水机组。二次侧靠近服务器和芯片，定制化和可靠性要求比较高，主要可分为CDU和液冷机柜环节，其中CDU中循环泵和板式换热器价值量较高、合计占据CDU 60%以上的价值量。

- **看好新技术迎来替换拐点&国产替代投资机会：**一是CDU循环泵环节，电子屏蔽泵采用无机械轴封设计，在降低泄漏风险、减少运行噪音、以及减少维护需求方面具有一定优势，更适用于部分高可靠、高连续运行场景，下半年有望迎来替换拐点；建议关注相关标的。二是CDU板式换热器环节，目前CDU板换市场主要以阿法拉伐、丹佛斯等海外第一梯队供应商为主，且下半年或存在海外订单外溢趋势，国内供应商有望凭借产品价格优势与高效应速度等优势迎来国产替代机会；建议关注相关标的。

仅供内部参考，请勿外传

西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：郑连声
执业证号：S1250522040001
电话：010-57758531
邮箱：zlans@swsc.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究院

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，　　，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

仅供内部参考，请勿外传

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究院

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzr@swsc.com.cn				