



汽车及汽车零部件行业研究

买入（维持评级）

行业年度报告

证券研究报告

汽车组

分析师：徐慧雄（执业 S1130525110005） 分析师：陆强易（执业 S1130524050001）

xuhuixiong@gjzq.com.cn

luqiangyi@gjzq.com.cn

重卡行业 2026 年投资策略：内需有韧性，出海有空间

引子：2025 年销量超预期而股价表现相对平淡，市场在担心什么？

2025 年重卡行业销量超预期而资本市场对板块的定价并未同步抬升，这一背离背后，反映的并非对 2025 年数据本身的分歧，而是市场对“2026 年及之后还能否持续”的疑问，集中体现在以下几个方面：1、2025 年内需是否被以旧换新政策透支？2、电动重卡的长期影响究竟如何？3、出口还能走多远？4、在销量可能不再爆发的背景下，重卡板块是否仍具备投资价值？本报告的出发点正是回答上述问题。

核心结论：

我们的核心观点是：市场的关注点正在从“有没有需求”，转向“赚不赚钱、能赚多久”。随着国五更新周期启动与反内卷落地，重卡内需端的盈利基础正在改善；出口端，亚非拉市场仍处于“市场扩容+提份额”阶段，俄罗斯市场在去库存完成后有望修复，欧洲市场的电动化窗口正在为中国重卡打开新的战略空间。在此背景下，结合板块估值处于历史偏低区间，重卡板块具备中期配置价值。

复盘 2025 年：补贴驱动内销超预期，出海有分化

2025 年重卡核心标的股价表现分化明显，核心解释源于出海差异。销量超预期核心受内销补贴驱动，测算补贴贡献增量约 18 万辆，其次是电动重卡 TCO 经济性驱动车队油转电 or 增购电车；出口端区域分化显著：东南亚&非洲市场扩容，中南美提份额，俄罗斯崩盘。

展望 2026 年：内需量有韧性看点在盈利修复，出海稳增无忧看点在欧洲

- 1、总量判断：内需有韧性、外需有空间。内需方面，国五更新周期自 2025 年起逐步启动，叠加国四及以下以旧换新政策延续，2026 年内需具备韧性；出口方面，亚非拉市场仍处于“市场扩容+提份额”阶段，俄罗斯市场在去库存完成后有望修复，非俄地区市场容量&份额&替代欧美二手车潜力大，总量稳增无忧。
- 2、结构判断：反内卷与央国企市值管理驱动内需盈利修复。2025 年起“反内卷”从政策表态走向执行，重卡行业作为央国企占主导的典型行业，价格竞争烈度明显缓和。2026 年开始的单车盈利边际改善，将成为区别于过往“只看销量”的核心变量。
- 3、出海判断：欧洲成为中长期最具弹性的战略市场。2026 年为中国车企进入欧洲元年，燃油时代中国重卡难以进入欧洲，而在电动化时代，动力系统技术路径与成本结构发生变化，中国车企在电池、电驱与整车集成上的比较优势开始显现，欧洲市场的意义不在于短期销量，而在于单车盈利和品牌跃迁空间。

投资建议：维持重卡行业的积极看法，配置思路从“博周期”转向“选结构”，优先关注：出口敞口高或有显著边际进展的整车企业；在反内卷背景下盈利弹性更大的央国企龙头；能够受益于欧洲电动化趋势、具备体系化出海能力的公司。

风险提示：宏观与货运景气风险：需求下行超预期；反内卷推进不及预期：价格竞争恶化导致盈利修复落空；电动重卡进展超预期；出口风险：地缘政治、贸易壁垒与汇率波动；欧洲市场认证、产品适配、进入节奏、量利兑现不确定性等。



内容目录

引子：销量超预期而股价表现相对平淡，市场在担心什么？	4
1 2025 年复盘：补贴驱动内销超预期，出海区域分化	4
1.1 行情复盘：股价分化明显，核心驱动源于出海	4
1.2 销量复盘：补贴+电动重卡经济性驱动内需超预期，出口稳增	4
2 2026 年展望：内需量有韧性看点在盈利修复，出海稳增无忧看点在欧洲	9
2.1 内销展望：更新周期奠定内需韧性，反内卷+市值考核背景下单车盈利有望趋势回升	9
2.2 外销展望：东南亚&非洲扩容、中南美提份额、俄罗斯修复，出口稳增无忧，更大看点在欧洲	12
3 重点公司梳理	15
3.1 中国重汽 H：龙头地位持续强化，出口领军韧性强	15
3.2 潍柴动力：2026 年估值压制因素缓和，多元业务驱动盈利上行	17
3.3 一汽解放：出海 α+内需盈利改善+后市场，迎来困境反转	18
3.4 福田汽车：包袱解除，渠道扩张+属地化公司重卡出海有强 α	18
4 风险提示	19

图表目录

图表 1：2025 年重卡行业核心公司股价表现（截至 2025 年 12 月 18 日）	4
图表 2：2025 年重卡市场表现：内需超预期，出口稳增（万辆）	5
图表 3：2025 年老旧营运货车报废更新补贴细则	5
图表 4：国四及以下保有量从 2023 年的 186 万降至 25H1 的 114 万辆	5
图表 5：各地国四报废更新补贴细则普遍在 25 年 4-5 月落地	6
图表 6：2024-2025 年分月度重卡上险销量同比增速	6
图表 7：国四车型以旧换新政策效果测算：预计 2025 年补贴贡献约 15 万辆增量（万辆）	7
图表 8：以牵引车砂石料场景为例的 TCO 对比	8
图表 9：电动重卡分带电量段：500 度电以上占比持续提升（辆）	8
图表 10：2022-2025 年重卡分区域出口销量（辆）	9
图表 11：重卡总需求分析预测框架	9
图表 12：2009-2024 年上险销量（万辆）	10
图表 13：2017-2021 年的销量高峰自 2025 年开始迎来置换上行期（万辆）	10
图表 14：以中国重汽 A 为例，整车毛利率下台阶，反内卷趋势下毛利率有 3pcts 以上提升空间	10
图表 15：2023-2025 年纯电重卡月度渗透率走势	11
图表 16：2025 年重卡按车型类型分燃料类型渗透情况（辆）	11
图表 17：2024-2025.1-11 工信部重卡车型数量按单车带电量分段，700 度电以上车型几无供给（kWh）	11
图表 18：《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》（GB 1589—2016）已于 2025 年中启动修订	



.....	11
图表 19: 现行 GB1589 对超大带电量车型研发产生强约束, 修订后真正适合干线的车型供给将释放	12
图表 20: 重卡销量预测: 内需总量&电动重卡销量 (万辆)	12
图表 21: 俄罗斯重卡市场分析测算	13
图表 22: 2020 年至今重卡出口至俄罗斯月度销量走势 (辆)	13
图表 23: 2020 年至今面向非俄地区分区域重卡出口销量 (万辆)	14
图表 24: 2023 年全球分区域重卡销量 (万辆)	14
图表 25: 重卡销量预测: 出口总量&批发总量 (万辆)	15
图表 26: 2019 年至今中国重汽市占率走势	16
图表 27: 2011-2024 年重汽 H 重卡出口销量 (万辆)	16
图表 28: 2030 年重汽出口销量目标 (万辆)	16
图表 29: 中国重汽合作伙伴大会上展示面向欧洲的汕德卡柴油车 (已通过 WVTA 认证) 及已开发的纯电车型	16
图表 30: 柴油、天然气发动机自配率	17
图表 31: 重汽集团潍柴集团关联交易上限	17
图表 32: 2015 - 2024: PACCAR 后市场 (Parts) 营收/利润占比一览	17
图表 33: 潍柴动力大缸径发动机销量 (台)	18
图表 34: 潍柴动力核心子公司盈利能力相对差, 但处于修复通道 (利润率, %)	18
图表 35: 2022 年至今一汽解放重卡出口销量及 2030 年规划 (万辆)	18
图表 36: 解放绿动营收规模目标 (亿元)	18
图表 37: 2019-2024 年福田戴姆勒投资损益及福田对其长期股权投资余额 (亿元)	19
图表 38: 2022 年至今福田汽车重卡年度出口量 (万辆)	19
图表 39: 2023 年中资品牌中轻微皮卡+客车海外市占率测算	19



引子：销量超预期而股价表现相对平淡，市场在担心什么？

2025 年重卡行业交出了一份“销量超预期”的成绩单：全年批发销量显著高于年初市场预期，出口继续保持增长态势，内需宏观承压背景下展现出罕见的韧性。然而，与基本面形成对照的是，资本市场对重卡板块的定价并未同步抬升，个股表现出现显著分化。

这一背离背后，反映的并非对 2025 年数据本身的分歧，而是市场对“2026 年及之后还能否持续”的疑问，集中体现在以下几个方面：

- 2025 年内需是否被以旧换新政策透支？重卡需求是否会再次下行？
- 电动重卡的长期影响究竟如何？渗透率快速提升是否会持续压制行业盈利能力？
- 出口还能走多远？亚非拉市场是否已接近天花板，俄罗斯市场下行是否会拖累整体出海逻辑？
- 在销量不再爆发的背景下，重卡板块是否仍具备投资价值？

本报告的出发点，正是回答上述问题。我们的核心观点是：市场的关注点，正在从“有没有需求”，转向“赚不赚钱、能赚多久”。

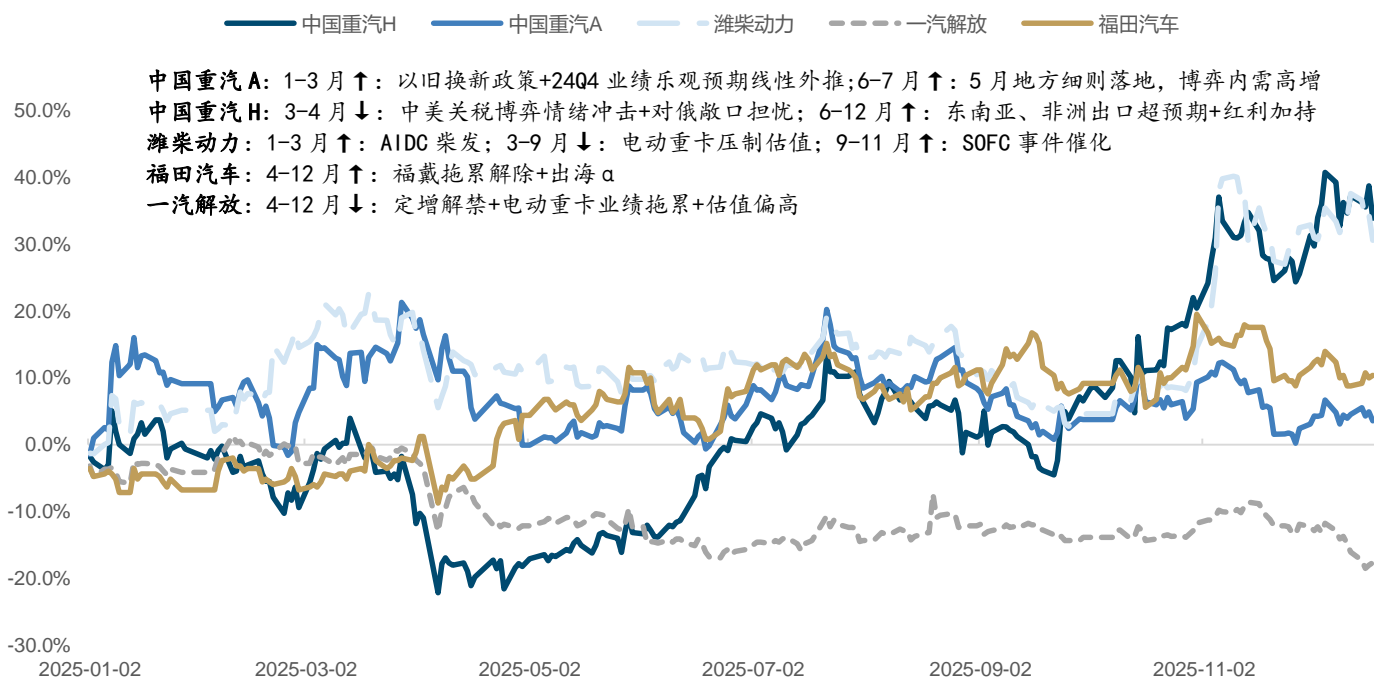
在这一视角下，单纯讨论销量高低已不足以解释股价表现，结构、盈利与区域分化成为理解重卡板块的关键。一方面，国内市场正在经历从“以价换量”向“稳价修复”的切换，反内卷与央国企市值管理为盈利改善提供制度基础；另一方面，海外市场亚非拉决定“基本盘增速”，而欧洲决定“利润弹性”。在这样的背景下，2026 年成为重卡行业从周期复苏走向结构重估的关键一年，重点关注中国重汽 H、潍柴动力、一汽解放、福田汽车等龙头公司。

