下载日志已记录，仅供内部参考

汽车

报告日期：2026 年 09 月 30 日

乘风破浪终有时，底部窗口已渐近

——汽车行业 26Q4 投资策略综述报告

投资要点

- **综述：2026 年年初至今，汽车板块整体承压，回调幅度-21.90%，销量呈内外分化趋势，其中内需依然静待复苏，出海缔造强力支撑，带动细分板块跑出超额收益，此外部分 AI+板块也有较好表现。**
- **复盘 26H1，景气结构分化，电动化和出海带来核心增量**
  复盘 2026 年上半年表现，汽车板块指数整体承压分化，细分赛道百花齐放。整车层面，其中乘用车 26Q2 代表归母净利合计约 112 亿元、同比约-38.7%。重卡 26Q2 代表公司利润同比+219.4%；客车 26Q2 代表公司利润同比+10.1%，政策潜在风险形成压制。摩托车头部高端出海逻辑得到验证，26Q2 代表公司利润同比+4.61%。零部件：传统汽零内需随上游承压、出海龙头与科技零部件表现更优（26H1 零部件毛利率 18.62%，100 亿市值以上公司为 19.20%，海外毛利率 19.60%）。
- **整车：出海长期机遇依然明确，在政策核心变量中寻找细分领域预期差**
  展望 2026Q4，市场依然关注在高地与新兴市场的壁垒放量，乘用车板块核心关注明年国内以旧换新补贴退坡、欧盟关税、出口退税等多变量年末的充分演绎，伴随板块利空持续磨底，靴子落地底部区间望释放超预期动能，优质龙头迎来板块最大的预期差表现；重卡板块预计四季度增速走弱，重点关注 26 年出海与内外需政策目标，在估值安全边际下有望双击；全地形车/摩托车关注高地市场持续放量，高端大排量与全地形车出海验证；客车关注出口增速与指引延续性，IAA 法案是核心焦点。
- **零部件：科技转型依然是 alpha 核心增量，关注底部区间化细分领域龙头**
  零部件经历过去 3 年估值大幅抬升，年初至今回调 19.18%，PE-TTM 从 29.72 回落至 25.04，部分零部件泡沫夯实，多零部件龙头估值调整至 15 倍内，当前底部区间点关注二次催化，产业景气度实质变化决定是否超越前高表现。建议重点关注：低估值高股息稳健品种与出海资产；AI+资产：仍是核心高增方向，关注低估值与景气新兴赛道叠加；机器人：Optimus 放量在即，为核心高弹性题材方向；智能驾驶：关注在 L3/L4 中占比提升的价增环节。总体而言，汽车零部件主业估值夯实酝酿底部变化，关注低估值/高分红/全球化/科技化的底部区间重点零部件。
- **Q4 投资策略综述：**展望四季度与年底，市场核心关注依然是景气度拐点与超跌位置的判断，以及跨年海内外政策分析展望。我们认为当前在底部区间的汽车已在内外扰动中酝酿积极机遇，风险因素正在加速落地，底部区间低估值布局机遇逐渐显现。四季度重点关注海内外政策变量对部分出海细分品种定价变化，以及核心高地市场的持续放量情况，乘用车关注有政策预期差所带来的前期超跌的黑马品种。零部件层面，关注 AI+资产的业绩释放、订单落地、量产进度等因素，以及低估值的龙头企业底部反转机会。总体而言，四季度重点挖掘预期差带来的底部低估值方向、出海与科技零部件弹性机遇。
- **重点标的**
  比亚迪、吉利汽车、零跑汽车、潍柴动力、银轮股份、中国重汽 H、隆鑫通用、春风动力、宇通客车、福耀玻璃、敏实集团、拓普集团、三花智控、模塑科技。
- **风险提示**
  内外需求不及预期、海外贸易保护与本地化壁垒抬升风险、新兴赛道成长不及预期、新能源与智能化渗透不及预期

行业评级：看好(维持)

分析师：文姬
执业证书号：S1230526080006
wenji@stocke.com.cn

分析师：傅昌鑫
执业证书号：S1230526080004
fuchangxin@stocke.com.cn

相关报告

1 《客车：25 年出口高景气，新能源客车出口空间大》 2025.12.26

2 《客车扬帆出海、机器人蓄势待发》 2025.11.23

3 《矩阵超智&星际动力团队：特斯拉机器人背景，关注核心伙伴投资机会》 2025.10.30

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1 26H1 综述：景气结构分化，电动化和出海带来核心增量 6
2 乘用车板块：超跌底部酝酿动能，出海缔造战略机遇 9
2.1 回顾：汽车板块增速承压，内需驱动估值表现大幅回落 9
2.1.1 内需表现承压，成为板块下行主要驱动 9
2.1.2 出海表现大幅超预期，定价为内需拖累充分体现 10
2.1.3 汽车板块跌幅加速，估值底部酝酿积极动能 11
2.2 展望：政策为四季度最大变量，积极布局年末估值切换与前瞻 12
2.2.1 内需政策：以旧换新政策年末集中交易，2027 政策环境相对平稳 12
2.2.2 出口政策：出口关税和退税政策成为核心边际变化 13
2.2.3 政策是四季度节奏把握的核心变量，估值探底静待政策靴子充分落地 14
2.3 出海全球落地开花，趋势不改夯实中长期估值安全边际 15
2.3.1 出海销量持续超预期高增，多点开花形成趋势 15
2.3.2 海外产能加速落地，本地布局成为必要选择 17
2.3.3 出海市场空间星辰大海，内需超跌打造估值超跌安全边际 17
2.3.4 四季度销量展望：出口高增支撑年末修复，内需弹性静待政策加力 18
3 其他细分出海板块：细分赛道存续机遇，出海赛道多点开花 19
3.1 重卡板块：高基数下内销&出海增速均放缓，关注明年出海及政策变化 19
3.1.1 内需：Q4 稳健修复但成长性有限，结构上新能源快速崛起 19
3.1.2 出海：高基数下增长自然回落，核心出口区域仍贡献绝对量增 20
3.1.3 26Q4 出海销量恐难超预期，27 年关注内销政策落地及出口增量情况 22
3.2 客车板块：内需符合预期，出口拉动增长 23
3.2.1 客车总量：行业稳健修复、轻客和出海表现较优 23
3.2.2 海外电动化转型打开空间，静待 IAA 法案落地 24
3.3 全地形车/摩托车板块：出海驱动销量增长，高端化升级持续推进 25
3.3.1 内需：通勤放量支撑市场弱修复，中大排摩托内销降幅收窄 25
3.3.2 出海：中大排摩托出海保持双位数增速，拉美欧洲市占率持续提升 26
3.3.3 全地形车：出口延续高景气，北美市场大有可为 28
4 零部件科技板块：关注 AIDC、机器人与智能驾驶产业预期差 29
4.1 零部件经营复盘：龙头韧性更强，出海与第二曲线贡献增量 29
4.2 AI 硬件：AIDC 延续高景气，零部件企业加码布局第二曲线 30
4.2.1 发电：北美缺电短期难以缓解，关注相关核心零部件与发电机组企业 30
4.2.2 液冷：从零到一实现快速放量，核心零部件厂商订单快速增长 33
4.3 机器人：量产窗口开启，优选稀缺环节与 T 链补位 34
4.3.1 估值回归后安全边际改善，头部厂商纷纷实现量产跃迁 34
4.3.2 量产高景气看总成、减速器、PEEK，同步关注轴承等环节的国产替代，路线迭代新空间看灵巧手、电子皮肤，本体厂自研压缩部分标品溢价 36
4.3.3 紧跟量产主线，优选稀缺环节与 T 链补位 37
4.4 智能驾驶：国内高阶智驾和低端车型渗透率持续提升，海外空间广阔 38
5 投资建议及推荐标的 42
6 风险提示 43

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1: 26H1 和 26Q2 各细分板块营收同比和环比对比 8
图 2: 26H1 和 26Q2 各细分板块毛利率同比和环比对比 8
图 3: 26H1 和 26Q2 各细分板块归母净利润同比和环比对比 8
图 4: 26H1 和 26Q2 各细分板块扣非净利润同比和环比对比 8
图 5: 2025-2026M7 乘用车批发量（万辆）及同比增长率 9
图 6: 2025-2026M7 乘用车零售量及同比增长率 9
图 7: 2025-2026M7 新能源乘用车批发量及同比增长率 9
图 8: 2025-2026M7 新能源乘用车零售量及同比增长率 9
图 9: 2025-2026M7 重点车企内需销量概览（万辆） 10
图 10: 乘用车出口量及同比增长率 10
图 11: 乘用车出口量及国内上险量占批发销量比重 10
图 12: 2026M1-M7 重点车企海外销量增量概览（万辆） 11
图 13: 申万乘用车指数及 PE（TTM）走势复盘（2024 年 1 月—2026 年 9 月） 12
图 14: 动力电池与光伏出口退税调整及板块指数走势复盘（2024 年 1 月—2026 年 9 月） 15
图 15: 2026 年乘用车主要销量指标月度同比增速及预测 18
图 16: 2020 至 2026 年 1-7 月重卡季度上险销量（万辆） 19
图 17: 2020 至 2026 年 1-7 月重卡年度上险销量及同比（万辆） 19
图 18: 2019 年至 2026 年 1-7 月重卡内销燃料结构（辆） 19
图 19: 2025M1-2026M7 新能源重卡上险量及内销渗透率（辆） 19
图 20: 2015 年至今重卡行业出口数据及同比增速（辆） 20
图 21: 26M7 出海核心区域月度同比增速呈现下降趋势 21
图 22: 26M1-7 出海核心区域同比增量&增速趋势下行（辆） 21
图 23: 非洲经济发展情况对标中国发展历史 21
图 24: 东南亚区域及主要五国人均 GDP 增长情况 21
图 25: 主要重卡厂商近一年 PE（TTM）走势 23
图 26: 客车月度销量（万辆） 23
图 27: 客车分车型整体年度销量（万辆） 23
图 28: 客车内需年度销量及同比增速 24
图 29: 客车整体年度出口及同比增速 24
图 30: 客车分类别年度出口（万辆） 24
图 31: 客车分地区年度出口（万辆） 24
图 32: 2026H1 中国两轮燃油摩托车内销增速修复（万辆） 26
图 33: 近几年>250cc 两轮燃油摩托内销出现波动（万辆） 26
图 34: 2026H1 内销市场两轮燃油中大排摩托 CR3 较上年末提高，春风动力市占率领先 26
图 35: 2026H1 中国摩托车出口约占总销量 67%（百万辆） 27
图 36: >250cc 两轮燃油摩托车外销保持中高速增长（万辆） 27
图 37: 2026 年欧洲摩托车销量回暖（千辆） 27
图 38: 2020-2026M1-7 拉美摩托车销量、增速及结构（百万辆） 27
图 39: 2026H1 西班牙摩托市场无极市占率位居第四 28
图 40: 2026H1 阿根廷 250cc-800cc 摩托市场无极、春风市占率分列第 2/第 3 28
图 41: 26H1 中国全地形车出口数量大幅增长（万辆） 28
图 42: 26H1 春风动力全地形车出口额口径龙头地位稳固 28

下载日志已记录，仅供内部参考

图 43: 26H1 汽车零部件营收与归母同比表现（亿元） 29
图 44: 26H1 汽车零部件毛利率同比表现 29
图 45: 零部件厂商海内外营收表现（亿元） 29
图 46: 零部件厂商海内外毛利表现（亿元） 29
图 47: 美国数据中心电力需求（GW） 30
图 48: 全球 50MW 数据中心平均接入电网时间 31
图 49: 卡特彼勒发电业务营收（亿美元） 32
图 50: Innio 数据中心业务营收（亿美元） 32
图 51: 潍柴动力大缸径发动机销量 32
图 52: 玉柴大型发动机销量 32
图 53: 英伟达单机架功率持续增长 33
图 54: 数据中心制冷技术对应 PUE 范围 33
图 55: AI 芯片液冷散热渗透率 33
图 56: 2025-2035E 年数据中心液冷市场规模（十亿美元） 33
图 57: 飞龙股份电子水泵产品 34
图 58: 银轮股份数字与能源业务产品矩阵 34
图 59: 近五年机器人指数走势与沪深 300 对比 34
图 60: 近五年机器人指数 PE 估值（左轴），目前均处于近一年分位底部 35
图 61: 近一年主题估值充分消化，已经接近再定价起点（左轴为百分位，右轴为 PE 值） 35
图 62: 机器人零部件细分环节竞争密度与 T 链渗透 36
图 63: 2024-2026 年 L2 及以上渗透率 38
图 64: 2025-2026 年我国 L2 辅助驾驶中 NOA 占比 38
图 65: 2025-2026 年我国中低端车型 L2 渗透率 38
图 66: 2025-2026 年我国中低端车型 L2 辅助驾驶中 NOA 占比 38
图 67: 全球各地区智能驾驶渗透率情况 39
图 68: 2025-2026 年 6 月国内域控芯片竞争格局 40
图 69: 2026 年我国激光雷达出货量（万颗） 40
图 70: 主流激光雷达企业机器人激光雷达出货量（万颗） 40
图 71: 2025-2030 全球线控转向市场规模 41
图 72: 2025-2030 中国线控转向市场规模 41

表 1: 26Q2 和 26H1 核心乘用车营收、归母净利润、毛利率和销量情况 6
表 2: 26Q2 和 26H1 核心重卡营收、归母净利润、毛利率和销量情况 6
表 3: 26Q2 和 26H1 核心客车营收、归母净利润、毛利率情况 6
表 4: 26Q2 和 26H1 核心两轮车/全地形车营收、归母净利润、毛利率情况 7
表 5: 26Q2 和 26H1 核心机器人零部件营收、归母净利润、毛利率情况 7
表 6: 26Q2 和 26H1 核心智能驾驶公司营收、归母净利润、毛利率情况 7
表 7: 26Q2 和 26H1 核心 AIDC 零部件营收、归母净利润、毛利率情况 8
表 8: 国内购车政策跨年安排及四季度关注重点 12
表 9: 重点海外市场乘用车进口关税及相关税费 13
表 10: 重点海外国家汽车本地化生产与投资支持政策 14
表 11: 各地区出口销量及增量（万辆） 16
表 12: 可触达市场中系车目前份额 16

下载日志已记录，仅供内部参考

表 13: 可触达市场的中国车企新能源份额（EV+PHEV，剔除中国） 16
表 14: 主要乘用车企业海外本地化生产布局及产能规划 17
表 15: 各洲乘用车市场容量（万辆） 17
表 16: 2026M1-7 重卡出口目的地及增量情况（辆） 20
表 17: 重卡出海目的地分区域政策要求整合 22
表 18: 2026 年海外新能源城市公交车及动力电池更新补贴变化 25
表 19: 欧盟《工业加速器法案》（IAA）提案主要条款（尚未生效） 25
表 20: 部分零部件企业新业务订单情况 30
表 21: 数据中心主电源发电方式对比 31
表 22: 国内外主流本体厂商量产/商业化节奏 35
表 23: 26Q4 机器人投资逻辑 37
表 24: 关注标的概览 42

下载日志已记录，仅供内部参考

1 26H1 综述：景气结构分化，电动化和出海带来核心增量

乘用车：海外需求高增支撑营收，多重因素影响导致净利润承压。26H1 我国汽车销量 1272 万辆，同比下滑 5.97%，单 Q2 销量 678 万辆，同比下滑 4.58%，环比增长 14.30%。今年上半年国内市场表现较为疲软，海外市场则表现亮眼，以龙头比亚迪/吉利为例，26H1 出口销量分别同比增长 67.8/158%，支撑了整体的销量和营收，26H1/Q2 核心乘用车上市公司营收同比分别增长 2.38%/3.33%，销量同比分别为-2.32%/2.05%。**毛利率层面**，受益于高毛利海外市场销量的快速增长，带动 26H1/Q2 的毛利率同比分别提升 1.06/0.79pcts。**净利润层面**，受原材料价格上涨、部分企业销量承压带来的摊薄费用增加、减值增加以及汇兑损益等多重因素影响，导致 26H1 和 Q2 的归母净利润分别同比下滑 38.15%/38.73%。

表1： 26Q2 和 26H1 核心乘用车营收、归母净利润、毛利率和销量情况

	26H1	26H1 同比	26Q2	26Q2 同比	26Q2 环比
营收（亿元）	14209	2.38%	7803	3.33%	21.82%
毛利率（%）	15.63%	1.06%	15.32%	0.79%	-0.69%
销量（万辆）	1023	-2.32%	561	2.05%	21.23%
归母净利润（亿元）	222	-38.15%	112	-38.73%	1.36%

资料来源：公司公告，find，浙商证券研究所

重卡：电动化+出海驱动营收利润同步走高。26H1 我国中重卡市场需求旺盛，销量达 73.6 万辆，同增 22.9%，驱动其上涨的核心主要是海外市场，在高基数的情况下依旧维持 40%以上的增速。此外，单价更高的新能源重卡渗透率持续提升，7 月的渗透率已经逼近 50%。销量和结构的优化驱动重卡企业营收保持高速增长，26H1/Q2 核心重卡上市公司营收同比分别增长 25.32%/26.05%，毛利率也同样受益于高毛利的海外市场占比提升有所增长。由于去年重卡企业净利率基数较低，因此毛利率的上涨以及销量上涨带来的费用摊薄带动归母净利润的提升显著，增速高于营收，26H1 和 Q2 分别同比上涨 61.63%/219.40%。

表2： 26Q2 和 26H1 核心重卡营收、归母净利润、毛利率和销量情况

	26H1	26H1 同比	26Q2	26Q2 同比	26Q2 环比
营收（亿元）	1426	25.32%	722	26.05%	2.69%
毛利率（%）	8.67%	0.29%	8.79%	0.36%	0.23%
归母净利润（亿元）	18	61.63%	12	219.40%	91.85%

资料来源：公司公告，find，浙商证券研究所

客车：海外延续高景气，国内触底反弹带动 Q2 业绩回暖。26H1 我国客车销量 27.84 万辆，同比增长 4.98%，其中海外市场延续高景气贡献主要增量，保持 25%以上的增速；国内市场于二季度触底反弹实现同比转正，带动客车企业 Q2 业绩出现了明显的回暖。总体而言，26H1/Q2 核心客车上市公司营收同比分别增长 4.84%/6.04%，其中 Q2 营收环比增长 37.28%。受益于海外市场的占比提升以及结构的优化，带动客车企业毛利率提升显著，26H1/Q2 同比分别增长 2.20/2.24pcts，同时也带动归母净利润的增速高于营收，26H1/Q2 同比分别增长 7.42/10.14%。

表3： 26Q2 和 26H1 核心客车营收、归母净利润、毛利率情况

	26H1	26H1 同比	26Q2	26Q2 同比	26Q2 环比
营收（亿元）	335	4.84%	194	6.04%	37.28%

下载日志已记录，仅供内部参考

毛利率（%）	19.00%	2.20%	20.24%	2.24%	2.92%
归母净利润（亿元）	24	7.42%	15	10.14%	66.67%

资料来源：公司公告，find，浙商证券研究所

全地形车/摩托车：外销保持高增速,汇兑损益影响利润表现。26Q2，两轮燃油摩托出海在欧洲摩托市场修复、新车型陆续上市支撑下保持双位数增长；全地形车受益于海外需求高景气、产品高端升级å量价齐升；高尔夫球车上调售价、电动出行营收占比进一步提高；多项利好叠加带动两轮车/全地形车营收保持增长，26H1/Q2 核心全地形车/摩托车上市公司营收同比分别增为 17.40%/23.31%。由于相关企业外销占比较高，较高汇兑损益影响利润表现，26H1/Q2 同比分别增为 0.37%/4.61%。

表4：26Q2 和 26H1 核心两轮车/全地形车营收、归母净利润、毛利率情况

	26H1	26H1 同比	26Q2	26Q2 同比	26Q2 环比
营收（亿元）	286	17.40%	167	23.31%	39.39%
毛利率（%）	25.51%	0.27%	25.51%	-0.18%	0.00%
归母净利润（亿元）	27	0.37%	17	4.61%	61.54%

资料来源：公司公告，find，浙商证券研究所

零部件：传统零部件中龙头企业业绩表现更优，科技零部件业绩有所分化。传统零部件上，26H1 申万汽车零部件板块营收 8119 亿元，同比增长 7.0%，受整车销量疲软、原材料价格上涨以及汇兑影响，归母净利润为 444 亿元，同比下滑 4.7%，其中龙头企业凭借更好的议价能力和规模效应，表现整体优于板块。科技零部件的表现则根据第二曲线的节奏不同有所分化，具体来看：

机器人：目前大部分机器人零部件企业的机器人相关业务营收还未完全释放，尚处于前期投入、客户导入、产能爬坡阶段，整体业绩仍主要由汽车零部件业务主导。其营收和利润的表现与整体零部件较为近似。

表5：26Q2 和 26H1 核心机器人零部件营收、归母净利润、毛利率情况

	26H1	26H1 同比	26Q2	26Q2 同比	26Q2 环比
营收（亿元）	1356	5.53%	714	5.36%	11.24%
毛利率（%）	20.63%	-0.41%	20.46%	-0.67%	-0.36%
归母净利润（亿元）	98	-4.73%	49	-9.59%	-0.49%

资料来源：公司公告，find，浙商证券研究所

智能驾驶：智能驾驶目前处于渗透率快速提升的时期，营收表现优于汽车板块的增速，26H1 同比增长 12.49%。归母净利润变化较大主要系部分企业上市导致的优先股金融负债公允价值变动，从扣非来看，26H1 智能驾驶核心标的扣非净利润为-22 亿元，虽依旧处于亏损状态，但受益于规模的提升带来对研发的摊薄效应，亏损幅度已有所收窄。

表6：26Q2 和 26H1 核心智能驾驶公司营收、归母净利润、毛利率情况

	26H1	26H1 同比
营收（亿元）	445	12.49%
毛利率（%）	23.04%	1.61%
归母净利润（亿元）	-128	-65.98%
扣非净利润（亿元）	-22	37.55%

下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：公司公告，find，浙商证券研究所（注：由于智驾公司多不披露一季报，因此处不做 Q2 统计）

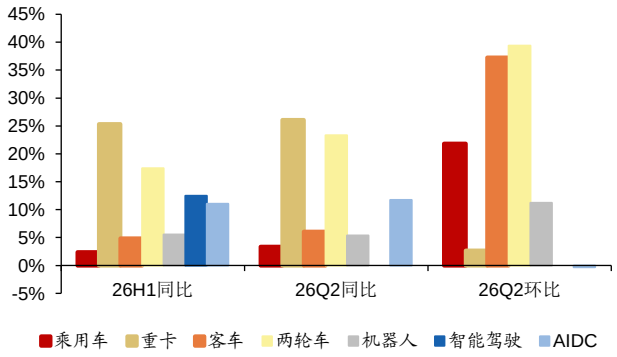
AIDC：北美数据中心建设延续高景气，相关核心零部件如柴发、燃发等已开始兑现业绩，表现优于整体零部件板块，26H1/Q2 核心 AIDC 公司营收同比分别增长 11.04%/11.73%。受益于高附加值产品出货占比的提升，带动盈利能力有所提升，归母净利润的增速高于营收，26H1/Q2 同比分别增长 24.20%/33.23%。

