

商用车&摩托车2026年投资策略： 出口向好，拥抱龙头

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

2025年12月12日

重卡核心结论：出口 > 内销，优选龙头

- **重卡：2026年出口 > 内销，电车/天然气车 > 油车，核心关注出口龙头。**
- **复盘：2025年重卡内销+出口共振向上，全年景气向好。** 25年预计内销81.4万辆，同比+35.2%，预计出口33.2万辆，同比+14.3%，预计批发114.3万辆，同比+26.7%，内外销均高于年初市场预期，全年景气向好。拆分内销来看，我们估算25年政策拉动16.9万辆，自然需求64.6万辆，同比+12%，内销景气度并非全由政策拉动，自然需求亦有企稳回升。重汽H/潍柴/福田全年业绩兑现良好，重汽A/解放/中集不及年初预期，卡车股全年表现偏弱，其中重汽H/潍柴表现较好。
- **展望：2026年出口 > 内销，电车/天然气车 > 油车。** 政策维度，我们预计年底国四及以下保有量仍有47-48万辆，26年政策或将延续，但政策效果边际递减；内销上，我们认为政策拉动量将下滑而自然需求量将持续增长，26年总量将较为平稳，而结构上，26年预计电动重卡渗透率将持续提升至30%-35%，30年之前天花板预计为40%-50%，26年预计气价下行油价企稳，天然气重卡渗透率将提升；出口方面，25年非俄地区出口持续高景气，26年俄罗斯基数影响消除，预计出口将加速增长。中性预期下，26年批发销量116万辆，同比+1.5%；内销77万辆，同比-5.5%，其中天然气车/电车/油车分别+23.7%/+28.6%/-37.9%；出口39-40万辆，同比+18.8%。
- **投资建议：安全边际充足，关注出口标的。** 当前重卡内销仍处于上一轮周期中枢之下，往后看国五置换大周期有望驱动内销向上；出口提供良好成长性。2026年推荐：1) 出口龙头标的，优选【中国重汽H】；2) 发动机龙头+AI电力稀缺标的，优选【潍柴动力】；3) 关注出口持续发力+内销潜在弹性标的【中国重汽A+一汽解放+福田汽车+中集车辆】。
- **风险提示：** 国内以旧换新政策低于预期，全球宏观经济复苏不及预期，地缘政治风险，价格竞争加剧风险。

- **客车板块行业复盘及展望：**
- **复盘：** 1) **股价复盘：** 2025年客车指数及龙头个股股价均收涨，龙头宇通领涨； 2) **景气度复盘：** 2025年客车内外需整体符合预期，兑现度角度新能源出口>油车出口>国内公交车>国内座位客车。 3) **业绩复盘：** 行业复苏带动板块个股整体盈利中枢上移，宇通客车受益于出口兑现业绩持续抬升，25年前三季度均实现利润的同比提升，金龙受益于自身盈利改善25年前三季度利润环比显著抬升。
- **展望：** 2026年外需强于内需，继续看好出口。内需：由于内需从2024年以来录得不小的反弹幅度，保守估计2026年内需微增，核心关注公交以旧换新政策的持续性。出口：新能源车增速预计领跑，海外新能源趋势从欧洲扩散到非欧区域。预计2026年国内/出口/新能源出口销量有望实现+3%/+30%/+40%的同比增长，客车行业重点龙头公司有望影响新一轮业绩与估值共振的投资机会。
- **2026年核心标的：**
- **客车板块：** 天时地利人和开启技术输出大周期，展望2026年我们预计国内复苏+海外高景气需求持续，双轮驱动客车行业景气度有望再上台阶，重点关注行业龙头投资机会，优选【宇通客车+金龙汽车】。
- **风险提示：** 以旧换新政策低于预期，海外需求低于预期。

- **摩托车：大排量+出口持续高景气，看好龙头车企。**
- **复盘：2025年摩托车内销平淡，大排量出口持续高增长。** 25年1-10月，摩托车内销整体同比-5%，主因小排量持续下滑+大排量消费疲软，出口同比+22%，出口维持较好增速。25年1-10月，大排量摩托车累计销量82万，同比+30%；其中内销37万辆，同比+6%，Q3开始大排量内销转弱，出口44.9万辆，同比+59%，持续高增长。
- **展望：看好摩托车出口成长性。** 我们预测2026年行业总销量1938万辆，同比+14%，其中大排量126万辆，同比+31%。**大排量：1) 内销：**25H2大排量内销转弱，我们预计随26年国内新品供给推出，内销有望小幅增长，预计26年内销43万，同比+5%；**2) 出口：**欧洲+拉美中国品牌份额提升空间充足，我们预计26年出口83万，同比+50%。
- **投资建议：看好大排量+出口持续增长，优选龙头车企。** 推荐【春风动力+隆鑫通用】。
- ◆ **风险提示：**国内以旧换新政策低于预期，全球宏观经济复苏不及预期，地缘政治风险，价格竞争加剧风险。



■ 一、2025年商用车&摩托车复盘总结

■ 二、2026年重卡投资策略

■ 三、2026年客车投资策略

■ 四、2026年摩托车投资策略

■ 五、风险提示

一、 2025年商用车&摩托车复盘总结

2025年重卡景气度复盘：内销与出口共振向上

- **25年内销与出口共振，全年景气度超预期。** 25年预计内销81.4万辆，同比+35.2%，预计出口33.2万辆，同比+14.3%，预计批发114.3万辆，同比+26.7%，内外销均高于年初市场预期，全年景气向好。
- **政策Q2开始逐步落地，Q3内销爆发。** 季度来看，3月下旬国四以旧换新政策中央细则出台，4月开始逐步在各省各地市落地，4月行业内销同比转正，5-6月同比增速持续上行，Q3行业内销爆发，同比+64.5%，Q4持续向好，高基数下同比增速有所下降，环比+14.5%，大幅强于季节性。

图：2025年重卡销量（批发/零售/出口/库存）情况（万辆）

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4E	2025E
批发/万辆	26.5	27.4	28.2	32.1	114.3
同比	-2.8%	18.3%	58.1%	46.6%	26.7%
环比	21.0%	3.5%	2.8%	13.9%	
上险/万辆	15.4	20.1	21.4	24.5	81.4
同比	13.7%	21.4%	64.5%	43.1%	35.2%
环比	-10.2%	30.8%	6.5%	14.5%	
其中：天然气重卡/万辆	4.7	4.4	5.4	5.6	20.2
同比	3.8%	-30.0%	36.9%	88.3%	13.2%
环比	57.8%	-5.4%	21.7%	3.6%	
天然气渗透率	30.6%	22.1%	25.3%	22.9%	24.8%
其中：柴油类重卡/万辆	7.7	10.8	10.3	11.4	40.2
同比	-1.8%	27.6%	48.7%	6.6%	18.4%
环比	-27.7%	39.9%	-5.4%	11.4%	
其中：电动重卡/万辆	2.9	4.8	5.7	7.5	21.0
同比	177.3%	207.4%	198.8%	136.1%	171.8%
环比	-7.5%	64.6%	19.0%	30.3%	
纯电渗透率	19.0%	24.0%	26.8%	30.5%	25.7%
出口/万辆	7.4	8.1	8.6	9.1	33.2
同比	-0.7%	5.2%	22.9%	31.9%	14.3%
环比	7.5%	9.9%	5.4%	6.0%	
渠道库存变动值/万辆	3.7	-0.8	-1.8	-1.5	-0.3

2025年重卡景气度复盘：非俄出口超预期增长

- **非俄出口超预期增长，全年出口景气向好。**中汽协口径下，预计25年出口33.2万辆，同比+14.3%；海关口径下，25年1-10月海关出口29.0万辆，同比+4%，预计25年出口同比+10%。
- **东南亚/非洲/中东贡献主要增量。**拆分区域来看，25年1-10月亚洲/非洲/中东出口分别同比+37%/+54%/+58%；俄罗斯受报废税+高基数+库存去化影响，25年1-10月同比-93%。

图：2025年重卡海关出口销量（辆）

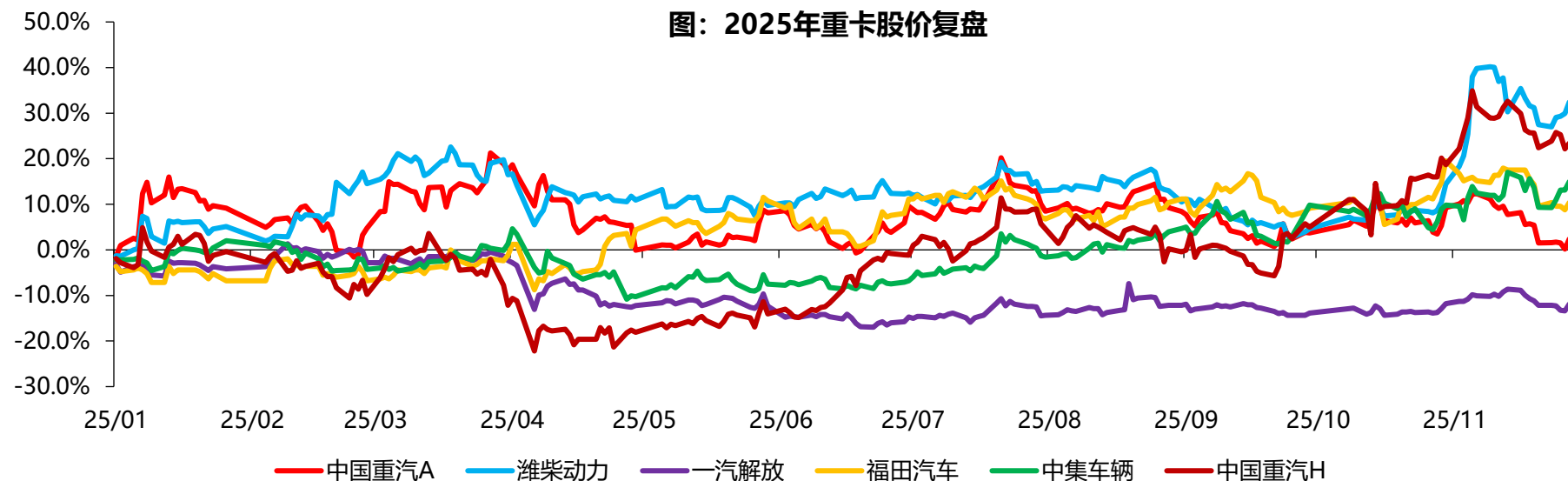
	25M1	25M2	25M3	25M4	25M5	25M6	25M7	25M8	25M9	25M10	25M1-10
独联体	2178	1429	2378	2571	3572	3038	3827	2772	2923	3055	27743
俄罗斯	281	226	579	591	487	520	1393	248	439	671	5435
俄罗斯同比	-96%	-94%	-71%	-95%	-95%	-91%	-80%	-98%	-98%	-78%	-93%
俄罗斯环比	-82%	-20%	156%	2%	-18%	7%	168%	-82%	77%	53%	
亚洲	6622	6224	8539	8986	8131	8266	8210	7954	8357	8868	80157
同比	40%	66%	14%	36%	20%	37%	52%	45%	44%	42%	37%
非洲	6574	5943	10072	9063	11822	8764	12068	11850	14098	15711	105965
同比	4%	21%	37%	30%	74%	68%	111%	51%	64%	70%	54%
中东	3867	4957	5368	5516	5952	5358	4766	4462	4905	6006	51157
同比	70%	135%	27%	47%	52%	154%	45%	15%	63%	59%	58%
拉美	1583	1575	1977	2306	1737	2589	2890	2104	2380	2880	22021
同比	-12%	-6%	-8%	54%	-18%	29%	77%	55%	36%	27%	21%
大洋洲	184	92	210	197	180	272	204	452	257	164	2212
欧洲	75	29	50	95	57	90	120	154	154	75	899
北美洲	7	4	133	34	7	2	1	9	87	7	291
非俄地区合计	20809	20027	28148	28177	30972	27859	30693	29509	32722	36095	285011
同比	21%	43%	22%	37%	42%	66%	70%	45%	53%	53%	45%
环比	-17%	-4%	41%	0%	10%	-10%	10%	-4%	11%	10%	
总计	21090	20253	28727	28768	31459	28379	32086	29757	33161	36766	290446
同比	-11%	15%	15%	-10%	-2%	24%	29%	-5%	-23%	39%	4%
环比	-21%	-4%	42%	0%	9%	-10%	13%	-7%	11%	11%	

2025年重卡股价复盘：整体平淡，内部分化

- **25年重卡股行情走出分化。Q1：**年初以旧换新政策大纲出台，2-3月行业内销超预期，2月底-3月重汽A/潍柴走出小幅波段行情；**Q2-Q3：**政策逐步落地，内销走出拐点，但市场风格偏成长+业绩担忧（电动重卡增收不增利）导致股价表现平淡，其中Q3重汽H在俄罗斯见底后股价企稳回升，跟随港股红利走出修复行情，Q3中集随北美预期见底+降息周期开启，股价企稳回升；**Q4：**10月中下旬市场风格切换+Q3重卡股业绩兑现较好，重汽H/潍柴走出修复行情。此外，Q1/10月潍柴先后受AIDC柴发/SOFC行情拉动上涨，截至11/28为板块内唯一正超额收益标的。

表：2025年重卡股价复盘（超额收益指相对wind全A/恒生指数）

	中国重汽A	中国重汽H	潍柴动力	一汽解放	福田汽车	中集车辆
25/1/1-25/11/28涨跌幅	2.4%	22.2%	32.4%	-11.9%	10.4%	15.0%
超额涨跌幅	-21.2%	-4.9%	8.9%	-35.5%	-13.2%	-8.6%
最大超额涨幅	21.6%	8.9%	17.9%	1.4%	9.7%	4.3%
最大超额涨幅日期	04/09	01/08	03/31	01/06	05/30	01/27
最大超额跌幅	-24.9%	-35.7%	-22.3%	-42.2%	-17.7%	-23.8%
最大超额跌幅日期	10/29	09/19	09/25	10/29	10/09	09/25



- ◆ **景气度回顾：**2025年客车内需整体符合预期，兑现度角度新能源出口>油车出口>国内公交车>国内座位客车。
- ◆ **展望2026年：**外需强于内需，继续看好出口。预计2026年新能源出口/出口/内需分别同比+40%/+30%/+3%。