1 2025 年复盘：补贴驱动内销超预期，出海区域分化

1.1 行情复盘：股价分化明显，核心驱动源于出海

行情表现上，整车层面中国重汽 H>福田汽车>中国重汽 A>一汽解放，重汽 H 和福田主要是由出海驱动，中国重汽 A 和一汽解放业绩同内需关联度更高，重汽 A 博弈短期数据色彩较重造成股价起伏偏大，一汽解放由于电动车亏损、出口对俄基数、定增解禁等因素表现偏弱；核心零部件潍柴动力股价亮眼核心驱动来自于 AIDC 柴发及 SOFC 催化。

图表1：2025 年重卡行业核心公司股份价表现（截至 2025 年 12 月 18 日）



来源：wind，国金证券研究所

1.2 销量复盘：补贴+电动重卡经济性驱动内需超预期，出口稳增

市场回顾，2025 年批发销量预计在 113 万辆左右，其中出口约 33 万辆小幅超预期，上险约 78 万辆显著超年初预期。宏观下行压力背景下，内需超预期核心驱动来自以旧换新补贴+电动重卡经济性驱动。



图表2：2025 年重卡市场表现：内需超预期，出口稳增（万辆）

销量	2022	2023	2024	2025E	2025										
					1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
批发	67.16	91.09	92.38	113	7.22	8.14	11.15	8.77	8.88	9.79	8.49	9.16	10.56	10.62	11.32
yoy		36%	1%	22%	-25%	36%	-4%	7%	14%	37%	46%	47%	83%	60%	65%
出口	17.47	27.62	29.03	33.5	2.4	2.25	2.76	2.56	2.65	2.93	2.71	2.73	3.15	3.3	3.32
yoy		58%	5%	15%	-7%	-5%	12%	1%	-6%	24%	25%	15%	28%	44%	44%
上险	47.92	61.28	60.24	78	3.37	4.82	7.18	6.87	6.31	6.92	6.44	6.68	8.34	7.01	7.67
yoy		28%	-2%	29%	-1%	82%	-4%	6%	18%	47%	39%	66%	92%	57%	34%
库存△	1.77	2.19	3.11	1.5	1.45	1.07	1.21	-0.66	-0.08	-0.06	-0.66	-0.25	-0.93	0.31	0.33
累计库存△	1.77	3.96	7.07	8.57	8.52	8.14	8.28	6.41	6.99	7.01	6.41	6.82	6.14	7.38	7.4

来源：中汽协，中保协，海关总署，国金证券研究所

1.2.1 补贴是内销超预期核心驱动，测算贡献增量约 18 万辆

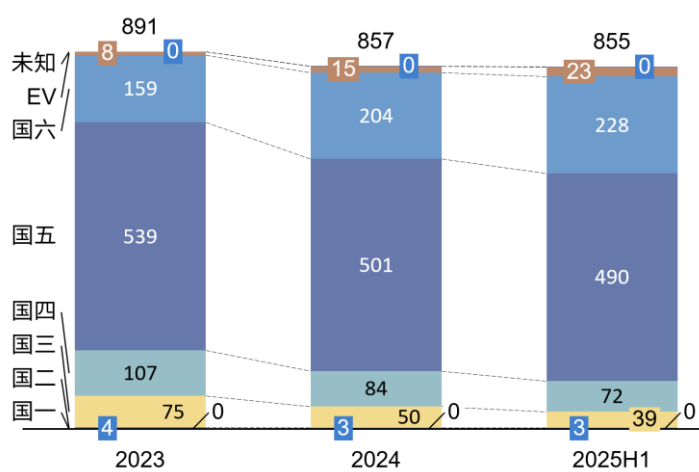
补贴力度大&补贴受益车型存量较大，增量效果显著。2025 年老旧营运货车以旧换新政策从 2024 年的国三及以下扩容到国四及以下，报废并新购柴油重卡最高补贴 11 万元，报废并新购电动重卡最高补贴 14 万元，2025 年平均柴油新车价格在 30 万元左右，430 度电纯电重卡在 45 万元左右，补贴力度占车价比例大，驱动老旧车辆更新。根据保险数据，国四及以下保有量从 2023 年的 186 万降至 25H1 的 114 万辆，其中 2024 年国三及以下保有量较 2023 年少 25.7 万辆，2025H1 较 2024 年国四及以下保有量减少 23.3 万辆，预计其中较大比例受补贴驱动报废更新。

图表3：2025 年老旧营运货车报废更新补贴细则

图表4：国四及以下保有量从 2023 年的 186 万降至 25H1 的 114 万辆

车辆类型	提前报废时间	补贴标准（万元/辆）
中型	满1年（含）不足2年	1.0
	满2年（含）不足4年	1.8
	满4年（含）以上	2.5
重型	满1年（含）不足2年	1.2
	满2年（含）不足4年	3.5
	满4年（含）以上	4.5

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轴及以上	6.5
		9.5



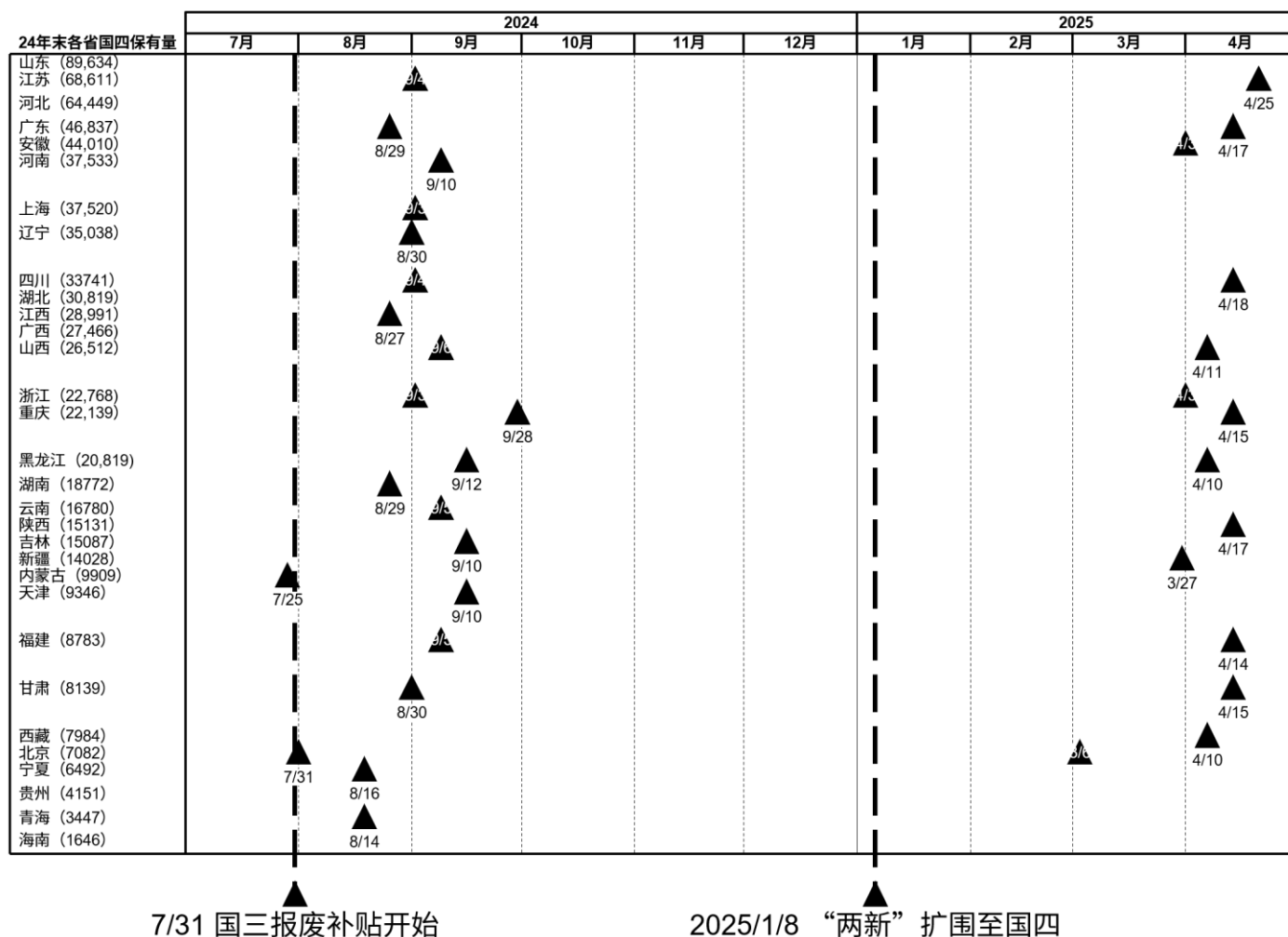
来源：交通部，国金证券研究所

来源：福田汽车，国金证券研究所

地方细则落地节奏决定补贴效果兑现节奏。2025 年 1 月 8 日政府宣布扩容至国四，2-3 月交通运输部、发改委等部门加快国四及以下货车报废更新制定国家层面细则，地方由于梳理国四保有情况、筹措资金等细则落地时间普遍在 4-5 月，因而自 5 月开始上险增速提速，情景与 2024 年 10 月市场表现类似。

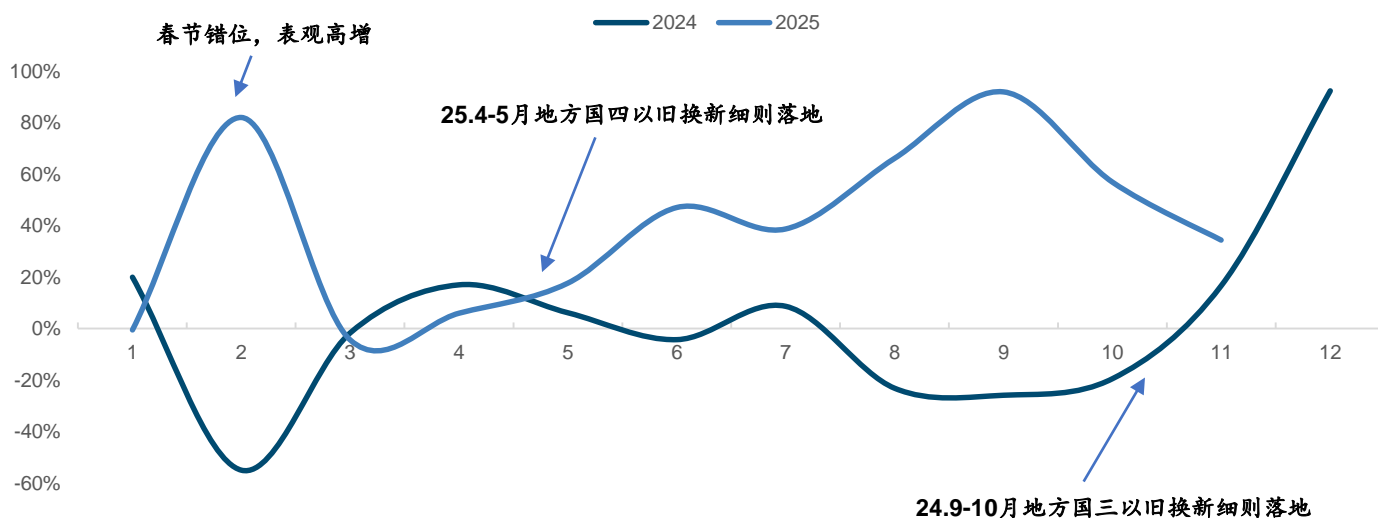


图5：各地国四报废更新补贴细则普遍在 25 年 4-5 月落地



来源：各级政府网站，北斗数据，国金证券研究所

图6：2024-2025 年分月度重卡上险销量同比增速



来源：中保协，国金证券研究所

补贴效果测算：政策贡献约 18 万辆销量增量。如前文所述，2024 年底国四及以下保有量 137 万辆，截至 25H1 剩 114 万辆，其中国四从 84 降至 72 万辆，国三及以下从 53 降至 42 万辆，由于国三国四在终端的实际使用情况有差