表7：26Q2 和 26H1 核心 AIDC 零部件营收、归母净利润、毛利率情况

	26H1	26H1 同比	26Q2	26Q2 同比	26Q2 环比
营收（亿元）	1555	11.04%	776	11.73%	-0.29%
毛利率（%）	20.93%	-0.77%	20.95%	-0.67%	0.05%
归母净利润（亿元）	102	24.20%	59	33.23%	37.33%

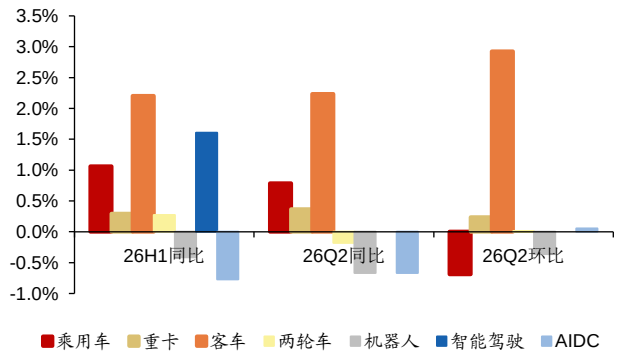
资料来源：公司公告，find，浙商证券研究所

图1：26H1 和 26Q2 各细分板块营收同比和环比对比



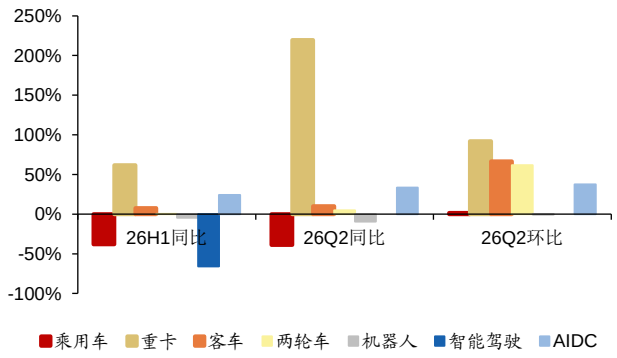
资料来源：公司公告，find，浙商证券研究所

图2：26H1 和 26Q2 各细分板块毛利率同比和环比对比



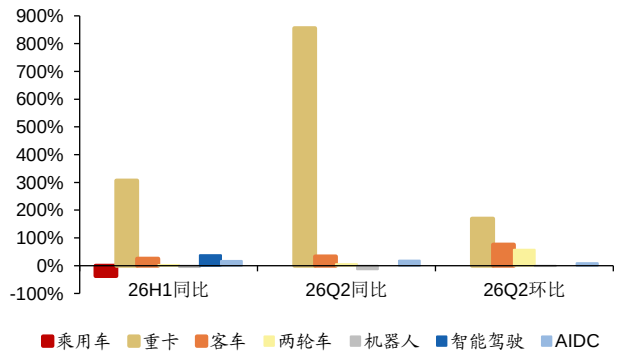
资料来源：公司公告，find，浙商证券研究所

图3：26H1 和 26Q2 各细分板块归母净利润同比和环比对比



资料来源：公司公告，find，浙商证券研究所

图4：26H1 和 26Q2 各细分板块扣非净利润同比和环比对比



资料来源：公司公告，find，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

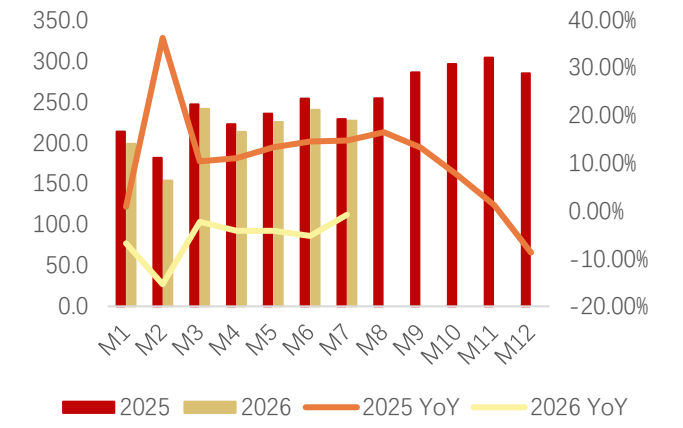
2 乘用车板块：超跌底部酝酿动能，出海缔造战略机遇

2.1 回顾：汽车板块增速承压，内需驱动估值表现大幅回落

2.1.1 内需表现承压，成为板块下行主要驱动

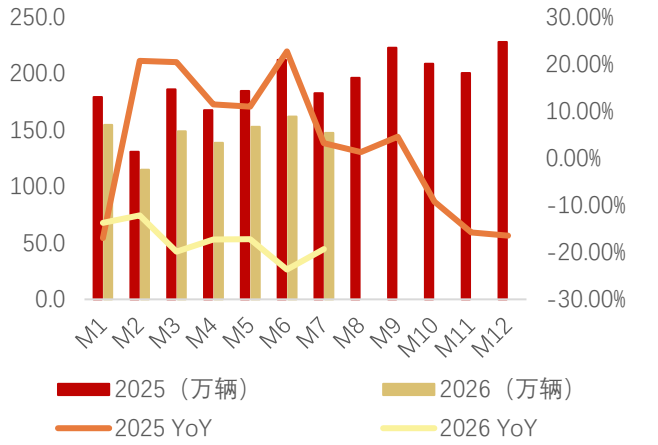
国内终端需求承压，内需首次双位数下滑。2026 年前 7 月，乘用车累计批发销量为 1505.1 万辆，同比下降 4.8%；同期国内零售量为 1018.8 万辆，同比下降 18.0%，降幅较批发端扩大 13.2 个百分点。新能源乘用车批发与终端表现同样分化，累计批发销量同比增长 6.8%，国内零售量却同比下降 16.1%，新能源批发扩张尚未伴随国内需求同步改善。单月来看，7 月乘用车批发销量同比仅下降 0.8%，国内零售量仍同比下降 19.3%；新能源乘用车批发同比增长 21.0%，国内零售量同比下降 10.3%。整体及新能源市场均呈现批发强于国内终端的特征，批发端相对稳定与内需持续偏弱并存，国内销售规模收缩仍对车企收入增长及盈利修复形成约束。

图5： 2025-2026M7 乘用车批发量（万辆）及同比增长率



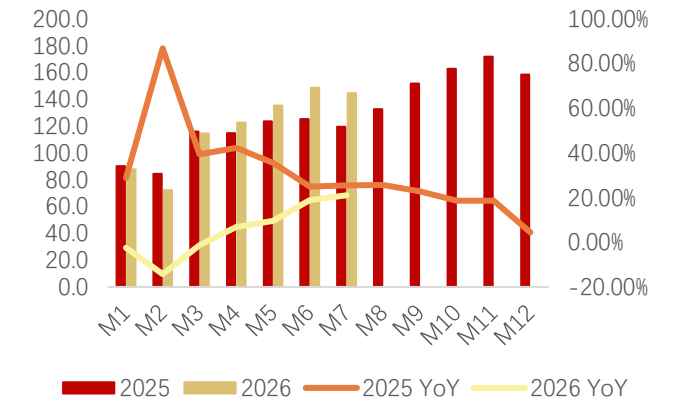
资料来源：乘联会，浙商证券研究所

图6： 2025-2026M7 乘用车零售量及同比增长率



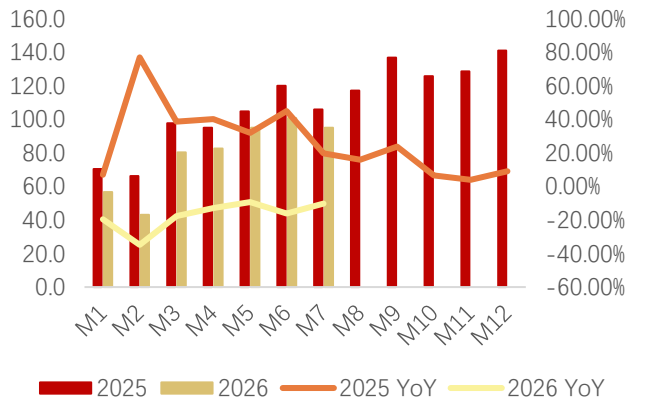
资料来源：乘联会，浙商证券研究所

图7： 2025-2026M7 新能源乘用车批发量及同比增长率



资料来源：乘联会，浙商证券研究所

图8： 2025-2026M7 新能源乘用车零售量及同比增长率

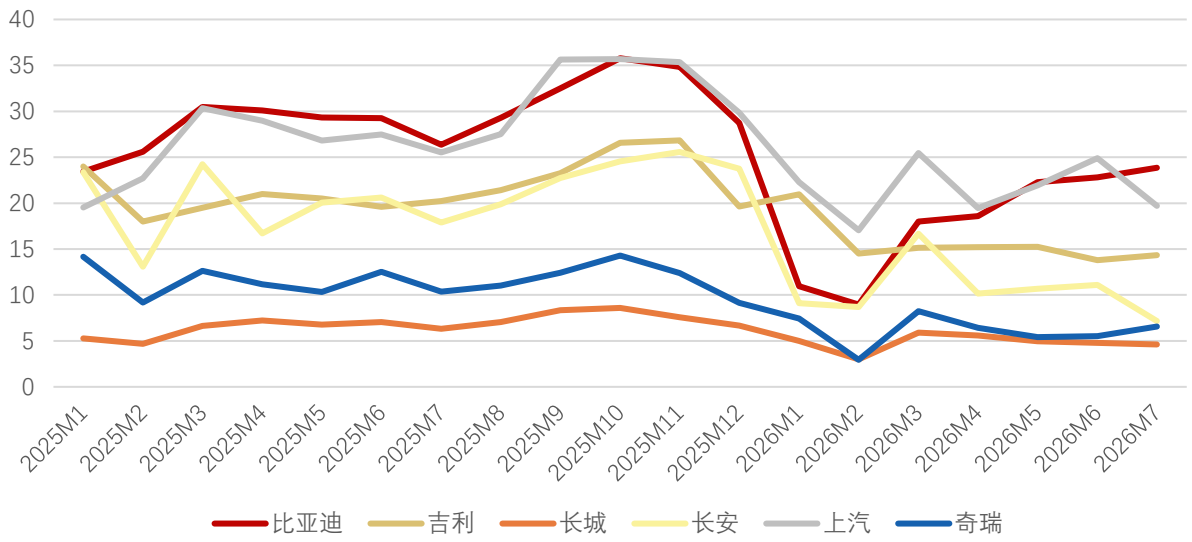


资料来源：乘联会，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

重点车企内销普遍回落，国内市场压力传导多家头部企业。重点车企合计内销 535.5 万辆，同比下降 31.3%。分企业看，奇瑞、长安内销量分别为 42.6 万辆、73.6 万辆，同比分别下降 47.0%、45.9%，降幅较为突出；比亚迪内销 125.5 万辆，同比下降 35.5%；吉利、长城内销分别为 109.2 万辆、33.9 万辆，同比分别下降 23.6%、23.0%；上汽内销 150.8 万辆，同比下降 16.9%，降幅相对较小。单月来看，7 月上述六家车企内销量仍均低于上年同期。多家头部企业内销同步下滑，与行业上险量走弱相互印证，国内需求不足仍对车企销售规模形成约束，出口增长对整体销量的支撑作用进一步凸显。

图9： 2025-2026M7 重点车企内需销量概览（万辆）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.1.2 出海表现大幅超预期，定价为内需拖累充分体现

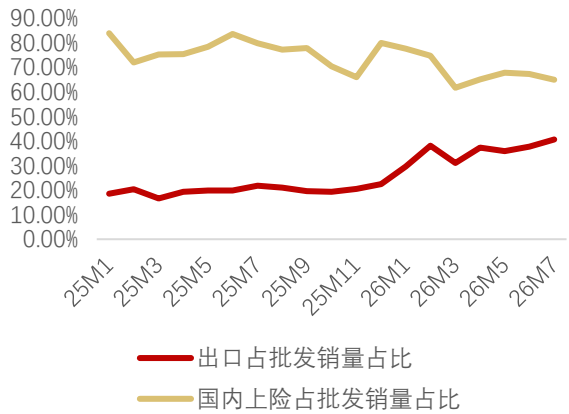
出口持续高增长，占批发销量比重持续提升。2026 前七个月，乘用车累计出口 535.5 万辆，同比增长 74.1%；其中 7 月出口 92.2 万辆，同比增长 84.8%，出口占当月批发销量的比重升至 40.7%。与国内终端需求持续偏弱形成对照，海外销量保持较快扩张，成为支撑行业批发规模的重要增量。行业呈现内需承压、出口增长的结构性分化，国内市场走弱并未改变车企海外扩张趋势，出口业务在整体销量中的贡献进一步提升。

图10： 乘用车出口量及同比增长率



资料来源：乘联会，浙商证券研究所

图11： 乘用车出口量及国内上险量占批发销量比重



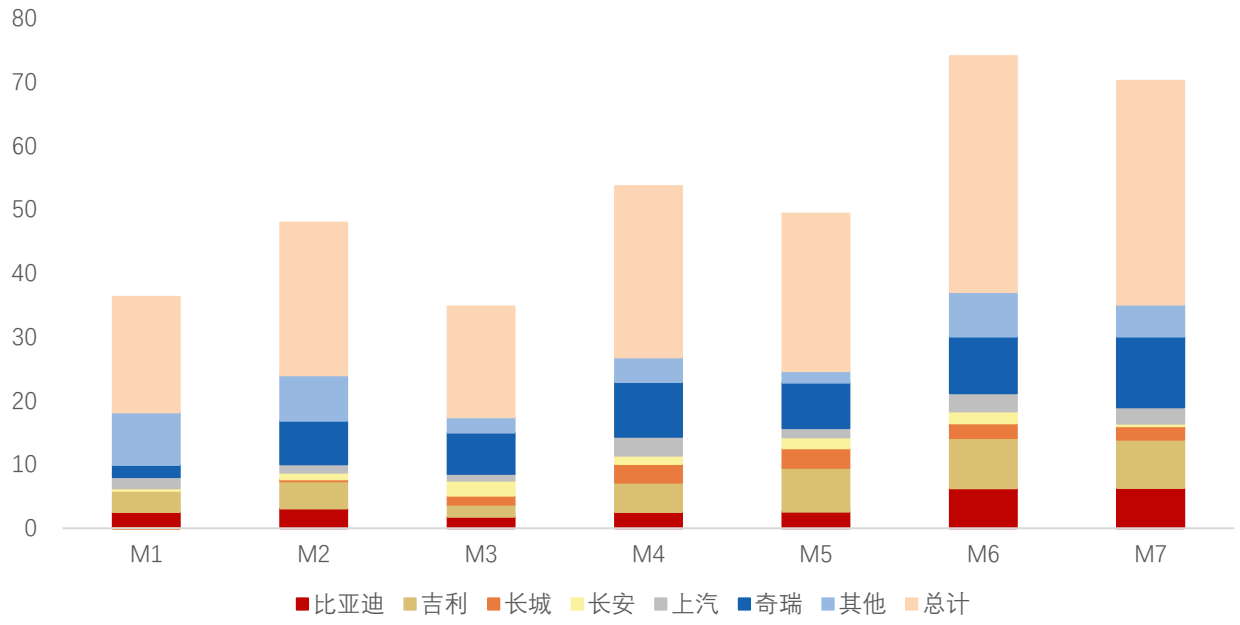
资料来源：乘联会，浙商证券研究所

重点车企出口普遍增长，多家企业共同贡献海外销量增量。2026 年比亚迪、吉利、长城、长安、上汽及奇瑞六家重点车企出口销量均较上年同期增加，合计新增出口约 147.7 万

下载日志已记录，仅供内部参考

辆。其中，奇瑞累计出口同比增加 50.9 万辆，增量规模居前；吉利与比亚迪分别增加 36.3、25.3 万辆，三家车企合计增加 112.5 万辆。其他重点车企出口同样保持增长，上汽、长城分别同比增加 14.0、12.1 万辆，长安增加 9.1 万辆。从增长覆盖面看，所列六家车企中有五家累计出口增量超过 10 万辆，海外销量扩张具有较广的企业基础；从增量构成看，奇瑞、吉利与比亚迪贡献了六家车企约 76%的新增出口，其余三家合计贡献 35.2 万辆。整体来看，重点车企出口呈现普遍增长、主要增量相对集中的结构特征，增量领先企业加快放量与其他车企同步扩张共同支撑出口规模提升。

图12： 2026M1-M7 重点车企海外销量增量概览（万辆）



资料来源：盖世汽车，浙商证券研究所

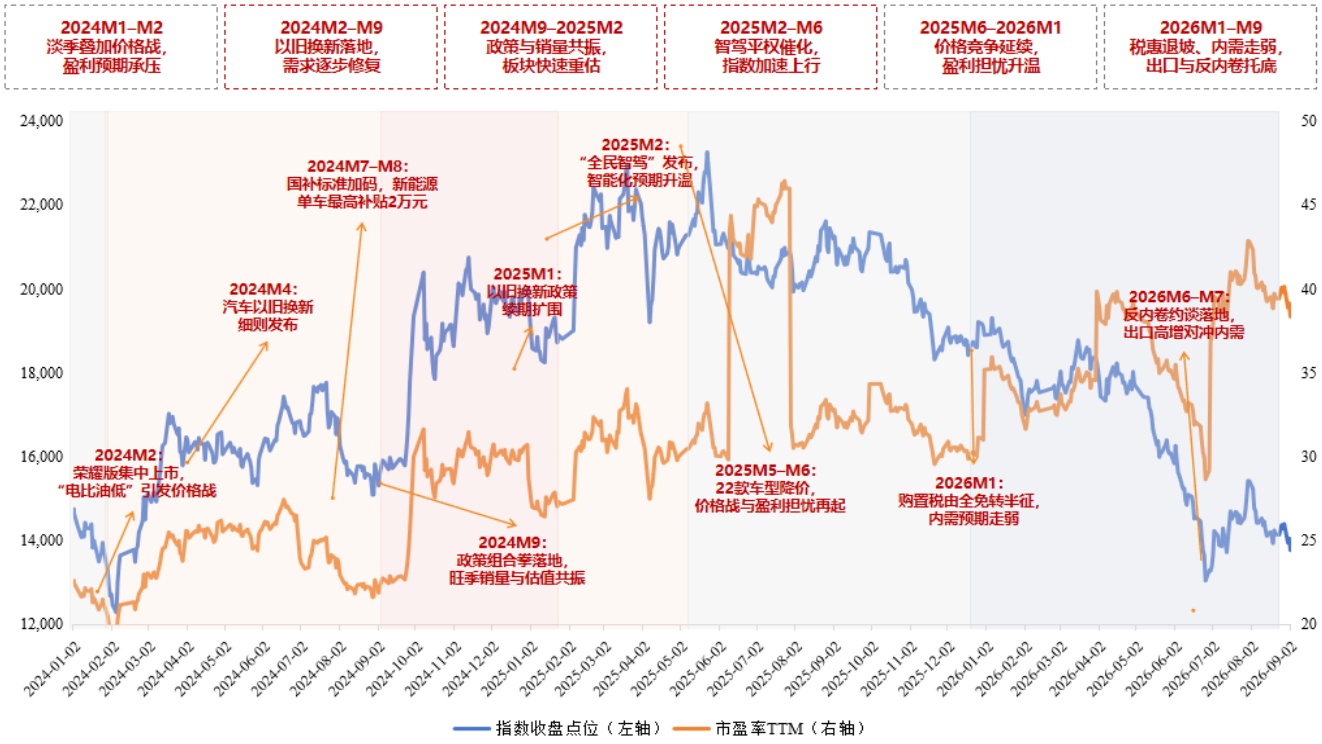
2.1.3 汽车板块跌幅加速，估值底部酝酿积极动能

乘用车板块经历较大幅度调整，关注盈利预期企稳后的修复机会。复盘 2024 年以来板块表现，政策支持、终端销量改善及智能化催化曾推动指数持续上行，并于 2025 年 5 月达到阶段高点。此后板块持续调整，截至 2026 年 9 月初，申万乘用车指数较上述高点回落约 40%，已基本回到 2024 年初水平。我们认为，国内需求偏弱、价格竞争及政策调整担忧，是理解本轮板块调整的重要背景。尽管出口销量持续增长，但其对整体盈利的支撑仍取决于海外单车盈利和经营投入，市场对盈利恢复的判断尚需经营数据验证。同期 PE（TTM）有所抬升，股价回调并未对应滚动估值倍数同步下降，后续修复仍需盈利改善配合。

旺季经营改善与海外增量兑现有望提供修复动能，国内需求全面回暖并非唯一前提。展望四季度，新车型交付与传统销售旺季有望带动产销回升；若终端价格及渠道库存保持稳定，产能利用率提升有助于摊薄固定成本，改善经营表现。海外方面，在单车盈利保持稳定的前提下，出口规模扩大有望增加利润贡献，缓冲国内业务压力。若后续政策实际冲击弱于此前担忧，且经营改善推动盈利下修压力缓和，板块有望迎来阶段性预期修复。我们认为，后续应重点关注国内经营压力是否边际缓解，以及海外销量增长能否持续转化为盈利贡献。

下载日志已记录，仅供内部参考

图13： 申万乘用车指数及 PE（TTM）走势复盘（2024 年 1 月—2026 年 9 月）



资料来源：find，中国汽车流通协会乘联分会，国家市场监督管理总局，国家发展改革委，商务部，工业和信息化部，中国政府网，国家税务总局，新华社，浙商证券研究所

2.2 展望：政策为四季度最大变量，积极布局年末估值切换与前瞻

2.2.1 内需政策：以旧换新政策年末集中交易，2027 政策环境相对平稳

以旧换新继续支持更新需求，补贴方式调整影响不同价位车型的实际优惠。26 年汽车报废更新由定额补贴调整为按新车价格比例补贴，购买符合条件的新能源/燃油乘用车分别补贴车价的 12%/10%，上限仍为 2/1.5 万元。相较 25 年上限保持不变，但车均补贴呈现边际回落，27 年市场普遍认为以旧换新补贴有望进一步退坡，有望持续扰动内需定价表现。

跨年补贴安排影响 2027 年盈利预期，关注政策落地过程中的年末估值切换机会。新能源汽车购置税减半优惠已明确延续至 2027 年底，减税限额内按计税价格 5%缴纳的安排，构成较为明显的缓冲。因此在四季度政策落地后，内需政策环境 2027 年相对平稳。