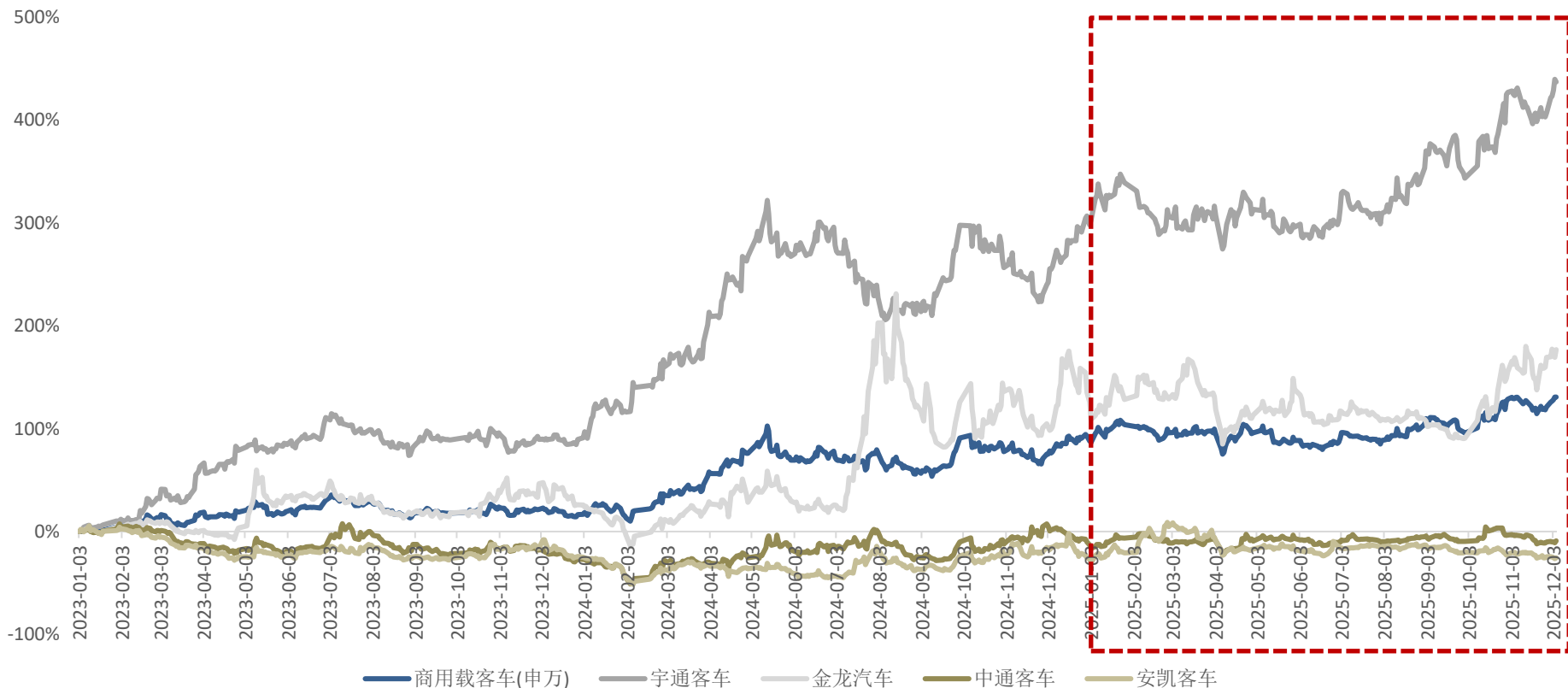
图：大中客行业季度/年度销量

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4E	2025E	2026E
大中客										
1.批发销量/万辆	2.09	2.88	2.58	4.08	2.23	2.76	2.98	5.79	13.76	15.74
同比	83%	20%	4%	49%	7%	-4%	16%	42%	18%	14%
环比	-24%	38%	-10%	58%	-45%	24%	8%	94%		
2.零售销量/万辆	1.30	1.76	1.38	2.86	1.31	1.21	1.57	3.80	7.89	8.10
同比	75%	21%	-22%	89%	0%	-31%	14%	33%	8%	3%
环比	-14%	35%	-22%	107%	-54%	-7%	29%	142%		
公交车	0.34	0.31	0.39	1.99	0.44	0.28	0.61	2.91	4.24	4.46
同比	42%	-32%	-40%	159%	28%	-8%	56%	46%	40%	5%
环比	-56%	-11%	28%	410%	-78%	-36%	119%	376%		
座位客车	0.89	1.37	0.85	0.70	0.72	0.83	0.81	0.88	3.24	3.24
同比	142%	50%	-8%	7%	-19%	-40%	-5%	26%	-15%	0%
环比	36%	53%	-38%	-18%	3%	15%	-2%	9%		
3.出口销量/万辆	0.92	1.24	0.99	1.27	1.08	1.58	1.56	1.65	5.88	7.64
同比	74%	36%	18%	40%	18%	27%	58%	30%	33%	30%
环比	1%	35%	-20%	29%	-15%	46%	-1%	6%		
新能源	0.17	0.24	0.27	0.46	0.25	0.41	0.46	0.65	1.76	2.47
同比	-30%	-8%	30%	64%	51%	67%	71%	41%	55%	40%
环比	-41%	47%	11%	71%	-46%	63%	13%	41%		

股价复盘：行业普涨，龙头超额收益明显

- ◆ 针对客车板块，我们选取4家代表性车企集中分析，分别是宇通客车、金龙客车、中通客车、安凯客车。2025年初至2025年12月5日，行业指数商用载客车（申万）上涨23%，宇通/金龙/中通/安凯涨幅分别为+35%/+23%/+5%/+2%，板块普涨且龙头领涨板块。

图：商用载客车指数及重点车企收盘价涨跌幅（相比2023年1月1日）



2025年摩托车景气度复盘：出口持续向好

- 2025年内销平稳，大排量出口持续高增长。
- 行业总量：内销小幅下滑，出口持续增长。1-10月行业累计销量1412万辆，同比+14%；其中内销同比-5%，主因小排量持续下滑+大排量消费疲软，出口同比+22%，出口维持较好增速。
- 大排量：内销H2转弱、全年微增，出口持续高增长。1-10月大排量摩托车累计销量82万，同比+30%；其中大排量内销37万辆，同比+6%，Q3开始大排量内销转弱，Q3同比-9%，1-10月大排量出口44.9万辆，同比+59%，持续高增长。

图：2025年1-10月摩托车行业销量（万辆）

	25M1	25M2	25M3	25M4	25M5	25M6	25M7	25M8	25M9	25M10	25M1-10	2024
总销量	128	103	145	158	149	150	148	144	155	133	1412	1504
出口	99	72	104	114	109	112	108	107	117	100	1042	1040
内销	29	31	41	44	40	38	39	37	38	33	370	464
总销量yoy	8%	42%	20%	20%	11%	8%	7%	12%	12%	11%	14%	18%
出口yoy	19%	48%	30%	28%	21%	18%	12%	21%	21%	21%	22%	32%
内销yoy	-19%	30%	-1%	2%	-8%	-13%	-4%	-9%	-9%	-11%	-5%	-6%
大排量销量	5.9	5.8	8.8	9.3	10.1	10.3	8.8	8.4	8.7	6.1	82.2	75.6
大排量出口	3.9	3.7	4.2	3.9	5.0	5.7	4.7	4.7	5.3	3.7	44.9	35.9
大排量内销	2.0	2.0	4.6	5.4	5.1	4.6	4.2	3.8	3.3	2.4	37.4	39.7
大排量销量yoy	53%	135%	68%	28%	31%	14%	22%	24%	13%	0%	30%	44%
大排量出口yoy	76%	202%	101%	23%	52%	60%	77%	64%	39%	12%	59%	82%
大排量内销yoy	22%	66%	46%	32%	15%	-16%	-10%	-5%	-13%	-15%	6%	22%
小排量销量	122	97	136	149	138	139	139	136	147	127	1330	1429
小排量出口	95	68	100	110	104	106	104	103	112	97	997	1004
小排量内销	27	29	36	39	35	33	35	33	35	31	333	425
小排量销量yoy	6%	38%	17%	19%	10%	8%	6%	11%	12%	12%	13%	16%
小排量出口yoy	18%	43%	28%	28%	19%	16%	10%	19%	20%	21%	21%	31%
小排量内销yoy	-21%	28%	-5%	-1%	11%	12%	-3%	-9%	-8%	10%	-6%	-8%

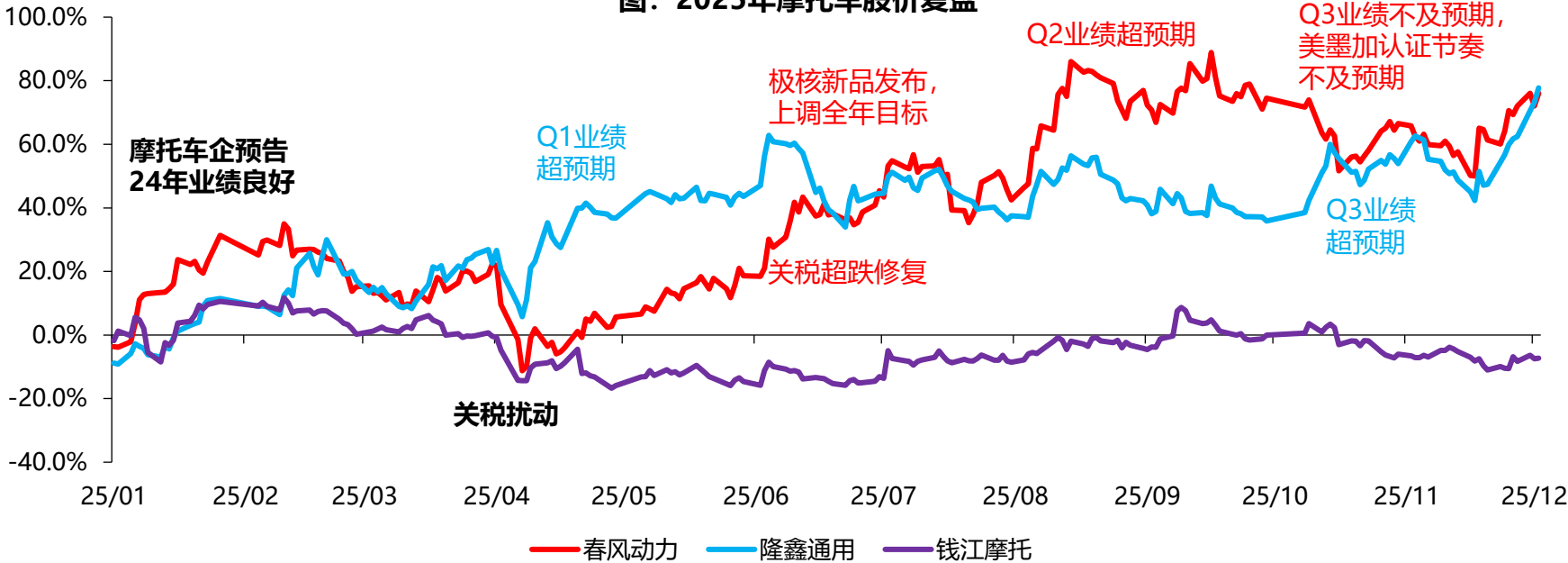
2025年摩托车股价复盘：出口龙头涨幅较好

- 25年整体向好，内部分化，出口龙头春风/隆鑫/涛涛涨幅较好，截至25.11.28，春风/隆鑫相对万得全A的涨幅分别为53%/55%。
- Q1：春风/隆鑫24年业绩预期良好，股价均上涨，2-3月关税担忧引发股价回调；Q2：4/2-4/9关税影响下股价大幅下行，4-5月关税缺口开始修复，H1摩托车出口超预期下股价持续上行；Q3：春风/隆鑫业绩兑现良好，股价进一步上行，H2开始大排量内销转弱，春风美墨加认定节奏推迟+隆鑫出口italika砍单导致股价进入平台期；Q4：年底估值切换，股价小幅回升。

表：2025年摩托车股价复盘（超额收益指相对wind全A）

	春风动力	隆鑫通用	钱江摩托	涛涛车业
25/1/1-25/11/28 涨跌幅	76.1%	77.7%	-7.3%	227.9%
超额涨跌幅	53.0%	54.7%	-30.4%	204.9%
最大超额涨幅	69.8%	60.1%	12.9%	269.1%
最大超额涨幅日期	08/15	06/05	01/27	10/28
最大超额跌幅	-4.6%	-6.2%	-35.1%	-13.7%
最大超额跌幅日期	04/09	01/02	10/29	04/18

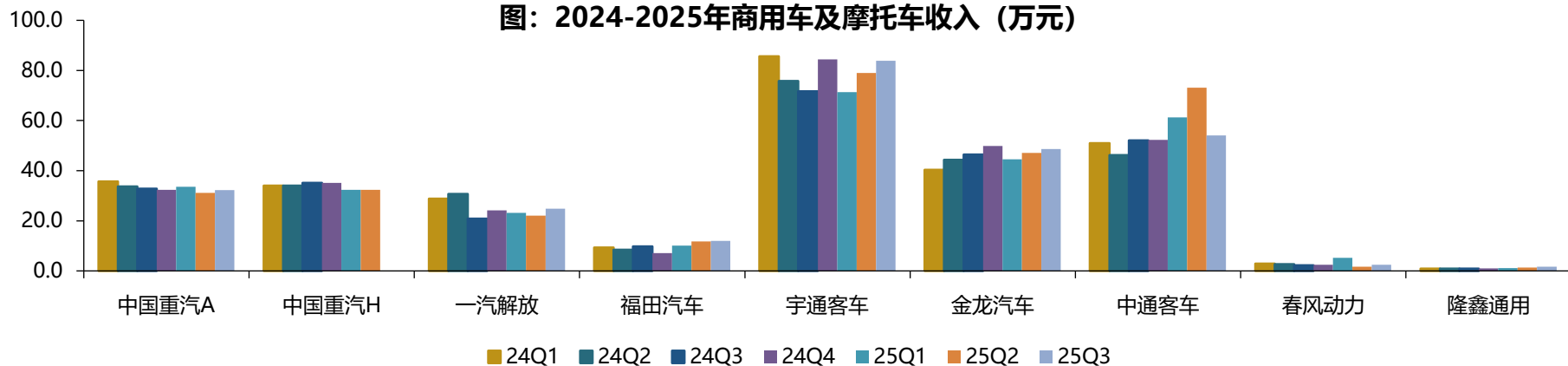
图：2025年摩托车股价复盘



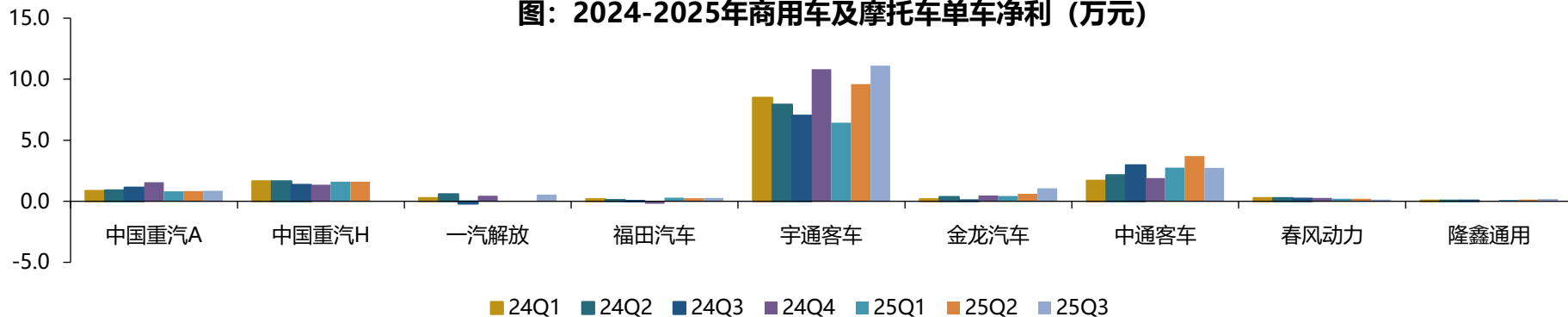
2025年商用车&摩托车业绩复盘总结

- **重卡：ASP整体略有下滑**，重汽A/H/解放受价格战影响，ASP同比均有小幅下滑，产品结构变化对ASP略有提振但影响不大；**单车利润整体稳定，较为分化**，重汽A/H受ASP下降及出口降价影响，单车利润同比小幅下滑，解放/福田由于自身经营改善，单车利润分别从Q3/Q1开始同比回升。
- **客车：ASP整体稳中有升，呈现较明显季节性**。客车板块一般存在季节性，逐季度销量通常增加，带动2025年季度间单车收入/单车利润呈现提升趋势。
- **摩托车：大排量升级持续，ASP提升**，其中隆鑫ASP同比明显提升，春风由于低价的极核上量导致整体ASP有所下滑、但摩托车+四轮车业务ASP同比提升；**受益结构优化，单车利润相应提升**。