异，须分开测算：

- ◆ 国四：政策贡献增量 15 万辆。鉴于缺乏准确 2025 年分车型保有量数据以及补贴更新量数据，我们提出 3 个假设作为侧面估算。

假设 1：假设 90% 为符合补贴条件的营运重卡，依据为北斗口径重卡保有量小于保险口径保有量。

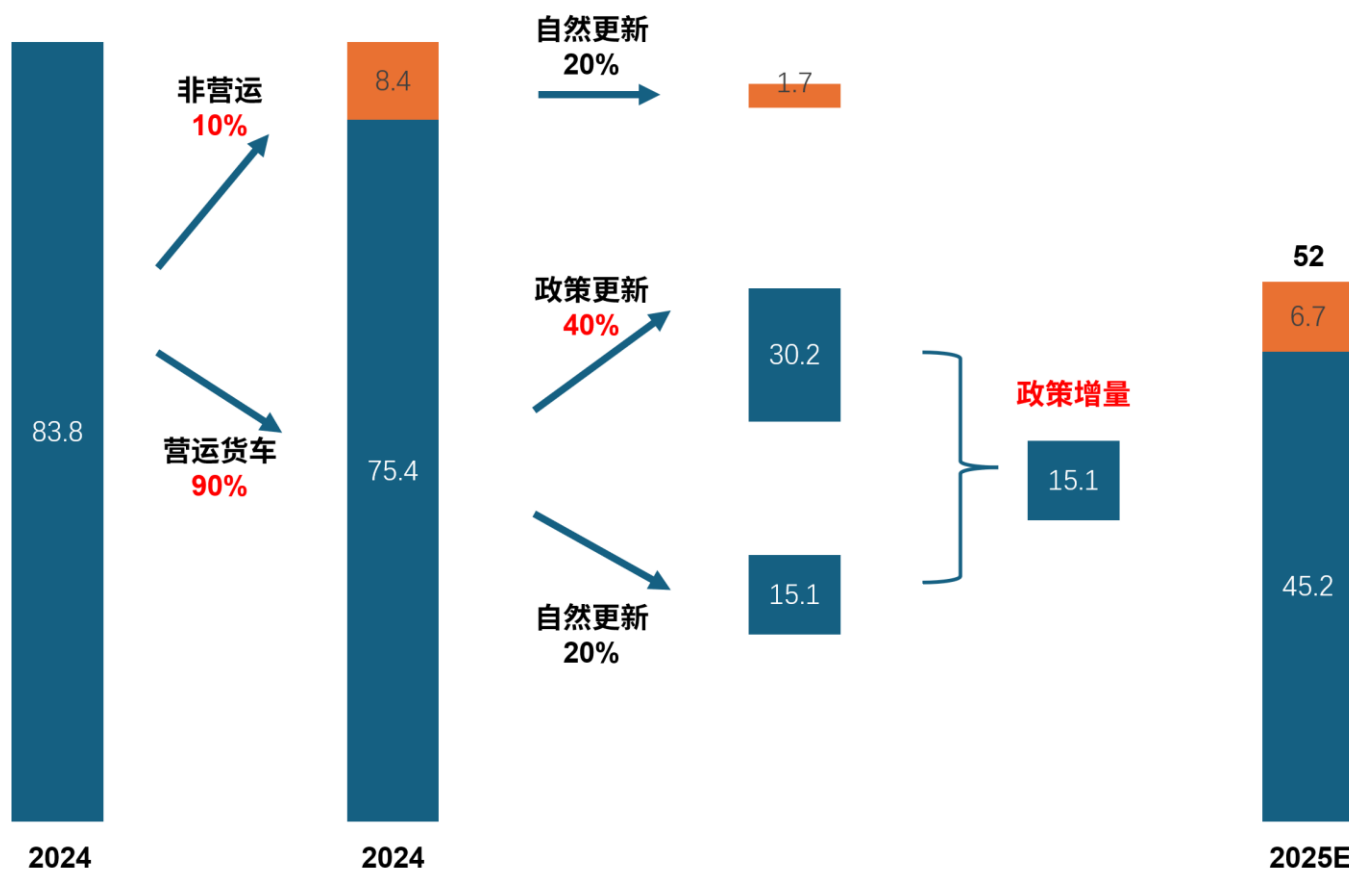
假设 2：没有补贴扰动下自然更新率为 20%。国四新车销售年份在 2012-2016 年，取平均销售年份为 2014 年，至 2024 年底平均车龄为 10 年，而重卡强制报废年限为 15 年，因而假设 2024 年底保有国四车型 2025 年自然更新率为 20%。

假设 3：在 2025 年补贴力度大而 2026 年补贴政策不明朗以及购置税优惠退坡背景下，假设营运重卡中 40% 选择更新。

根据以上 3 个假设，推算 2025 年以旧换新贡献约 15 万辆增量销量。

- ◆ 国三：政策贡献增量约 3 万辆。国三相较国四有几点差异：1、由于年限更久，预计符合补贴条件车辆比例低于国四；2、国三保有车辆很多闲置呈现僵尸车状态，政策驱动下更多选择直接报废；3、2024 年国家已出台针对国三车辆的补贴，有稳定货源换车需求的车队多数在 2024 年更新。据此，我们判断 2025 年国三以旧换新补贴新车销量增量贡献有限，测算约 3 万辆。

图表7：国四车型以旧换新政策效果测算：预计 2025 年补贴贡献约 15 万辆增量（万辆）



来源：国金证券研究所

1.2.2 纯电经济性是内需超预期次要驱动因素

TCO 经济性驱动电动重卡爆发，进而带动总量超预期。“电动重卡渗透率提升-运价走低”负向循环倒逼车队油转电 or 增购电车。根据中国物流与采购联合会披露数据，2024 年在主要运输线路上 5 轴以上重型厢式货车车公里运价为 6.78 元/车公里，2025 年 1-8 月份降至 6.22 元/车公里。随着大电量和续航的增长，新能源重卡逐渐从封闭场景向短途开放式场景过渡，长途干线也将逐步进入电动化起步阶段。

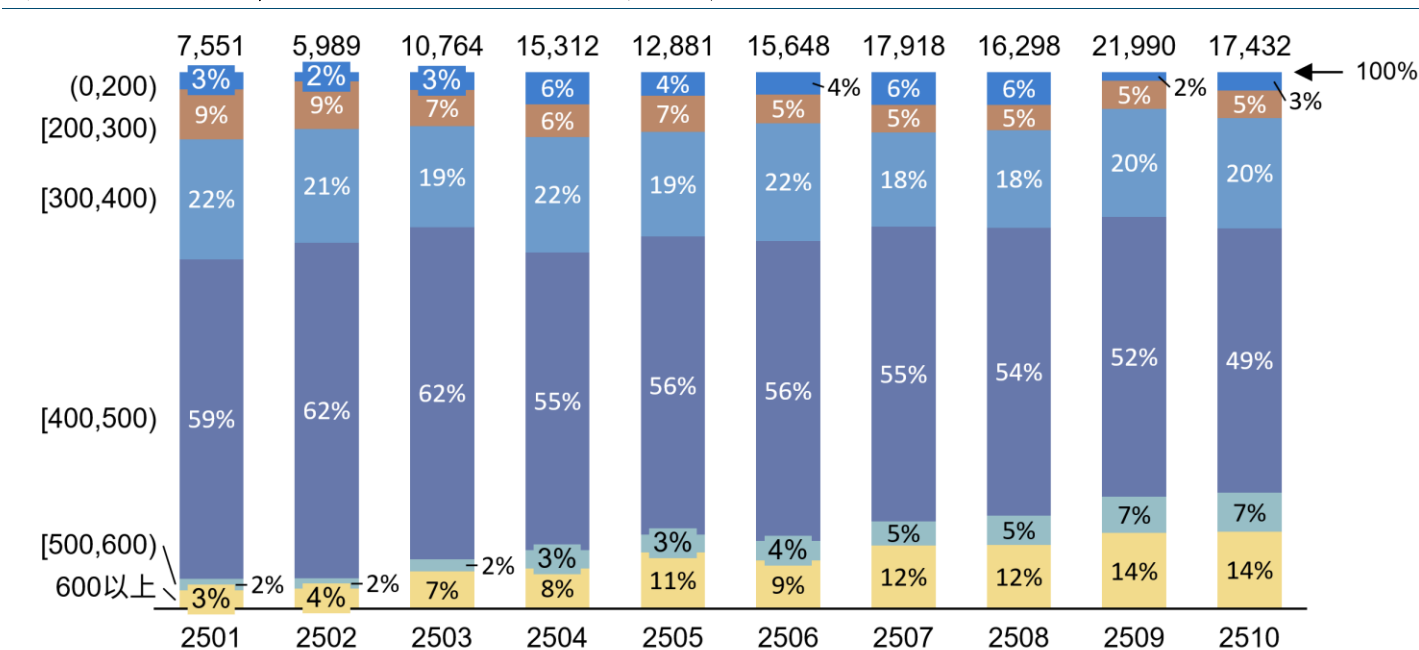


图表8：以牵引车砂石料场景为例的TCO对比

	纯电动	柴油
1-月均运营里程	10000 公里	10000 公里
2-购买价格	45 万	32 万
3-残值	6.8 万	8.0 元
4-每公里能耗费用	1.60 元	2.60 元
4.1-百公里能耗	180 度	40 升
4.2-单位能耗价格	0.85 元/度	6.5 元/升
4.3-尿素消耗	0 元/公里	0.08 元/公里
5-每公里路桥费	1 元	1 元
6-每公里维修保养	0.12 元	0.08 元
7-每公里轮胎费用	0.09 元	0.09 元
8-每公里保险费用	0.26 元	0.19 元
9-5 年 TCO	3.6 元/公里	4.4 元/公里

来源：SIC，国金证券研究所

图表9：电动重卡分带电量段：500 度电以上占比持续提升（辆）



来源：北斗数据，国金证券研究所

1.2.3 出口稳增：东南亚&非洲超预期，弥补对俄出口萎缩

出口区域分化显著：东南亚&非洲市场扩容，中南美提份额，俄罗斯崩盘。东南亚和非洲重卡市场受益于基建及矿产需求容量扩张，2025 年中国对这两个区域出口增量显著；中南美区域中资车企低基数，提市占率驱动高增长；俄罗斯市场 2025 年因国内容量坍塌&中国车企高库存，中国对俄出口崩盘。