表8： 国内购车政策跨年安排及四季度关注重点

政策	政策及实施期	主要内容	跨年安排及四季度关注点
新能源购置税	购置税减免 2026—2027 年	2026-2027 年符合条件车型减半征收购置税，减税限额内实际税负为计税价格的 5%；每辆新能源乘用车减税额不超过 1.5 万元。	2027 年继续执行现行减半征收安排，构成跨年需求预测的明确政策基准。
	减免税技术要求 2026 年起	纯电动乘用车须满足新版能耗限值；插混（含增程式）乘用车有条件的等效全电里程不低于 100 公里，并满足燃油及电耗要求。	符合条件车型纳入《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》；不符合新要求的车型不再享受优惠。
汽车以旧换新	报废更新补贴 2026 年	报废符合条件旧车，购买新能源乘用车补贴车价的 12%，最高 2 万元；报废符合条件燃油车并购买 2.0L 及以下燃油乘用车，补贴 10%，最高 1.5 万元	跟踪 2027 年补贴比例、金额上限、适用范围及实施节奏，以后续正式政策为准。
	置换更新补贴 2026 年	售出符合条件旧乘用车并购新车：新能源补贴车价的 8%，最高 1.5 万元；2.0L 及以下燃油车补贴 6%，最高 1.3 万元。	

下载日志已记录，仅供内部参考

产业规划	汽车产业十五五规划 2026—2030 年	到 2030 年，国内新能源乘用车新车销量占比达到 70%；乘用车平均燃料消耗量达到 3.3 升/百公里，纯电动乘用车平均电耗约 11.5 千瓦时/百公里	覆盖汽车全产业链；推动自动驾驶规模化应用、提升国际化经营能力，行业全员劳动生产率较 2025 年提升 15%。上述均为 2030 年规划目标。
充电设施	充电设施“三年倍增”2025—2027 年	到 2027 年底，全国建成 2800 万个充电设施，公共充电容量超过 3 亿千瓦，满足超过 8000 万辆电动汽车充电需求。	覆盖城市公共、居住区、高速公路和农村充电网络建设；上述为 2027 年期末目标，2026 年处于执行期。
价格规范	价格行为合规指南 2026/2/12 起	规范汽车定价、促销及经销商返利，明确低价倾销、价格串通、价格欺诈等行为的合规边界。	适用于汽车生产及新车销售等环节；属于价格行为规范，不等同于禁止正常促销或对终端价格设定底线。

资料来源：国家发展改革委、国家能源局、工业和信息化部、财政部、国家税务总局、商务部、国家市场监督管理总局，浙商证券研究所

2.2.2 出口政策：出口关税和退税政策成为核心边际变化

欧盟为核心，其他多地市场政策存边际变化：欧盟：对中国纯电动车征收反补贴税。在 10%常规进口关税基础上，欧盟对中国原产纯电动车加征 7.8%—35.3%的反补贴税，显著抬升中国整车出口成本。欧盟关税后续或向 PHEV 车型或蔓延。**拉美：**巴西、墨西哥进口壁垒明显提高。巴西自 2026 年 7 月起将电动化整车及 SKD 进口关税提高至 35%，CKD 税率于 2027 年升至 35%；墨西哥对不享受自贸优惠的乘用车征收 50%进口关税。**东南亚：**部分市场仍维持较低进口门槛。菲律宾将政策规定范围内的纯电动及混合动力汽车进口关税降至 0%，优惠延续至 2028 年；但区域政策正逐步向本地生产倾斜，整车进口优惠与本地化要求需结合判断。**大洋洲：**澳大利亚对中国汽车进口较为开放。符合中澳自贸协定原产地规则的中国汽车可享受 0%进口关税，但仍需缴纳商品及服务税、豪华车税等其他税费。

表9：重点海外市场乘用车进口关税及相关税费

国家/地区	税费项目	实施时间	适用范围	征收标准及主要规定
欧盟	进口关税及反补贴税	2024/10/30 起征反补贴税	中国原产、属调查产品范围的电动车	在 10%常规关税外，加征 7.8%—35.3%反补贴税；比亚迪 17.0%、吉利 18.8%、上汽 35.3%。经欧委会接受价格承诺且满足条件的指定车型，可免征反补贴税，非全面取消关税。
巴西	电动化车型进口关税	2026/7/1；2027/1/1	电动、混动整车及 SKD、CKD	2026 年 7 月起整车及 SKD 税率升至 35%；CKD 于 2027 年 1 月升至 35%。2026 年下半年另设合计 4.63 亿美元的部分 CKD/SKD 零关税配额，须符合车型及配额条件。
墨西哥	非自贸伙伴进口关税	2026/1/1	中国等不享相关自贸优惠的来源国乘用车	多项乘用车税目进口关税上调至 50%，包括纯电动新乘用车税目 8703.80.01；50%为调整后税率，并非在原税率上再加征 50 个百分点。具体按税号和原产地执行。
土耳其	额外财政负担	2025 年公布实施	非欧盟、非相关自贸协定来源地乘用车	燃油及非插电混动车：25%或每辆 6,000 美元；插混：30%或 7,000 美元；纯电：30%或 8,500 美元，均取较高者。上述为额外征收部分，不代表全部进口税负。
俄罗斯	汽车回收处理费	2025/12/1 调整计征	M1 类乘用车等，按车辆参数分类	回收费计算进一步纳入发动机功率等参数，并按排量、车龄及年度系数确定；不同车型负担不同，不宜统一写成某一关税税率。进口关税等其他税费另计。
菲律宾	电动车进口关税	优惠延续至 2028 年	EO62 规定税目内的 BEV、HEV、PHEV 等	符合规定税目的电动及混动车型进口关税降至 0%，政策并非仅针对中国；零关税不等于免除增值税等其他税费，亦不以本地建厂为普遍前提。
澳大利亚	中澳自贸协定关税	2019/1/1 起全部降零	符合中澳自贸协定原产地规则的中国车辆	符合原产地规则并按规定申报的中国原产商品可享 0%进口关税，适用于符合条件的乘用车；商品及服务税、豪华车税等国内税仍按各自条件执行。
沙特阿拉伯	乘用车进口关税	现行税则	一般进口乘用车	乘用车进口关税一般为海关计税价值的 5%；进口环节增值税等另计。车辆还须满足当地准入、能效及车龄要求，不宜将 5%视为全部进口税负。
阿联酋	乘用车进口关税	现行税则	进入本土市场的一般进口乘用车	一般乘用车进口关税为海关计税价值的 5%，增值税等另计；自由区存储、转口等海关安排与进入本土销售不同，应区分适用场景。

资料来源：欧盟委员会、巴西 MDIC、墨西哥官方公报、土耳其贸易部、俄罗斯联邦税务局、菲律宾总统府、澳大利亚 DFAT、沙特 ZATCA、迪拜海关，浙商证券研究所

海外主要市场通过投资补助、税收减免及产量激励推动汽车产业本地化。欧洲以投资现金补助和产业专项支持为主，鼓励整车及零部件产能落地；巴西通过财政信用支持汽车产业研发和脱碳投入；泰国、马来西亚及菲律宾则将所得税减免、CKD 税收 å 优惠和产量激励

下载日志已记录，仅供内部参考

与本地零部件比例、资本投入及生产履约挂钩；南非同时提供生产性资产投资补助和新能源车生产资产税前扣除。相关政策有助于降低车企海外产能建设及运营成本，叠加整车进口壁垒上升，进一步提升本地化生产的相对经济性，推动中国车企加快海外建厂和供应链布局。

表10：重点海外国家汽车本地化生产与投资支持政策

国家	支持政策	主要支持内容	适用条件及期限
匈牙利	VIP 投资现金补助（2025 年调整）	对符合条件的制造业新建、扩建等投资提供不可偿还现金补助；可支持当地整车及配套制造项目。	最低投资额依地区为 200 万—1,000 万欧元，并须满足收入、工资等承诺；补助需逐项目审查，不是统一比例、自动获得。
西班牙	PERTE VEC 电动网联汽车产业支持	按申报批次支持动力电池及电动网联汽车产业链投资、技术改造和研发项目，采用补助等资金工具。	须在西班牙实施符合条件的项目并经评审；支持范围、额度及期限按各轮公告执行，不等于所有新建整车厂均可获补贴。
土耳其	HIT-30: HIT-Electric Vehicles	电动车专项计划公布总计 50 亿美元支持预算，面向大规模电动车制造投资及研发，促进本地整车与供应链建设。	目标项目电动车年产能至少 15 万辆，并要求研发中心及较高本地配套贡献；50 亿美元为专项总预算。
巴西	MOVER 绿色出行及创新计划	对符合要求的研发、技术创新及汽车产业脱碳投入提供财政信用支持；2024—2028 年计划总额 193 亿雷亚尔。	须取得资格并满足研发投入等要求；2026、2027 年计划额度分别为 39 亿、40 亿雷亚尔，不属于所有新厂均可领取的现金补助。
泰国	BOI 本地零部件使用激励	符合条件的受促进项目，在原企业所得税免税期届满后，可再享 2 年企业所得税减半优惠。	BEV 本地含量至少 40%、PHEV 至少 45%，并取得泰国制造（MiT）认证；申请须于 2026 年最后一个工作日前提交。
泰国	EV3/EV3.5 本地生产及出口配套	参与政策的企业须履行本地生产抵偿义务；在泰生产并出口的电动车，每辆可按 1.5 辆计入生产抵偿数量。	EV3.5 对应 2024—2025 年进口车辆，2026 年本地生产抵偿比例为 2:1，延至 2027 年为 3:1；出口折算优惠须符合项目规则。
马来西亚	本地组装（CKD）电动车税收优惠	符合条件的本地组装电动车享消费税、销售税豁免，相关进口零部件享进口税豁免，降低当地组装及销售环节负担。	优惠延续至 2027 年 12 月 31 日，按车型、零部件及审批条件适用；不得将已于 2025 年底到期的整车（CBU）优惠混同续期。
菲律宾	EVIS 电动车激励战略（2026 年 7 月公布）	设置固定投资支持与产量激励，通过税款支付凭证支持本地电动车制造；计划最高支持总额为 600 亿比索。	参与企业至少承诺 50 亿比索资本投入，满足产量目标并在注册后 3 年内推出本地生产车型；支持受项目审批及年度预算约束。
南非	AIS 汽车投资计划	整车制造商可获合格生产性资产投资额 20%的非应税现金补助；零部件及相关模具制造项目基础支持比例为 25%。	须满足项目申报、合格投资和产量等条件；20%为整车项目基础支持比例，具体资格和额外支持依主管部门规则核定。
南非	电动及氢能汽车生产投资税前扣除	用于本地纯电动、氢能汽车生产的合格新建建筑及全新设备等，可按合格成本的 150%税前扣除。	适用于 2026 年 3 月 1 日至 2036 年 3 月 1 日前首次投入使用的合格资产；属于所得税扣除，并非按投资额 150%返还现金。

资料来源：匈牙利投资促进局（HIPA）、西班牙工业和旅游部、土耳其工业和技术部、巴西发展、工业、贸易和服务部（MDIC）、泰国投资促进委员会（BOI）、马来西亚投资发展局（MIDA）、菲律宾通讯社、南非贸易、工业和竞争部、浙商证券研究所

2.2.3 政策是四季度节奏把握的核心变量，估值探底静待政策靴子充分落地

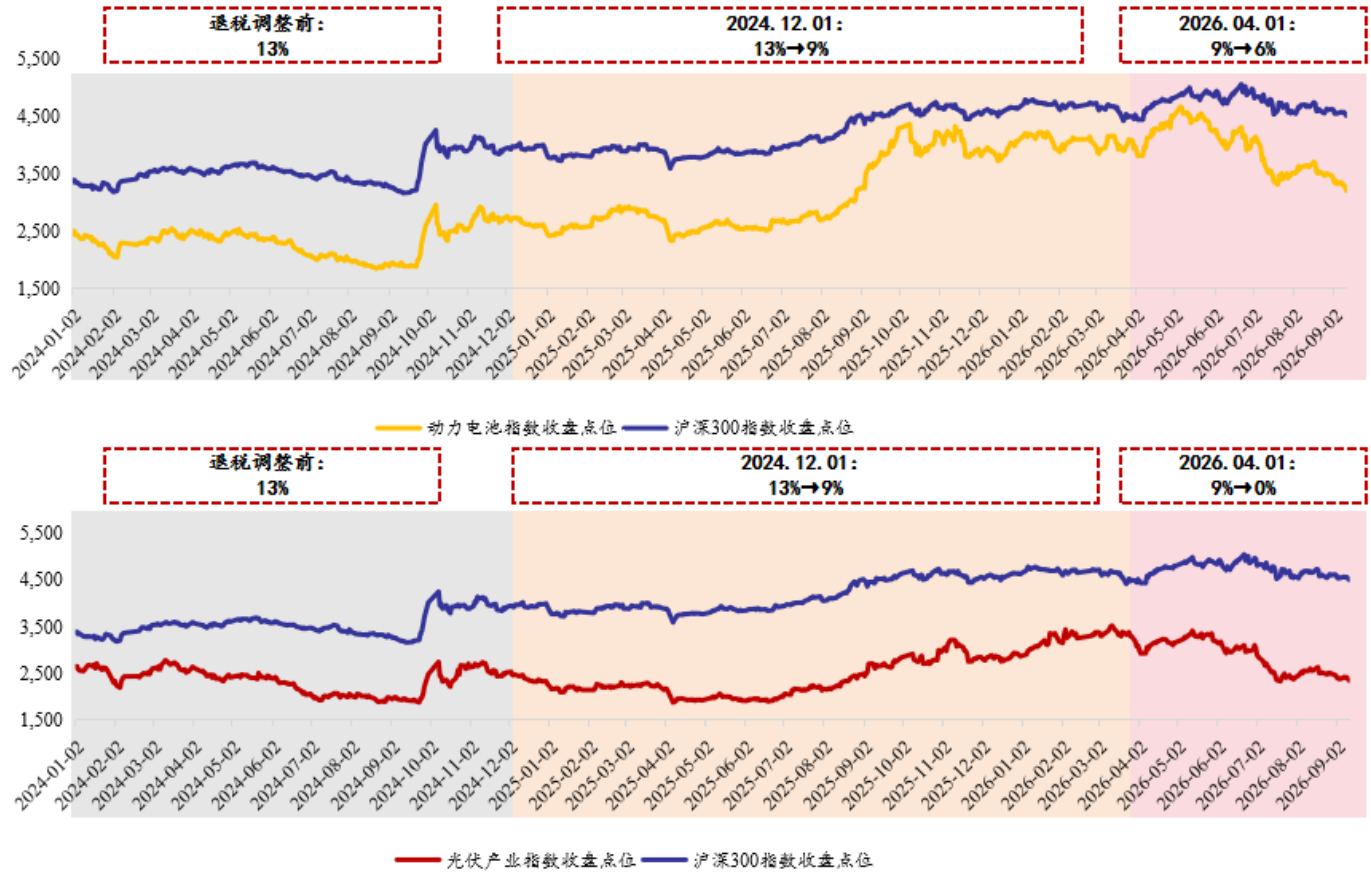
出口退税或将成为影响汽车出海盈利的短期政策变量，分阶段调整有望为企业留出缓冲期。海外本地化布局有助于降低中长期贸易政策影响，但海外工厂建设及产能爬坡仍需时间，现阶段车企海外销量仍较多依赖国内生产和整车出口，因此出口退税政策的潜在变化仍可能影响车企短期盈利预期。复盘光伏和动力电池行业，相关产品出口退税并非一次性退出：2024 年 12 月，光伏和电池产品出口退税率由 13%降至 9%；2026 年 4 月，光伏产品出口退税取消，电池产品退税率由 9%降至 6%，并计划于 2027 年起取消。分阶段调整为企业重新定价、调整订单及优化产能布局预留了过渡期。

从已落地政策及历史经验看，本轮政策组合实际影响或有望好于市场此前基于补贴退坡和出口政策充分收紧形成的悲观预期。国内方面，2026 年汽车以旧换新政策仍然延续，新能源汽车购置税在 2026—2027 年保留减半征收，政策由强刺激逐步转向平稳托底；海外方面，主要市场贸易壁垒上升的同时，多国通过税收优惠和投资补贴支持本地化生产，为中

下载日志已记录，仅供内部参考

国车企调整出海模式提供了缓冲。出口退税方面，光伏和动力电池的历史复盘，此前政策调整采取分阶段退坡方式，汽车行业不宜直接按照退税一次性取消的情形测算盈利冲击。我们认为，四季度政策交易的核心不在于笼统判断利好或利空，而在于政策落地的节奏和力度能否好于此前悲观假设；若 2027 年跨年补贴延续、汽车出口退税采取渐进调整，行业销量及盈利预期均存在上修空间，政策靴子落地也有望成为年末估值切换的重要催化。

图14： 动力电池与光伏出口退税调整及板块指数走势复盘（2024 年 1 月—2026 年 9 月）



资料来源：find，财政部，浙商证券研究所

2.3 出海全球落地开花，趋势不改夯实中长期估值安全边际

2.3.1 出海销量持续超预期高增，多点开花形成趋势

出海销量增长已形成实质性趋势，欧洲、中南美及独联体贡献主要增量，非洲增速最快。2026 年前 7 月，乘用车出口 520.3 万辆，同比增长 54.3%，增加 183.1 万辆。分地区来看，欧洲（欧盟、英国及 EFTA）、中南美和独联体分别增加 61.6 万辆、43.0 万辆和 41.4 万辆，是主要增量来源；中南美、非洲、大洋洲出口增速较快，分别同比增长 115.8%、106.4%和 92.4%。中东和北美出口有所下滑，分别同比减少 30.3%和 10.0%。**分国家来看，**俄罗斯和巴西为主要出口目的国，并贡献较大增量。2026 前 7 月，乘用车对俄罗斯和巴西分别出口 52.4 万辆、40.8 万辆，占出口总量的 10.1%、7.8%；英国、比利时和澳大利亚出口量均超过 25 万辆。增量方面，俄罗斯、巴西分别增加 30.9 万辆、24.4 万辆，英国、澳大利亚分别增加 15.4 万辆、12.4 万辆，意大利、比利时等欧洲市场也保持较快增长。

下载日志已记录，仅供内部参考

表11：各地区出口销量及增量（万辆）

	销量				占比		
	25M1-M7	26M1-M7	yoy	增量	25M1-M7	26M1-M7	yoy
北美	29.0	26.1	-10.0%	-2.9	8.6%	5.0%	-3.6%
大洋洲	14.7	28.3	92.4%	13.6	4.4%	5.4%	1.1%
东南亚	29.9	45.7	52.9%	15.8	8.9%	8.8%	-0.1%
独联体国家	50.6	92.0	81.7%	41.4	15.0%	17.7%	2.7%
非洲	19.5	40.3	106.4%	20.8	5.8%	7.7%	2.0%
欧盟+英国+EFTA	66.1	127.7	93.2%	61.6	19.6%	24.5%	4.9%
欧洲其它	0.8	1.3	59.3%	0.5	0.2%	0.2%	0.0%
亚洲其它	13.9	26.1	88.1%	12.2	4.1%	5.0%	0.9%
中东	75.4	52.6	-30.3%	-22.8	22.4%	10.1%	-12.3%
中美&南美	37.1	80.1	115.8%	43.0	11.0%	15.4%	4.4%
合计	**337.2**	**520.3**	**54.3%**	**183.1**			

资料来源：盖世汽车，浙商证券研究所

自主品牌出海空间仍然广阔。2026H1，中国品牌在可触达海外市场的整体份额仅为15.4%，而在EV+PHEV市场中的份额已达32.6%，新能源竞争优势正逐步向整体市场渗透。其中：**欧洲：**中系车整体份额仅为13.8%，在EV+PHEV市场中的份额为22.9%。新能源领域的竞争力已经初步显现，但尚未充分转化为整体市场份额，欧洲仍是中系车渗透空间最大的主要市场。**拉美：**中系车整体份额为18.1%，EV+PHEV市场份额已达88.8%。中国车企在新能源领域已占据明显优势，未来空间主要来自当地新能源市场扩容，以及产品优势向燃油车、混动车和更多价格带延伸。**东南亚：**中系车整体份额为17.2%，EV+PHEV市场份额达到58.3%。整体渗透率仍处于提升阶段，新能源优势有望继续向全市场扩散，是增长确定性相对较高的增量市场。

表12：可触达市场中系车目前份额

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
北美	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%
大洋洲	4.0%	7.9%	10.7%	13.4%	13.8%	18.3%	30.4%
东南亚	2.0%	3.1%	3.4%	5.0%	6.9%	12.5%	17.2%
亚洲其他	1.1%	1.2%	2.4%	9.9%	14.5%	12.2%	14.6%
非洲	9.5%	12.2%	12.6%	12.9%	16.5%	22.1%	28.5%
拉美	2.8%	5.8%	6.9%	6.6%	9.6%	12.2%	18.1%
欧洲	2.8%	3.7%	4.5%	8.3%	11.7%	12.6%	13.8%
中东	5.6%	8.8%	11.5%	14.1%	14.3%	19.3%	26.3%
总计	**2.8%**	**4.2%**	**5.2%**	**7.8%**	**10.6%**	**12.3%**	**15.4%**

资料来源：Marklines，浙商证券研究所

表13：可触达市场的中国车企新能源份额（EV+PHEV，剔除中国）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
北美	0.0%	0.5%	1.0%	0.8%	3.2%	5.3%	2.6%
大洋洲	0.0%	0.0%	11.8%	24.5%	38.4%	50.0%	62.1%
东南亚	75.1%	40.0%	46.4%	62.1%	81.8%	54.2%	58.3%
亚洲其他	50.8%	0.0%	0.0%	0.2%	23.1%	13.8%	22.0%

下载日志已记录，仅供内部参考

非洲	0.0%	0.0%	18.3%	25.8%	47.8%	63.1%	90.9%
拉美	26.8%	13.9%	55.1%	88.3%	94.7%	95.4%	88.8%
欧洲	8.7%	8.2%	10.5%	13.4%	15.3%	18.0%	22.9%
中东	1.5%	21.5%	64.5%	68.0%	70.3%	76.5%	82.2%
总计	**8.6%**	**8.1%**	**11.4%**	**16.3%**	**21.2%**	**24.8%**	**32.6%**

资料来源：Marklines，浙商证券研究所

2.3.2 海外产能加速落地，本地布局成为必要选择

海外本地化正成为中国车企穿越贸易政策扰动、延续海外增长的关键抓手。目前，比亚迪、吉利、上汽、奇瑞、零跑、长城、长安等主要车企已在欧洲、东南亚、拉美、中东非及独联体等市场形成多区域产能布局，出海模式逐步由整车出口向本地生产转型。随着部分海外市场提高整车进口壁垒、国内汽车出口退税存在退坡预期，海外建厂有助于降低对跨境整车出口的依赖，并通过满足当地原产地及本地化要求，争取税收优惠和产业支持。伴随在建产能陆续投产，中国车企有望由“产品出海”进一步转向“产业链出海”，增强海外经营的稳定性和可持续性。