图：2024-2025年商用车及摩托车收入（万元）



图：2024-2025年商用车及摩托车单车净利（万元）



2025年商用车&摩托车业绩复盘总结

- **重卡：25年前三季度业绩兑现分化。**景气度层面，重卡板块内销+出口共振向好，龙头公司业绩改善明显。展望全年，我们预期重汽H/潍柴业绩兑现度较好，我们较年初基本维持业绩预期，其他重卡公司利润兑现度较龙头偏弱，我们较年初小幅下调业绩预期。
- **客车：25年前三季度业绩超预期兑现。**景气度层面，客车板块景气度维持高增长，出口景气度超出我们预期，带动行业龙头公司量利齐升，宇通/金龙业绩兑现较好。展望全年，我们预计宇通/金龙业绩兑现度较好，相较于年初我们上调了宇通全年业绩。
- **重卡：25年前三季度业绩超预期兑现。**景气度层面，大排量摩托车出口高增长，带动行业龙头出口向好，春风/隆鑫业绩兑现较好，其中春风受关税扰动Q3起略有波动。展望全年，我们较年初分别维持/上调了春风/隆鑫业绩。

图：2025年商用车&摩托车业绩复盘

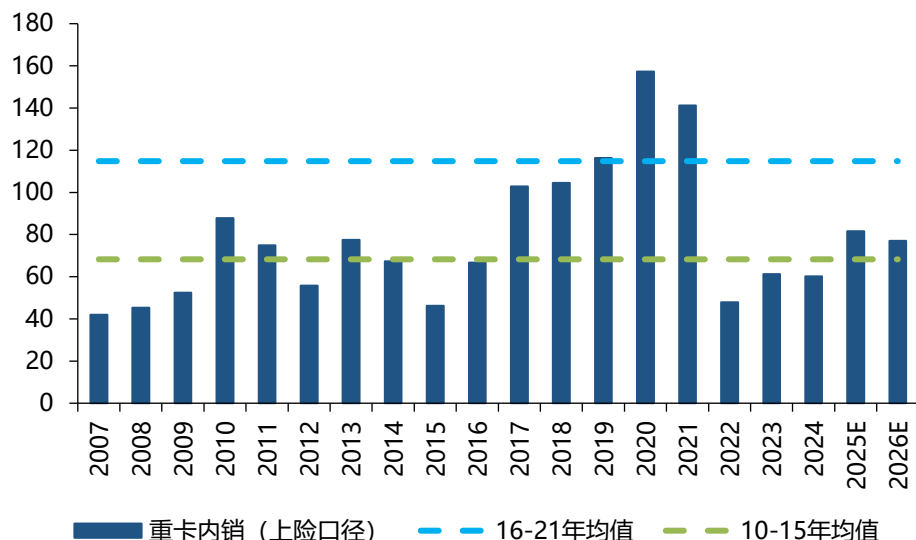
	25Q1			25Q2			25Q3			2025E	
	归母净利润YoY	业绩情况	盈利预测	归母净利润YoY	业绩情况	盈利预测	归母净利润YoY	业绩情况	盈利预测	归母净利润YoY	业绩情况
宇通客车	14.9%	超预期	保持	16.1%	符合预期	保持	79.0%	超预期	上调	20.1%	超预期
金龙汽车	164.8%	符合预期	上调	42.5%	符合预期	保持	1211.0%	超预期	保持	181.6%	符合预期
行业比较	行业销量YoY	评价		行业销量YoY	评价		行业销量YoY	评价		行业销量YoY	评价
	7%	符合预期		-4%	低预期		16%	超预期		18%	符合预期
	出口销量YoY	评价		出口销量YoY	评价		出口销量YoY	评价		出口销量YoY	评价
	18%	符合预期		27%	符合预期		58%	超预期		33%	超预期
潍柴动力	4.3%	符合预期	保持	-11.2%	符合预期	保持	29.5%	符合预期	下调	7.9%	符合预期
中国重汽H				18.8%	符合预期	保持				11.0%	符合预期
中国重汽A	13.3%	低预期	保持	4.0%	低预期	下调	21.0%	符合预期	保持	11.5%	低预期
一汽解放	-83.4%	低预期	下调	-102.8%	低预期	保持	525.1%	超预期	保持	-3.6%	低预期
中集车辆	-32.6%	低预期	保持	-24.8%	低预期	下调	-21.7%	低预期	下调	-14.8%	低预期
福田汽车	70.1%	超预期	保持	115.9%	符合预期	保持	1764.2%	符合预期	下调	1700.3%	符合预期
行业比较	行业销量YoY	评价		行业销量YoY	评价		行业销量YoY	评价		行业销量YoY	评价
	-3%	符合预期		18%	超预期		58%	超预期		27%	超预期
	出口销量YoY	评价		出口销量YoY	评价		出口销量YoY	评价		出口销量YoY	评价
	-1%	符合预期		5%	符合预期		23%	超预期		14%	超预期
春风动力	49.6%	超预期	上调	36.0%	符合预期	保持	11.0%	低于预期	下调	15.5%	低于预期
隆鑫通用	96.8%	超预期	保持	71.0%	符合预期	保持	62.5%	超预期	上调	78.4%	超预期
行业比较	行业销量YoY	评价		行业销量YoY	评价		行业销量YoY	评价		行业销量YoY	评价
	77%	超预期		24%	符合预期		19%	低预期		28%	符合预期
	出口销量YoY	评价		出口销量YoY	评价		出口销量YoY	评价		出口销量YoY	评价
	114%	超预期		46%	符合预期		57%	符合预期		55%	符合预期

数据来源：中汽协，wind，东吴证券研究所 注：其中预期部分为我们预期

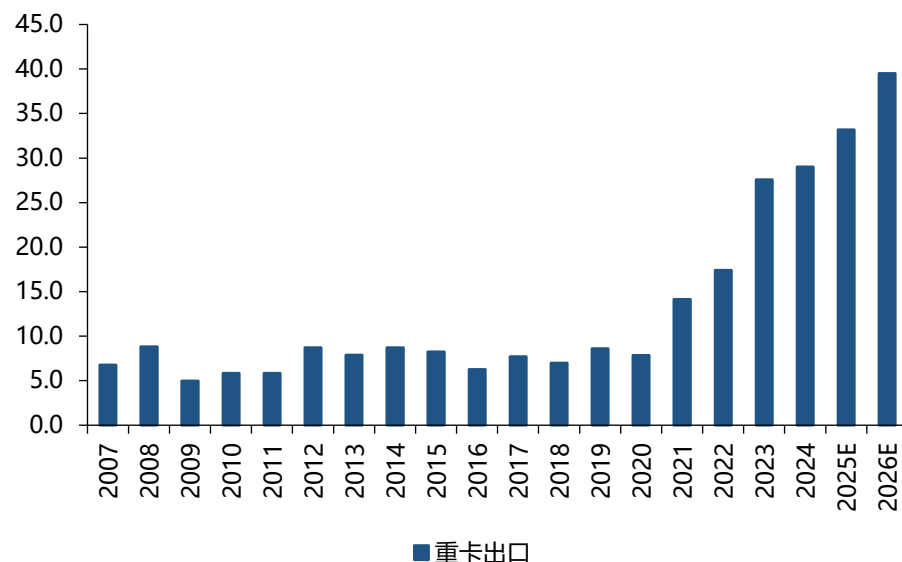
二、2026年重卡投资策略

- **内销回顾：**25年内销预计81万，低于上一轮上行周期中枢的115万(2016-2021年)，低于上上轮上行周期高点的88万，高于上一轮下行周期中枢的65万（2010-2015年）；剔除零公里二手车+政策拉动影响，22-24年内销实际销量为55-60万台，25年内销明显复苏，较底部位置多出20-25万增量。
- **出口回顾：**25年出口预计33万，自疫情导致20年出口小幅下滑后，21年至今连续5年出口创新高。

图：2007-2026E重卡内销（万辆）



图：2007-2026E重卡出口（万辆）



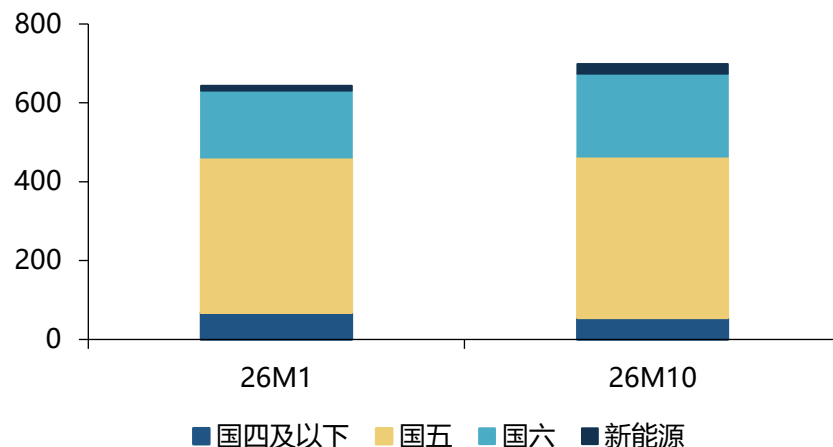
2026内销展望：剔除政策拉动后，25年销量依然增长

- **国四以旧换新政策为25年内销增长核心驱动之一。** 1) **淘汰进度**：1-10月国四及以下老旧货车报废13.5万辆，当前国四及以下货车剩余55万辆；2) **执行节奏**：3月中央政策细则发布，3月底开始陆续有地市执行，8-9月全国范围内落地，截至11月中旬，政策暂停区域占比30%（81个地级市）
- **我们预计剔除政策拉动后，25年销量依然增长。** 25年1-10月重卡上险量63.9万辆，同比增长16.3万辆；假设同期国四及以下老旧货车报废换新比例80%，则政策拉动增长10.8万，自然需求增长5.5万，同比+12%。

图：国四及以下老旧货车报废更新补贴标准

车辆类型	提前报废时间	补贴标准（万元/辆）
中型	1年≤时长<2年	1.0
	2年≤时长<4年	1.8
	时长≥4年	2.5
重型	1年≤时长<2年	1.2
	2年≤时长<4年	3.5
	时长≥4年	4.5
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	4.0
	3轴	5.5
	≥4轴	6.5
		9.5

图：26M1/26M10重卡保有量情况（万辆）



2026内销展望：中性预测下总量预计77万辆

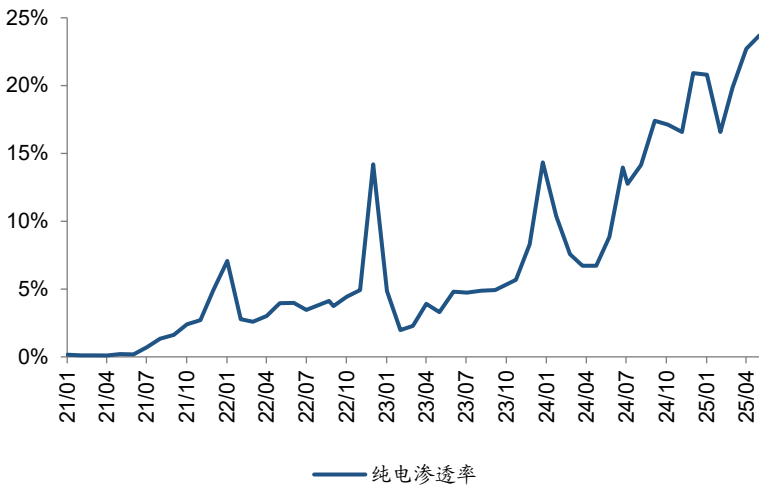
- **政策预期：**考虑到25M1-10淘汰国四及以下老旧货车占比20%，当前仍有55万国四及以下老旧货车仍未淘汰，我们预计26年政策有较大可能性延续。
- **中性预测下26年重卡内销77万辆。** 1) 悲观预测：26年自然需求同比持平，政策拉动量为25年的1/3，则26年内销70.2万辆，同比-14%；2) 中性预测：26年自然需求同比+6%，政策拉动量为25年的1/2，则26年内销76.9万辆，同比-6%，小幅承压，其中政策拉动/自然需求分别8.4/68.5万辆；3) 乐观预测：26年自然需求维持同比+12%，政策拉动量为25年的2/3，则26年内销83.6万辆，同比+3%，小幅增长。

图：2026年重卡内销预测

	2023	2024	2025E	2026E悲观	2026E中性	2026E乐观
国内总销量/万辆	61.3	60.2	81.5	70.2	76.9	83.6
总量yoy			35%	-14%	-6%	3%
政策拉动量/万辆	0.0	2.5	16.9	5.6	8.4	11.3
自然需求量/万辆	61.3	57.7	64.6	64.6	68.5	72.4
自然需求yoy		-6%	12%	0%	6%	12%
期初国四保有量/万辆			68.8	47.7	47.7	47.7
期末国四保有量/万辆			47.7	38.4	33.7	29.0
国四报废量/万辆			21.1	9.4	14.1	18.8
报废换新系数			80%	60%	60%	60%

- **25年经济性+补贴共同驱动电动重卡销量爆发式增长。**2025M1-10，电动重卡销量15.5万辆，同比+191%，对应渗透率24.2%，较24年全年+11.4pct，主因经济性（24年初至今400度电车价格由60-70万下探至45-50万元，中短途场景TCO优于传统能源）+补贴（国四以旧换新+地补）共同驱动。
- **26年预计电动重卡销量进一步上行。**我们认为，重卡作为生产资料，电车经济性跑通后将持续驱动电动化，且南方区域已出现部分路线电价定价运价情形，重卡电动化具有不可逆性。我们预计，2026年电动化率持续提升至30-35%，对应电动重卡销量25万辆，同比+19%。