图表10：2022-2025 年重卡分区域出口销量（辆）

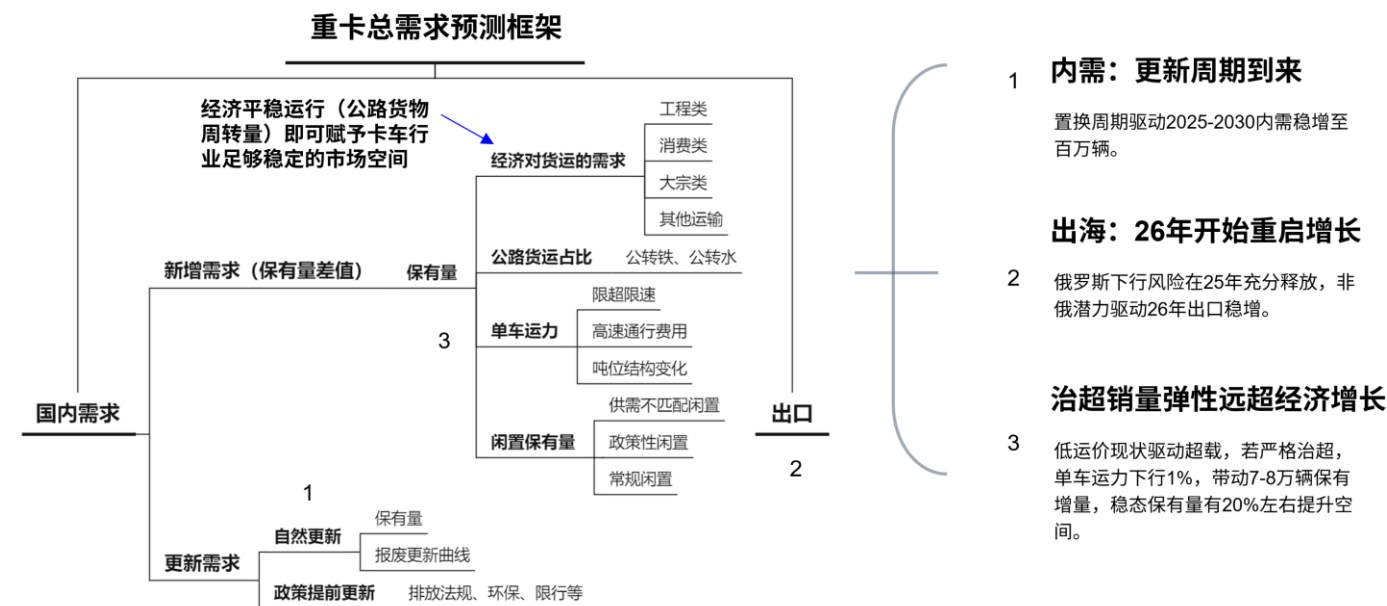
2022 年		2023 年		2024 年		2025M1-11	
出口区域	出口数量	出口区域	出口数量	出口区域	出口数量	出口区域	出口数量
亚洲	80690	欧洲	112918	亚洲	140201	亚洲	172211
非洲	56899	亚洲	109557	非洲	100790	非洲	139089
欧洲	36749	非洲	72717	欧洲	89480	南美洲	20768
南美洲	11536	北美洲	10490	北美洲	13321	欧洲	10180
北美洲	4402	南美洲	10539	南美洲	13120	北美洲	7750
大洋洲	1135	大洋洲	1624	大洋洲	2073	大洋洲	2850
其中：俄罗斯	36054	其中：俄罗斯	110993	其中：俄罗斯	86951	其中：俄罗斯	7557
	191411		317845		358985		352865

来源：海关总署，国金证券研究所

2 2026 年展望：内需量有韧性看点在盈利修复，出海稳增长看点在欧洲

我们搭建了完善的重卡行业需求预测模型，行业总量维度：置换周期驱动 2025-2030 年内需回归百万辆+出海β持续，盈利端当前以出海为主，后续受益于内需复苏以及反内卷盈利将持续上行。重卡盈利空间=更新周期驱动销量回归中枢*潜在治超弹性*市占率提升*（规模效应+反内卷利润弹性）+出海（亚非拉容量扩容*市占率提升），行业处于周期低位，估值处于相对低位，做时间的朋友。

图表11：重卡总需求分析预测框架



来源：国金证券研究所

2.1 内销展望：更新周期奠定内需韧性，反内卷+市值考核背景下单车盈利有望趋势回升

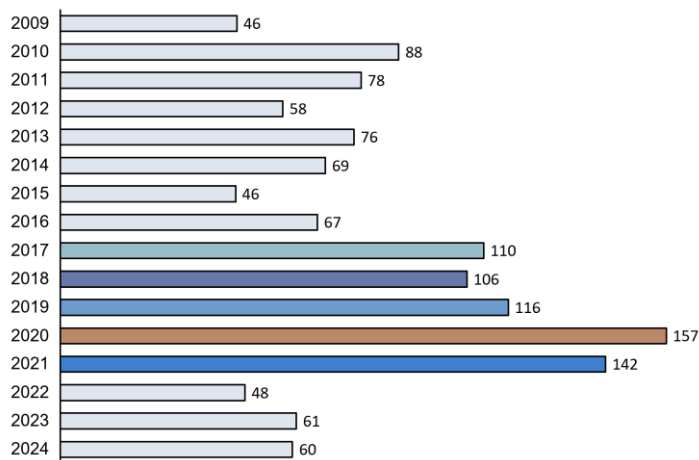
内需方面，国五更新周期自 2025 年起逐步启动，叠加国四及以下以旧换新政策延续，2026 年内需具备韧性；更长周期来看，2028-2029 年预计国七开始施行，将产生类似于国五切国六阶段的抢装效应推升 2027-2028 年内需销量，整体内需中期向上无忧；销量之外，更核心的看点是反内卷+央企市值考核驱动单车盈利回升。

2.1.1 国五更新周期+以旧换新延续，内需有韧性

销量角度：国五更新周期来临，驱动 2026-2030 年内需稳增长。2017-2021 年是我国重卡销量高峰，均为国五车型，我们根据经验假设一条以 10 年为置换中枢的更新曲线，这 5 年销量高峰的置换周期将驱动 2025-2030 年更新需求稳步提升，2026-2028 年每年更新换代整体增量 8/10/9 万辆。

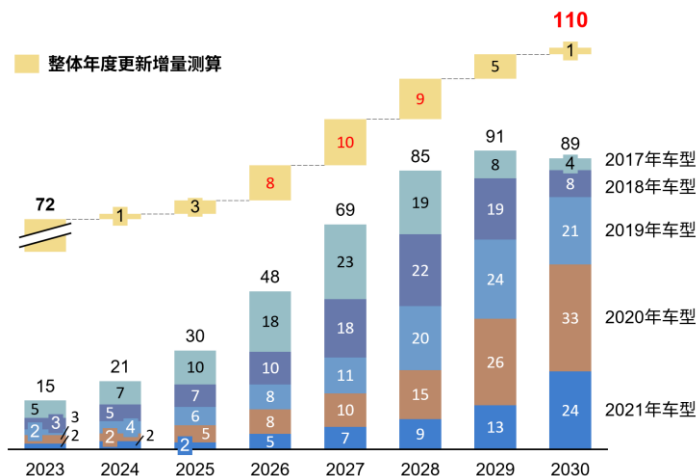


图表12：2009-2024 年上险销量（万辆）



来源：上险数，国金证券研究所

图表13：2017-2021 年的销量高峰自 2025 年开始迎来置换上行期（万辆）



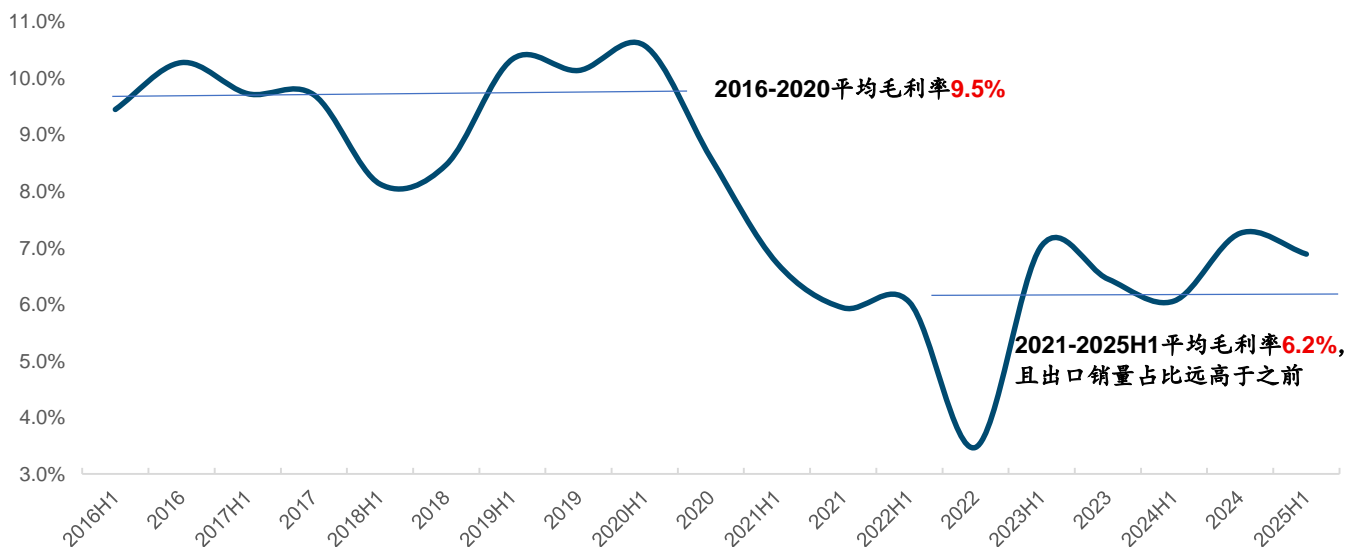
来源：上险数，国金证券研究所

2026 年国四以旧换新延续，且补贴力度未退坡，缓解透支压力。2025 年在补贴政策加持下内销超市场预期，引发市场对于 2026 年内需的担忧。2025 年 12 月 30 日发改委、财政部发布关于 2026 年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知，继续支持报废国四及以下排放标准营运货车更新为低排放货车，补贴标准按照《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》（交规划发〔2025〕17 号）执行。

2.1.2 反内卷+央国企市值考核，单车盈利趋势性改善是内需端核心看点

盈利角度：2025 年为反内卷元年，单车盈利趋势性改善是内需端核心看点。从 2024 年中央政治局会议首次明确提出“防止‘内卷式’恶性竞争”，到 2025 年《政府工作报告》要求“综合整治‘内卷式’竞争”，“反内卷”行动已上升为国家经济转型的重要命题，重卡行业主要玩家均为央国企，反内卷执行效果将远好于其他“民营含量高”的行业。同时，2024 年 12 月 13 日国资委印发《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，利润为市值的核心，相关重卡央国企价格竞争激烈程度明显缓和，从产业端看，2025 年以来整车价格未再显著下行，甚至头部央企带头部分车型涨价。

图表14：以中国重汽 A 为例，整车毛利率下台阶，反内卷趋势下毛利率有 3pcts 以上提升空间



来源：wind，国金证券研究所

2.1.3 电动化渗透边际放缓，估值压制因素缓和

2024-2025 年电动重卡爆发核心驱动因素：1、补贴政策&路权；2、市场驱动：电池成本下探、单车带电量提升、灵活的定价及营销方式等；3、TCO 经济性。

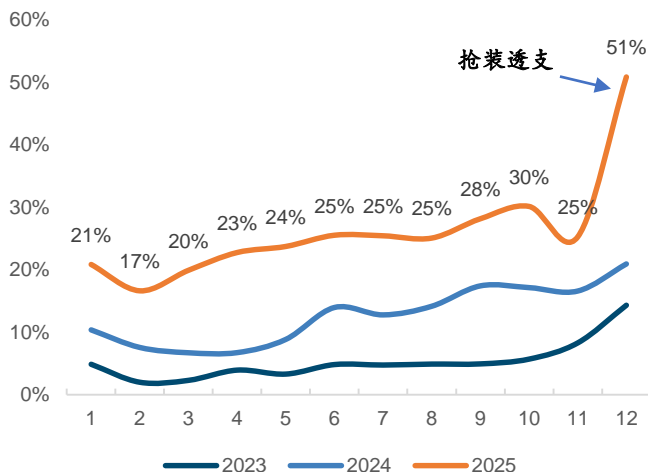
展望 2026 年，具体影响因素如下：

◆ 负向：1、需求部分透支。2025 年高国四基盘*高额纯电补贴+此前车队对 2026 年补贴政策不确定性+2026 年纯

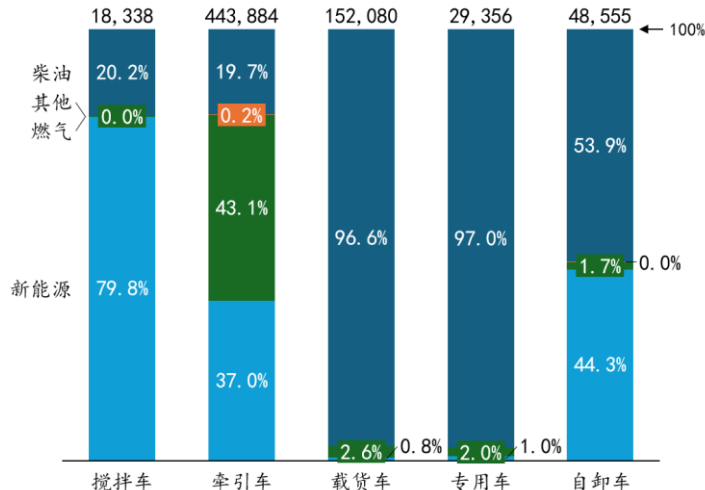


电重卡购置税从全额免征调整为减半征收，部分需求提前至 2025 年释放，预计透支约 3 万辆。以 2025 年 12 月为例，北斗口径电动重卡单月销量 3.5 万辆，较 1-11 月均值 1.5 万辆增加 2 万辆，单月渗透率超 50%；2、适合电动化的搅拌车、自卸车以及中短途牵引车渗透率已达较高水平。根据北斗数据，2025 年分车型电动渗透率看搅拌车 80%、自卸车 44%、牵引车 37%，场景以中短途为主，相应车型后续渗透率有小幅提升空间，但更大空间需要突破中长途，有赖于更大带电量的车型（满载实际续航 500km 以上，700 度及以上）及完备的充换电网络；3、电池涨价风险。