表14：主要乘用车企业海外本地化生产布局及产能规划

车企	已投产海外布局	在建及规划布局	主要覆盖市场
比亚迪	泰国罗勇：2024 年投产，15 万辆/年；巴西卡马萨里：2025 年投产，一期 15 万辆/年、远期 30 万辆/年；印尼苏邦：2026 年投产，15 万辆/年	匈牙利塞格德：在建，规划 30 万辆/年；土耳其马尼萨：计划 2026 年底投产，规划 15 万辆/年	东盟、拉美及欧洲
吉利汽车	埃及吉萨：2025 年启动 CKD 生产，规划产能约 3 万辆/年；印尼普哇加达：2025 年启动本地生产	巴西：依托雷诺 Ayrton Senna 工厂导入本地生产；西班牙瓦伦西亚：计划自 2028 年生产两款吉利新能源车型	中东非、东盟、拉美及欧洲
上汽集团	已在泰国、印尼和印度建立整车生产基地，并在巴基斯坦开展 KD 生产；其中印尼基地整车产能约 15 万辆/年，印度 Halol 工厂产能约 12.5 万辆/年	埃及：与 Mansour 集团推进 MG 品牌本地组装，规划覆盖燃油车及新能源汽车	东盟、南亚及中东非
奇瑞汽车	西班牙巴塞罗那：与 Ebro 合作开展本地生产，2026 年产量目标约 3 万辆、中期产能约 5 万辆/年；印尼 Handal：合作装配，产能约 1 万辆/年	越南兴安省：一期规划 6 万辆/年，2026 年投产，远期规划 20 万辆/年；南非 Rosslyn：计划 2027 年中启动生产，单班产能 5 万辆/年	欧洲、东盟及非洲
零跑汽车	马来西亚 Gurun：依托 Stellantis 工厂生产 C10、B10，2026 年启动本地组装	巴西 Goiana：2026 年导入零跑车型本地生产	东盟及拉美
长城汽车	俄罗斯图拉：一期产能约 8 万辆/年、远期规划 15 万辆/年；泰国罗勇：8 万辆/年；巴西伊拉塞马波利斯：2025 年投产，5 万辆/年；巴基斯坦、厄瓜多尔及乌兹别克斯坦已开展 KD 生产	持续推动东盟、中亚及非洲市场的 KD 组装和零部件本地化	俄罗斯及独联体、东盟、拉美
长安汽车	泰国罗勇：2025 年 5 月投产，一期产能 10 万辆/年	泰国基地计划于 2027 年将产能提升至 20 万辆/年	东盟及大洋洲

资料来源：各公司官网，Stellantis、Ebro 官网，匈牙利 HIPA、泰国 BOI 及相关国家政府网站，浙商证券研究所

2.3.3 出海市场空间星辰大海，内需超跌打造估值超跌安全边际

出口高增趋势有望延续，四季度逐月向上推动全年规模突破千万辆。我们预测 2026 年四季度乘用车出口量分别达到 102 万辆、106 万辆和 112 万辆，季度合计约 320 万辆；全年出口量有望达到 1053 万辆，其中新能源汽车出口约 583 万辆。伴随欧洲、拉美等市场需求增长，以及海外渠道和本地化布局持续完善，出口有望继续成为乘用车行业的重要增量。远期可触达市场合计 3000-4000 万台，依然巨大蓝海，有望复刻双倍内需的超级大市场。

表15：各洲乘用车市场容量（万辆）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
北美	1612.4	1676.3	1543.2	1732.7	1781.4	1819.8

下载日志已记录，仅供内部参考

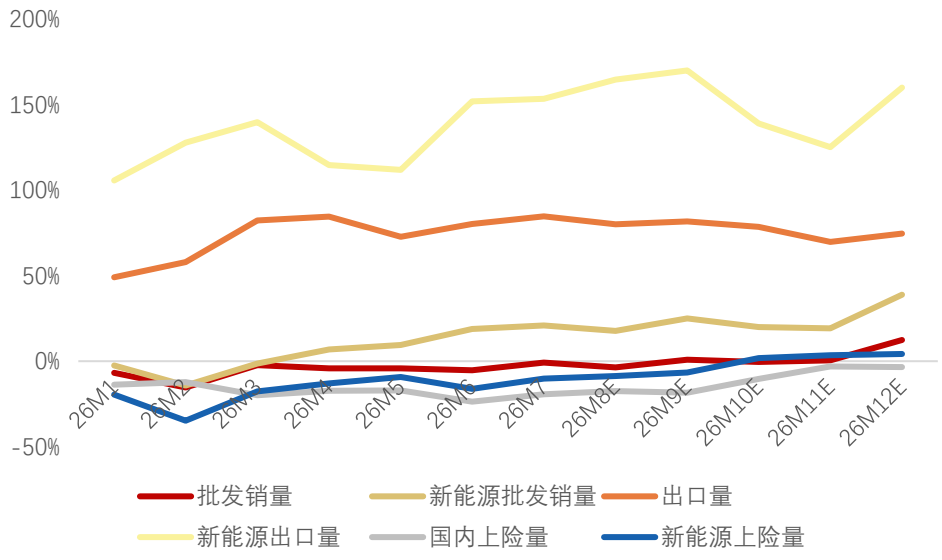
大洋洲	75.8	86.5	89.4	100.1	100.3	101.4
东南亚	220.9	246.3	304.6	304.7	280.9	278.0
亚洲其他	2831.3	3001.0	3255.0	3596.8	3734.7	4009.0
非洲	41.4	51.9	49.7	41.7	43.3	50.7
拉美	279.6	305.0	306.5	329.7	355.8	380.3
欧洲	1418.8	1388.0	1249.1	1486.0	1551.9	1541.7
中东	99.2	124.1	132.3	147.8	163.6	85.4
总计	**6579.2**	**6878.9**	**6929.8**	**7739.5**	**8011.8**	**8266.4**

资料来源：Marklines，浙商证券研究所

2.3.4 四季度销量展望：出口高增支撑年末修复，内需弹性静待政策加力

四季度乘用车销量有望边际改善，带动全年降幅收窄。总量端：我们预测 2026 年乘用车批发销量 2952 万辆，同比下降 1.8%；四季度销量 920 万辆，同比增长 4.0%，出口高增与内需降幅收窄有望支撑年末修复。**内需端：**预计全年国内上险量 1963.6 万辆，同比下降 14.6%，四季度降幅收窄至 5.6%；后续增量主要关注促消费政策加力及跨年补贴衔接，若新政策支持力度与落地节奏好于预期，有望带动观望购车和存量换购需求释放，推动内需进一步改善。**出口端：**预计全年出口 1053.3 万辆，同比增长 75.4%，四季度出口 320 万辆，同比增长 74.3%；重点开拓拉美和东南亚，凭借性价比、新能源技术优势及渠道完善，争取传统海外品牌份额，并巩固独联体和大洋洲市场。欧洲市场空间广阔，关注政策落地后不确定性的收敛，以及本地化布局领先车企的份额提升机会，支撑海外业务持续增长。

图15：2026 年乘用车主要销量指标月度同比增速及预测



资料来源：中汽协、乘联会，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

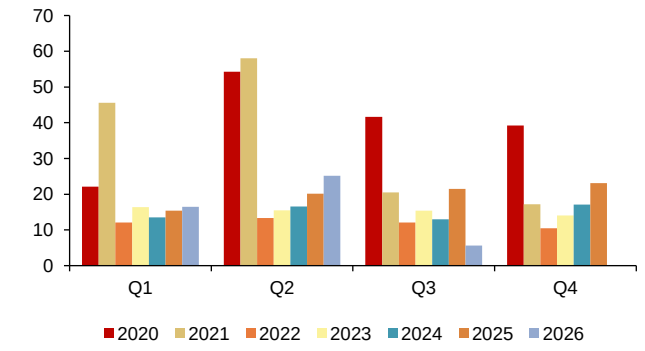
3 其他细分出海板块：细分赛道存续机遇，出海赛道多点开花

3.1 重卡板块：高基数下内销&出海增速均放缓，关注明年出海及政策变化

3.1.1 内需：Q4 稳健修复但成长性有限，结构上新能源快速崛起

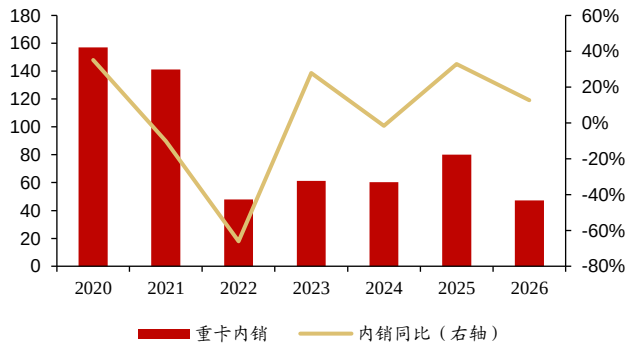
上半年内销存在部分透支，Q4 稳健修复缺乏向上催化。上半年高增主要来自四方面：一是以旧换新/国四淘汰节奏前移，H1 政策节奏早于去年同期，并部分叠加国五自然报废；二是新能源拉动绝大部分增量，2025H1 新能源上险约 7.9 万辆、2026H1 近 14 万辆（同比约+76%），购置与电池成本下行后中短途 TCO 优势显著，内销新能源渗透率已接近 50%，若运价转向新能源定价，燃油车盈利空间将被进一步挤出，政策资金池与购置税优惠亦继续向电车倾斜；三是 AEBS 法规于 7 月中旬落地前的 5-6 月抢装，前置了部分销量；四是工程/物流上半年景气度相对较好。目前，国四存量所剩无几，AEBS 抢装仍在消化，油气价差未显著拉开导致燃气车渗透率回落至约 11%的低位，中长途更新动能偏弱，新能源量强但价格战仍在、多数整车盈利承压。总体趋势判断是 Q4 稳健修复。

图16： 2020 至 2026 年 1-7 月重卡季度上险销量（万辆）



资料来源：科瑞咨询，浙商证券研究所

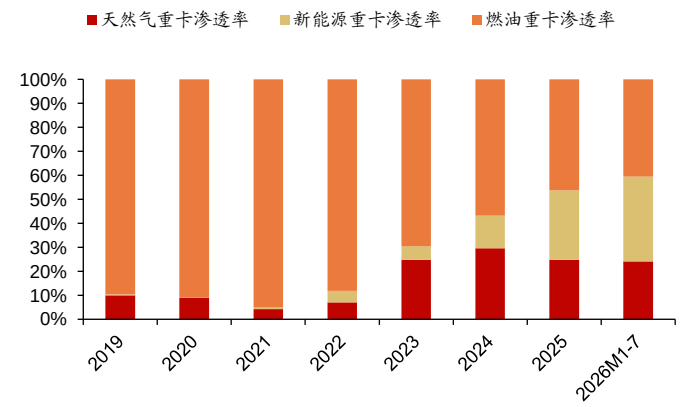
图17： 2020 至 2026 年 1-7 月重卡年度上险销量及同比（万辆）



资料来源：科瑞咨询，浙商证券研究所

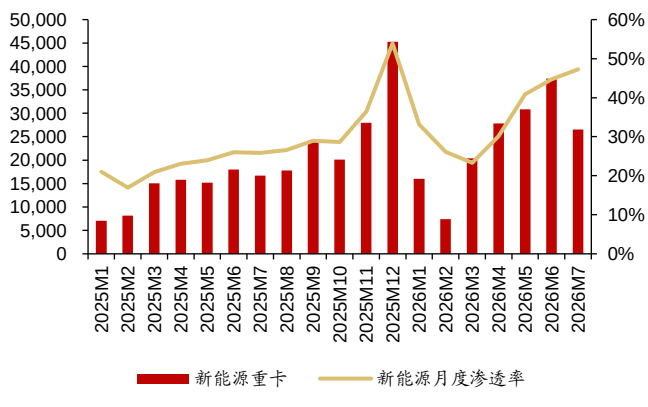
2026H1 重卡内销燃料结构上来看，柴油份额持续被挤压，新能源大幅抬升成为内销增量主力。2026 年上半年新能源重卡累计约 14 万辆、同比+77%，同期终端销量中新能源占比约 33.7%，较 2025 年全年（约 28.9%）抬升近 5pct。7 月渗透率提升至 47.3%，阶段性逼近油电各半的节点，内生增长高度集中在电动化。中短途场景下电动车凭借显著的运营成本优势，柴油、天然气被动置换趋势明确。

图18： 2019 年至 2026 年 1-7 月重卡内销燃料结构（辆）



资料来源：科瑞咨询，浙商证券研究所

图19： 2025M1-2026M7 新能源重卡上险量及内销渗透率（辆）



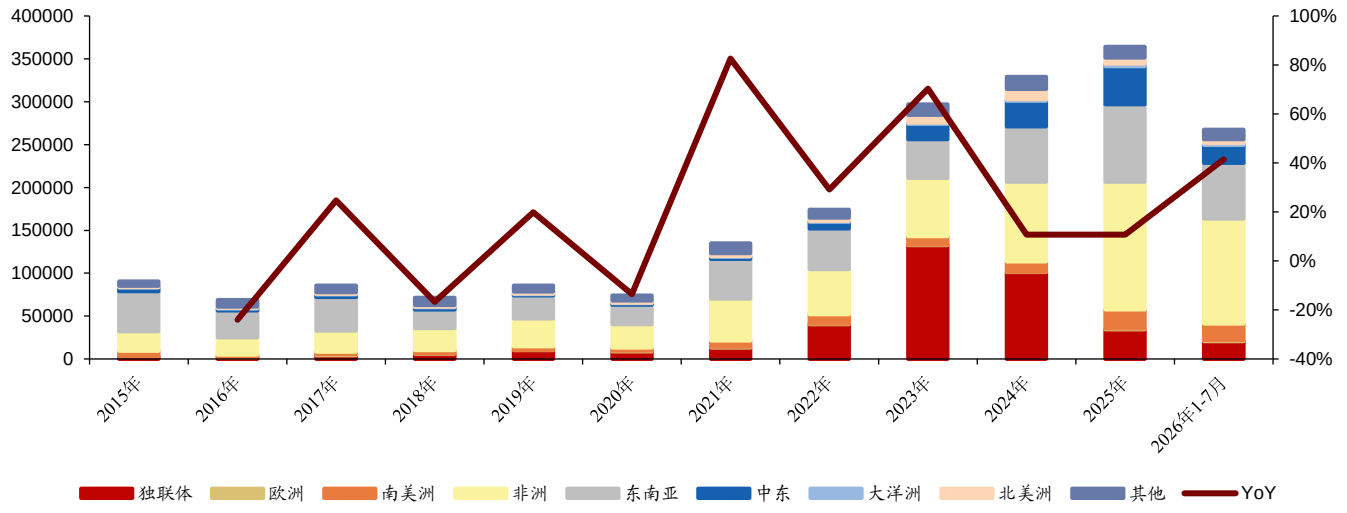
资料来源：科瑞咨询，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1.2 出海：高基数下增长自然回落，核心出口区域仍贡献绝对量增

中国重卡出口已经告别早期总量小、波动大的情况，稳健地步入高基数、多极扩容的成长通道。根据海关总署口径的数据，出口规模从 2020 年维持在 7.4 万辆左右量级，跃升至 2025 年 36.4 万辆的水平，2026 年 1-7 月就已达到 26.7 万辆，同比+41.5%，可见重卡行业出口基数迅速扩张的同时仍保持着可观的增速。

图20： 2015 年至今重卡行业出口数据及同比增速（辆）



资料来源：海关总署，浙商证券研究所

出口结构切换，单极脉冲变为多点开花。2022-2024 年俄/独联体市场脉冲高增，俄重卡出口占比由 3%-5%升至 16%/37%/25%，后因报废税加码、高库存及政策针对迅速回落，2025 年对俄出口 0.7 万辆、占比约 2%。非洲、东南亚、中东接棒，2025 年分别出口 14.9/9.0/4.4 万辆，占比 41%/25%/12%；2026 年 1-7 月非洲、东南亚仍同比+69.4%/+41.8%，中东受美伊冲突影响下滑。去俄化后形成多极增长，出口韧性增强、中枢上移。

表16： 2026M1-7 重卡出口目的地及增量情况（辆）

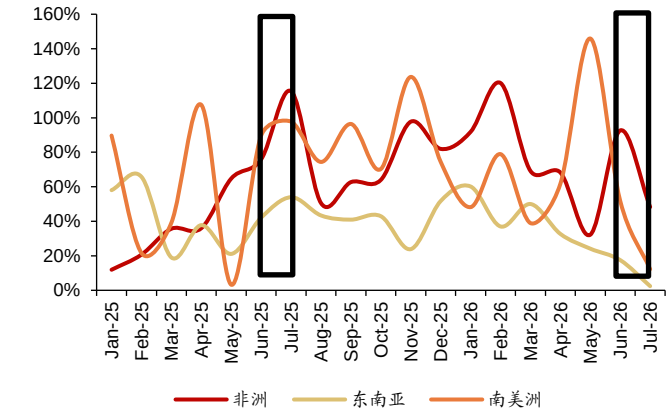
	2025M1-7	2026M1-7	增量	YOY
非洲	73531	124319	50788	**69.1%**
东南亚	50946	66782	15836	31.1%
南美洲	14687	23048	8361	**56.9%**
中亚	3378	7248	3870	**114.6%**
南亚	3208	6221	3013	**93.9%**
北美洲	1403	2309	906	64.6%
大洋洲	1441	2333	892	61.9%
欧洲	691	1452	761	110.1%
俄罗斯及周边	16452	17003	551	3.3%
亚洲其他	664	646	-18	-2.7%
东亚	4406	3565	-841	-19.1%
中东	28412	22685	-5727	-20.2%
合计	**199219**	**277611**	**78392**	**39.3%**

资料来源：海关总署，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

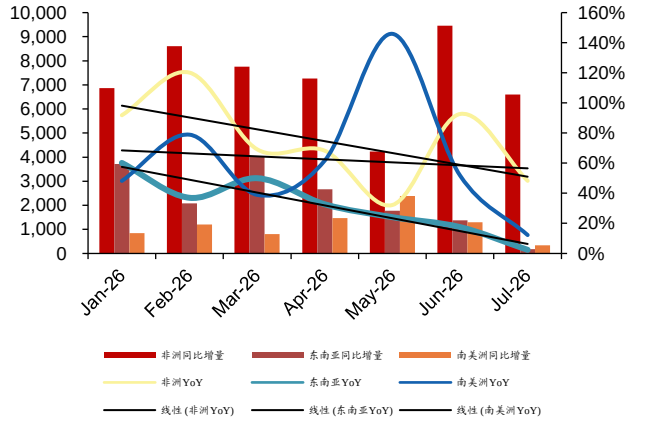
出口核心目的地绝对量仍在增长，但增速环比在减弱。5 月出口已受中东地缘因素影响环比回落约 17%，7 月出口同比增速环比 6 月显著下滑，叠加 25Q4 出口月度基数的均值在 3.7 万辆以上，26H2 大概率延续趋势，相比上半年高位增速边际放缓。非洲、拉美、中亚等地区需求依旧强劲，但高基数下增速的自然回落趋势已经显现。

图21： 26M7 出海核心区域月度同比增速呈现下降趋势



资料来源：海关总署，浙商证券研究所

图22： 26M1-7 出海核心区域同比增量&增速趋势下行（辆）

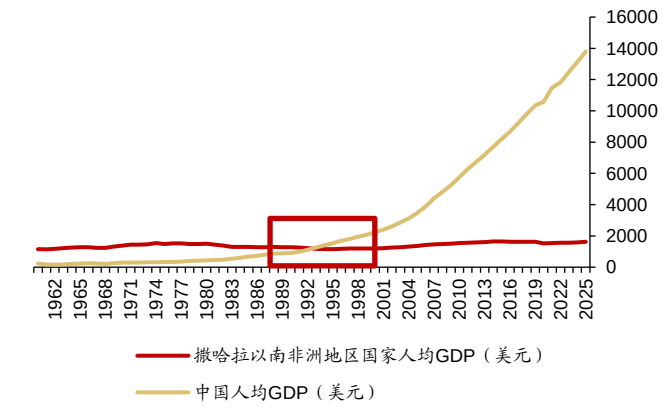


资料来源：海关总署，浙商证券研究所

非洲高β增量，资源品、基建、物流、新车替代共振。非洲是中国重卡出口第一大区域，从人均 GDP 来看，非洲整体发展相对落后，经济增长阶段与我国 2000 年前大致相似，这样的经济成长需求带来了重卡出海的阶差红利。如果锚定我国的发展情况，我们预计非洲市场空间远期可指向 50-70 万量级，总量仍有极大的扩容潜力，甚至有望再造一个重卡内需市场。但即便以最乐观的口径来看，同比增速也难以达到前期峰值水平。

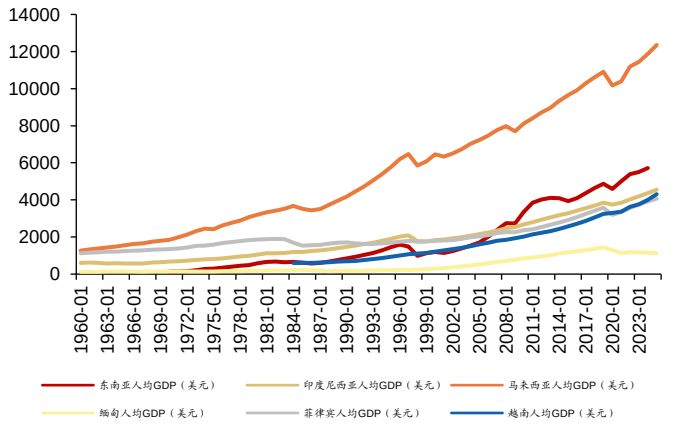
东南亚接收制造业迁移，助力当地基建物流需求。东南亚市场为第二大出口市场，受到日/韩/新/中等的 FDI 与半导体、电子、制造产业转移带动，目前尚处于经济高速发展的前夜，后续有望借助基建与物流双轮驱动，市场整体增长确定性高，但内部各国需求差异较大。现阶段我国出口集中越南，地域范围仍有拓展空间。不过在东南亚市场，日系凭借其本地化产能在车辆残值与 TCO 方面仍有较强竞争力，中系重卡需要通过本地产能、渠道密度、售后等突破日系壁垒。

图23： 非洲经济发展情况对标中国发展历史



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图24： 东南亚区域及主要五国人均 GDP 增长情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