图：2021年至今电动重卡渗透率



图：25M1-10分车型电动化率

	销量占比	电动化率		
	25M1-10	2024	25M1-10	25M10
牵引车	56.3%	16.3%	32.7%	35.9%
自卸车	7.6%	24.2%	36.4%	47.0%
搅拌车	2.9%	48.0%	69.5%	78.9%
专用车	13.5%	5.8%	6.6%	8.3%
载货车	17.9%	0.2%	0.7%	0.8%
其他工程车	1.8%	0.0%	0.1%	0.7%
重卡合计	100.0%	12.8%	24.2%	28.2%

电动重卡天花板：2030年之前预计40%-50%

- 我们更新对电动重卡天花板预测（主要调整重卡销量结构数据，中短途占比提升），预计2030年之前（固态电车不上车）电动重卡渗透率天花板40%-50%。

图：电动重卡天花板预测（2026版）

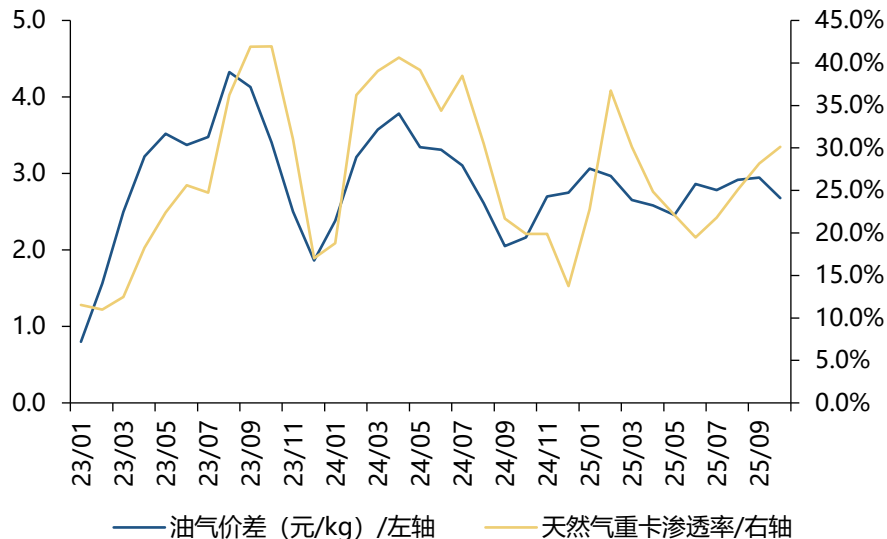
车型大类	占重卡总销量比	应用场景	在该车型中占比	具体场景	驱动因素	渗透潜力	渗透率预期
牵引车	55.0%	双高企业	30%	钢厂/电厂/焦化厂等进出场运输（运输煤炭/矿石/钢材/废料等）、内部倒短	政策为主	高	90%
		砂石料/矿山		矿山~堆场/水泥厂短途往返	经济性+政策	高	
		港口码头		货物进出场运输、封闭内部倒短	经济性+政策	高	
		工厂园区		货物进出场运输、封闭内部倒短	经济性+政策	高	
		中短途运输	30%	省内大宗/工业品运输等	经济性为主	中	80%
		中长途/长途运输	40%	省内长途，跨省运输等	经济性为主	低	5%
自卸车	8.0%	城建渣土车	70%	地产基建项目渣土运输，市区内施工地~郊区废料场往返	经济性+政策	高	90%
		砂石料/矿山		矿山坑口~坑底堆场往返	经济性为主	高	
		公路运输车	30%	砂石料/矿产/煤炭等运输	经济性+政策	中	80%
搅拌车	3.0%	搅拌车	100%	市区内部行驶，或市区内施工地~郊区搅拌站往返	经济性+政策	高	90%
专用车	14.0%	市政车	35%	洒水车、垃圾车、清扫车，市区内部行驶	经济性+政策	中	80%
		专用运输/冷藏车	55%	绿通、生鲜品、医疗用品运输等，对时效性要求高	-	较低	10%
		危险品运输车等	10%	危险品运输、消防车等特殊用途车，对安全性要求高	-	无	0%
载货车	18.0%	载货车	100%	路线灵活、车价便宜、油耗不高、载货空间有限	-	低	3%
其他路面机械	2.0%	起重机、泵车	100%	地产/基建项目施工	-	低	3%
合计	100.0%						44%

数据来源：中交兴路，交强险，东吴证券研究所

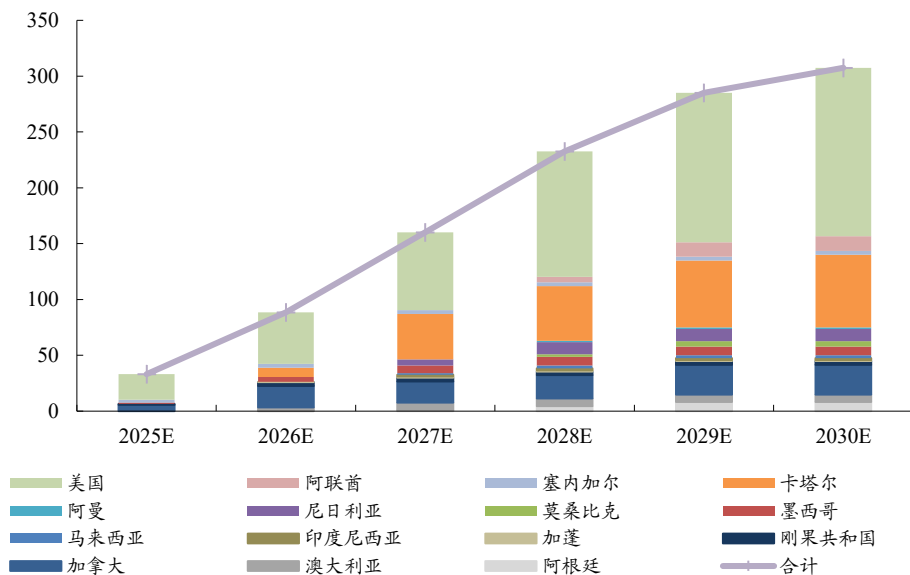
2026内销展望：油气价差预计走阔，天然气重卡向上

- **25年油价气价双弱，天然气渗透率下滑。**25M1-10，油气价差均值2.8元/kg，略低于24年全年均值2.9元/kg，25M1-10天然气重卡销量16.7万辆，同比+6.0%，对应渗透率26.1%，同比-7.0pct。
- **26年油价企稳气价下行，天然气重卡渗透率上行。****油价：**根据东吴石化组观点，预计26年国家原油价格将底部企稳（WTI油价维持25M11的60美元/桶不变），我们预计柴油价格也将较为稳定。**气价：**根据东吴环保组观点，供给宽松有望驱动全球气价下行，2026年底全球LNG液化能力将增加88.6百万吨/年。我们预计26年油气价差走阔，天然气重卡渗透率提升至30-35%，对应天然气重卡销量25万，同比+24%。

图：23年至今油气价差及天然气重卡渗透率



图：2026E-2030E年全球累计新增LNG液化能力（百万吨/年）



2026出口展望：俄罗斯影响消除，出口加速增长

- **2026年俄罗斯影响消除，出口加速增长。**我们认为，2026年俄罗斯出口有望底部企稳，拖累消除，非俄地区中，东南亚/非洲/中东增长主要由当地基建/采矿/资源运输需求驱动，具备持续性，而拉美市场中国品牌加大资源投入，预计份额将持续提升。我们保守预计，海关口径下，2026年亚洲/非洲/中东出口同比分别+20%/+30%/+40%，非俄出口合计同比+26%。

图：2022-2027E重卡出口复盘及预测（海关口径，辆）

年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
俄罗斯	35103	112579	84566	6500	6500	6500
yoy	411%	221%	-25%	-92%	0%	0%
中亚	9834	23126	20039	29057	34868	38355
yoy	35%	135%	-13%	45%	20%	10%
亚洲	53623	53271	72581	99436	119323	137222
yoy	-4%	-1%	36%	37%	20%	15%
非洲	52040	64254	83845	129121	167858	209822
yoy	10%	23%	30%	54%	30%	25%
中东	9336	22899	41448	65488	91683	119188
yoy	205%	145%	81%	58%	40%	30%
拉美	14233	18235	23742	28490	31339	34473
yoy	73%	28%	30%	20%	10%	10%
欧美澳	1653	2507	3695	3954	4151	4359
yoy	-41%	52%	47%	7%	5%	5%
非俄地区合计	140719	184292	245350	355546	449222	543419
yoy	13%	31%	33%	45%	26%	21%
总计	175822	296871	329916	362046	455722	549919
yoy	34%	69%	11%	10%	26%	21%

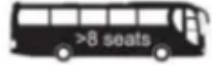
出口长期展望：东南亚/非洲/中东市场持续扩容，拉美份额持续提升，欧洲市场有突破潜力

- 我们梳理2024年海外各市场容量、中国品牌出口量及份额。2024年海外可触达市场容量合计54万辆，中国品牌出口29.5万辆，份额55%，其中：1) 中南美市场中国品牌份额高达80-90%，东南亚/西亚北非市场中国品牌份额约60%，后续主要增长驱动来自市场扩容；2) 南美洲市场中国品牌份额14%，后续仍有较大份额提升潜力，中国品牌均推进本土化生产中；3) 欧洲市场当前中国品牌0份额，但头部主机厂均已/正在推进欧洲车型认证，后续将持续攻克欧洲市场，长期有出口潜力。
- 欧洲市场长期具备电动重卡出口潜力。欧盟委员会在2023年公布卡车和公共汽车CO2标准的提案，相较2025年的基准，从2030/2035/2040年起，重型卡车将减少43%/64%/90%的碳排放。2022-25H1，欧洲重卡电动化率从0.8%提升至1.6%，具备较大电动化潜力。

图：欧洲针对各类车型的减排目标

图：海外市场容量及中国品牌出口份额（2024年）

2024年	中国品牌出口量/万辆	市场容量/万辆	中国品牌份额
欧洲	0.0	39.0	0%
北美	0.0	30.0	0%
南亚	0.2	30.0	1%
日韩	0.0	4.8	0%
南美洲	2.2	16.0	14%
中东欧	10.3	13.0	79%
东南亚	6.1	10.0	61%
中南非	8.6	10.0	86%
大洋洲	0.2	2.1	9%
西亚北非	1.7	3.0	58%
其他	0.1	0.0	
合计	29.5	54.1	55%

相较基准的CO2减排目标	2025	2030	2035	2040
	0%	43%	64%	90%
	0%	43%	64%	90%
	0%	43%	64%	90%
	0%	43%	64%	90%
	0%	100%	100%	100%

2026销量整体展望：中性预测下批发销量同比+1.5%

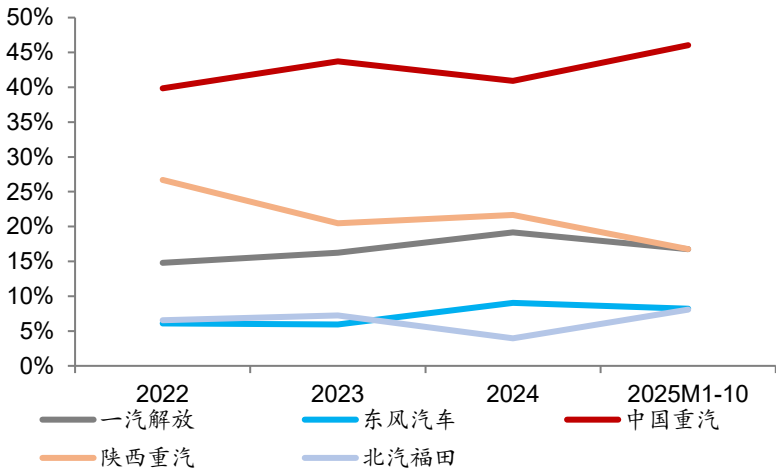
- 展望2026年，中性预测下，我们预计批发销量116万辆，同比+1.5%；内销77万辆，同比-5.5%，小幅承压，其中天然气车/电车/油车分别+23.7%/+28.6%/-37.9%；出口39-40万辆，同比+18.8%。

图：2026年重卡销量预测（批发/上险/出口）

	25Q4E	26Q1E	26Q2E	26Q3E	26Q4E	2025E	2026E悲观	2026E中性	2026E乐观
批发/万辆	32.1	28.0	29.5	29.5	29.0	114.3	108.2	116.0	125.1
同比	46.6%	5.7%	7.5%	4.6%	-9.7%	26.7%	-5.3%	1.5%	9.5%
环比	13.9%	-12.8%	5.4%	0.0%	-1.7%				
上险/万辆	24.5	15.3	21.5	20.5	19.6	81.4	70.2	76.9	83.6
同比	43.1%	-0.5%	7.0%	-4.2%	-20.0%	35.2%	-13.7%	-5.5%	2.7%
环比	14.5%	-37.5%	40.5%	-4.7%	-4.4%				
其中：天然气重卡/万辆	5.6	4.9	7.3	6.7	6.0	20.2	21.1	25.0	29.3
同比	88.3%	3.5%	64.5%	24.3%	7.8%	13.2%	4.5%	23.7%	45.0%
环比	3.6%	-13.3%	50.4%	-8.1%	-10.1%				
天然气渗透率	22.9%	31.8%	34.0%	32.8%	30.9%	24.8%	30.0%	32.5%	35.0%
其中：柴油类重卡/万辆	11.4	6.0	6.8	6.2	5.9	40.2	26.3	25.0	23.0
同比	6.6%	-22.2%	-37.2%	-39.1%	-48.2%	18.4%	-34.5%	-37.9%	-42.9%
环比	11.4%	-47.2%	12.9%	-8.3%	-5.2%				
其中：电动重卡/万辆	7.5	4.4	7.4	7.5	7.6	21.0	22.8	27.0	31.4
同比	136.1%	50.6%	53.1%	31.3%	2.2%	171.8%	9.0%	28.6%	49.6%
环比	30.3%	-41.0%	67.3%	2.1%	1.4%				
纯电渗透率	30.5%	28.8%	34.3%	36.7%	39.0%	25.7%	32.5%	35.0%	37.5%
出口/万辆	9.1	9.1	10.0	10.4	10.0	33.2	38.0	39.5	41.5
同比	31.9%	22.8%	22.8%	21.1%	9.9%	14.3%	14.3%	18.8%	24.8%
环比	6.0%	0.0%	9.9%	4.0%	-3.8%				
渠道库存变动值/万辆	-1.5	3.6	-2.0	-1.4	-0.6	-0.3	0.0	-0.4	0.0

- 展望2026年重卡行业景气度，我们认为出口 > 内销，出口弹性较大且确定性强，优选重卡出口龙头**中国重汽H**。2022年至今，中国重汽作为出口龙头，份额大幅领先，25M1-10进一步提升至46%。分区域来看，2024年中国重汽于核心出口市场东南亚/中南非市场份额分别38%/55%，大幅领先其他中国品牌。
- 此外，建议关注在出口持续发力追赶的一汽解放/福田汽车，其中一汽解放25Q3出口份额17.0%，位居第二，福田汽车25M1-10出口份额8.1%，同比+4.1pct，出口销量同比+132%。