图表15：2023-2025 年纯电重卡月度渗透率走势



图表16：2025 年重卡按车型类型分燃料类型渗透情况 (辆)

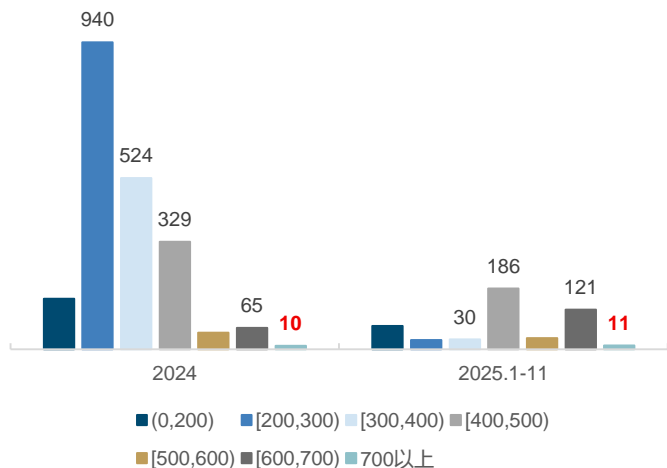


来源：上险数，国金证券研究所；注：由于 2025 年 12 月上险数据尚未披露，该月渗透率为采用北斗口径渗透率作近似替代。

来源：北斗数据，国金证券研究所

◆ 正向：1、单车带电量持续提升，中短途场景深化渗透；2、“电动化渗透率提高-运价走低”负向循环倒逼车队选择电动重卡；3、GB1589 修订（于 2025 年 8 月启动）有望为电动重卡增设重量豁免条款，但较大概率 2026 年底或 2027 年才施行。

图表17：2024-2025.1-11 工信部重卡车型数量按单车带电量分段，700 度电以上车型几无供给 (kWh)



图表18：《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》(GB 1589—2016) 已于 2025 年中启动修订

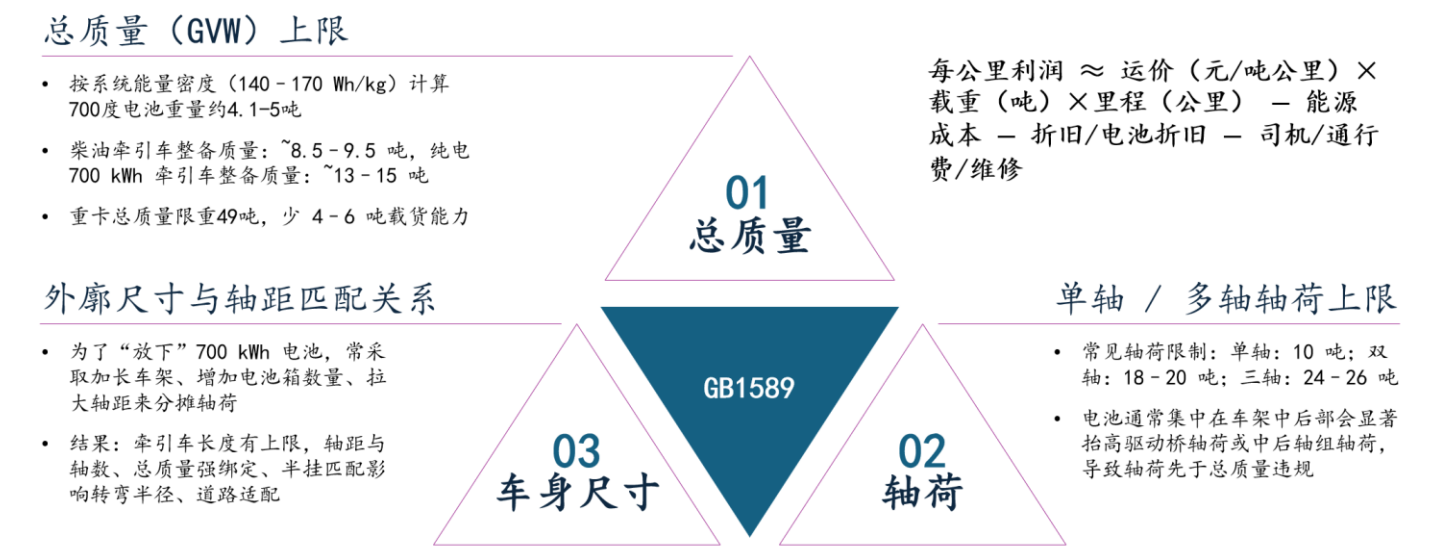


来源：工信部，国金证券研究所；注：由于无法准确拆分中重卡，本处“重卡”口径选取整备质量超过 7 吨的车型；由于某个车型可能会有多个带电量配置，此处全部选取最大带电量作为基准划分区间，因而会造成大带电量车型数量偏高。

来源：道路运输车辆技术服务网，国金证券研究所



图表19：现行GB1589对超大带电量车型研发产生强约束，修订后真正适合干线的车型供给将释放



来源：国金证券研究所

综上，总量维度，由于 2025 年以旧换新补贴贡献政策增量约 18 万辆，对 2026 年需求产生一定透支，我们预计内销中汽协口径同比下滑 5%至约 76 万辆；结构维度，由前文所述电动重卡 2025 年预计透支约 3 万辆，考虑到细分市场深化渗透，我们预计 2026 年电动重卡总销量较 2025 年持平约 20 万辆，因总量小幅下行故渗透率小幅上行，2027 年及之后随着 GB1589 修订落地、600 度电以上车型上量、充换电网络补足等电动重卡有望迎来新一轮爆发。我们对 2026 年及后续年度内销端相关销量数据预测如下：

图表20：重卡销量预测：内需总量&电动重卡销量（万辆）

销量	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
国内_中汽协	50	63	63	80	76	80	84
yoy		28%	0%	25%	-5%	6%	5%
国内_上险	48	61	60	78	74	79	82
yoy		28%	-2%	29%	-5%	6%	5%
纯电重卡_上险	2	3	8	20	20	26	31
yoy		33%	157%	153%	3%	30%	18%
渗透率	5%	5%	13%	25%	27%	33%	37%

来源：中汽协，中保协，国金证券研究所

市场对重卡板块核心担忧因素即为电动化中长期利空无法证伪，由上这个问题在 2026 年有望迎来缓解。同时我们注意到头部车企已于 2025 年实现经营性利润大幅改善，并在电动重卡市占率实现与柴油领域地位持平，因而格局和盈利方面不再构成显著拖累项，估值有望向上回归。

2.2 外销展望：东南亚&非洲扩容、中南美提份额、俄罗斯修复，出口稳增无忧，更大看点在欧洲

自 2023 年重卡出口中汽协口径突破 27 万辆后，市场对于海外进一步空间的担忧不绝于耳，担忧点主要有两个：1、可触达市场市占率不低；2、外卷造成单车盈利下滑的风险。显然，抱有这种观点的投资者一定会踏空 2024-2025 出海稳增带来的投资机会，如中国重汽 H 两年涨幅达 108%。

我们认为，1、亚非拉市场中大部分区域就是十几年前甚至 20 年前的中国市场，其地产基建的潜力、物流的潜力是巨大的，市场中长期有很大的扩容空间，同时其中很多市场存在中国新车替代欧美二手车的增量空间。2、量的维度，中国车企正在进入巴西、欧洲等“此前未涉足”市场，此外印度市场随着中印关系缓和也有突破机会，更重要地，欧洲、巴西等市场单车盈利远高于其他区域。3、参考国内重卡市场，需求萎缩才催生价格战，中期出海稳增局面下难有实质价格竞争，同时在中国政府反内卷也反外卷的号召下，价格竞争趋势向好。

展望后续，我们认为重卡出海 β 将稳健向上，欧洲将成为中长期最具弹性的战略市场，核心逻辑如下：

2.2.1 出口俄罗斯已于 2025 年触底，2026 年开始有望迎来复苏

本土市场崩塌+中资车企库存高企是 2025 年出口俄罗斯崩盘主因。俄罗斯在 2023 年 8 月 1 日和 2024 年 10 月 1 日两次增加报废税，对出口俄罗斯销量产生扰动，行成较高的渠道库存，同时受制于俄罗斯央行一度高达 20%的基准利率



率，本地购车需求被压制市场大幅下行。2025 年 1-9 月海关口径重卡出口俄罗斯销量 5865 辆，同比下滑 93%。

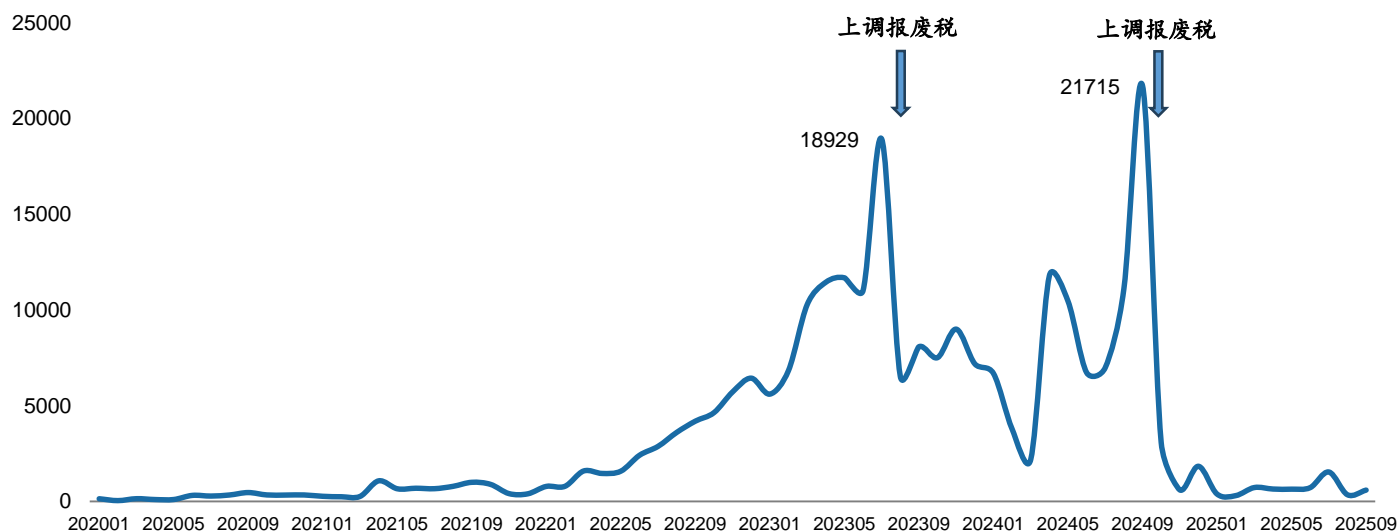
2026 年开始出口俄罗斯销量有望迎来修复。俄罗斯保有卡车 367 万辆，其中重卡约 40%对应 150 万辆，由于车龄普遍较老，年稳态销量有望达 10 万辆，中国重卡稳定 40-50%市占率对应 4-5 万辆稳态销量。市场已充分预期俄罗斯市场下行，2025 年去库之后，自 2026 年开始出口至俄罗斯销量将稳步回升。

图表21：俄罗斯重卡市场分析测算

数据口径	科目(辆)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
海关总署	中国重卡对俄罗斯出口量	3,193	2,881	7,304	36,054	110,993	86,951	8,387	28,213	36,534	40,188
测算	yoy		-10%	154%	394%	208%	-22%	-90%	236%	29%	10%
RUS-AUTO	俄罗斯重卡行业零售销量	78,807	72,683	100,196	84,672	144,219	126,165	56,774	73,807	81,187	89,306
测算	yoy		-8%	38%	-15%	70%	-13%	-55%	30%	10%	10%
RUS-AUTO	中国品牌在俄零售销量	3,271	3,472	7,255	24,006	81,917	78,348	28,387	33,213	36,534	40,188
测算	中国品牌在俄市占率	4%	5%	7%	28%	61%	62%	50%	45%	45%	45%
测算	俄罗斯中国重卡库存波动△	-78	-591	49	12,048	29,076	8,603	-20,000	-5000	0	0
	累计库存△		-669	-620	11,428	40,504	49,107	29,107	24,107	24,107	24,107

来源：海关总署，RUS-AUTO，国金证券研究所；注：黄色区域为核心预测假设。

图表22：2020 年至今重卡出口至俄罗斯月度销量走势（辆）



来源：海关总署，国金证券研究所

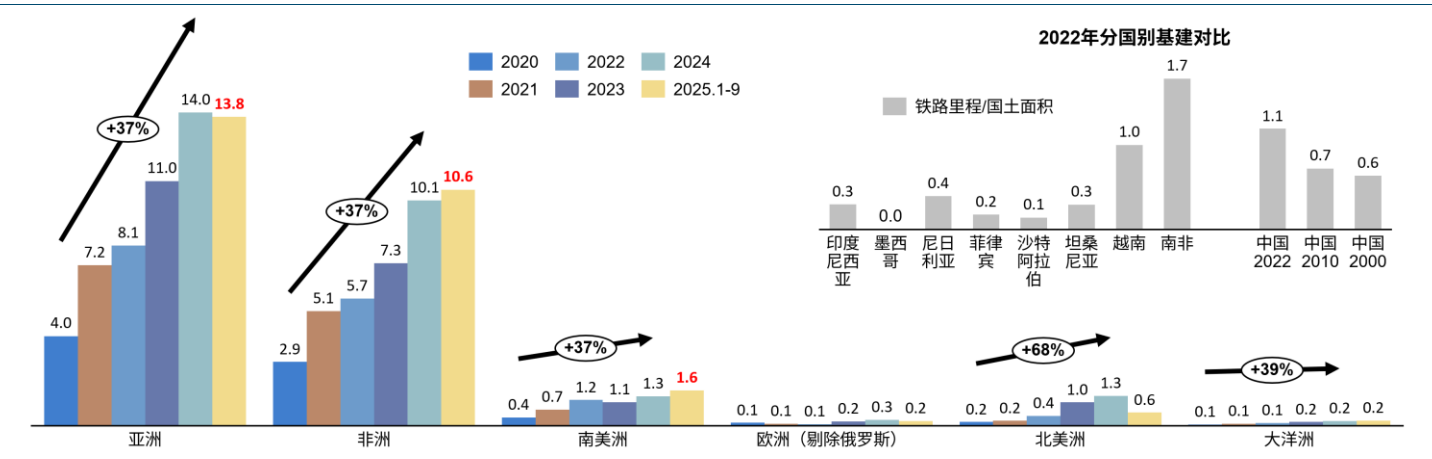
2.2.2 非俄地区总量&份额&替代欧美二手车潜力大

2025 年 1-11 月，海关口径我们对非俄地区出口重卡 34.5 万辆，同比增长 41%，持续保持高增速，其中以非洲和东南亚增速最快。

展望后续，总量维度：亚非拉地区经济潜力大，地产基建发展水平及快递物流水平不及我国 2000 年的水平，参考我国 2001 年销量仅 15 万辆，这些区域远期总量预计有翻倍以上空间；份额维度：在南美、中东、东南亚等地仍有较大提升空间；此外，若考虑到亚非拉地区当前大量购买欧美二手车，中国新车替换欧美二手车的空间巨大。



图表23：2020 年至今面向非俄地区分区域重卡出口销量（万辆）

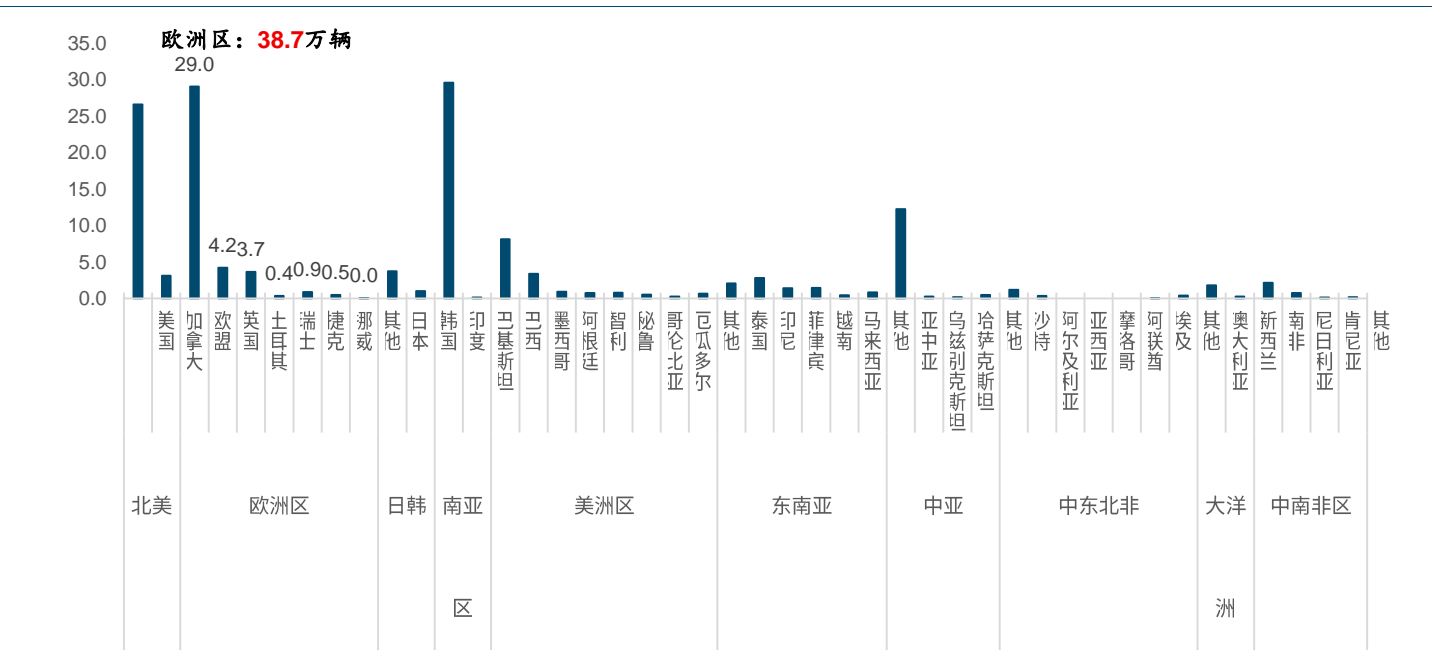


来源：海关总署，国金证券研究所

2.2.3 欧洲 2026 年进入元年，成为中长期最具弹性的战略市场

欧洲市场是和北美、印度并列的仅次于中国的 30 万辆级市场，此前中国车企一直未曾涉足，未来想象空间巨大。假设远期中国车企占据 30% 市占率，单车利润可展望柴油重卡 10 万元级、电动重卡数十万元级，贡献超百亿利润增量。

图表24：2023 年全球分区域重卡销量（万辆）



来源：福田汽车，HIS，国金证券研究所

为什么当前时点中国车企开始有机会进入欧洲市场？燃油时代 vs 电动时代，进入壁垒发生结构性变化：

- ◆ 燃油车时代：①排放法规差异与升级节奏不同步，中标持续滞后于欧标；②欧盟法规体系高度复杂，不仅涉及排放，还包括环保、有害物质、回收与全生命周期合规等多维要求，研发与认证成本高；③核心零部件与整车平台存在技术代差与投放延迟；④欧洲客户品牌忠诚度高且高度重视残值，对性价比重视程度低于亚非拉；⑤燃油车使用场景分散，新进入者搭建完备服务网络成本巨大。
- ◆ 电动车时代：①动力系统由“发动机-变速箱-车桥”转向“三电+软件+整车集成”，技术起点更接近；②全球新能源供应链中，电池、电驱与部分功率电子等关键环节的规则与规模优势更多集中于中方，中国车企可以在核心部件采购成本、迭代速度上获得比较优势；③欧洲大 B 端客户对新能源车型的“品牌忠诚度”相对弱于燃油时代，更关注交付周期、全生命周期成本与碳足迹合规；④经历乘用车、客车、工程机械等洗礼，欧洲用户意识到中国产电动车优于欧洲本土车企，对中国电动重卡接受度高；⑤电动重卡相对固定线路更便于铺设销售服务网络。

节奏上，2026 年为中国车企进入欧洲元年，2027 年开始有望兑现销量及盈利。中国重汽、一汽解放、福田汽车等已尝试进入欧洲市场，后续各自欧洲市场表现将取决于“技术适配速度×本地化深度×细分市场选择”。

- ◆ 重汽方面：柴油重卡汕德卡 C9H 欧洲版已于 2025 年下半年通过 WVTA 认证，处于小批量客户试用阶段，26 年



即将开启正式销售，同时电动重卡车型也将于 2026 年通过 WVTA 认证导入欧洲市场；

- ◆ 解放方面：2026 年战略重点推进欧洲市场进入，计划以新能源重卡为切入点，利用价格优势和交付效率优势打开市场，目前已与当地企业探讨合作可能性；
- ◆ 福田方面：启动欧洲市场布局，以轻客和新能源车型为切入点，依托土耳其合作伙伴推进属地化运营；
- ◆ 其他车企：2025 年 11 月 24 日，远程新能源商用车集团、Düvenbeck 与上海赞珀领荟国际物流有限公司在伦敦正式签署合作协议，三方将共同在德国成立远程新能源商用车首个海外备件仓，计划于 2026 年一季度落成，建成后可实现常规订单 1-6 个工作日覆盖欧洲、备件到总代库 OTD（订单交货）缩短 40-60 天。

综上，我们认为亚非拉市场仍处于“市场扩容+提份额”阶段，俄罗斯市场在去库存完成后有望修复，欧洲市场的电动化窗口正在为中国重卡打开新的战略空间，整体重卡出口将稳健上行。我们对 2026 年及后续年度出口端&总量数据预测及核心判断如下：

- ◆ 俄罗斯：中国车企在俄罗斯核心困境为本土市场崩塌+高库存。本土市场容量因高保有量叠加央行利率回落预计将稳健回升，库存已于 2025 年去化较多，中国车企市占率格局稳定，因而出口俄罗斯将迎来修复性增长；
- ◆ 东南亚+非洲：地产基建潜力巨大，市场容量跟随经济增长稳步扩容，中资车企市占率维持高位；
- ◆ 南美洲：中资车企加大布局+低基数，中资出口将保持快速增长；
- ◆ 欧洲：基本为 0-1 市场，2026 年进入元年，之后将维持高速增长；
- ◆ 总量维度：中汽协口径，出口端 2026 年同比增长 14%至约 38 万辆，内销端因 2025 年透支下滑 5%至约 76 万辆，整体约 114 万辆，同比增长 1%。

图表25：重卡销量预测：出口总量&批发总量（万辆）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
出口_中汽协	17.5	27.6	29.0	33.5	38.3	42.0	45.3
yoy		58%	5%	15%	14%	10%	8%
亚洲	7.4	9.5	11.3	16.3	17.2	18.0	18.9
yoy		29%	19%	44%	5%	5%	5%
非洲	5.2	6.3	8.2	13.2	14.8	16.3	17.6
yoy		22%	29%	62%	12%	10%	8%
南美洲	1.1	0.9	1.1	2.0	2.5	3.0	3.4
yoy		-13%	16%	86%	25%	20%	15%
北美洲	0.4	0.9	1.1	0.7	0.7	0.7	0.7
yoy		127%	18%	-32%	0%	0%	0%
大洋洲	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
yoy		36%	19%	61%	15%	13%	10%
俄罗斯	3.3	9.6	7.0	0.7	2.4	3.1	3.4
yoy		193%	-27%	-90%	236%	29%	10%
欧洲（不含俄罗斯）	0.1	0.2	0.2	0.2	0.4	0.6	0.9
yoy		164%	22%	22%	60%	50%	45%
国内_中汽协	50	63	63	80	76	80	84
yoy		28%	0%	25%	-5%	6%	5%
中汽协	67.2	91.1	92.4	113.0	113.8	122.1	129.4
yoy		36%	1%	22%	1%	7%	6%

来源：中汽协，中保协，海关总署，国金证券研究所；注：中汽协不披露直接分区域出口数据，此处分区域历史数据采用北斗数据分区域占比间接测算得出；标黄为核心预测数据。

3 重点公司梳理

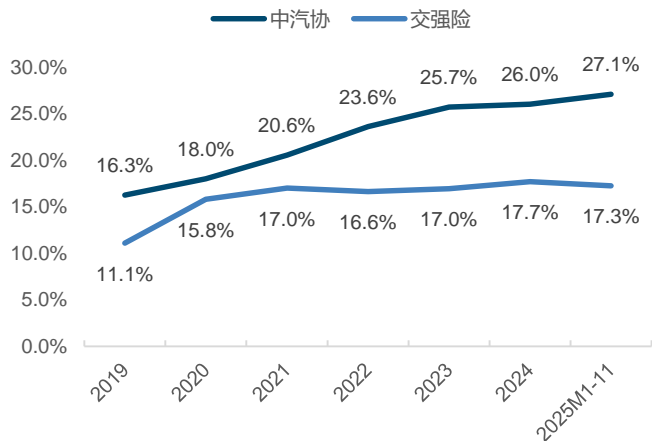
3.1 中国重汽 H：龙头地位持续强化，出口领军韧性强

- ◆ 看点 1：出海及内需龙头，市占率稳升。

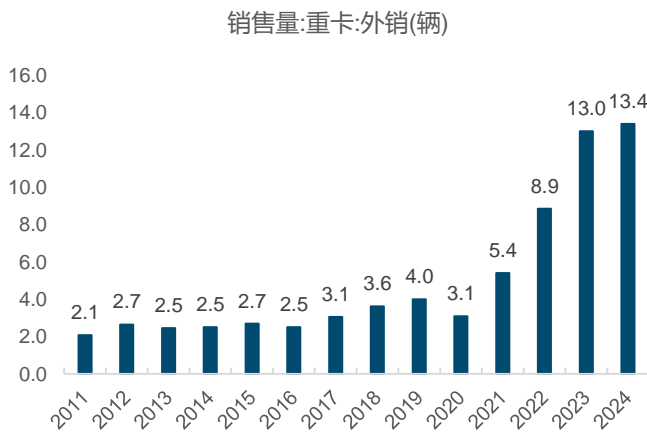


近年来，公司市占率稳步提升，中汽协口径市占率从2019年的16.3%提升至2025年1-11月的27.1%，上险端市占率从11.1%提升至17.3%，重卡龙头地位持续强化；出口方面，作为最早布局海外市场的玩家，2024年销量已超13万辆。展望后续，公司内需端将直接受益于2026年以旧换新及2025-2030年国五置换周期，出口端受益于海外市场滚雪球式发展。

图表26：2019年至今中国重汽市占率走势



图表27：2011-2024年重汽H重卡出口销量（万辆）



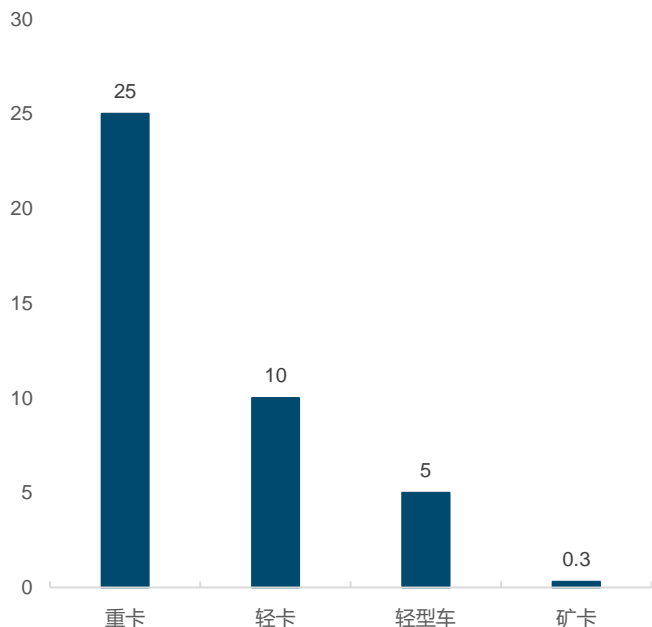
来源：中汽协，上险数，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

◆ 看点2：出海志存高远，2026年是欧洲进入元年。

2025年10月18日，中国重汽举办了全球合作伙伴大会，中国重汽提出今年重卡出口销量将突破15万辆，到2030年计划出口重卡25万辆（CAGR 10.7%）、轻卡10万辆、轻型车5万辆、矿卡3000辆。同步，公司展示了面向欧洲市场的汕德卡柴油车型（已通过WVTA认证）及已开发的纯电车型。

图表28：2030年重汽出口销量目标（万辆）



图表29：中国重汽合作伙伴大会上展示面向欧洲的汕德卡柴油车（已通过WVTA认证）及已开发的纯电车型



来源：中汽协，上险数，国金证券研究所

来源：新华网，中国重汽，国金证券研究所

◆ 看点3：发动机自制率提升，进一步提升盈利能力。

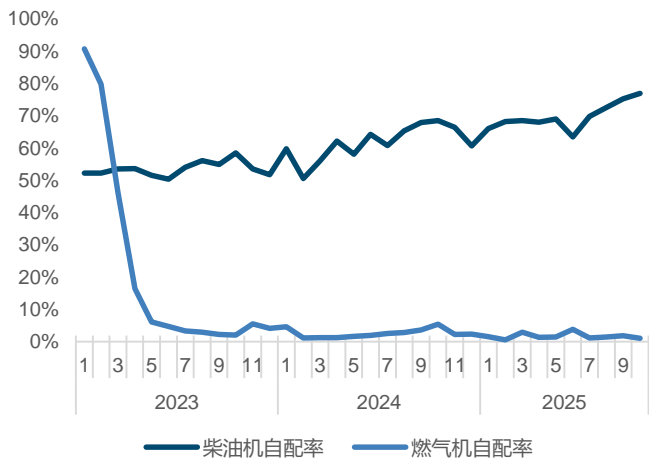
发动机自制率方面，公司内销及出口端发动机自制率不断提升，推升公司盈利能力。以国内端北斗口径为例，柴油发动机方面，公司自配比例从2023年初的约50%提升到2025年年末的超75%；燃气发动机在2023年之前大部分为自供。

根据公司披露的关联交易公告，2026年预计与潍柴的关联交易金额上限从2025年的240亿元下降至210亿元，

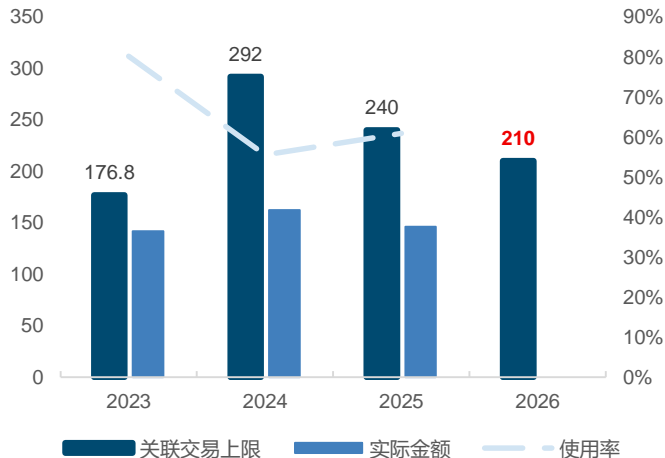


可预期公司 2026 年核心零部件自配率有进一步上行空间。

图表30：柴油、天然气发动机自配率



图表31：重汽集团潍柴集团关联交易上限



来源：北斗数据，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

◆ 看点 4：后市场业务潜力巨大。

中国重汽十分注重后市场建设，已系统展开车辆融资、车队管理、二手车置换回购等业务，除了国内，公司同样非常重视海外后市场业务。2025 年 1-9 月，中国重汽后市场配件销售收入同比增长 59%，海外后市场收入目标 2030 年要做到 10 亿美元。

对标海外龙头，可以看到帕卡后市场（Parts 后市场零配件分销）的营收占比长期在 16%~21% 区间，体现“存量车队保有量”对后市场的强支撑，同时后市场的税前利润占比明显高于营收占比（多数年份约 25%~38%），说明后市场业务的盈利韧性更强、利润率显著高于整车业务，能平抑整车销量周期波动。

图表32：2015-2024：PACCAR 后市场（Parts）营收/利润占比一览

年度	总营收(\$bn)	后市场营收 (\$bn)	后市场营收占比 (%)	税前利润合计 (\$bn)	后市场税前利润 (\$bn)	后市场税前利润 占比(%)
2015	19.12	3.06	16	2.34	0.56	23.8
2016	17.03	3.01	17.6	1.13	0.54	48.1
2017	19.46	3.33	17.1	2.17	0.61	28.3
2018	23.5	3.84	16.3	2.81	0.77	27.4
2019	25.6	4.02	15.7	3.1	0.83	26.8
2020	18.73	3.91	20.9	1.66	0.8	48.3
2021	23.52	4.94	21	2.4	1.11	46.3
2022	28.82	5.76	20	3.85	1.45	37.6
2023	35.13	6.41	18.3	5.72	1.7	29.8
2024	33.66	6.67	19.8	5.4	1.7	31.6

来源：Paccar，国金证券研究所

3.2 潍柴动力：2026 年估值压制因素缓和，多元业务驱动盈利上行

市场对潍柴的核心担忧为重卡电动化趋势冲击盈利，如前文所述，我们认为 2026 年重卡电动化趋势边际放缓，同时公司围绕电动重卡做了多线布局，料估值压制将有所缓和。

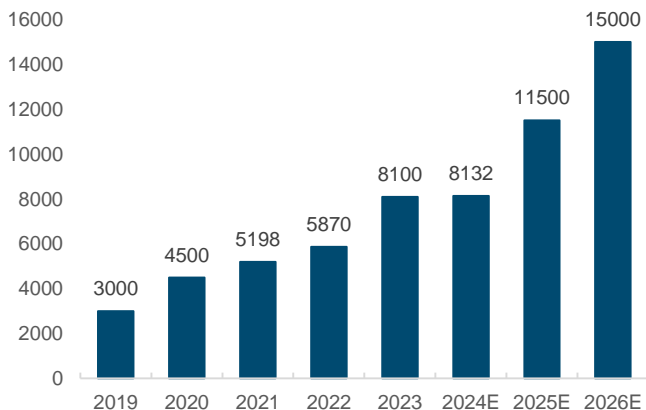
多元化：通过早年布局的电力系统业务，以及不断拓展零部件产品矩阵实现业务多元化，对冲重卡行业周期波动。潍柴的多元化探索了一条整车整机协同的路线，如重卡领域潍柴与下游陕重汽和中国重汽两家企业通过收购或同属母公司同一控制等方式形成关联方，绑定下游客户，收购凯傲、雷沃开拓叉车、农机等重卡之外的“整车”赛道。后续看点包括但不限于：

◆ 大缸径发动机：公司 M 系列产品具有高性价比、交付周期短的优势，大数据 AI 时代备用电源需求扩容，同时后市场生命周期服务附加值为产品价格的数倍，未来大缸径业务将是潍柴重卡发动机板块核心看点。

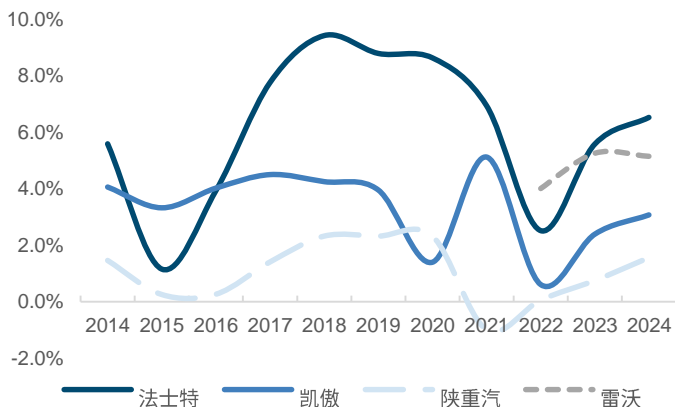


- ◆ **SOFC 制造：**打开“AI 供电”新叙事，带来估值重估。2025 年 11 月 5 日，公司与英国 Ceres Power（潍柴动力持股 20%）签署 SOFC 制造许可协议。SOFC 具备高效率、部署快等优势，目标市场包括人工智能数据中心、商业建筑和工业应用，潍柴将建立制造工厂生产燃料电池和堆栈，Ceres 将提供组件支持。
- ◆ **凯傲集团：**2026 年凯傲人员优化费用加回，叠加工业卡车与仓储自动化市场进入复苏通道，推动公司盈利能力提升，2025 凯傲集团股价涨幅达 114%。

图表33：潍柴动力大缸径发动机销量（台）



图表34：潍柴动力核心子公司盈利能力相对差，但处于修复通道（利润率，%）



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

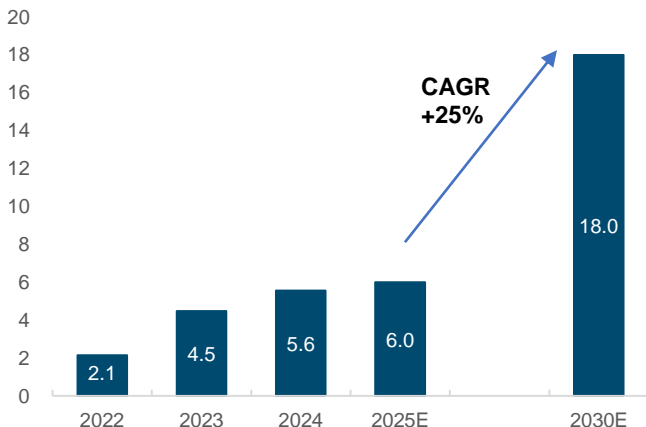
3.3 一汽解放：出海 α+内需盈利改善+后市场，迎来困境反转

出海端：公司 25 年有 24 年对俄基数影响，26 年开始重启升势，2025 年 7 月公告规划海外 8 个国家成立子公司后续将建厂，叠加解放国际运营出口利润回归，2026 年开始出口将迎量利齐升。

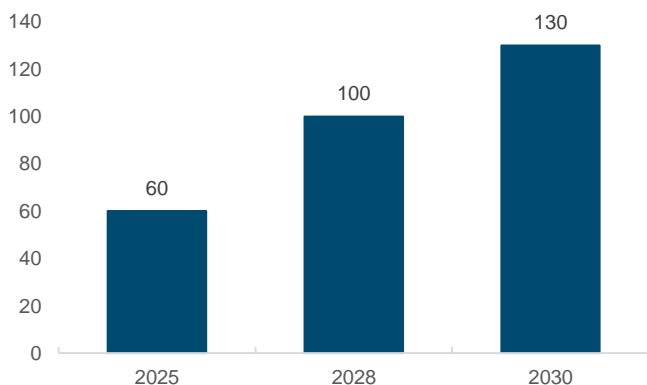
内需端：1、重卡终端市占率头部玩家，反内卷背景叠加央企市值考核，内销单车盈利于 2025 年见底，后续有望回归 3%左右利润率；2、电动重卡盈利边际转正，业绩拖累逐季减少，有望 25 年某个季度净利润层面打平；3、发动机自配率不断提升，并往非道路（发电、船机）等领域延展，推升盈利。

后市场：2025 年成立解放绿动发力后市场业务，大用户基盘×~30%高毛利率贡献增量业绩，指引 2028 年营收 100 亿，若 10%净利率贡献 10 亿利润，此外还可延展官方二手车整備出海业务。

图表35：2022 年至今一汽解放重卡出口销量及 2030 年规划（万辆）



图表36：解放绿动营收规模目标（亿元）



来源：一汽解放，国金证券研究所

来源：一汽解放，国金证券研究所

3.4 福田汽车：包袱解除，渠道扩张+属地化公司重卡出海有强 α

联营企业福戴长投减至 0，2025 年开始亏损不再拖累上市公司业绩。2022/2023/2024 年福田戴姆勒净利润分别为-9.7/-8.8/-27.4 亿元，严重拖累上市公司业绩，背后是奔驰重卡定位高端、燃料形式单一、市场竞争力不足等多重原因销量疲软且远低于盈亏平衡点。公司对福田戴姆勒的长期股权投资于 2024 年已减至 0，后续福戴亏损不会再影响公



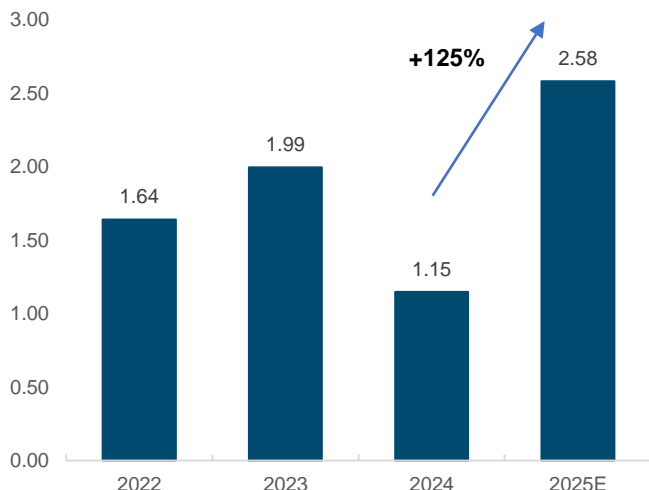
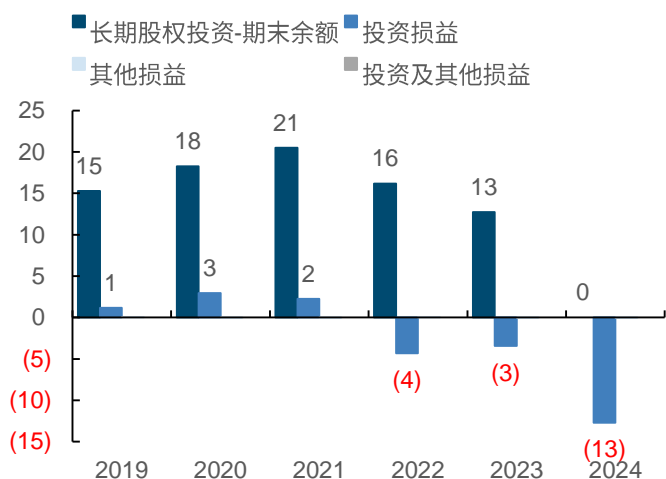
司报表，净利自 25 年开始显著回升。

出口端：重卡出海渠道扩张+属地化公司有强 α ，轻卡中资车企海外市占率低作为龙头直接受益。

◆ 重卡：属地化工厂落地+销服渠道拓宽带来确定性增量。2021 年以前福田出口以贸易为主，2021 年公司将出海战略提级，直至 2024 年才取得属地化实质进展，而 2024 年公司受合资伙伴限制其出口至北方大国影响，出口量由 2023 年的 19,945 辆降至 2024 年的 11,474 辆，造成低基数，伴随 2024 年下半年开始不断拓宽销服网络，南非、泰国、巴西等属地工厂量产下线，自 2025 年开始公司重卡出口将迎来快速增长。

图表37：2019-2024 年福田戴姆勒投资损益及福田对其长期股权投资余额（亿元）

图表38：2022 年至今福田汽车重卡年度出口量（万辆）



来源：wind，国金证券研究所

来源：中汽协，国金证券研究所

◆ 轻卡：类比重卡空间及海外竞品，轻卡海外渗透率有三倍空间。2024 年福田中轻微卡+客车出口量为 15 万台，中汽协统计 2024 年中国出口商用车 90.4 万台，其中重卡 29 万台，即预估中轻微皮卡+客车总量 61.4 万台。根据 IHS 统计，2023 年全球商用车销量 1,300 万台，基于 S&P Global 的商用车地区比例，估算自主品牌海外可触达市场天花板：其中北美、中国、欧洲、印度部分市场总计占比 41.9%，商用车空间总量 450 万台，排除重卡约 55 万台的销量，中轻微皮卡+客车在海外可触达的空间有 385 万台，2023 年仅出口 61.4 万辆，渗透率约 16%，若考虑福田已进入欧洲市场，纳入欧洲则仅约 10%渗透率。

图表39：2023 年中资品牌中轻微皮卡+客车海外市占率测算

区域	触达	计算	粗略总量（万）		口径引用
全球		+	1300	100.00%	IHS
中国		-	297	23.00%	中汽协
海外市场		=	1003	77.00%	推算结果
北美	难	-	169	13.00%	S&P Global
墨西哥	易	+	30	2.30%	Statista
欧盟	难	-	208	16.00%	S&P Global
日韩	难	-	106	8.20%	Mordor Intelligence, CEIC
印度	难	-	96	7.40%	Statista
商用车可触达市场		=	454	34.80%	推算结果
其中：重卡可触达市场		-	68.5	5.30%	前文推算结果
中轻微皮卡+客车可触达市场		=	385.5	29.70%	推算结果
渗透率（含客车）		=	61.4	15.9%	中汽协

来源：OICA，国金证券研究所

4 风险提示

本报告结论建立在“内需韧性+出口空间+反内卷推动盈利修复”的核心框架之上。若以下风险发生，可能导致行业景气度、企业盈利或估值体系偏离我们的基准判断：



- 1、宏观与货运景气风险：需求下行超预期。重卡需求本质仍与实体经济与货运景气相关，若宏观经济不及预期、基建与制造业投资走弱、工业品与大宗物流需求回落，可能导致公路货运周转量与运价再次下行，进而压制车队更新意愿，行业销量与盈利修复节奏低于预期。
- 2、反内卷推进不及预期：价格竞争恶化导致盈利修复落空。我们对 2026 年盈利改善的关键假设之一是行业价格竞争烈度趋缓，若行业主体在份额压力下重启价格战、经销体系返利加码、或新能源领域“以价换量”持续深化，可能导致单车毛利率与费用率改善不及预期，估值修复空间被压制。
- 3、电动重卡进展超预期。新能源重卡渗透率变化对行业格局与盈利影响较大，若超预期可能引发价格竞争加剧+传统燃油车盈利承压。
- 4、出口风险：地缘政治、贸易壁垒与汇率波动。出口是板块的重要增量来源，但同时面临更高不确定性：地缘政治冲突升级、制裁/关税/非关税壁垒加强、当地金融条件收紧，可能造成订单取消、回款风险上升、渠道库存波动；汇率大幅波动与海运运费变化可能影响报价体系与利润率；新兴市场需求受大宗商品价格、财政与基建周期影响较大，若出现系统性下行，出口增速可能低于预期。
- 5、欧洲市场落地风险：认证、产品适配、进入节奏、量利兑现不确定性。欧洲作为中期出海核心看点，但落地链条长、变量多：认证与法规适配（含安全、环保、回收等）进度若低于预期，可能推迟车型导入窗口；基础设施建设节奏不及预期，可能限制电动重卡使用场景拓展；若属地服务与备件体系建设不足，可能导致难以规模上量。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究