拉美成熟市场份额需要依靠性价比&本地化来突破。拉美城镇化率已处在较高水平，中系重卡渗透率较低，秘鲁、厄瓜多尔、哥伦比亚、委内瑞拉等国家贡献主要增量，巴西整车直接出口受到高关税及本地化要求所抑制、占比较低。中国车企正在持续推进本地化与当地产能，以跨越当地市场的关税和政策壁垒。

俄/独联体历史经验表明，政策变化可迅速改写出口结构，而海外政策主线是关税、本地化与贸易保护。美洲区域最经典，巴西等燃油重卡关税约 35%，CKD/SKD 税率并轨压力或提前至 2027，须靠 KD/全工艺与本地化对冲；墨西哥因 MFN 上调、美加自贸不对称，中系价格优势被抹平；阿根廷、哥伦比亚等有零部件反倾销风险。综合来看，东南亚与非洲这类出海增量核心区域政策壁垒友好，但需关注汇率及政局（非洲）、日系竞争（东南亚）。

表17：重卡出海目的地分区域政策要求整合

	地区（全称）	主要政策类型	要点	中系应对策略
高壁垒	巴西	高关税+排放+本地化倒逼	重卡 II≈35%；CKD 窗口收窄	建厂/深度 KD，避免整车直出
	墨西哥	无 FTA 高关税	2026 起货运相关可至约 50%	北美本地化，或接受价差
	俄罗斯	报废税（回收费）	2024-10 起大幅上调并逐年指数化	控节奏，忌线性外推销量
	欧盟	关税+型式认证	WVTA/GSR 等，整车难放量	近中期不主攻
	阿根廷	整车高税 vsKD 优惠；车轮 AD	合规拆散约 14%；车轮 AD41.78%再延 2 年	只走批准 KD；算配件成本
低壁垒	尼日利亚	综合进口税负	有效负担约三十多个点量级	全税清关测算
	东非共同体（肯尼亚等）	CET 四档关税	0/10/25/35%	按税目精算
	南非	关税区间+认证	约 0–20%+VAT15%；NRCS	认证与服务
	哥伦比亚	轮胎反倾销调查	初裁暂不征临时税	盯终裁
	阿尔及利亚等北非	CKD/本地组装	欧系在摩洛哥等有 FTA 优势	本地化破局
友好	沙特阿拉伯等海湾合作委员会	低关税	共同对外关税大量约 5%	关税友好；拼项目/本地含量/售后
	东盟主要市场（越南、印尼、泰国等）	ACFTA/RCEP 优惠	原产地合规可降税	吃优惠+渠道/KD 对日系
	智利	对华 FTA+低关税方向	排放升至 EuroVI（约 2026）	南美相对友好入口；排放前置

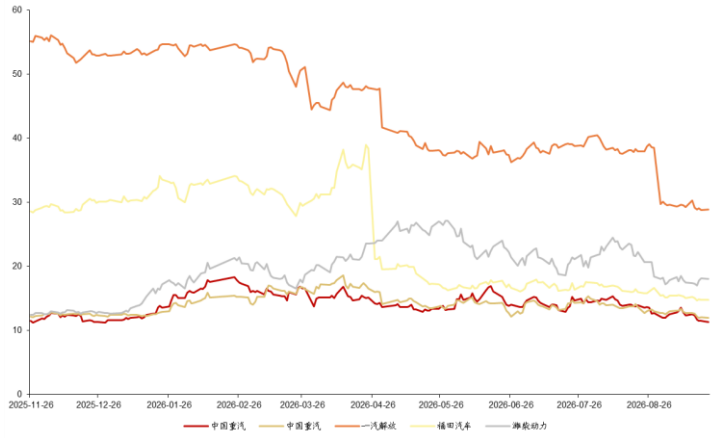
资料来源：WTO、各国政府网站等，浙商证券研究所

3.1.3 26Q4 出海销量恐难超预期，27 年关注内销政策落地及出口增量情况

当前重卡板块估值处于相对低位，但判断上行拐点需关注内销政策落地及出口增量情况。我们预计 2026 年全年批发销量在 125 万辆左右，内销大约在 80 万辆，出口有望提升至 45 万辆左右。2027 年，国内关注国五淘汰政策落地时点、政策补贴是否退坡；出海关注非洲/东南亚等高渗透率地区是否能维持、巴西/墨西哥等贸易壁垒较高地区能否突破。目前重卡板块代表性标的 PE 普遍在 10-20 倍之间，龙头中国重汽 H 只有大约 11.3 倍，若估值维持在当前水平附近，鉴于 26Q4 基本面缺乏环比向上的边际变化，建议维持或观望，等待更为明确的安全垫或 27 年的数据验证；若 26Q4 估值触及低位阈值（如中国重汽 H 回落至 10 倍以下），说明短期成长性不足的负面因素已被充分定价，期待 27 年出海增速保持及内销政策催化落地。

下载日志已记录，仅供内部参考

图25： 主要重卡厂商近一年 PE（TTM）走势



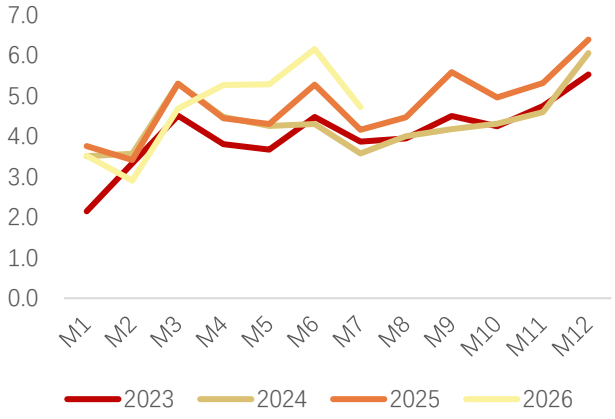
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2 客车板块：内需符合预期，出口拉动增长

3.2.1 客车总量：行业稳健修复、轻客和出海表现较优

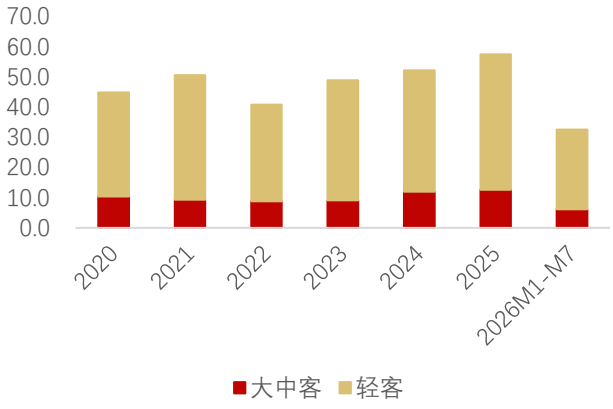
客车市场二季度销量表现较强，轻客稳健增长贡献主要增量。2026 年 1-7 月客车累计销量达 32.6 万辆，同比增长 6.15%，行业总量延续修复态势。从月度节奏来看，客车销售呈现年初偏低、二季度走强的特征，4-7 月各月销量均高于上年同期，成为支撑年内累计销量增长的主要力量。分车型来看，1-7 月轻客累计销量 26.4 万辆，同比增长 7.4%；大中客累计销量 6.1 万辆，同比增长 1.0%。轻客凭借较大的销量基数与较快增速成为增长的主要来源；大中客国内表现平稳，后续的成长空间主要源于海外公交更新与新能源替代。

图26： 客车月度销量（万辆）



资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：2026 年数据截至 2026 年 7 月

图27： 客车分车型整体年度销量（万辆）



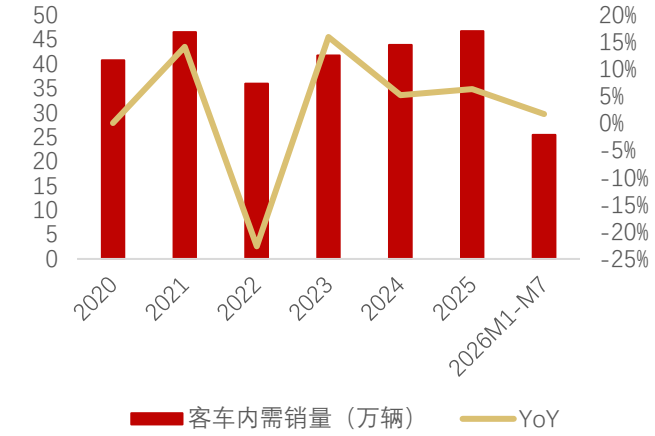
资料来源：Wind，浙商证券研究所

分地区来看，内需温和增长，出口高基数下延续增长。内销层面，2026M1-M7，客车累计内销 25.47 万辆，同比增长 1.7%，在前期连续修复的基础上保持正增长。从年内节奏看，二季度销量回升逐步弥补年初缺口，国内需求虽缺乏较强的扩张弹性，但仍具一定韧性。经历 2023—2025 年的恢复性增长后，内销增速趋于平稳，后续关注存量更新需求的释放。**出海层面，**2026 年 M1-M7，客车累计出口 7.09 万辆，同比增长 25.8%，在 2025 年全年出口增长 29.9%的基础上保持较快增长，海外业务延续较高景气。后续主要关注：1）部分新兴市场公共交通系统升级，带来车辆新增及更新需求；2）欧洲等市场公交电动化持续推进，

下载日志已记录，仅供内部参考

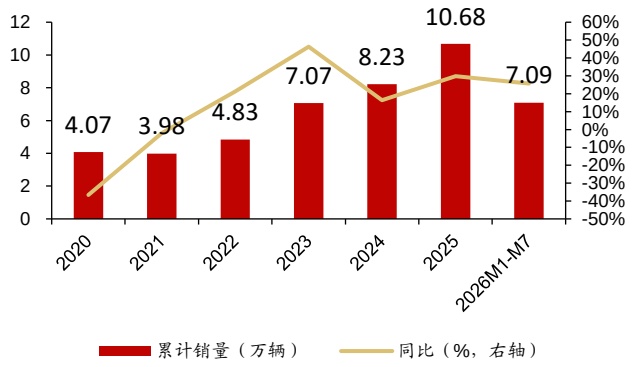
为新能源客车提供替代空间。总体而言，传统需求与新能源替代并行，有望为出口规模扩张及产品结构优化提供支撑。

图28： 客车内需年度销量及同比增速



资料来源：Wind，海关总署，浙商证券研究所

图29： 客车整体年度出口及同比增速

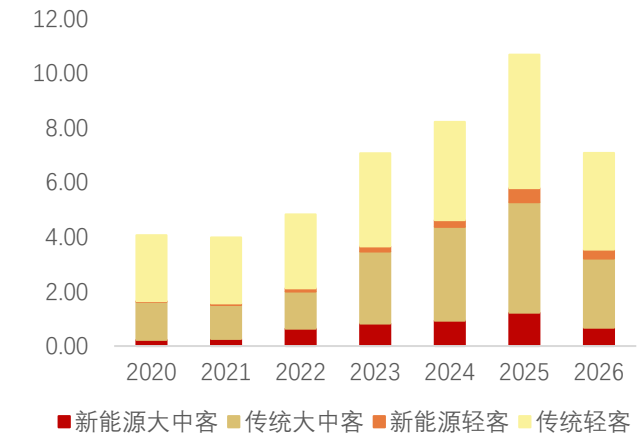


资料来源：海关总署，浙商证券研究所

3.2.2 海外电动化转型打开空间，静待 IAA 法案落地

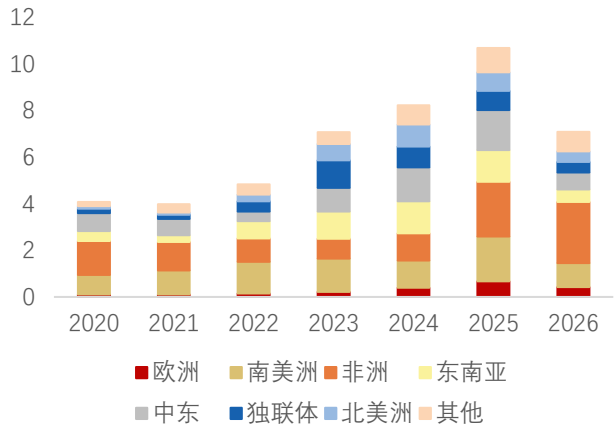
传统车型贡献出海主要份额，欧洲市场占比持续提升。从出口结构看，今年前 7 月，传统轻客、大中客分别出口 3.56 万辆、2.54 万辆，占出口总量的 50%、36%，仍占据主要的市场份额。新能源客车合计出口 0.99 万辆，其中大中客 0.67 万辆、轻客 0.32 万辆，大中客贡献约三分之二的新能源出口量。**从出口区域看**，非洲、南美及中东是当前客车出口的重要市场，合计贡献六成以上出口量。欧洲则保持较快增速，占比由 23 年的 3%提升至目前的约 6%，且今年均价达到 226.1 万元/辆，约为整体出口均价的 5.2 倍，出口金额占比达 31%。

图30： 客车分类别年度出口（万辆）



资料来源：海关总署，浙商证券研究所（注：2026 年数据截至 7 月）

图31： 客车分地区年度出口（万辆）



资料来源：海关总署，浙商证券研究所（注：2026 年数据截至 7 月）

海外公交更新与电动化政策并行，需求拓展仍具中长期支撑。 欧洲及南美部分市场已明确公交零排放转型目标，其中欧盟要求新城市公交车零排放比例于 2030 年达到 90%、2035 年达到 100%，有望为中国新能源客车打开进一步拓展空间。此外，巴西通过融资支持电动及欧六公交车更新，新加坡则对符合条件的零排放客车提供购置补助，覆盖不同技术路线及采购需求。随着车辆更新与配套设施建设逐步推进，海外客车需求有望延

下载日志已记录，仅供内部参考

续释放，新能源替代仍是重要增量来源。后续重点跟踪主要市场的招标规模与项目交付节奏。

表18： 2026 年海外新能源城市公交车及动力电池更新补贴变化

地区	政策	时间及状态	主要规定
欧盟	重型车 CO_2排放标准（EU 2024/1610）	已生效；目标按 2030 年、2035 年分期实施	新城市公交车的零排放最低比例：2030 年 90%，2035 年 100%。适用对象为新城市公交车。
智利	国家电动交通战略	已发布战略；2035 年目标	到 2035 年，城市公共交通新增车辆全部采用零排放车型，覆盖公交车等。该目标针对新增车辆，不是全部存量车队。
巴西	Novo PAC 车队更新计划（Refrota）	已实施融资计划；2025 轮次持续推进	融资支持电动公交车及充电设备、符合 Proconve P-8（欧六）标准的新公交车。州、联邦区、市及符合条件的私营公交运营商可申报。
新加坡	重型车辆零排放计划（HVZES）	2026—2028 年；2026 年 9 月调整标准	对符合条件的零尾气排放客车等重型车辆提供补助。最大载重总质量超过 7 吨的车辆补助 4 万新元；超过 3.5 吨且不超过 7 吨的车辆按调整后标准补助 1.5 万新元，分三期发放。

资料来源：欧盟委员会，欧洲议会，智利政府，巴西城市部，新加坡陆交局，浙商证券研究所

欧洲电动化需求与本土化诉求并存，关注 IAA 法案落地情况。 欧委会提出的 IAA 提案拟在相关电动车公共采购中同时设置投标主体准入和产品本地化要求，涉及车辆在欧盟组装、非电池零部件欧盟来源价值占比不低于 70%，以及电芯等主要电池部件的来源限制。预计欧洲市场的拓展因而不仅取决于产品竞争力，也将受到本地化组织能力及合规成本约束。目前 IAA 尚未生效，实际适用范围和执行要求仍待立法明确，其采购主体限制、原产地等同规则及例外条款是后续重点的跟踪对象。我们认为未来具备产品竞争力及本地化服务和生产能力的企业，更有望实现持续的市场份额提升。

表19： 欧盟《工业加速器法案》（IAA）提案主要条款（尚未生效）

项目	提案内容
立法状态	欧委会于 2026 年 3 月 4 日提出 COM(2026)100。截至 2026 年 9 月 11 日，提案尚待欧洲议会委员会决定，未生效。
公共采购主体准入	第 11 条拟排除由未与欧盟订立保障相关采购准入协议的第三国实体拥有或控制的投标主体，适用于提案规定的相关电动车及运输服务公共采购。
车辆组装及零部件	相关纯电动、外接充电式混合动力和氢燃料电池车型拟须在欧盟组装；扣除电池后，欧盟来源零部件的价值占比须达到 70%（按出厂价计算）。
电池部件要求	拟要求至少 3 项主要电池部件为欧盟来源，并包括电芯。生效 3 年后加严至至少 5 项，须包括电芯、正极活性材料和电池管理系统，另对电驱动及主要电子系统规定来源比例。
实施安排及例外	车辆本地化条款拟于生效 6 个月后适用，部分要求 3 年后加严。草案另设协议伙伴原产地等同规则，以及供应不足、无合格投标或采购成本过高等例外条款。

资料来源：欧盟委员会，欧洲议会，浙商证券研究所

3.3 全地形车/摩托车板块：出海驱动销量增长，高端化升级持续推进

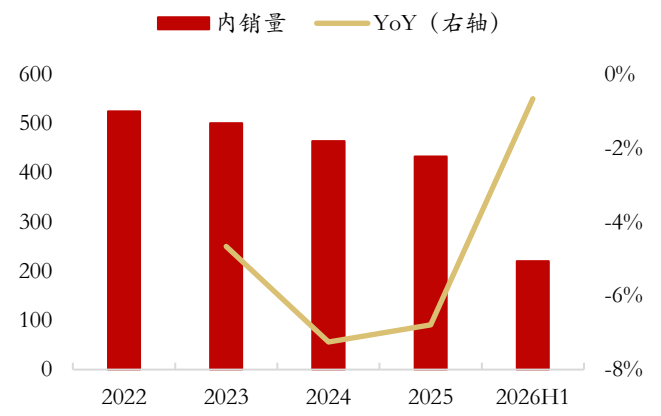
3.3.1 内需：通勤放量支撑市场弱修复，中大排摩托内销降幅收窄

小排量通勤支撑中国摩托内销增速修复，大排量内销下半年有望回暖。26H1，国内摩托消费价格敏感度再度增强，叠加升仕等品牌推出高性价比新品，国内小排量摩托销量增长较快，支撑内销 220.3 万辆，增速修复至-0.7%，预计摩托内销量同比基本持平；中大排量方面，受宏观经济影响消费者玩乐消费意愿减弱、叠加国内中大排价格战激烈抑制消费，上半

下载日志已记录，仅供内部参考

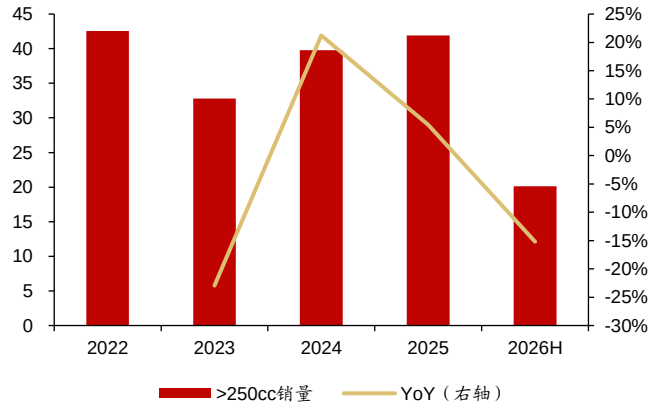
年 250cc 以上中大排摩托内销 20.1 万辆，同比下滑 15.2%，但受益于高基数影响消退、老款清仓收尾、新车型释放，预计后续销量降幅将有所收窄。

图32： 2026H1 中国两轮燃油摩托车内销增速修复（万辆）



资料来源：中国摩托车商会，浙商证券研究所

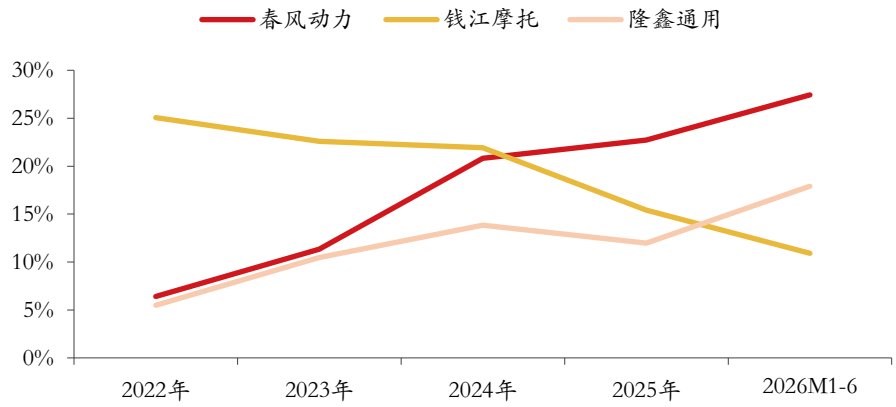
图33： 近几年>250cc 两轮燃油摩托内销出现波动（万辆）



资料来源：中国摩托车商会，浙商证券研究所

中大排内销市场由隆鑫、春风、钱江主导，车型迭代节奏差异导致头部市占率走势分化。26H1，国内中大排摩托市场 CR3 达 56.3%，一是因为中大排市场易形成社群生态，竞争格局天然集中；二是因为春风动力/隆鑫通用/钱江摩托各自实现了外资技术导入，凭借深厚技术积累、资金优势市占率分别达到 27.4%/17.9%/10.9%。从市占率月度走势来看，春风动力、隆鑫通用市占率持续提高，主要是自研动力技术领先、新车型不断丰富产品矩阵。

图34： 2026H1 内销市场两轮燃油中大排摩托 CR3 较上年末提高，春风动力市占率领先



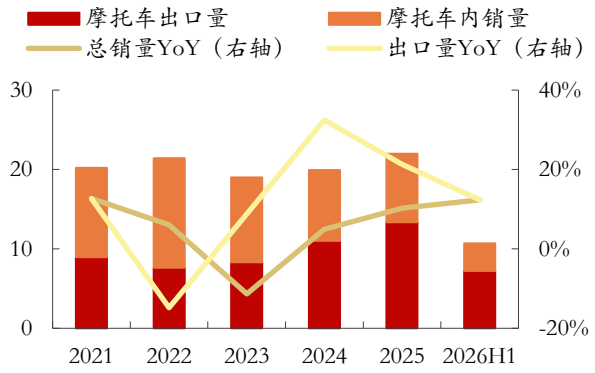
资料来源：中国摩托车商会，浙商证券研究所

3.3.2 出海：中大排摩托出海保持双位数增速，拉美欧洲市占率持续提升

外销占比超 60%，出海结构持续升级。近年来，国内摩托车企加快全球产能布局、推动产业升级初见成效；根据中国摩托商会数据，26H1 中国摩托车出口中 150cc 以下车型出口量及出口金额占比分别为 75.35%、58.09%，整体以低端为主，但 250cc 以上增速远高于整体增速，出海排量中枢抬升，26H1 250cc 以上摩托出口达 30.5 万辆，同比增长 15.2%，6 月中大排出海渗透率升至 5.3%。