图：2022年至今重卡车企出口份额

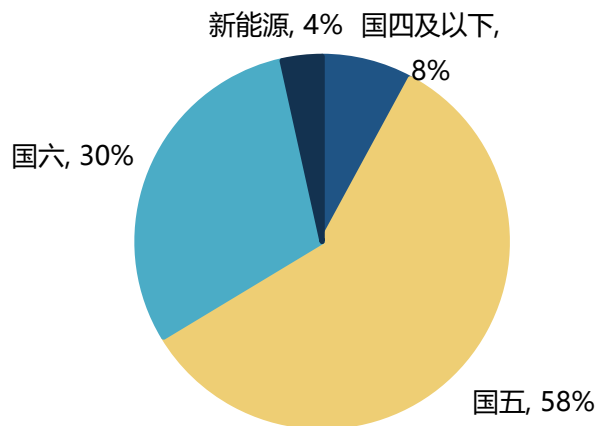


图：2024年头部重卡车企海外份额情况

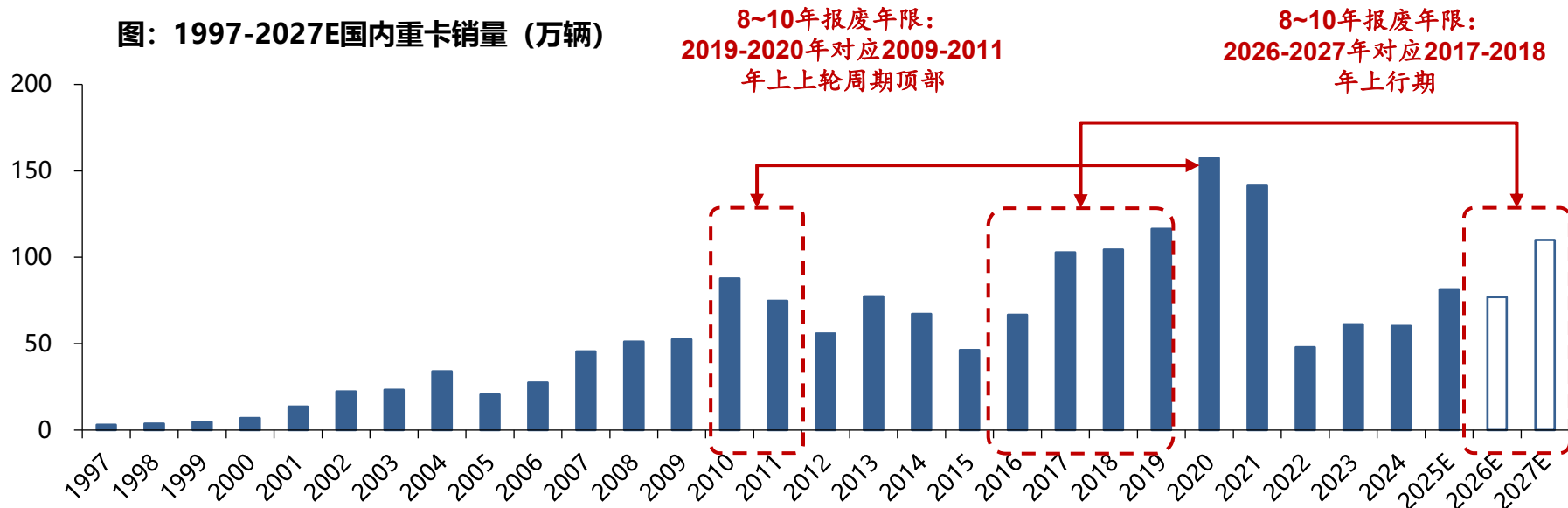
2024年	重汽	陕汽	解放	东风	福田
南美洲	5%	3%	3%	1%	2%
中东欧	15%	26%	23%	10%	3%
东南亚	38%	5%	5%	5%	1%
中南非	55%	15%	10%	3%	2%
西亚北非	19%	19%	9%	2%	7%
合计	24%	12%	10%	4%	2%

- **更新年限维度：**以8-10年的报废年限来看，26-27年对应17-18年，为上一轮上行周期中间位置，17-18年国内重卡销量分别为102.8/104.4万辆，高于25年销量。
- **老旧货车报废更新维度：**截至25M10，国内活跃重卡保有量699万，其中58%为国五车，国五车的更新置换有望开启一轮大周期，历史上国五车销售时间段为17H2-21H1，26年车龄5.5-8.5年，早期销售的国五车已到自然报废更新阶段，而潜在配套国六切国七的地方国五车淘汰政策若出台，有望进一步加速国五置换周期开启。
- **若2026年国五置换周期开启，有望带动内销超预期向上，利好全板块，优选国内业绩兑现度较高的龙头车企及核心零部件公司。**

图：2025M10国内重卡保有量结构



图：1997-2027E国内重卡销量（万辆）



- 重卡出口龙头车企，根据我们测算，2025年公司重卡利润中出口占比90%，出口中非俄占比94%，为第三世界重卡出口核心标的。
- 盈利预测：预计25-27年重卡销量分别29.2/31.5/37.5万辆，归母净利润分别67.7/81.0/88.7亿元，同比分别+15.6%/+19.6%/+9.45%。

图：中国重汽H盈利预测（PE为25.12.10收盘价对应PE）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	85,498	95,062	106,856	118,773	130,067
同比(%)	44.20	11.19	12.41	11.15	9.51
归母净利润（百万元）	5,318	5,858	6,772	8,102	8,868
同比(%)	196.01	10.16	15.60	19.64	9.45
EPS-最新摊薄（元/股）	1.93	2.12	2.45	2.93	3.21
P/E（现价&最新摊薄）	15.24	13.84	11.97	10.01	9.14

◆ 风险提示：国内外需求不及预期，地缘政治风险

- 重卡发动机龙头，产品竞争力及盈利性稳定，26年大缸径+凯傲贡献确定性业绩增量，新能源三电系统逐步放量、电动重卡拖累减弱，柴发+SOFC打开向上估值空间。
- 盈利预测：预计25-27年归母净利润分别123/141/155亿元，同比分别+7.9%/+14.5%/+10%。

图：潍柴动力盈利预测（PE为25.12.10收盘价对应PE）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	213,958	215,691	228,632	242,350	256,891
同比（%）	22.15	0.81	6.00	6.00	6.00
归母净利润（百万元）	9,014	11,403	12,301	14,084	15,490
同比（%）	83.77	26.51	7.87	14.50	9.99
EPS-最新摊薄（元/股）	1.03	1.31	1.41	1.62	1.78
P/E（现价&最新摊薄）	16.91	13.36	12.39	10.82	9.84

◆ 风险提示：国内外需求不及预期，地缘政治风险

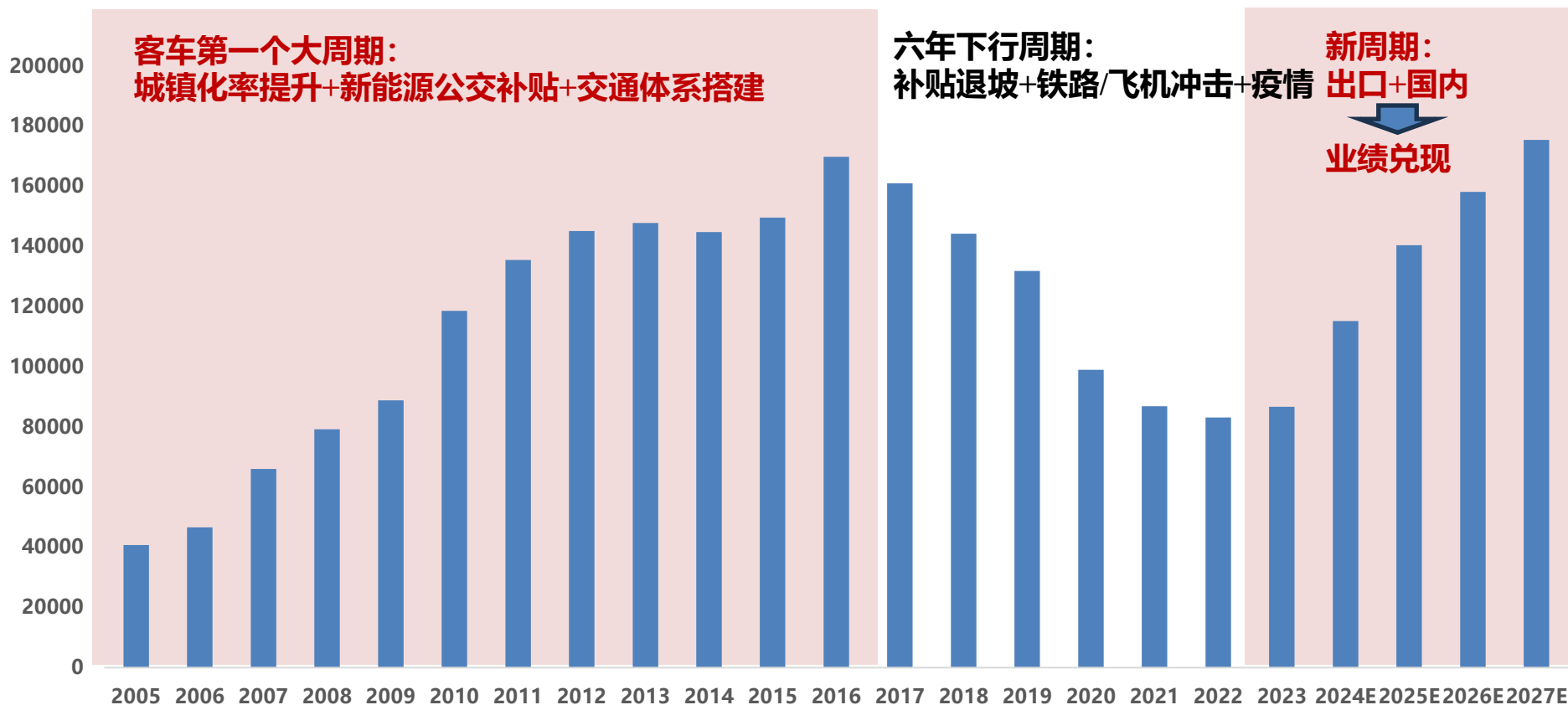
三、2026年客车投资策略

客车周期复盘：大周期的起点，2023年拐点元年

■ 2023年作为拐点元年开启客车新一轮上行大周期。

- **首个上行周期（05-16）**：城镇化率提升、新能源公交补贴、交通体系搭建三轮驱动客车销量腾飞。
- **六年下行周期（17-22）**：补贴退坡、铁路/飞机横向替代外加疫情冲击造就客车销量持续走低。
- **新一轮上涨大周期（23-）**：海内外需求复苏助力业绩强兑现，开启新一轮行业上行周期。

图：大中客车年销量变化/辆

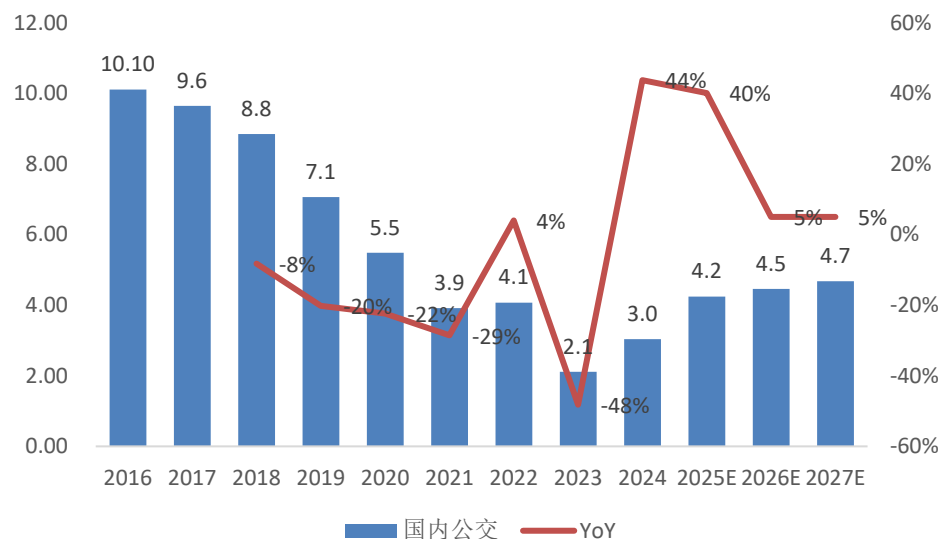


2026年内需展望：预计维持量增

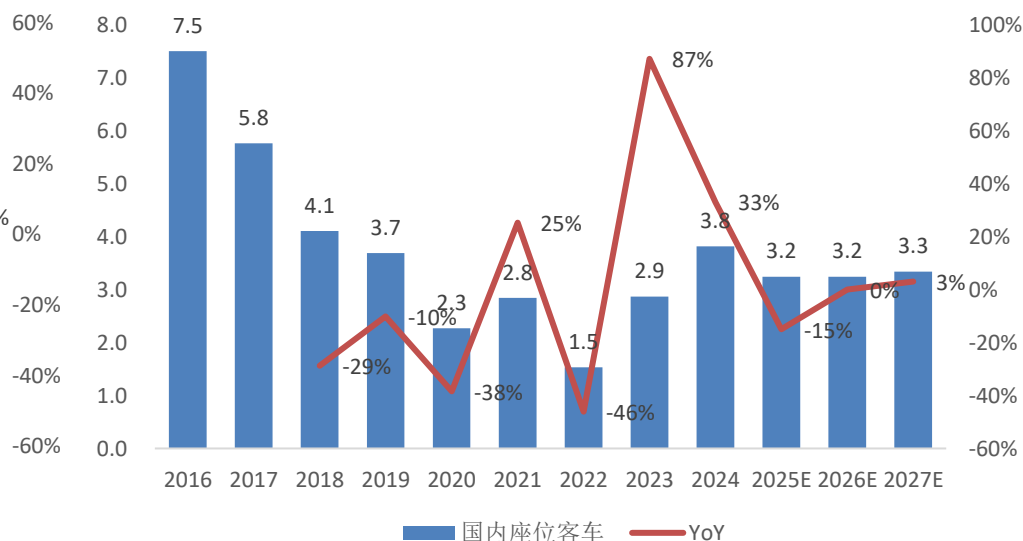
■ 公交车需求尚有修复空间，座位客车预计需求稳定

- **公交车：以旧换新退坡，短期承压，但仍有空间。**2024-2025年受益于以旧换新政策拉动国内公交车行业需求显著修复，尽管如此国内公交替换仍不完全，我们预计2024-2027年或为公交新一轮替代周期（上一轮为2016-2018年），2026年公交需求有望持续修复。
- **座位客车：需求已回升至2019年水平，趋势稳定。**23年疫情政策放开后，下游旅游市场的逐步修复带动座位客车销量的井喷式增长，2025年座位客车销量略有承压，预计2026年需求维持稳定。

图：国内大中公交车年度销量/万辆



图：国内大中座位客车年度销量/万辆

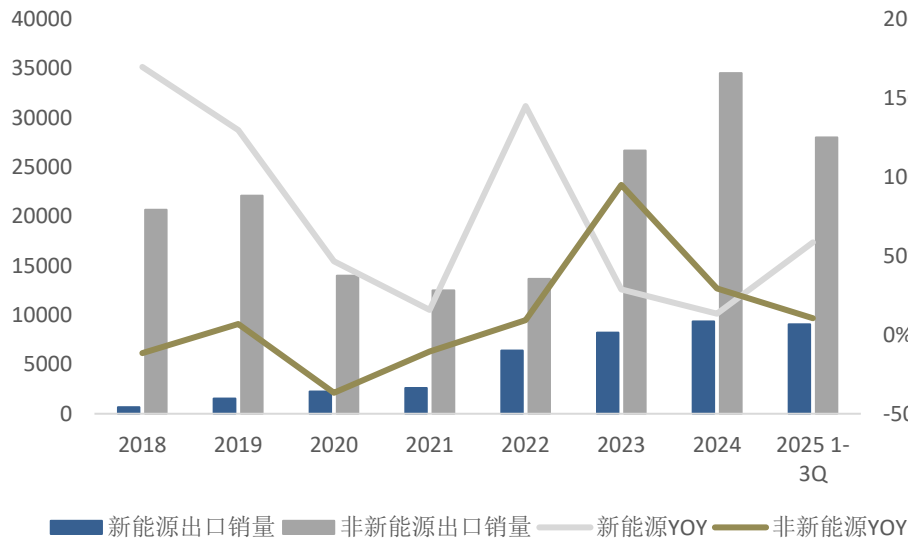


2026年出口展望：油电共振，关注区域结构变化

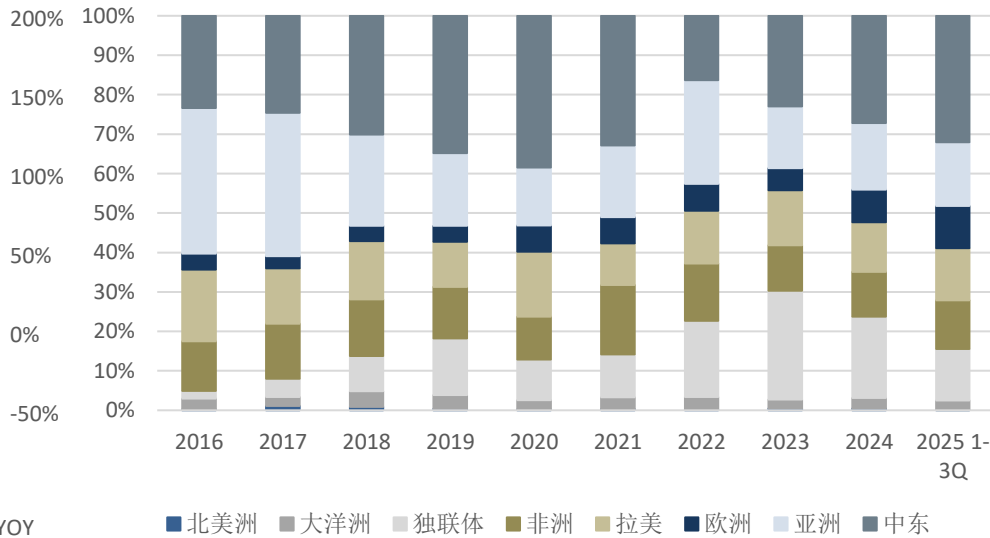
■ 展望一：海外需求全面开花，油电共振

- 2026年海外油车和新能源客车需求预计整体向上，新能源出口增速更快。我们认为客车出口进入从价格竞争到产品竞争新阶段，具备更充分产品力的新能源客车更有增长空间。
- 分区域看，2025Q1-Q3，中东、独联体、东南亚为我国燃油客车出口重点区域，占比超过70%，拉美、欧洲、非洲等区域亦有增长。

图：出口新能源及非新能源销量（辆）及增速（海关口径）



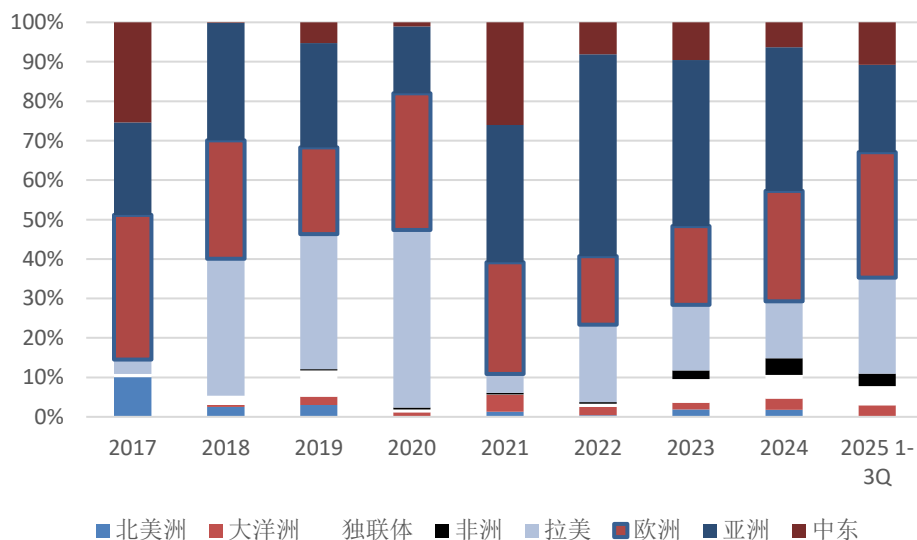
图：出口分区域销量结构（海关口径）



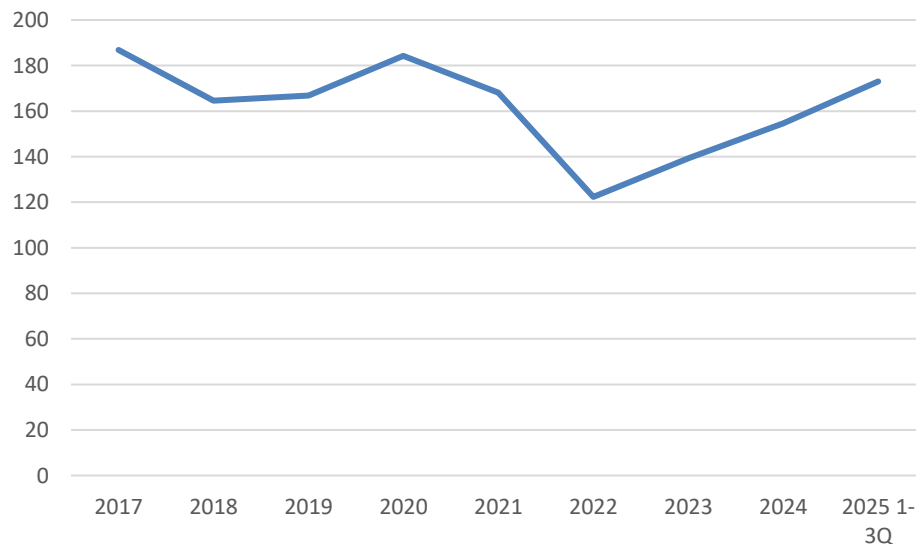
■ 展望二：新能源出口关注区域结构变化，欧洲等区域需求高增有望持续

- 我们认为新能源客车出口主要变化为“调结构”，即高端客车需求区域特别是欧洲需求猛增，2025年前9个月欧洲销量占整体比例为32%，2024年为28%
- 出口区域结构优化推动出口新能源单车ASP再度提升，2025年前9个月行业出口新能源客车单车ASP为173万元，2024年为155万元。

图：出口新能源销量地区结构（海关口径）



图：出口新能源单车ASP/万元

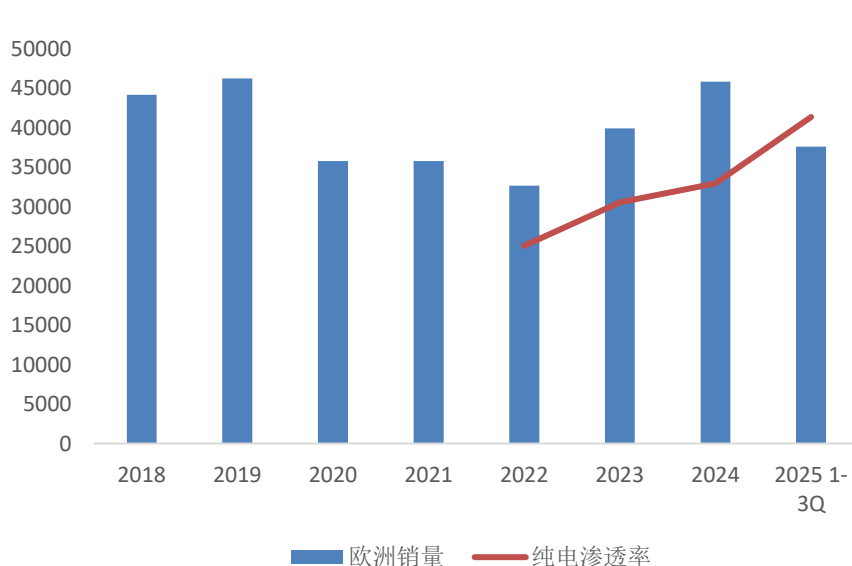


2026年出口展望：油电共振，关注结构变化

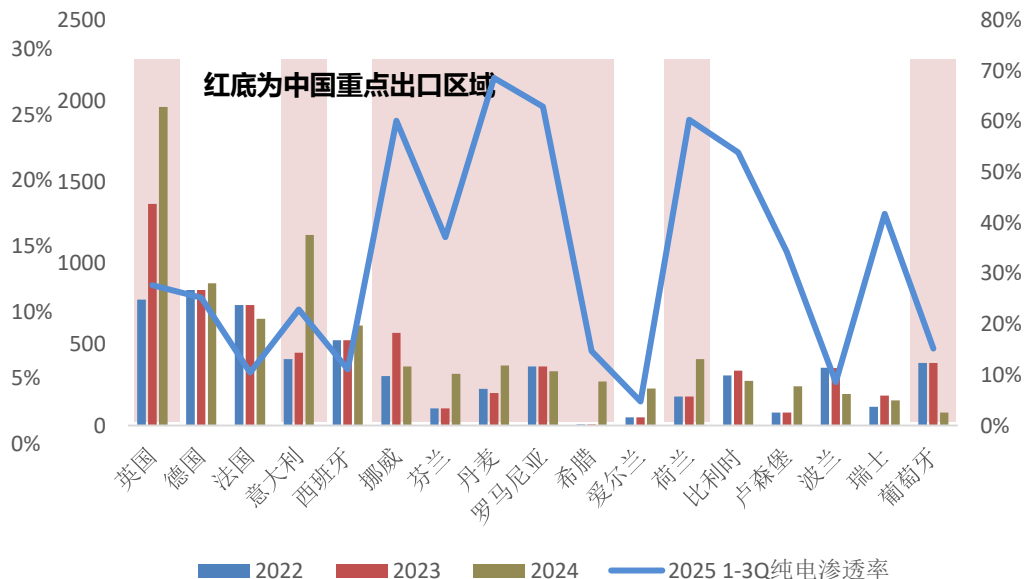
■ 展望三：2023年欧洲电车爆发元年，纵向拓深度+横向拓广度为核心要义

- **欧洲客车需求尚处于疫后修复周期。**2023年后欧洲客车需求走出向上趋势，年化增速中枢为20%，我们预计欧洲客车需求有望恢复至2019年水平。
- **纯电趋势仍旧延续，产业快于政策。**2025年前三季度欧洲客车纯电渗透率为25%，2024年为20%，我们认为纯电趋势仍旧延续且确定性较强，预计2027年前后欧洲客车纯电渗透率或达到50%（其中公交车纯电渗透率超过90%）。欧盟最新的HDV重型车辆碳排放法规提出2030年新城市公交零排放率达到90%，2035年达到95%。根据我们产业调研，欧盟多数国家实际公交车招标已经快速向纯电公交倾斜，我们预计达到新城市公交零排放的速度将快于欧盟政策要求。

图：欧洲客车销量（台）及纯电客车渗透率



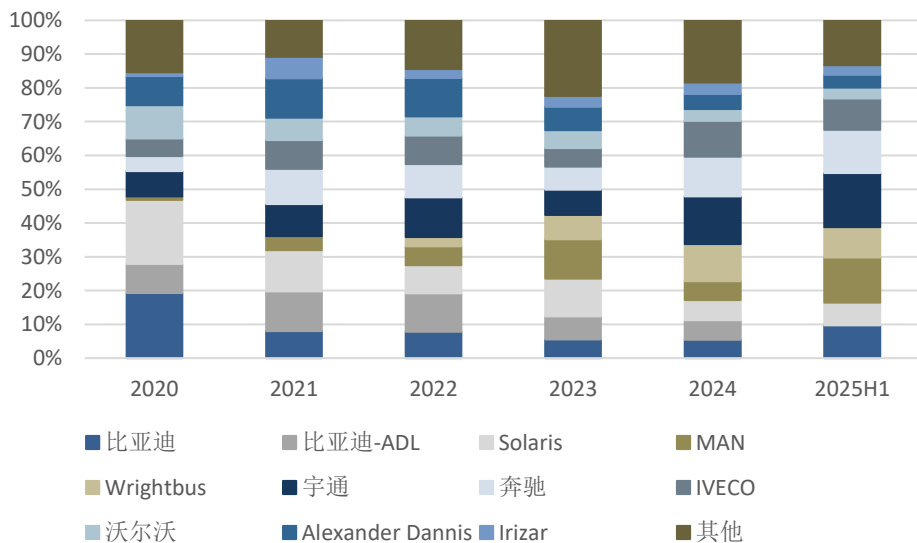
图：欧洲分国家客车销量（台）及纯电渗透率



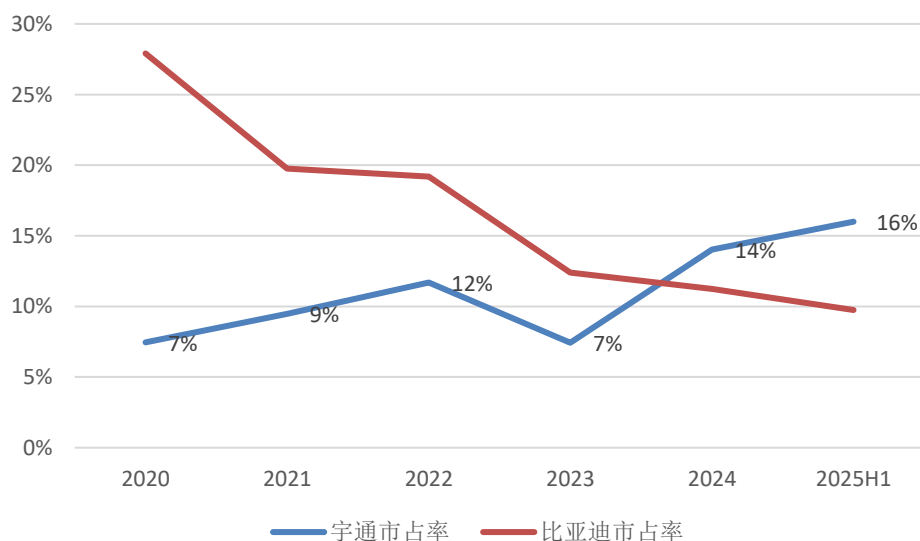
■ 展望四：中国客车成为欧洲客车新能源化的核心变量

- 欧洲电动客车格局相对分散，中国企业占比居前。其中25H1宇通市占率16%领跑行业，比亚迪市占率10%位居前列，中国电动客车具备充分比较优势，预计有望占据更多份额。

图：欧洲电动客车市场格局



图：中国客车在欧洲新能源客车的市占率

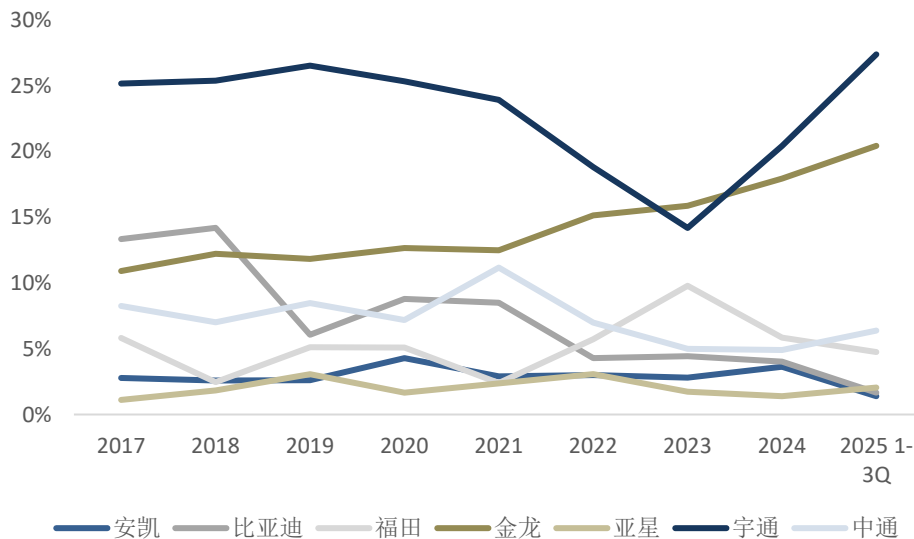


国内格局分析：寡头市场，龙头集中

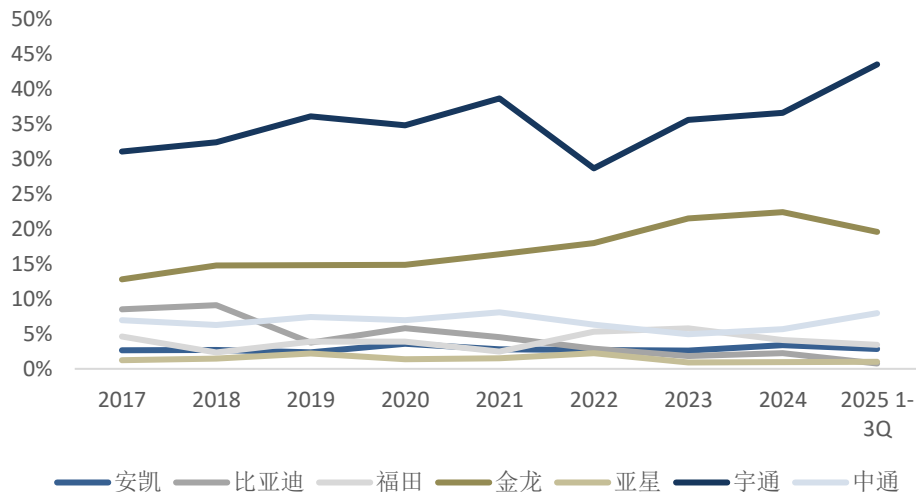
■ 2025Q1-Q3宇通+金龙市占率维持50%以上

- 市占率层面，宇通在2022年推行筛选高质量订单制度后市占率有所下降，2023年行业复苏后市占率显著提升。
- 公交：2025Q1-Q3宇通/金龙/中市占率27%/20%/6%
- 座位客车：2025Q1-Q3宇通/金龙/中市占率53%/21%/9%

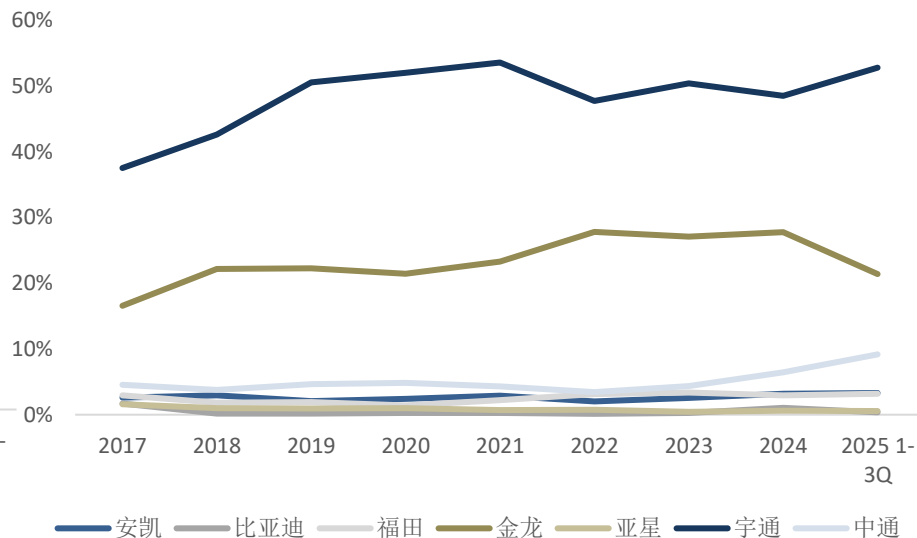
图：国内大中公交车市占率



图：国内大中客车市占率



图：国内大中座位客车市占率

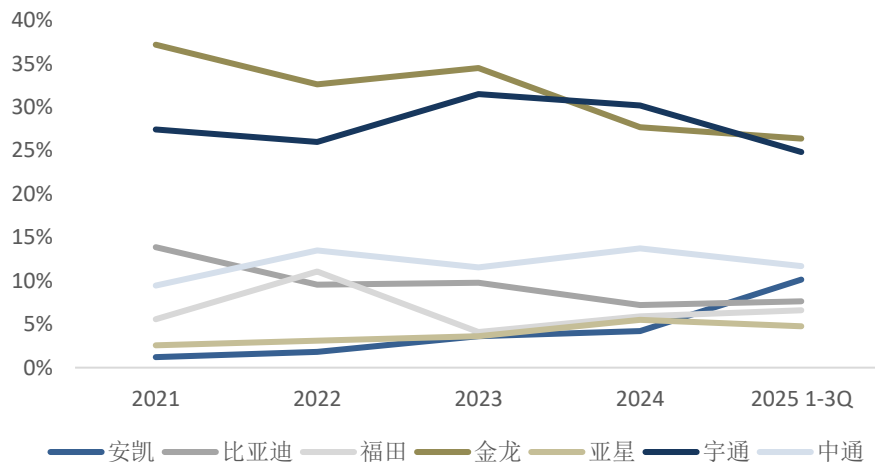


出口格局分析：基本稳定

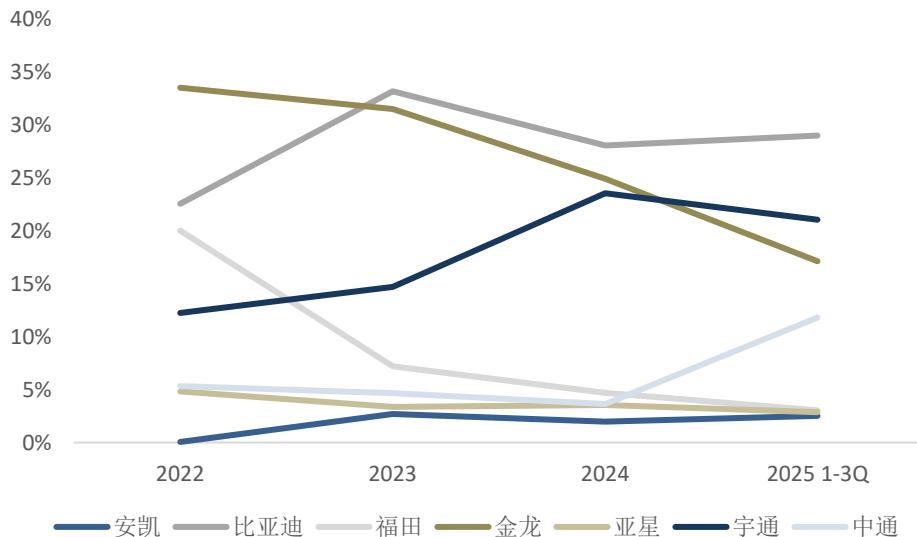
■ 2025Q1-Q3宇通+金龙市占率维持50%以上

- 出口油车格局：2025Q1-Q3宇通/金龙/中市占率26%/30%/12%
- 出口油车格局：2025Q1-Q3宇通/比亚迪/金龙/中市占率21%/29%/17%/12%

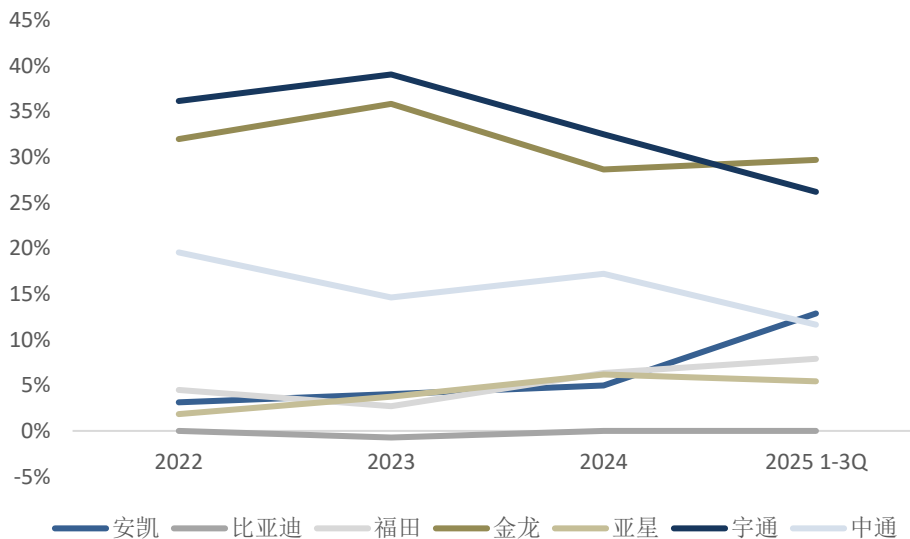
图：出口大中客市占率



图：出口新能源大中客市占率



图：出口油车大中客市占率



◆ 毛利率整体表现良好，龙头更优。25 Q1-Q3宇通/金龙/中通毛利率显著抬升，主要为出口仍旧保持高景气，且行业整体销量抬升所致，

表：重点车企毛利率及单车毛利（万元）（毛利率/费用率同环比单位均为pct）

	毛利率								
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	25Q3同比(pct)	25Q3环比(pct)
宇通客车	25%	26%	12%	26%	19%	23%	24%	11.7	1.0
金龙客车	13%	10%	9%	9%	11%	12%	14%	4.3	1.8
中通客车	15%	16%	19%	24%	15%	16%	17%	-1.2	1.8
安凯客车	9%	10%	11%	11%	9%	8%	7%	-3.9	-1.0
	单车毛利/万元								
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	25Q3同比	25Q3环比
宇通客车	21.26	19.78	8.84	21.86	13.45	18.10	20.06	127.06%	10.84%
金龙客车	5.10	4.58	4.33	4.72	5.03	5.57	6.61	52.70%	18.81%
中通客车	7.78	7.47	9.69	12.49	9.24	11.41	9.43	-2.66%	-17.37%
安凯客车	3.52	4.60	5.52	5.45	3.57	3.58	2.64	-52.15%	-26.30%

- ◆ 行业整体利润规模提升，龙头宇通/金龙业绩超预期兑现：
 - 25 Q1-Q3宇通/金龙/中通归母净利润普遍兑现良好，宇通客车受益于出口兑现业绩持续抬升，25年前三季度均实现利润的同比提升，金龙受益于自身盈利改善25年前三季度利润环比显著抬升。

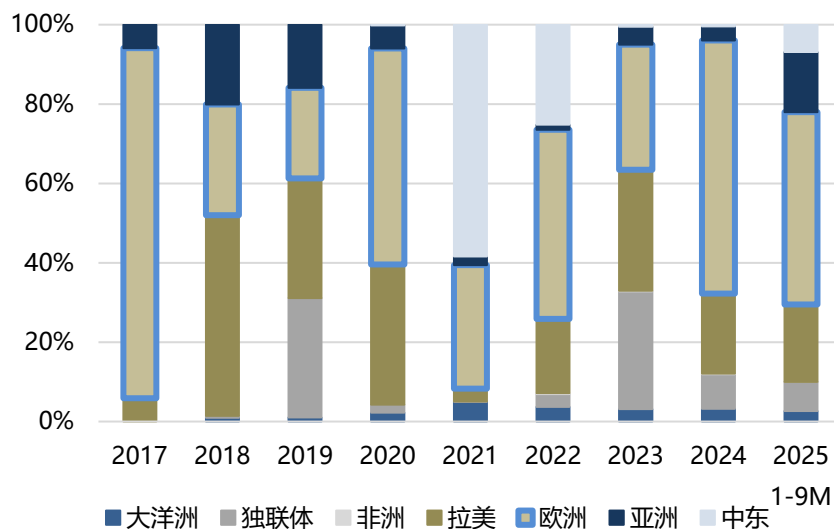
表：重点车企归母净利润（亿元）及单车净利（万元）

	归母净利润/亿元								
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	25Q3同比	25Q3环比
宇通客车	6.57	10.17	7.58	16.84	7.55	11.81	13.57	78.98%	14.94%
金龙客车	0.18	0.49	0.10	0.81	0.47	0.69	1.31	1211.04%	88.64%
中通客车	0.42	0.69	0.84	0.54	0.77	1.14	0.86	2.48%	-24.11%
安凯客车	0.05	0.02	-0.13	0.14	0.04	0.14	-0.27	-	-
	净利率								
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	25Q3同比(pct)	25Q3环比(pct)
宇通客车	10%	10%	10%	13%	12%	12%	13%	3.5	1.1
金龙客车	0%	1%	0%	1%	1%	1%	2%	2.0	0.9
中通客车	3%	5%	6%	4%	5%	5%	5%	-0.7	0.0
安凯客车	1%	0%	-2%	1%	1%	2%	-3%	-0.9	-4.7

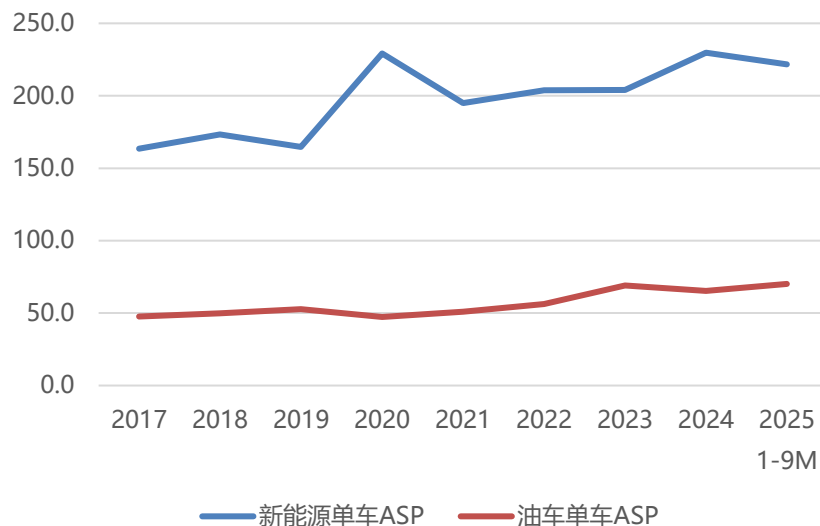
■ 出口区域结构优化，欧洲贡献依然亮眼，亚洲区域新能源需求增加

- **高举高打攻下高端市场。**海关口径，2025年前10个月宇通客车欧洲新能源出口1639台，占总新能源出口52%；2025年前10个月宇通客车欧洲新能源单车ASP 291万，高于平均的232万。
- **出口呈现出从欧洲往非欧洲扩散的趋势。**2025年欧洲新能源占比略有下降，公司在中亚、南亚、中东均获得较大新能源订单贡献增量，出口优势有所扩散。

图：宇通新能源出口区域占比（海关口径）



图：宇通出口单车ASP（万元，海关口径）



注：使用注册地为河南的海关数据作为宇通海关出口数据

2026客车首选推荐【宇通客车】

◆2025年内外需需求共振，2026趋势有望延续。

◆我们维持公司2025~2027年营业收入预测为436/499/567亿元，同比+17%/+14%/+14%，维持2025~2027年归母净利润为49.4/59.2/70.3亿元，同比+20%/+20%/+19%。

表：宇通客车核心财务指标拆分

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
营业收入/亿元	332	317	305	217	232	218	270	372	436	499
YoY		-4.4%	-4.0%	-28.8%	7.0%	-6.2%	24.1%	37.6%	17.3%	14.4%
总销量/万辆	6.8	6.1	6.2	4.2	4.2	3.0	3.7	4.7	5.0	5.2
YoY		-9.9%	1.1%	-32.1%	0.2%	-27.8%	20.9%	28.5%	6.3%	5.0%
综合毛利率	26.3%	25.3%	24.3%	17.5%	18.6%	22.8%	25.6%	22.9%	24.1%	25.2%
国内										
营业收入/亿元	268	255	241	169	165	139	139	176	184	181
YoY		-5.0%	-5.2%	-30.0%	-2.4%	-15.5%	-0.3%	26.5%	4.8%	-1.5%
国内销量/万辆	5.9	5.4	5.4	3.8	3.7	2.5	2.6	3.3	3.3	3.2
YoY		-8.8%	1.5%	-30.2%	-2.9%	-33.6%	7.9%	24.4%	-0.1%	-2.4%
国内单车收入/万元	46	47	44	44	45	57	53	53	56	57
国内毛利率	25.6%	25.7%	24.0%	15.9%	16.1%	20.4%	22.1%	19.4%	19.5%	20.0%
国外										
营业收入/亿元	42	41	42	31	45	56	104	152	191	241
YoY		-4.0%	3.5%	-26.0%	44.5%	24.7%	85.9%	46.2%	25.5%	26.4%
出口销量/万辆	0.9	0.7	0.7	0.4	0.5	0.6	1.0	1.4	1.7	2.0
YoY		-17.2%	-2.4%	-46.6%	30.7%	15.6%	77.0%	39.2%	21.4%	19.3%
出口毛利率	32.3%	26.3%	30.0%	28.7%	31.3%	30.0%	25.9%	28.5%	29.9%	30.5%
其他收入	22	22	21	17	23	23	27	44	61	77
期间费用率	19.3%	17.2%	18.4%	18.5%	17.3%	18.8%	13.6%	9.6%	9.3%	9.1%
归母净利润/亿元	31.3	23.0	19.4	5.2	6.1	7.6	18.2	41.2	49.4	59.2
YoY		-26.5%	-15.7%	-73.4%	19.0%	23.7%	139.4%	126.5%	20.1%	19.7%
归母净利率	9.4%	7.2%	6.4%	2.4%	2.6%	3.5%	6.7%	11.1%	11.3%	11.9%

◆ 风险提示：国内外需求不及预期，地缘政治风险

■ **关注金旅少数股权收回后客车行业龙头盈利改善。**金龙汽车在2025年实现收回子公司厦门金旅40%的少数股权，一方面将增厚公司归母净利润，另一方面公司完成子公司资产整合有望通过联合采购等方式实现生产降本。公司完成管理层人员更换，整装待发，利润有望修复。

■ **预计2025-2026年归母净利润为4.4/6.4亿元，同比+182%/+45%**

表：金龙汽车核心财务指标拆分

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
营业收入/亿元	177	183	179	140	154	182	194	230	250	268
YoY		3.1%	-2.2%	-22.0%	10.5%	18.3%	6.4%	18.4%	8.8%	7.1%
总销量/万辆	5.8	6.2	5.7	4.4	5.1	4.6	4.2	5.0	5.5	5.8
YoY		6.0%	-7.5%	-23.9%	16.3%	-8.9%	-8.9%	19.1%	9.5%	5.7%
1) 大中客/万辆	2.6	2.7	2.5	1.7	1.9	1.9	2.3	2.9	3.0	3.4
占比	43.9%	43.0%	42.9%	39.2%	38.3%	42.1%	53.9%	57.7%	55.5%	58.7%
2) 出口/万辆	1.4	1.9	2.5	1.6	1.7	1.5	1.9	2.3	3.0	3.5
占比	23.3%	30.8%	44.1%	36.9%	34.3%	32.3%	44.7%	45.0%	53.8%	60.0%
3) 出口-新能源	0.05	0.03	0.06	0.03	0.05	0.33	0.39	0.43	0.39	0.51
占比	3.7%	1.7%	2.5%	1.6%	3.1%	21.9%	21.0%	19.3%	13.2%	14.6%
综合毛利率	18.7%	14.0%	13.8%	12.4%	8.8%	9.6%	11.6%	10.2%	13.0%	14.0%
期间费用率	13.2%	11.9%	11.7%	11.6%	12.6%	10.8%	12.4%	9.7%	9.7%	9.4%
归母净利润/亿元	4.8	1.6	1.8	0.3	-6.0	-3.9	0.8	1.6	4.4	6.4
YoY		-66.8%	14.2%	-82.4%	-	-	-	110.1%	182.0%	45.0%
归母净利率	2.7%	0.9%	1.0%	0.2%	-3.9%	-2.1%	0.4%	0.7%	1.8%	2.4%

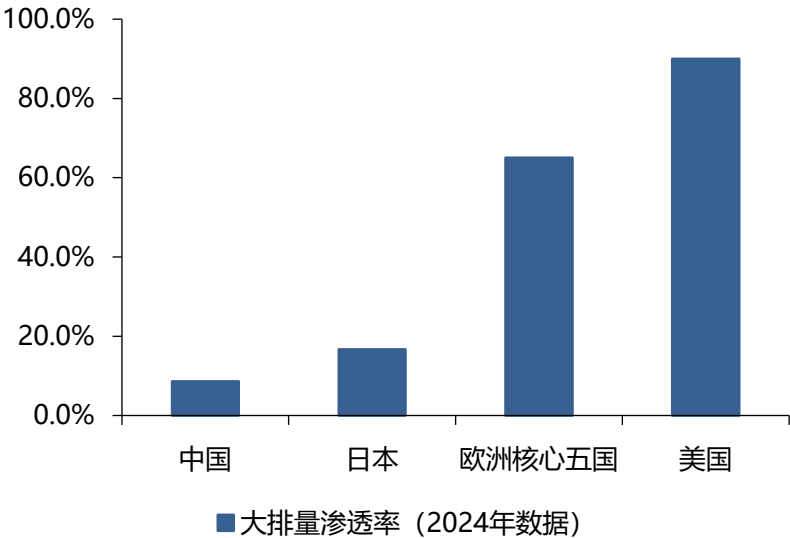
◆ 注：2021-2023年归母净利润同比数据由于存在负值无法计算

◆ 风险提示：国内外需求不及预期，地缘政治风险

四、2026年摩托车投资策略

- **大排量+出口空间广阔，中国品牌尚在趋势早期，行业景气周期长。**
- **大排量内销中长期展望翻倍空间。**2024年，我国两轮油摩内销总量464万辆，其中250cc < 排量销量40万辆，对应渗透率8.6%；2024年日本大排量渗透率16.7%，且自2011年起持续提升，而欧洲/美国大排量渗透率约为65%/90%，较为稳定。对标海外，我们认为，中国大排量摩托车中长期可看翻倍空间。
- **大排量海外为国内8-9倍空间。**根据statista及调研数据，我们估算2025年海外摩托车市场规模4806万辆，其中大排量规模347万辆，海外市场整体为国内市场10-11倍，海外大排量市场为国内市场8-9倍。当前中国品牌尚在出口早期阶段，海外市占率低，我们认为，中国品牌凭借差异化产品定位+性价比优势，有望持续打开海外市场，行业出口将长期景气。

图：2024年中国与海外部分国家大排量渗透率



图：2025E海外摩托车市场规模

区域	销量 (万辆)	大排量 占比	大排量销量 (万辆)
欧洲	200	65%	130
核心五国	120	65%	78
拉美	500	10%	50
亚洲	3500	2%	80
东南亚	1300	2%	26
南亚	1800	2%	36
日韩	50	20%	10
非洲	229	2%	5
土耳其	100	10%	10
北美	65	90%	59
中东	200	2%	4
大洋洲	12	80%	10
海外合计	4806	7%	347

- **总量预测：**我们预测2026年行业总销量1938万辆，同比+14%，其中大排量126万辆，同比+31%。
- **大排量：**1) **内销：**25H2大排量内销转弱，我们预计随26年国内新品供给推出，内销有望小幅增长，预计26年内销43万，同比+5%；2) **出口：**欧洲+拉美中国品牌份额提升空间充足，我们预计26年出口83万，同比+50%。
- **小排量：**1) **内销：**延续长期下滑趋势，我们预计26年内销同比-10%；2) **出口：**随中国品牌出口欧洲踏板车供给丰富+全球通路车市场持续开拓，预计全年出口同比+20%，维持增长趋势。

图：2026摩托车销量预测（万辆）

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4E	2025E	2026E
总销量	375	456	447	426	1705	1938
yoy	20%	13%	10%	12%	13%	14%
内销总销量	101	122	114	99	436	399
yoy	0%	-6%	-7%	-10%	-6%	-9%
出口总销量	275	335	333	327	1269	1539
yoy	30%	22%	18%	20%	22%	21%
大排量总销量	20	30	26	21	97	126
yoy	77%	24%	19%	12%	28%	31%
内销大排量	9	15	11	6	41	43
yoy	44%	8%	-9%	-15%	4%	5%
出口大排量	12	15	15	14	55	83
yoy	114%	46%	57%	30%	55%	50%
小排量总销量	355	427	421	405	1608	1811
yoy	18%	12%	10%	11%	13%	13%
内销小排量	92	107	103	93	395	355
yoy	-3%	-8%	-7%	-10%	-7%	-10%
出口小排量	263	320	318	312	1213	1456
yoy	28%	21%	16%	20%	21%	20%

- 春风动力为国内全地形车和摩托车龙头，25年受外部影响扰动业绩增长放缓，26年美墨加认定有望在Q1通过，外部扰动有望减弱。展望明年，全地形车新平台产品放量+摩托车出口高增（扰动项消除）+极核爆发式增长，三大业务共振向上有望迎来业绩大年。
- 盈利预测：预计25-27年归母净利润分别18.7/24.7/27.4亿元，同比分别+27%/+32%/+11%。

图：春风动力盈利预测（PE为25.12.10收盘价对应PE）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	12,110	15,038	20,519	25,754	29,311
同比（%）	6.44	24.18	36.44	25.51	13.81
归母净利润（百万元）	1,008	1,472	1,869	2,473	2,737
同比（%）	43.65	46.08	26.99	32.33	10.66
EPS-最新摊薄（元/股）	6.60	9.65	12.25	16.21	17.94
P/E（现价&最新摊薄）	44.60	30.53	24.04	18.17	16.42

◆ 风险提示：国内外需求不及预期，地缘政治风险

- 隆鑫通用为国内摩托车龙头企业，自主品牌持续放量，无极品牌出口向好，三轮车、园林机械、全地形均实现高增长，公司24年分红率73%，25-26年有望维持较高分红率，兼具高成长与高股息属性。
- 盈利预测：预计25-27年归母净利润分别19.9/24.0/28.2亿元，同比分别+77%/+20.9%/+17.1%。

图：隆鑫通用盈利预测（PE为25.12.10收盘价对应PE）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	13,066	16,822	18,903	20,825	22,908
同比（%）	5.29	28.74	12.37	10.17	10.00
归母净利润（百万元）	583.42	1,121.27	1,989.05	2,404.19	2,816.03
同比（%）	10.65	92.19	77.39	20.87	17.13
EPS-最新摊薄（元/股）	0.28	0.55	0.97	1.17	1.37
P/E（现价&最新摊薄）	55.79	29.03	16.36	13.54	11.56

◆ 风险提示：国内外需求不及预期，地缘政治风险

五、风险提示

- **国内以旧换新政策低于预期。** 2026年以旧换新政策推出时间点或单车补贴金额低于预期。
- **全球宏观经济复苏不及预期。** 若全球宏观经济复苏不及预期，将影响商用车及摩托车销售。
- **地缘政治风险。** 若关键出口区域发生地缘政治问题，将影响商用车及摩托车出口。
- **价格竞争加剧风险。** 若国内价格竞争加剧，将影响商用车及摩托车企业销售利润，同时出口也存在一定的价格竞争加剧风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园