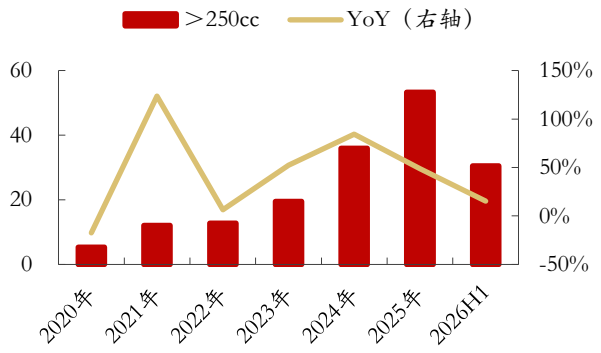
下载日志已记录，仅供内部参考

图35： 2026H1 中国摩托车出口约占总销量 67%（百万辆）



资料来源：中国摩托车商会，浙商证券研究所

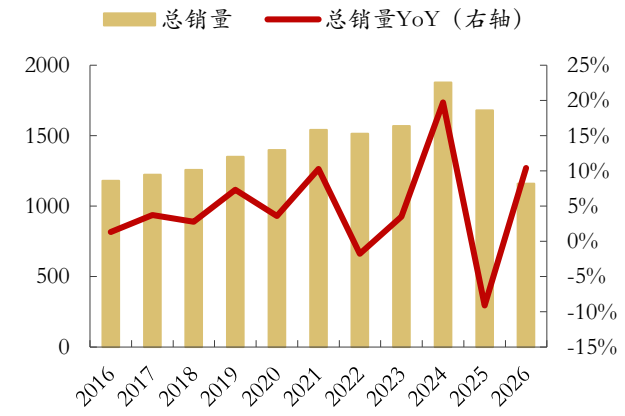
图36： >250cc 两轮燃油摩托车外销保持中高速增长（万辆）



资料来源：中国摩托车商会，浙商证券研究所

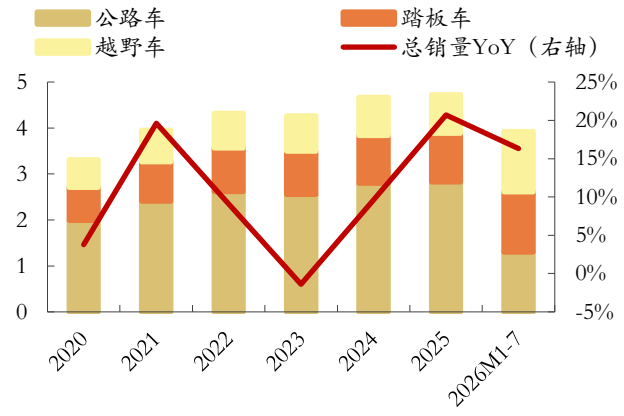
拉美市场保持高增，欧洲库存逐步消化带动 26 年市场明显回暖。拉美方面，市场以越野、公路车为主，当地山地偏多、经济较弱，对摩托排量、爬坡性能、耐用性有较高要求。2026 年 1-7 月，核心四国阿根廷/哥伦比亚/巴西/墨西哥销量同比分别增长 36.5%/22.8%/9.5%/1.7%，拉美摩托销量 392 万辆，同比增长 16.3%。尽管中大排渗透率低，但高基数、高增速下当地中大排市场增量可观。**欧洲方面，**2025 年 1 月 1 日，欧 5+排放新规正式生效，导致主要品牌全年去库，销量为 168 万辆，同比下滑 9.1%。随着库存的消化，根据 ACEM 数据显示，2026 年 1-6 月欧洲摩托市场显著回暖，占据欧洲总销量 60%的五国合计销量同比增长 16.8%，意/西/英/法/德销量增速分别为 13.2%/23.6%/15.8%/6.4%/27.6%。

图37： 2026 年欧洲摩托车销量回暖（千辆）



资料来源：Statista，MotorCycles Data，浙商证券研究所

图38： 2020-2026M1-7 拉美摩托车销量、增速及结构（百万辆）

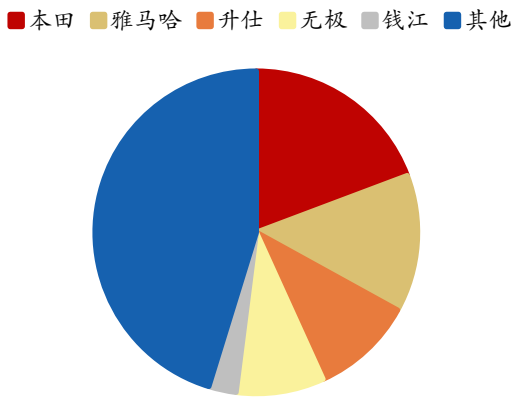


资料来源：MotorCycles Data，浙商证券研究所

三大中国品牌进入欧洲市占率前十，拉美中大排市场持续开拓。2026 年前七个月，无极/升仕/春风欧洲市占率分别位居第 7/8/10 名，欧洲销量同比分别增长 47.3%/56.9%/62.0%，销量增速远超传统市场领先品牌，其中无极在西班牙市场市占率 8.8%位居第 4。拉美地区以小排量车型为主，市场由日系、本地品牌主导，当前无极、春风等已进入巴西、墨西哥、阿根廷等拉美主要市场，26H1 无极在阿根廷中大排摩托市占率 12.5%，仅次于本田。

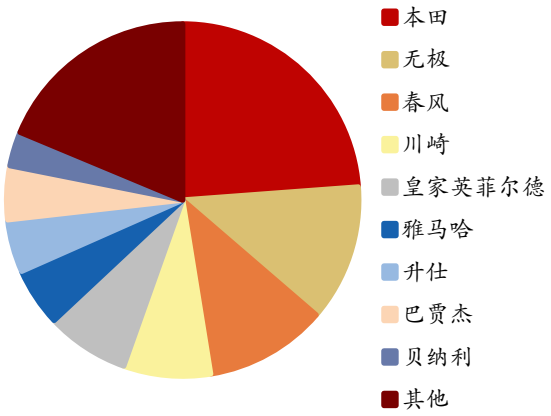
下载日志已记录，仅供内部参考

图39： 2026H1 西班牙摩托市场无极市占率位居第四



资料来源：Anesdor，浙商证券研究所

图40： 2026H1 阿根廷 250cc-800cc 摩托市场无极、春风市占率分列第 2/第 3

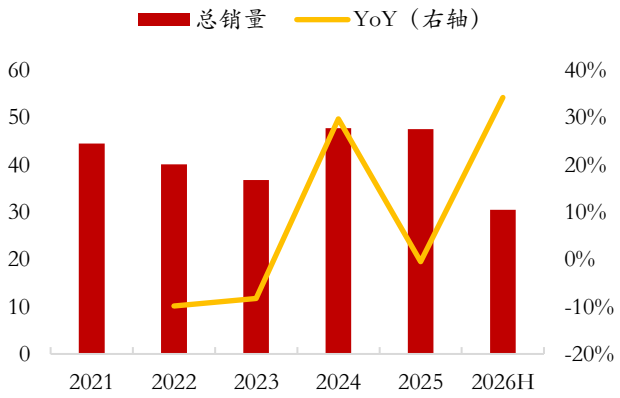


资料来源：motoblog，浙商证券研究所

3.3.3 全地形车：出口延续高景气，北美市场大有可为

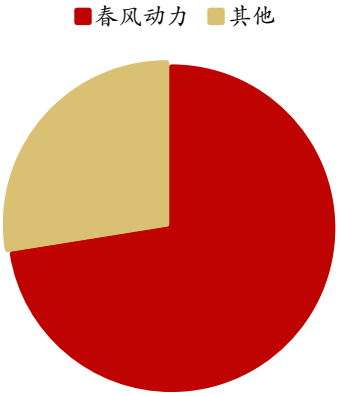
全地形车出口量价齐升，春风动力为行业龙头充分受益。受益于海外全地形车高景气、北美市场结构升级，26H1 中国全地形车出口总量 30.5 万辆，同比增长 34.25%；出口金额 10.95 亿美元，同比增长 65.67%。竞争格局方面，春风动力、涛涛车业、重庆润通销量位列前三，出口量/出口金额 CR3 分别为 72.36%/79.36%；其中春风动力出口金额占全国总出口额 72.47%，龙头地位稳固。

图41： 26H1 中国全地形车出口数量大幅增长（万辆）



资料来源：中国摩托车商会，浙商证券研究所

图42： 26H1 春风动力全地形车出口额口径龙头地位稳固



资料来源：春风动力财报，浙商证券研究所

全地形车/摩托车出海有望延续量价齐升趋势。中国摩托车近年来高端转型成效显著，在动力技术已经基本追平老牌厂商，依托中国制造业基础性价比优势明显。当前，无极、春风动力等品牌已经实现高端突破，在内销走弱背景下主打出海，欧洲、拉美市占率持续提升。除两轮摩托外，相关厂商先后进入全地形车领域，目前中国品牌全地形车在欧洲、北美高端销量快速增长、均价持续提高。**摩托车层面**，预计下半年欧洲、拉美等区域摩托市场仍将保持较高景气，SR450X 等新车型放量、拉美新市场开拓将有效支撑两轮摩托出海增速。**全地形车层面**，北美渠道库存已经降至健康较低水平，叠加需求端农场/工地/商业/政府 UTV 需求回暖，预计下半年仍将延续上半年增长趋势，高端出海龙头有望充分受益。

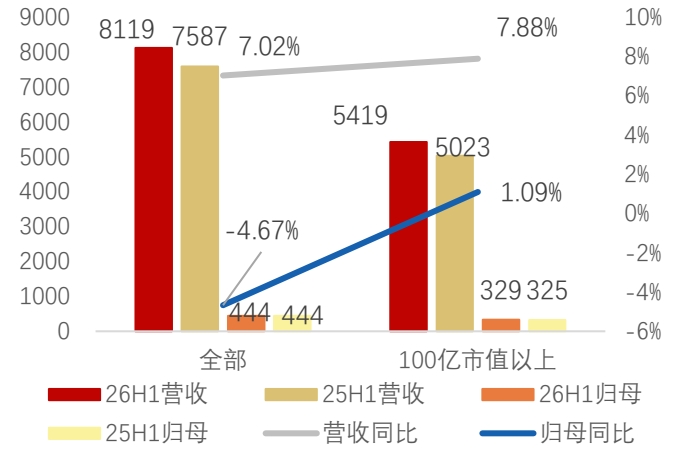
下载日志已记录，仅供内部参考

4 零部件科技板块：关注 AIDC、机器人与智能驾驶产业预期差

4.1 零部件经营复盘：龙头韧性更强，出海与第二曲线贡献增量

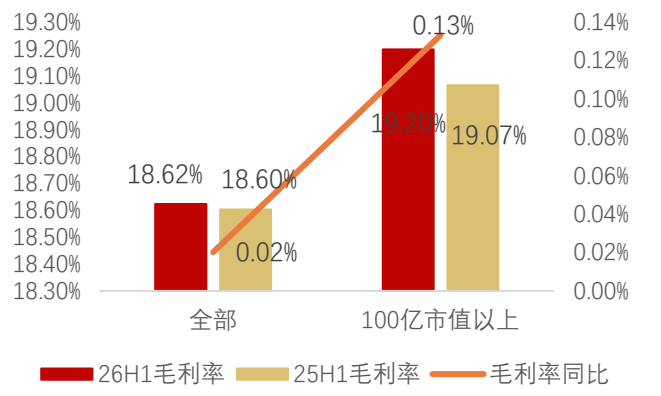
大市值公司业绩表现更优，穿越周期凸显经营韧性。26H1 申万汽车零部件板块营收 8119 亿元，同比增长 7.0%，受整车销量下滑以及汇兑影响，归母净利润为 444 亿元，同比下滑 4.7%。其中 100 亿元市值以上的公司凭借规模效应以及更好的议价能力，营收/归母/毛利率同比增速分别为 7.88%/1.09%/0.13pct，均优于行业表现，在行业下行期实现穿越周期韧性与竞争力提升。

图43： 26H1 汽车零部件营收与归母同比表现（亿元）



资料来源：ifind，浙商证券研究所

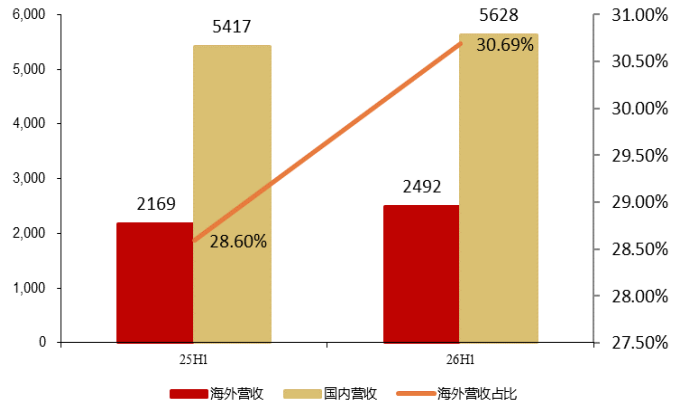
图44： 26H1 汽车零部件毛利率同比表现



资料来源：ifind，浙商证券研究所

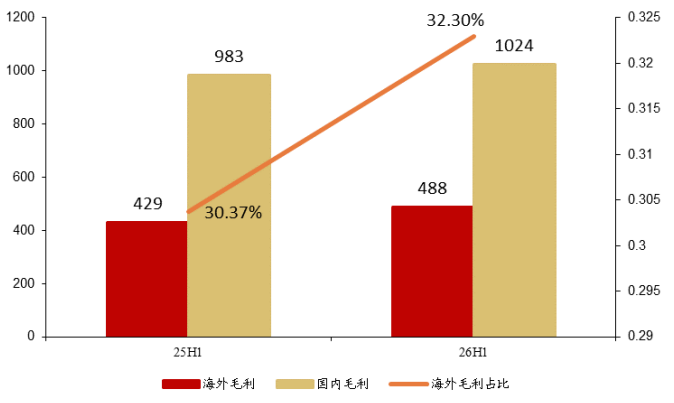
零部件企业加速海外布局，营收占比持续提升。在国内销量下行承压的大环境下，零部件厂商加速海外市场布局，26H1 海外市场营收 2492 亿元，同增 14.85%，营收占比提升至 30%以上，毛利占比提升至 32%以上。我们认为对海外市场的持续拓展虽然在短期可能会因为汇兑原因导致利润有所承压，但长期来看随着国内新能源渗透率的斜率放缓，海外市场凭借更好的市场空间与盈利能力，更有利于零部件厂商打开远期的成长空间。

图45： 零部件厂商海内外营收表现（亿元）



资料来源：ifind，浙商证券研究所

图46： 零部件厂商海内外毛利表现（亿元）



资料来源：ifind，浙商证券研究所

第二曲线订单陆续落地，打开增量空间。零部件厂商通过自己在汽车领域的产品技术和客户资源积累，陆续拓展诸如 AI 硬件、机器人等第二增长曲线。26H1 的订单&产能建设整体呈现持续加速趋势，有望受益于 AI 的快速发展打开远期的增量空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

表20：部分零部件企业新业务订单情况

公司	新业务板块	26H1 订单&业绩情况
潍柴动力	发电	数据中心发电产品销量超越 2025 年全年总量
长源东谷	发电	签署首批燃气轮机发电机组海外合同，总金额 1.65 亿美元
银轮股份	发电&液冷	液冷换热器累计承接 24 个项目合作 发电获多个定点项目，销量显著增长
飞龙股份	液冷	客户超 80 家，开展项目超 130 个项目；液冷泵相关产品订单超 5 万台
拓普集团	机器人	机器人执行器营收增长 83%
科达利	机器人	合资设立泰国科盟创新机器人科技有限公司，推进泰国谐波减速机生产基地项目建设

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

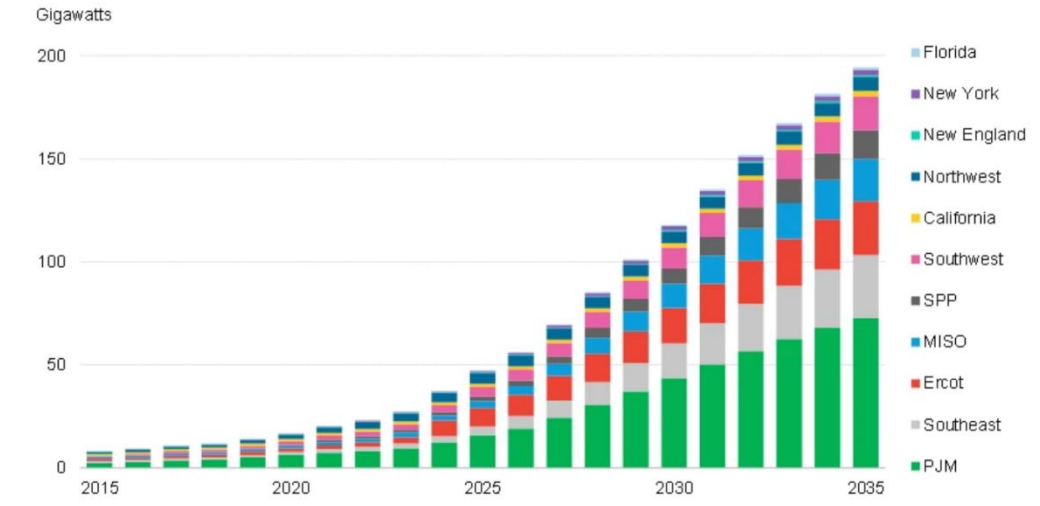
零部件投资策略：1）AI+资产：优先关注拓展 AIDC 硬件、机器人等第二曲线的企业，其中 AIDC 核心关注 AI 基建的投资斜率、不同发电模式的供需格局以及液冷的订单确定性；机器人把握竞争格局较为集中的稀缺环节和未形成稳定国产替代的环节。**2）传统零部件：**行业整体销量承压下龙头企业穿越周期凸显中长期投资价值，关注各细分板块的龙头；汽车内生增量空间关注出海业务占比提速以及受益于高阶智驾落地带来的投资机会。

4.2 AI 硬件：AIDC 延续高景气，零部件企业加码布局第二曲线

4.2.1 发电：北美缺电短期难以缓解，关注相关核心零部件与发电机组企业

AIDC 延续高景气，数据中心的持续建设推动相关电力需求增长。5 年海外 5 大 CSP 厂商（亚马逊、谷歌、微软、META、甲骨文）合计资本开支 3812 亿美元，同比增长 70.1%，26H1 进一步提升至 2979 亿美元，同比增长 82.4%。中报之后多家厂商均上调了全年的资本开支，如亚马逊上调 200 亿美元至 2200 亿美元；谷歌将一季度预计的 1800-1900 亿美元资本开支上调至 1950-2050 亿美元，AIDC 的高景气有望延续，推动相关电力需求持续增长。根据彭博新能源的预测，到 2030 年美国数据中心的装机规模将达到 118GW，而 2035 年将达到 194GW，较 2025 年分别同比增长 151%/223%。美国电力研究所数据显示，数据中心目前占美国电力需求的 5%，到 2035 年可能增长 3 倍，而在弗吉尼亚州甚至已超过 25%。

图47：美国数据中心电力需求（GW）

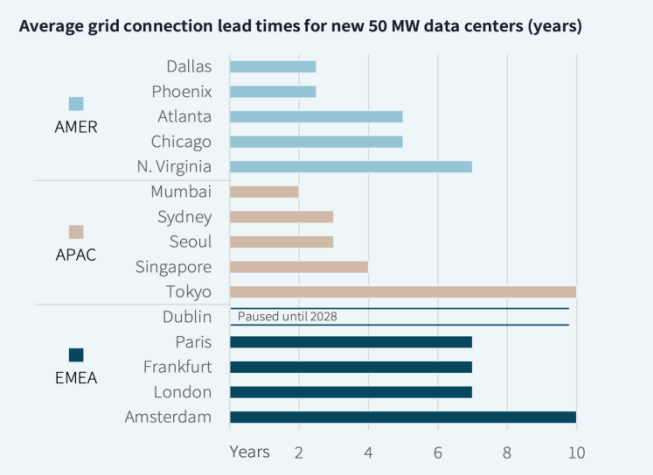


资料来源：彭博新能源，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

美国电力供应短缺导致 AIDC 并网周期漫长，倒逼数据中心自建电力。马斯克预计 2027 年 AI 芯片至少面临 15GW 的电力缺口，且由于电网输送能力的约束，弗吉尼亚州的新建数据中心的电网接入排队周期已长达七年，叠加《电费用户保护法案》的推出，倒逼云厂商在新建数据中心时多选择自建电力。

图48： 全球 50MW 数据中心平均接入电网时间



资料来源：JLL，浙商证券研究所

预计到 30 年全球数据中心燃气轮机/燃气发电机/SOFC/柴发的需求分别为 9.87/7.98/4.46/33.60GW。目前海外 AIDC 自建的主电源发电方式主要包括燃气轮机、燃气发电机和 SOFC，其中大功率的重型燃气轮机的效率相对较高，但等待周期最长，部分公司已排产到 30 年。燃气发电机的效率逊于燃气轮机，但凭借更快的交货周期可作为燃气轮机的补充；SOFC 在交付节奏上具有明显优势，但当前建设成本相对较高；柴发则多作为备用电源应急使用。我们测算到 30 年全球数据中心燃气轮机/燃气发电机/SOFC/柴发的需求分别为 9.87/7.98/4.46/33.60GW，均有望受益于 AI 快速发展带来的需求量的快速增长。

表21： 数据中心主电源发电方式对比

单位未特别标注默认为 GW	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
美国数据中心电力总需求	49	60	74	88.5	103	118
美国数据中心新增电力需求	7.00	11.00	14.00	14.50	14.50	15.00
美国数据中心电力需求占比	50%	50%	50%	50%	50%	50%
全球数据中心新增电力需求	**14.00**	**22.00**	**28.00**	**29.00**	**29.00**	**30.00**
燃气发电机占比	10%	51%	44%	43%	40%	38%
美国对应燃发需求（万台）	0.04	0.28	0.31	0.31	0.29	0.29
全球对应燃发需求（万台）	0.05	0.39	0.43	0.44	0.41	0.40
美国对应燃发需求	**0.70**	**5.56**	**6.16**	**6.24**	**5.80**	**5.70**
全球对应燃发需求	**0.98**	**7.78**	**8.62**	**8.73**	**8.12**	**7.98**
SOFC 占比	1%	2%	8%	10%	13%	15%
全球对应 SOFC 需求	**0.14**	**0.33**	**2.22**	**2.87**	**3.73**	**4.46**
燃气轮机占比	89%	48%	48%	47%	47%	47%
美国对应燃气轮机需求 GW	**6.23**	**5.28**	**6.72**	**6.82**	**6.82**	**7.05**
全球对应燃气轮机需求 GW	**8.72**	**7.39**	**9.41**	**9.54**	**9.54**	**9.87**

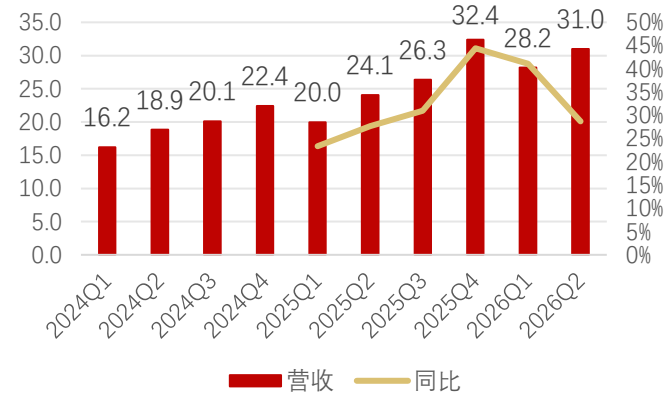
下载日志已记录，仅供内部参考

美国对应柴发需求（万台）	0.42	0.66	0.84	0.87	0.87	0.90
全球对应柴发需求（万台）	0.78	1.23	1.57	1.62	1.62	1.68
美国对应柴发需求 GW	**8.40**	**13.20**	**16.80**	**17.40**	**17.40**	**18.00**
全球对应柴发需求 GW	**15.68**	**24.64**	**31.36**	**32.48**	**32.48**	**33.60**

资料来源：彭博新能源，JLL，浙商证券研究所

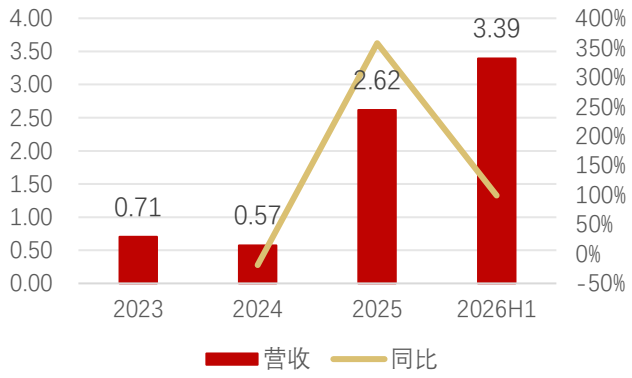
国产零部件厂商实现数据中心配套供应，有望充分受益于海外大客户业绩放量。受益于数据中心发电需求大幅增长，国内零部件厂商凭借早期在各发电机组领域的产品和客户积累，部分产品已在全球占据较高的市场份额，目前大缸径产品已配套进入数据中心领域且供不应求，天润工业、长源东谷、渤海汽车等均已有扩产的计划。海外发电龙头厂商的相关业务目前保持高增速，卡特彼勒发电业务 26H1 营收增长 34%，innio（颜巴赫）数据中心业务 26H1 营收同比增长 99%，相关配套的零部件厂商有望受益于其业绩放量。

图49：卡特彼勒发电业务营收（亿美元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

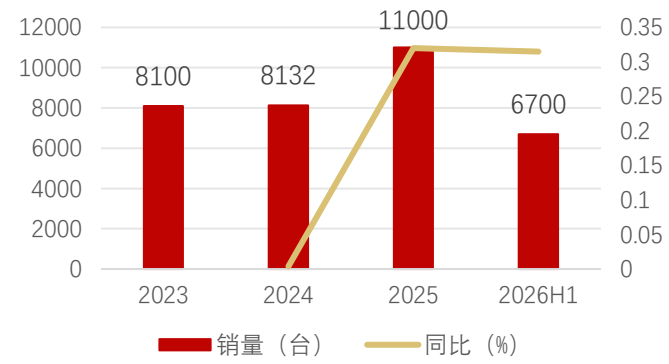
图50：Innio 数据中心业务营收（亿美元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

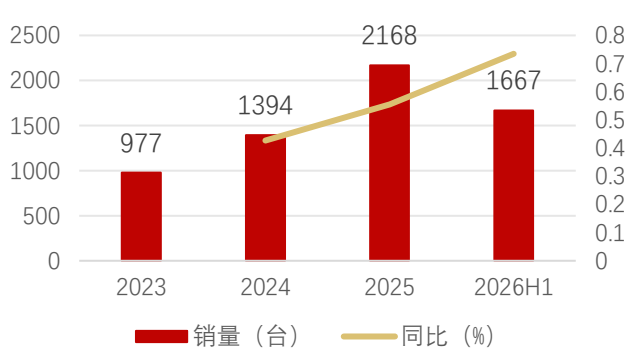
海外龙头供不应求，国内发电机组切入数据中心实现快速增长。目前主要的数据中心主备电源排产普遍已到 28 年以后，海外龙头厂商扩产进度较慢，国内企业迅速响应切入数据中心领域，实现快速增长。潍柴动力已切入全球顶级数据中心及头部云厂商核心供应链，26H1 数据中心柴发销量 1400 余台，同比增长 137%，超 25 年全年，燃发预计 26 年开始交付，27 年有望保持高速增长；玉柴的大型发电机已广泛应用于国内领先的互联网和电信运营商。

图51：潍柴动力大缸径发动机销量



资料来源：wind，潍柴动力官网，浙商证券研究所

图52：玉柴大型发动机销量



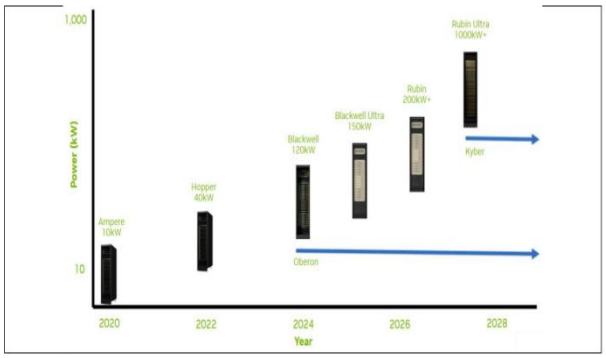
资料来源：玉柴船电港股招股书，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2.2 液冷：从零到一实现快速放量，核心零部件厂商订单快速增长

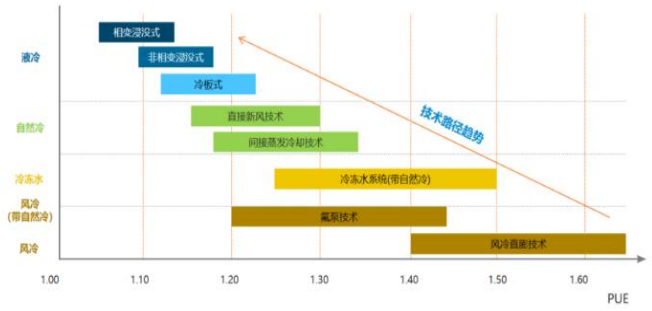
数据中心单机功耗快速提升，液冷从可选变为必选。数据中心的芯片功耗与单机柜的功率持续提升，以英伟达为例其 Rubin 的功耗已达到 200kw+，未来 Rubin Ultra 更将突破 1MW。单机功率的快速增长推动了对散热需求的提升，液冷相较于风冷的优势开始逐步凸显，一方面风冷存在上限，当机柜密度超过 20kw 后会失去有效性，另一方面液冷可有效降低 PUE 值，在当前缺电的大背景下性价比愈发突出。今年英伟达 Rubin、谷歌 TPU 都已经开始全面转向液冷，液冷正从可选项变为必选项。

图53： 英伟达单机架功率持续增长



资料来源：英伟达 HVDC 白皮书，浙商证券研究所

图54： 数据中心制冷技术对应 PUE 范围



资料来源：中兴通讯液冷技术白皮书，浙商证券研究所

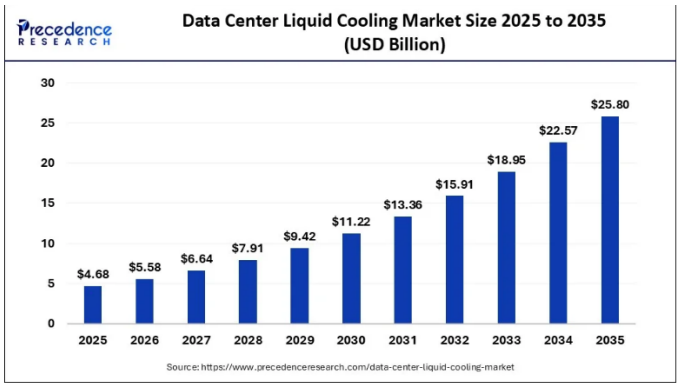
液冷渗透率持续提升，2035 年数据中心市场空间有望超 250 亿美元。根据 TrendForce 预测，2026 年液冷在 AI 芯片的渗透率将达 53%，2027 年有望逼近 60%。Precedence 预测 26 年数据中心液冷市场规模达 55.8 亿美元，到 35 年达 258.0 亿美元，CAGR 达 18.6%。

图55： AI 芯片液冷散热渗透率



资料来源：TrendForce，浙商证券研究所

图56： 2025-2035E 年数据中心液冷市场规模（十亿美元）

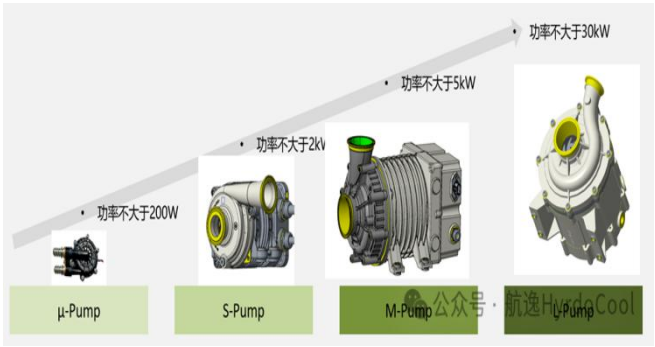


资料来源：Precedence Research，浙商证券研究所

零部件厂商发力 tier2 赛道，订单有望加速放量。目前液冷的 Tier1 环节主要由海外厂商诸如维谛、台达、奇鋐等海外龙头领导，国内零部件厂商目前多依托于自己在原有汽车热管理的产品或客户积累，拓展相对应的液冷产品，受益于头部企业液冷业务的快速增长，订单有望加速放量。飞龙股份上半年的液冷泵订单已超 5 台，量产项目 20 余个，海内外头部厂商均有覆盖；银轮股份换热器产品已累计承接 24 个项目合作并布局产能扩张。有望受益于头部企业液冷快速放量。

下载日志已记录，仅供内部参考

图57： 飞龙股份电子水泵产品



资料来源：飞龙股份公众号，浙商证券研究所

图58： 银轮股份数字与能源业务产品矩阵



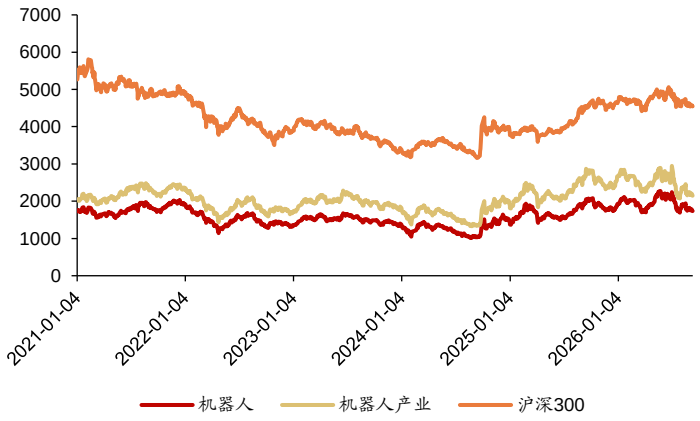
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.3 机器人：量产窗口开启，优选稀缺环节与 T 链补位

4.3.1 估值回归后安全边际改善，头部厂商纷纷实现量产跃迁

2026 年上半年，中国人形机器人出货量已突破 4 万台，国产供应链在行业中占据绝对主导地位。随着技术端进入集群涌现新阶段，应用端正加速从实验室走向工厂与家庭场景的常态化部署与规模化落地。

图59： 近五年机器人指数走势与沪深 300 对比

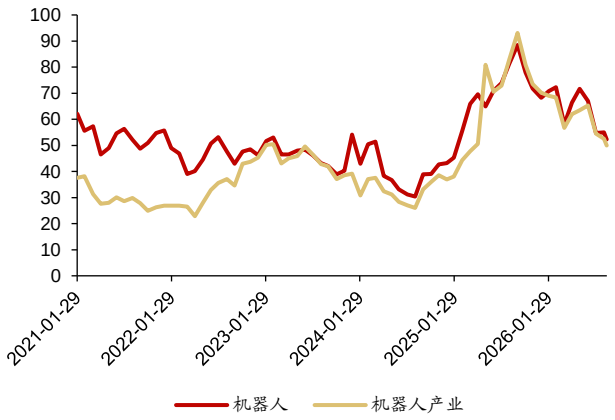


资料来源：Wind，浙商证券研究所

在资本市场表现方面，当前人形机器人板块具备较高的安全边际。从结构化指数上看，截至 2026/09/10 中证机器人 PE（TTM）约 52.3x、国证机器人产业约 50.0x，两者近 1 年分位均处于 0%–1%。同期申万机械设备、自动化设备指数 PE（TTM）分别为约 52x/94x，近 5 年分位仍处于 90%以上高点。可见主题相对近一年已充分消化，更接近再定价起点，拓普等 Tier1 PE 显著低于纯弹性标的。即便短期估值有所修复，长期来看仍处于较低水平，投资价值凸显。

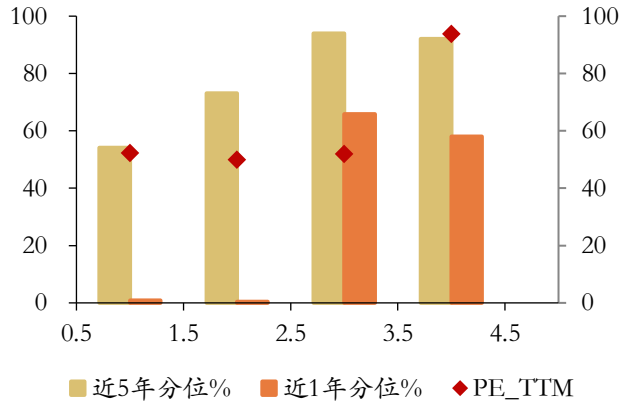
下载日志已记录，仅供内部参考

图60：近五年机器人指数 PE 估值（左轴），目前均处于近一年分位底部



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图61：近一年主题估值充分消化，已经接近再定价起点（左轴为百分位，右轴为 PE 值）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2026Q4 是机器人从演示/小批量向可复制制造跃迁的节点，零部件从送样转向批量交付。工业/物流场景优先于家庭落地；真实上岗案例增加，本体上量与 AI 进化将推动机器人成为新质生产力载体。产业阶段上来看，多家厂商已经进入万台级别的量产水平，叠加真实场景上岗，现阶段工业/物流等场景优先于家庭消费落地。无论是在咖啡店递上客户的咖啡，还是在物流中心分拣快递，这些应用场景已不再是科幻，未来随着本体规模上量、AI 大脑不断进化，机器人终将成为高效、稳定、精准的新质生产力。

表22：国内外主流本体厂商量产/商业化节奏

厂商	量产/部署公开状态	外部客户	大脑路径
Tesla Optimus	弗里蒙特产线投产；供应链指引年底周产约 2000–2500 台；首批内部 Academy	尚无大规模外售	自研+FSD 同源
Figure	BotQ 约 1 台/小时级	BMW 等	Helix VLA
智元	累计下线约 1.5 万+；年产能目标 4–5 万	制造等	ACoT-VLA 等
宇树	人形累计约 1.8 万；已规模销售	科研+商业	WMA+VLA
优必选	Walker 工业交付+万台产能目标	车企/空客等	群脑网络等
小鹏等	2026 产线启用	待后续交付	集团 AI
Agility	9 站点商业运行	丰田/物流等	自有+Arc
BD Atlas	2026 产品版；产量已承诺	现代、DeepMind	GeminiRobotics 等

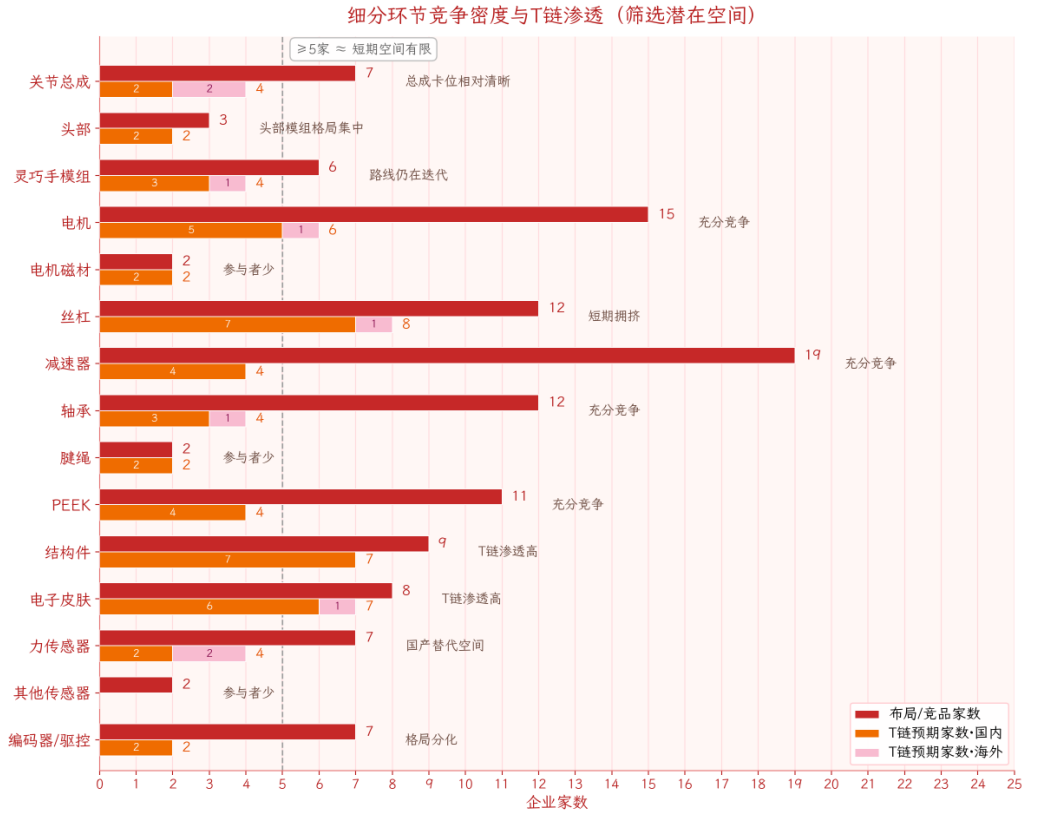
资料来源：Figure 官网、智元海外官网、Unitree LinkedIn、CGTN 等，浙商证券研究所

头部本体厂商业化进程加速，带动产业链需求爆发。T 链订单催化较强，特斯拉预计在 2026 年底会将产能提升至 2000-2500 台/周。首批进入内部训练与数采、非对外开售，对 T 链而言，审厂与订单节奏比 to B/to C 端故事更可跟踪。细分赛道景气度分化，供应商议价能力呈现显著分层。高议价权的主要是壁垒高/可替代性差/联合设计总成的环节，中议价权主要包括国产替代率高的、传动系统的零部件，而工艺较为透明、扩产迅速的标准件则议价权较低。

下载日志已记录，仅供内部参考

4.3.2 量产高景气看总成、减速器、PEEK，同步关注轴承等环节的国产替代，路线迭代新空间看灵巧手、电子皮肤，本体厂自研压缩部分标品溢价

图62： 机器人零部件细分环节竞争密度与 T 链渗透



资料来源：公开信息整理，浙商证券研究所

量产推荐、空间明确：关节总成与头部 Tier1

关节总成——国内核心明确指向拓普集团、三花智控（海外万都、尼得科等为对照）。机电一体化联合设计、质量体系与墨西哥/北美产能构成壁垒。拓普直线/旋转执行器小批量交付、产业基地推进；三花仿生机器人机电执行器批量交付与产线爬坡。随 Optimus 及国内本体量产，总成是订单与利润弹性最顺的承载环节。

头部——蓝思科技、均胜电子等布局少，作为头部模组/结构功能件，同样随量产具备空间，可与关节总成一并纳入量产收益环节。

充分竞争，龙头/材料仍有空间：减速器、PEEK

减速器——赛道参与者多，但谐波龙头逻辑清晰。当前斯菱智驱、科达利等在送样/定点/扩产节奏上进展靠前，市场往往更交易边际最快的标的；展望本体大规模上量，供应链考核将从样品测试切换为长周期产能爬坡、批次一致性、寿命与交付稳定性。绿的谐波等已在工业谐波领域验证过大规模量产与客户体系的公司，有望在下一阶段份额再集中或相对弯道超车，故而看好具备量产一致性能力的谐波龙头。

PEEK——充分竞争，仍有材料认证与单机用量空间。轻量化、以塑代钢与关节/结构减重仍是硬件迭代方向，材料认证与稳定供货构成门槛。可作为有空间的材料环节跟踪，优选已进 T 链、认证与出货可见的标的。

国产替代主线：轴承、力传感器、编码器/驱控

下载日志已记录，仅供内部参考

轴承——高精度关节轴承长期存在进口依赖，国内可见力星股份、光洋股份等，海外仍有日本不二越等对照。逻辑主轴是国产替代与精度寿命达标。关注通过审厂、可批量的国内轴承商。

力传感器——单机多关节力矩+腕踝等高维力觉，BOM 价值量不低；海外 ATI、霍尼韦尔仍在竞争中，国内柯力传感、安培龙等放量。柯力传感 2026H1 机器人力学传感器出货已超 2025 全年、月订单上千、向超 90 家本体送样；安培龙批量交付。认证标定壁垒高，国产替代主线明确。

编码器/驱控——格局更集中。汇川技术等伺服市占与客户转换成本高，峰岹科技等芯片侧受益，属于量产阶段的国产替代强配。

电机：格局已较充分，新技术路线仍可关注

电机环节布局家数多、T 链参与亦较广，整体呈现市场参与者众多、竞争较为充分的特征，中短期通用方案供给相对充裕。与此同时，关节/手部对功率密度、散热、一体化与成本仍有持续迭代，新技术路线电机仍存在导入可能。建议关注恒帅股份机器人相关电机产品与客户导入进展，作为电机方向的结构机会观察点，而非行业整体 β。

路线迭代中的潜在空间：灵巧手与电子皮肤

灵巧手模组——已有鸣志电器、兆威机电、德昌电机控股等多家竞争，底层方案仍在迭代。当前路径多见微型丝杠+空心杯/BLDC 电机模组，并非终局唯一解；腱绳、更多自由度、传感器融合等仍可能改写 BOM。技术位一旦收敛，率先锁定 T 链模组方案的公司弹性值得期待，属潜在空间。此外，腱绳（南山智尚、大业股份等）与手部路线相关可作跟踪。

电子皮肤——完全体全身/全掌应用尚未在量产机全面铺开，更多以手套、指腹贴附、局部力触觉等形式有限采纳，方案与覆盖率仍在早期。应用早期+未来渗透率上行等于潜在空间巨大，关注从手套/织衣级应用走向标准化皮肤模组的收敛信号。

本体厂自研与价值链迁移：垂直整合会压缩部分标准件的简单溢价（如宇树等外购占比可压至较低水平）。价值更向系统集成（总成）+国产替代关键件（力觉/轴承/驱控）+谐波等长周期量产能力+收敛后的手部/皮肤方案迁移，通用环节需要看新技术路线能否突破，而非行业整体扩容叙事。

4.3.3 紧跟量产主线，优选稀缺环节与 T 链补位

硬件乐观，大脑能力决定产品力飞跃节点。26Q4 核心验证产线节拍、良率与备货，目前看本体硬件进展良好，发布推迟更可能卡在 AI 大脑。我们预期维持 2026 年底前特斯拉 Optimus V3 将公开亮相，自主能力有望上台阶，看好其下游需求。

2027 年从能小批量生产到稳定量产，份额向大规模一致交付能力强的公司集中。总成与头部 Tier1 优先吃量，谐波减速器等环节中，相对于进度靠前但产能未闭环的公司，验证过长周期量产的龙头有望弯道超车，轴承/力觉/驱控走国产替代放量逻辑，灵巧手与电子皮肤等待技术位收敛后的第二波。

表23：26Q4 机器人投资逻辑

类型	环节	逻辑摘要
量产主线	关节总成、头部	Tier1 卡位、随量产兑现

下载日志已记录，仅供内部参考

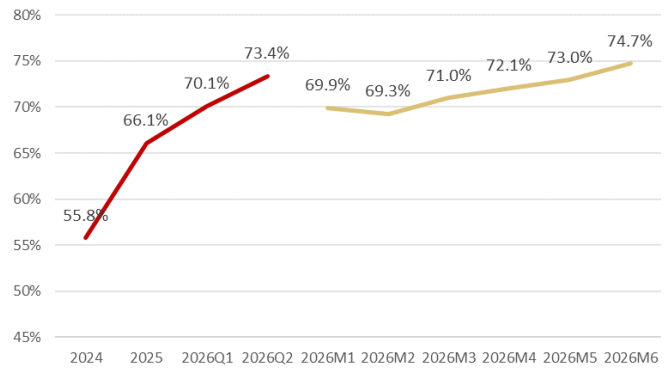
充分竞争但有空间	谐波减速器、PEEK	长周期产能/一致性；材料认证
国产替代	力传感、轴承、编码器/驱控	进口替代+量产认证
电机结构机会	新技术路线电机	通用格局充分，新路线可期
潜在空间	灵巧手模组、电子皮肤	方案未完全收敛

资料来源：浙商证券研究所

4.4 智能驾驶：国内高阶智驾和低端车型渗透率持续提升，海外空间广阔

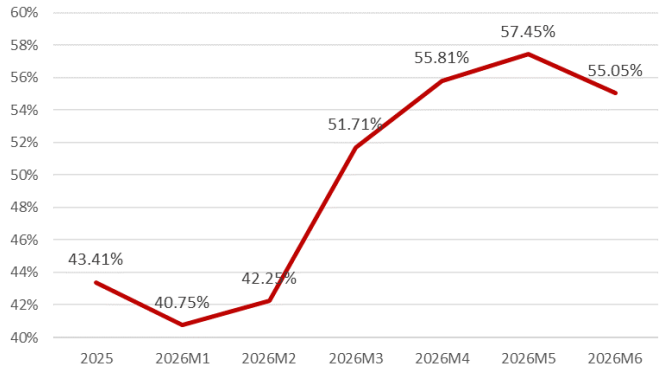
国内智能驾驶渗透率持续提升，NOA 占比首次突破 50%。26H1 我国汽车智能化进程保持较高增速，根据 NE 时代新能源数据，26Q2 我国 L2 及以上辅助驾驶车型销量占比达 73.39%，26 年渗透率首次突破 70%，并且其中搭载中高阶辅助驾驶 NOA 的占比持续提升，26 年占比首次突破 50%。目前行业升级的重心正加速向城区全场景延伸，26H1 城区 NOA 占整个 NOA 的比重已达到 64.1%，城区 NOA 的加速普及反映了市场需求正加速向高阶方案集中。

图63： 2024-2026 年 L2 及以上渗透率



资料来源：NE 时代新能源，浙商证券研究所

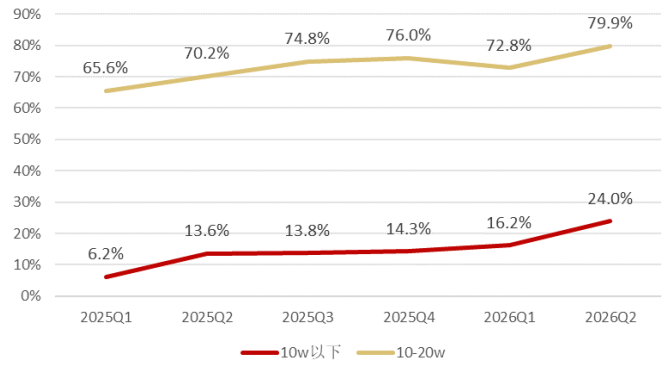
图64： 2025-2026 年我国 L2 辅助驾驶中 NOA 占比



资料来源：NE 时代新能源，浙商证券研究所

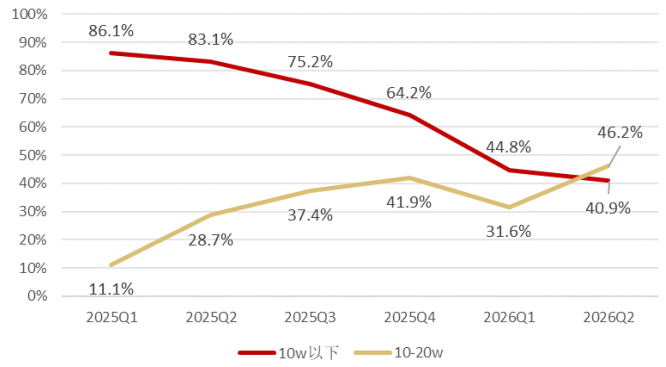
辅助驾驶向低端车型加速下放。自 25Q1 开始我国 10 万以上车型中 L2 的渗透率已突破 65%，截止 26Q2 已逼近 80%，保持稳步上涨。另一方面 10w 以下的渗透率则保持持续的快速增长，26Q2 已首次突破 20%；NOA 在 10-20w 的占比整体依旧保持较快的增长，10w 以下则有所回落，我们认为主要系今年以来出于上游原材料价格攀升的成本考量。

图65： 2025-2026 年我国中低端车型 L2 渗透率



资料来源：NE 时代新能源，浙商证券研究所

图66： 2025-2026 年我国中低端车型 L2 辅助驾驶中 NOA 占比

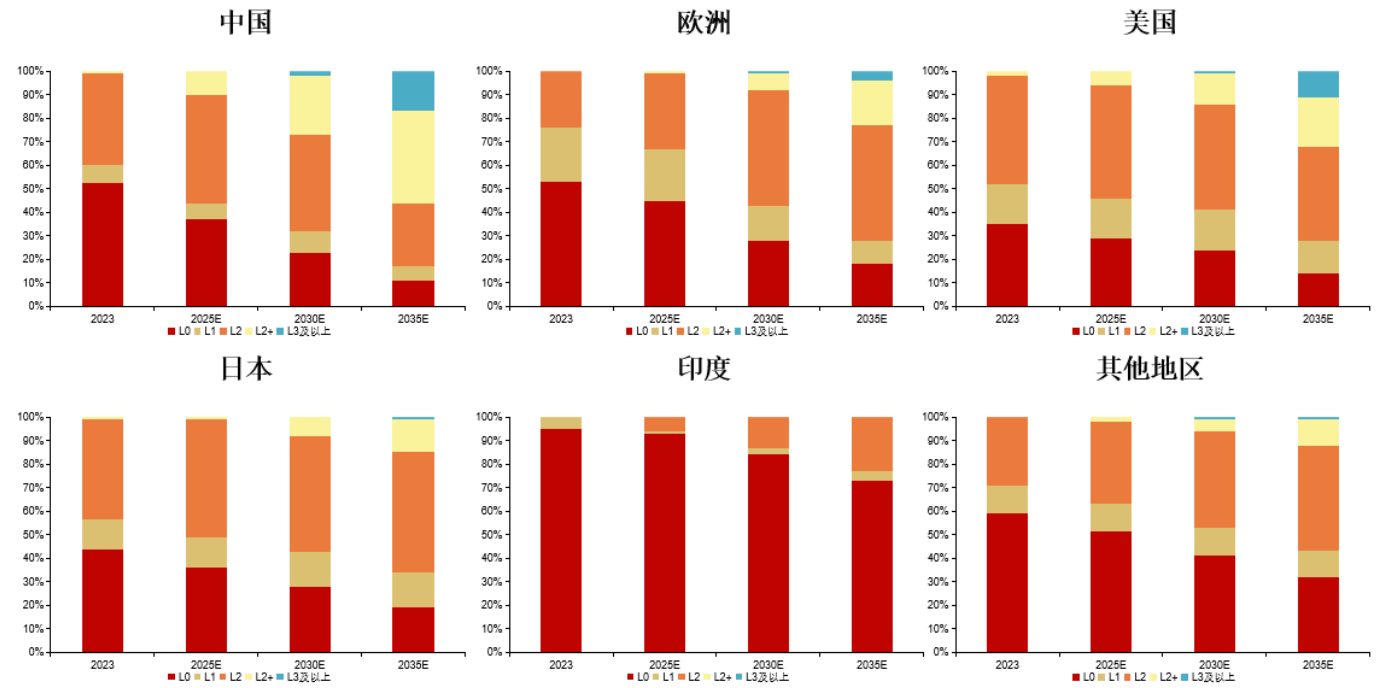


资料来源：NE 时代新能源，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

海外智能驾驶尚处于起步阶段，远期出海空间广阔。目前除中美外，海外市场高阶智能驾驶渗透率仍处于较低水平，欧洲 25 年 L2+占比不足 1%，并且随着国内汽车在当地市场份额的快速增长，倒逼本土厂商加速智能化转型。对于智能驾驶提供商而言，无论随国内车企同步出海亦或是与本土厂商合作均有望在远期带来广阔的成长空间，且今年以来订单开始加速落地。地平线已经实现全部六家国产头部出海企业的车型覆盖，累计获得超 60 款出口车型定点；禾赛与奔驰达成 L3 合作并拿下欧洲顶级主机厂定点，订单规模超 100 万台。

图67： 全球各地区智能驾驶渗透率情况

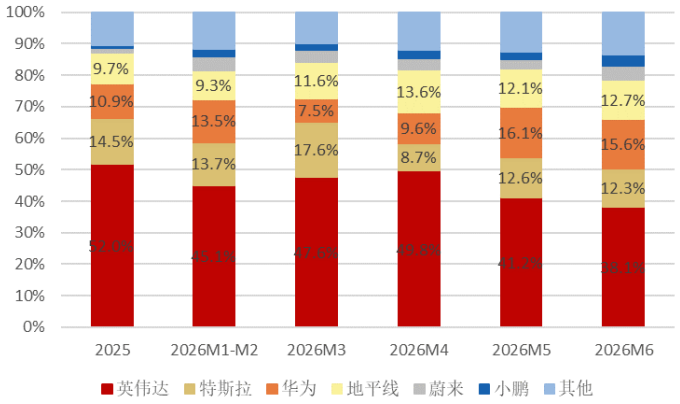


资料来源：世界经济论坛，浙商证券研究所

决策层：国产智驾芯片在中高端市场持续突破。目前国内在低端智驾芯片领域已占据了较高的市场份额，虽然在高价值量的中高端智驾芯片领域仍由英伟达一家独大，但份额已较 25 年出现了较大的下滑，6 月首次跌破 40%。这一方面得益于第三方厂商出货占比的提升，地平线 25 年中高端芯片出货占比已提升至 45%；另一方面诸如理想、小鹏等原来搭载英伟达芯片的车企今年自研的芯片已陆续实现量产，进一步降低了英伟达的份额。在中高端智驾芯片占比的持续提升有望带动相关厂商 ASP 与盈利能力的持续增长，以地平线为例，其 26H1 的产品 ASP/毛利率环比分别提升 3.9%/11.3pcts。

下载日志已记录，仅供内部参考

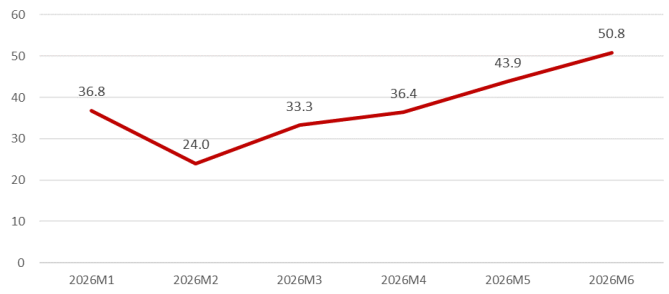
图68： 2025-2026 年 6 月国内域控芯片竞争格局



资料来源：NE 时代新能源，浙商证券研究所

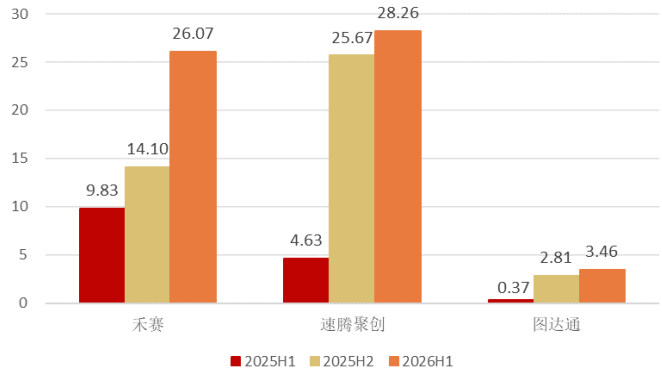
感知层：车载渗透率的提升叠加机器人需求增长带动激光雷达需求量快速增长。26H1 我国乘用车标配激光雷达 225.2 万颗，同比增长 124.7%，渗透率已经提升至 15%以上。预计后续激光雷达有望继续维持高速增长，其中车端主要受益于 NOA 在中低端车型渗透率的持续增长，以及 L3/L4 的普及带动单车装机量有望从 1 颗提升至 3 颗以上；另一方面具身智能、无人配送、割草机器人等新兴领域带动机器人第二曲线迎来快速放量，部分激光雷达企业的机器人 26H1 收入占比已接近一半。

图69： 2026 年我国激光雷达出货量（万颗）



资料来源：盖世汽车，浙商证券研究所

图70： 主流激光雷达企业机器人激光雷达出货量（万颗）

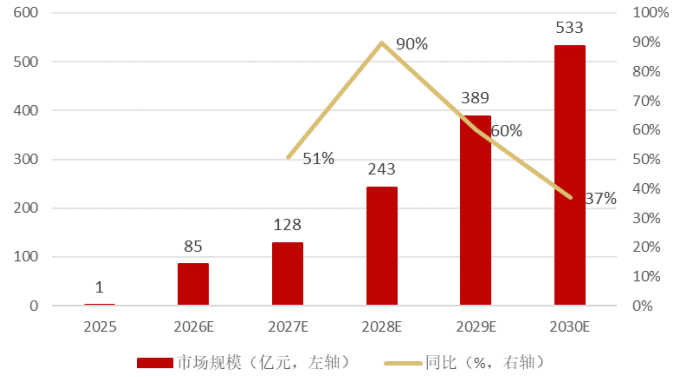


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

执行层：线控转向迈向量产，未来五年 CAGR 超 50%。线控转向具备与整车控制系统深度融合的技术基础，相较于传统机械或液压助力转向更有利于实现底盘执行系统的集中调度与跨系统协同，是支撑线控底盘和高级智能驾驶功能的重要基础，被视为高阶智能驾驶的核心转向方案，今年以来已陆续在蔚来 ES9、理想 L9 Livis、问界 M9 Ultimate 等高端车型上实现上车。随着高阶智驾渗透率的提升，线控转向已实现从 0 到 1 的突破，预计到 30 年国内/全球渗透率有望达 5%/10%，26-30 年复合增速超 50%。

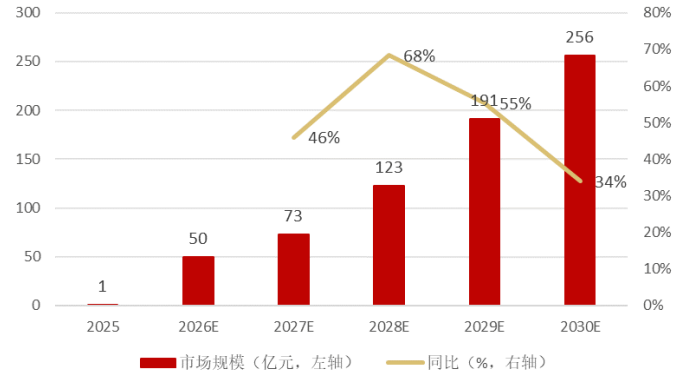
下载日志已记录，仅供内部参考

图71： 2025-2030 全球线控转向市场规模



资料来源：伯特利港股招股书，浙商证券研究所

图72： 2025-2030 中国线控转向市场规模



资料来源：伯特利港股招股书，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5 投资建议及推荐标的

综合 26H1 业绩分化与 Q4 展望，继续围绕「出口托底/结构升级 + 科技第二曲线」两条主线配置：

出海链，关注低估值/高分红与成长型龙头的双重布局动能。①乘用车已入磨底阶段，指数较 2025 年 5 月高点回落约四成，内需同比约-18%，出口 M1–M7 同比约+74%、占批发约 35.7%；出海为超跌整车提供安全边际，四季度重点关注利空落地与超跌表现；②重卡呈内销周期+出海成长，全年内销中枢约 80 万辆、关注电动化，出口 M1–M7 约 26.7 万辆、同比约+41.5%，向非洲/东南亚/拉美多极切换，客车关注超跌底部布局；③全地形车/摩托车高端出海领先（无极、春风等），欧/拉美及北美高端放量。

零部件依然关注核心科技预期差表现，重点布局零部件平台型转型。建议关注以下方向。①AI+（AIDC/机器人且有订单或扩产）；②销量承压下细分龙头韧性；③出海占比提升+智驾增量。AIDC 高景气、海外排产多至 28 年后，关注切入机组/代工的整机+配套核心零部件；机器人赛道看好本体硬件，Q4 起 Optimus 等演示→量产验证、国内万台级，配稀缺 1–2 家环节与力/触觉传感等国产替代，看好 T 链批产，Optimus 年底前仍有望亮相。

关注标的：

比亚迪、吉利汽车、零跑汽车、潍柴动力、银轮股份、中国重汽、隆鑫通用、春风动力、宇通客车、福耀玻璃、敏实集团、拓普集团、三花智控、模塑科技等。

表24：关注标的概览

公司	代码	收盘价	总市值	归母净利润			PE		
				26E	27E	28E	26E	27E	28E
*比亚迪	002594. SZ	82. 02	7477. 93	460. 22	646. 30	752. 87	16. 25	11. 57	9. 93
*吉利汽车	0175. HK	14. 98	1396. 61	213. 47	270. 30	326. 51	6. 54	5. 17	4. 28
*零跑汽车	9863. HK	34. 26	418. 60	31. 02	58. 34	78. 65	13. 49	7. 18	5. 32
*潍柴动力	000338. SZ	25. 00	2160. 06	141. 70	184. 20	230. 30	15. 24	11. 73	9. 38
银轮股份	002126. SZ	34. 20	289. 61	11. 73	15. 97	20. 69	24. 69	18. 14	14. 00
*中国重汽 H	3808. HK	35. 12	833. 28	89. 89	101. 11	120. 25	9. 27	8. 24	6. 93
*隆鑫通用	603766. SH	14. 21	291. 81	19. 00	22. 37	26. 58	15. 36	13. 04	10. 98
*春风动力	603029. SH	284. 00	435. 89	22. 62	31. 06	38. 35	19. 27	14. 03	11. 37
*宇通客车	600066. SH	26. 34	583. 15	60. 85	67. 72	76. 42	9. 58	8. 61	7. 63
*福耀玻璃	600660. SH	53. 00	1383. 16	87. 99	100. 32	112. 95	15. 72	13. 79	12. 25
敏实集团	0425. HK	23. 24	236. 38	30. 88	35. 83	41. 55	7. 66	6. 60	5. 69
飞龙股份	002536. SZ	46. 52	267. 39	4. 41	6. 74	9. 27	60. 59	39. 65	28. 85
拓普集团	601689. SH	47. 35	822. 87	29. 93	36. 79	44. 36	27. 49	22. 37	18. 55
三花智控	002050. SZ	35. 65	1500. 16	46. 12	54. 30	64. 04	32. 53	27. 63	23. 43
*模塑科技	000700. SZ	12. 25	112. 46	6. 10	7. 25	8. 92	18. 44	15. 51	12. 61

资料来源：Wind，浙商证券研究所（盈利预测数据中带*为浙商证券研究所预测数据，其余为 Wind 一致预期，时间截至 2026 年 9 月 29 日）

下载日志已记录，仅供内部参考

6 风险提示

出海增长不及预期：出口是本轮行业总量与业绩的核心支撑；若海外需求走弱、渠道库存积压、地缘冲突扰动物流通道，或本地化产能爬坡慢于预期，出口放量与盈利兑现节奏可能低于假设。

海外贸易保护与本地化壁垒抬升：欧盟 BEV 反补贴及潜在 PHEV 调查、巴西等市场关税上调、原产地与本地采购要求趋严，以及出口退税等潜在调整，可能抬升出口成本、压缩价格优势，并提高海外设厂与供应链投入要求。

新能源与智能化渗透不及预期：乘用车/客车/重卡新能源上量及智驾（NOA、激光雷达、线控转向等）渗透若慢于预期，相关量价逻辑与成长零部件弹性可能低于展望。

机器人及 AIDC 第二曲线落地不及预期：人形机器人量产节奏、T 链订单与良率，以及数据中心缺电、液冷渗透与发电机组需求若低于预期，零部件「AI+资产」主题的业绩兑现可能延后，并带来主题估值波动。

下载日志已记录，仅供内部参考

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买　入 ： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增　持 ： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中　性 ： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减　持 ： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看　好 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中　性 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看　淡 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn