

汽车行业2023年中期投资策略

电动智能加速渗透，行业出海乘风破浪

西南证券研究发展中心
汽车研究团队
2023年7月

核 心 观 点

- **智能汽车：智能驾驶发展有望加速突破，L3及以上或指日可待。**当前，ADAS渐进式扩张将成为行业主要爆发方向，电子电气架构从分布式向集中式转型，核心供应商的机会较大。随着Transformer大模型的持续迭代升级及特斯拉FSD完全版存在入华预期，高级别自动驾驶政策有望加速落地，利好具备L3+布局的优质零部件标的。中长期看，随着智能汽车供给明显增多，摄像头、毫米波雷达、激光雷达等传感器需求持续增加，智能驾驶、智能座舱、智能底盘、车身电子、车联网等渗透率持续提升。
- **新能源汽车：国内新能源A0/C级车渗透率预计有较快提升，美国IRA法案有望促进渗透率显著提升。**
国内：今年新上市车型中，爆款车型主要集中在A0级和C级，如五菱缤果、比亚迪海鸥、理想L7/L8，所以预计A0/C级车新能源渗透率将快速提升。美国：2022年美国新能源汽车渗透率仅7%，IRA法案的全面实施后，23年前五个月新能源渗透率已达到8.6%，预计全年渗透率有望提升至12%左右。建议关注特斯拉产业链、比亚迪产业链以及在北美周边布局从而有望享受美国新能源汽车高增红利的标的。
- **卡客车：重卡和大中型客车行业复苏确定性高。**1) 2022年延迟的重卡更换需求正在逐步释放，叠加国内车企对海外市场的开拓，复苏仍将是今年重卡行业的主线。我们预测23/24/25年行业需求分别91.7/113.7/131.9万辆，同比增速分别36.6%/23.9%/16.0%，年复合增速25.2%。2) 大中型客车（含非完整车辆）：内销预计触底回升，外销有望维持高增。我们预测23-25年销量分别11.1/13.0/15.2万辆，复合增速20.0%。
- **相关主要标的：**1) **智能汽车主要标的：**德赛西威(002920)、伯特利(603596)、经纬恒润-W(688326)、保隆科技(603197)、上声电子(688533)、华阳集团(002906)、星宇股份(601799)、科博达(603786)、均胜电子(600699)。2) **新能源汽车主要标的：**比亚迪(002594)、拓普集团(601689)、旭升股份(603305)、三花智控(002050)、宁德时代(300750)、华域汽车(600741)、中鼎股份(000887)、文灿股份(603348)、爱柯迪(600933)、多利科技(001311)。3) **卡客车主要标的：**中国重汽(3808.HK/000951)、潍柴动力(2338.HK/000338)、奥福环保(688021)、天润工业(002283)、宇通客车(600066)。
- **风险提示：**政策波动风险；经济下行风险；汽车终端需求及出口不及预期风险；车企电动化转型不及预期的风险；智能网联汽车推广不及预期等的风险；芯片短缺风险；原材料价格上涨风险。

目 录

 **汽车行情回顾：商用车表现强势，行业估值回落**

 **汽车行业：政策“东风”频吹，车市景气度持续改善**

 **智能汽车：智能驾驶发展进入加速突破期**

 **新能源汽车：以量换价持续，渗透率有望继续提升**

 **重卡市场：国内温和复苏，出口表现强势**

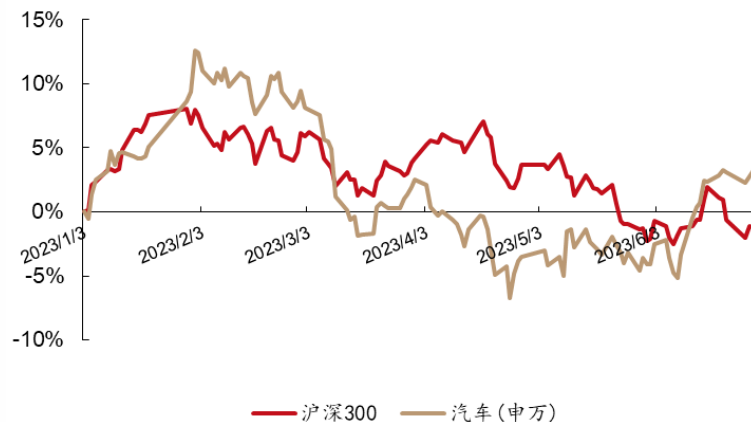
 **客车市场：大中型客车出口高增助力销量触底回升**

 **重点推荐标的**

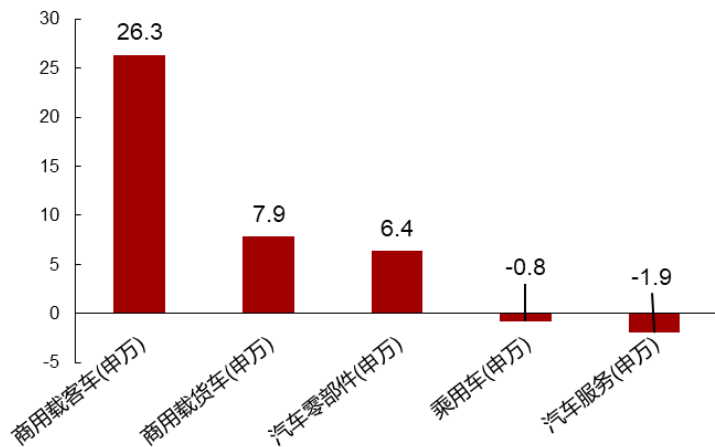
2023年上半年汽车行情回顾：商用车表现强势

- 今年1-2月份，汽车供应链问题缓解，疫情散去，终端需求恢复预期较强，汽车板块持续上涨。3月底，终端需求较弱，且车企开启价格战，汽车板块持续走低。4-5月，汽车板块低位震荡，6月，为进一步稳定和扩大汽车消费，政策频出，汽车板块行情企稳回升。
- 截至6月27日，汽车子板块中商用载客车、商用载货车、汽车零部件板块分别上涨26.3%、7.9%、6.4%。乘用车和汽车服务板块分别下跌0.8%和1.9%

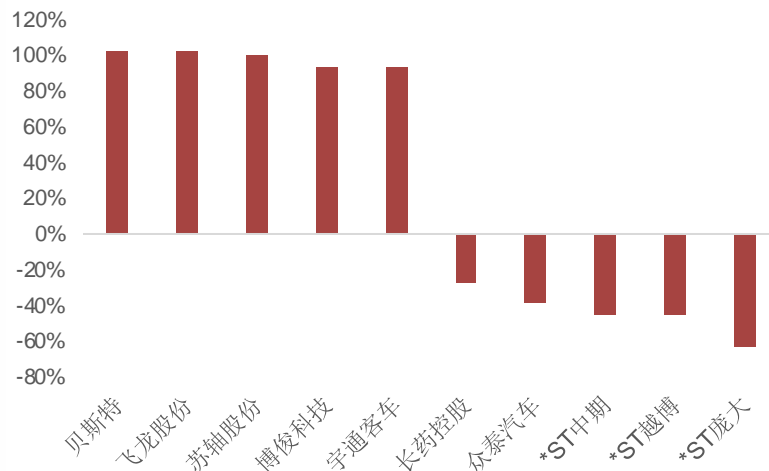
申万汽车指数相对沪深300走势



申万汽车子行业二级市场涨跌幅（%）



申万汽车行业涨跌幅前五个股



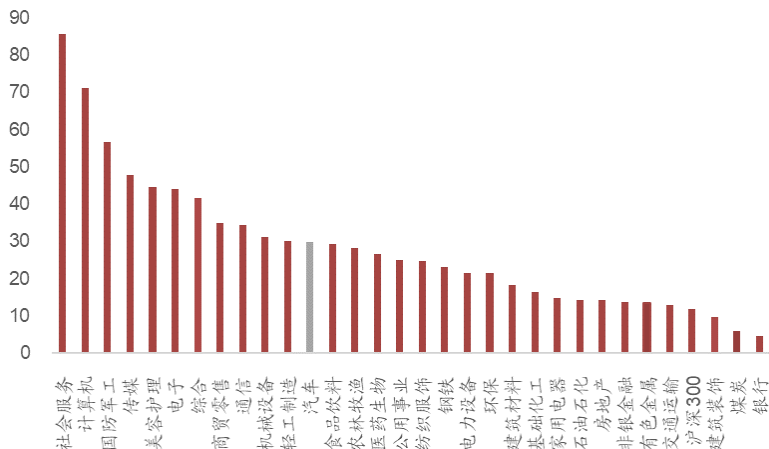
2023年上半年汽车行情回顾：估值高位回落

- 横向看：申万汽车行业PE(TTM)为29.8倍，在申万行业排名第12。涨跌幅看，截止6月27日收盘，汽车行业累计上涨4.2%，排在行业第10位。
- 纵向看：申万汽车行业PE (TTM) 较最高位35倍已有所回落，截至6月27日，行业估值29.8倍。

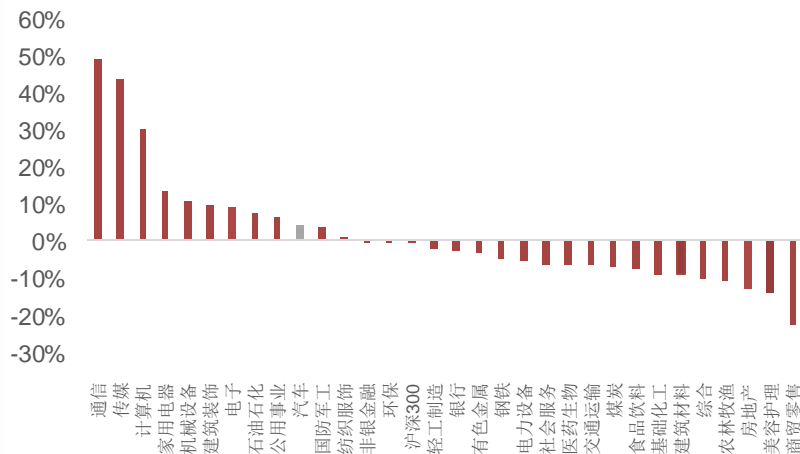
汽车行业估值水平 (PE-TTM)



申万一级行业市盈率 (PE-TTM)



申万一级行业涨跌幅



目 录

◆ 汽车行情回顾：商用车表现强势，行业估值回落

◆ 汽车行业：政策“东风”频吹，车市景气度持续改善

◆ 智能汽车：智能驾驶发展进入加速突破期

◆ 新能源汽车：以量换价持续，渗透率有望继续提升

◆ 重卡市场：国内温和复苏，出口表现强势

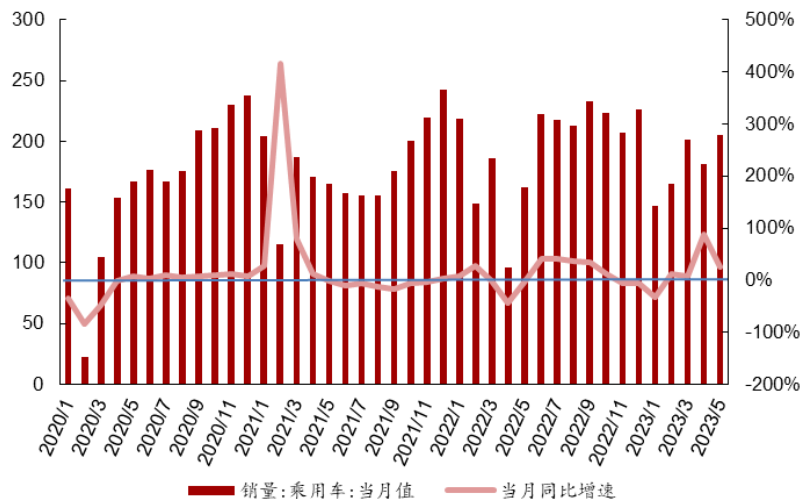
◆ 客车市场：大中型客车出口高增助力销量触底回升

◆ 重点推荐标的

销量情况：以价换量，有一定成效

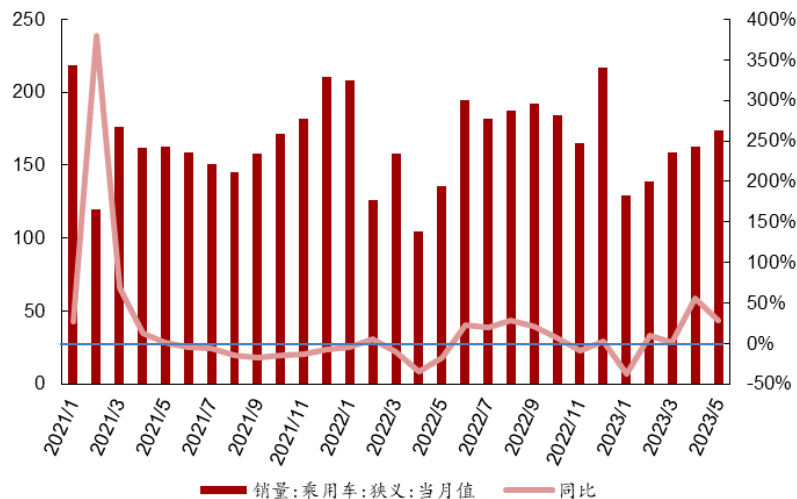
- 2023年3月，东风汽车打响了燃油车降价的重要一枪，降价潮开启，超30家车企轮番降价。
- 为提振汽车终端消费市场，各地方政府也出台系列以消费补贴等多种方式刺激汽车消费，同时，各家车企陆续上市新车型，增加优质供给。2023M1-M5，乘用车批销和狭义乘用车零销分别为900/763万辆，同比分别+10.7%/+4.18%。
- 其中，5月，在车市价格战缓解的背景下（非全国六B标准执行延期到今年底），此前观望需求开始释放，车市景气度呈现边际改善，批销/零销环比增长13.3%/ 7.26%，同比增长26.4%/ 28.59%。

乘用车批发销量走势（万辆）



数据来源：中汽协，西南证券整理

狭义乘用车零售销量走势（万辆）

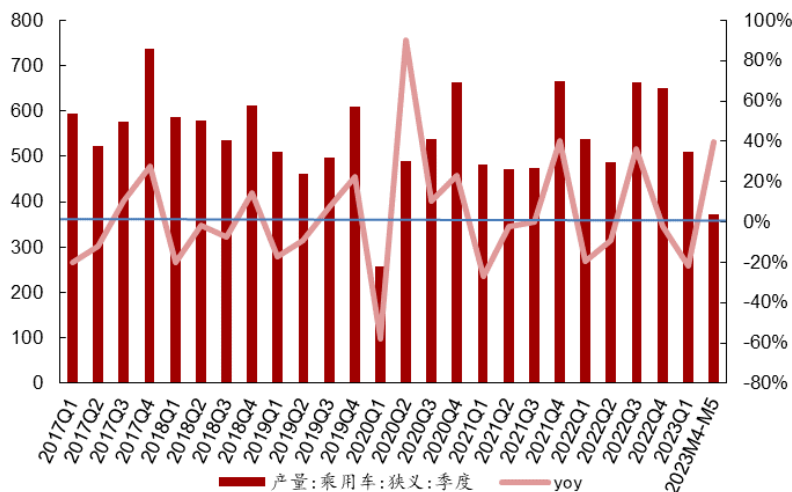


数据来源：乘联会，西南证券整理

产能情况：供应链改善，产销增长，产能利用率预计企稳提升

- **在供应链改善背景下，2023年M1-M5乘用车产量明显增长**：2022年上半年受缺芯、疫情等影响导致供需双弱，2023年供应链问题缓解，但终端需求较弱，车企开启降价促销活动，车市产销实现正增长。2023年M1-M5乘用车产量同比增长9.7%。其中，5月乘用车产量同比增长19.0%，环比增长15.1%。
- **产能利用率处历史同期低位，未来有望回升**：2022年受缺芯和疫情反复影响，二季度汽车制造业产能利用率处于历史低位，随后疫情缓解下企业复工复产，下半年产能利用率实现较为明显的回升。最新2023年一季度，行业开工率72%，与去年同期持平，环比有所回落，主要与今年春节假期较长以及终端需求较弱有关。未来随着车市“价格战”压力缓解，终端观望需求陆续兑现，预计产销将持续边际改善，对应产能利用率企稳回升。

乘用车产量走势（万辆）



汽车制造业产能利用率（%）



数据来源：中汽协，西南证券整理

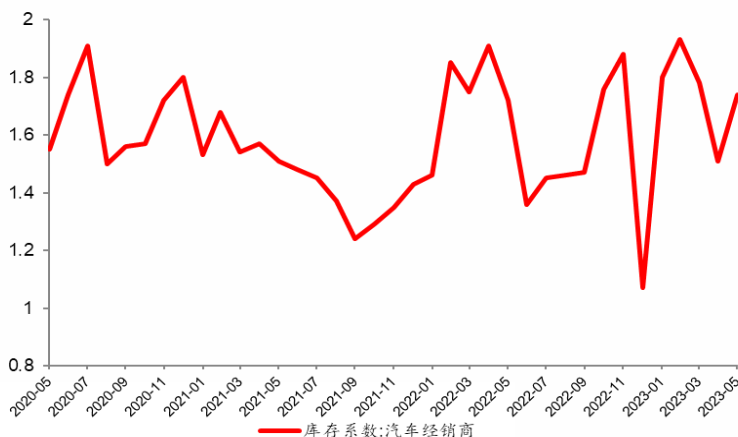
www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理

库存情况：合资库存压力大，自主处于相对合理水平

- ❑ **合资库存压力较大**：2023年3-4月，车市降价推动经销商去库存。3月和4月汽车经销商库存系数为1.78/1.51，环比下降7.8%/15.2%。5月，汽车经销商库存系数为1.74，环比上升15.2%，主要系合资品牌库存环比上升15.5%至1.94，当前合资燃油车受电车挤压以及终端需求较弱影响去库存压力较大，自主品牌库存系数近环比提升5%至1.68，处于较为合理的水平。
- ❑ **经销商库存预警指数走低**：3月降价潮开启后，汽车经销商库存预警指数持续走低，截至2023年5月，汽车经销商库存预警指数55.4，环比下降8.3%，同比下降2.5%。
- ❑ **未来库存预计整体在合理范围内波动**：随着各地汽车促销费政策的持续开展以及新车型陆续上市，终端需求有望边际改善，主机厂预计将适当加快生产，经销商将适当补库，整体库存预计将在合理范围内波动。

汽车经销商库存系数



汽车经销商库存预警指数



数据来源: wind, 西南证券整理

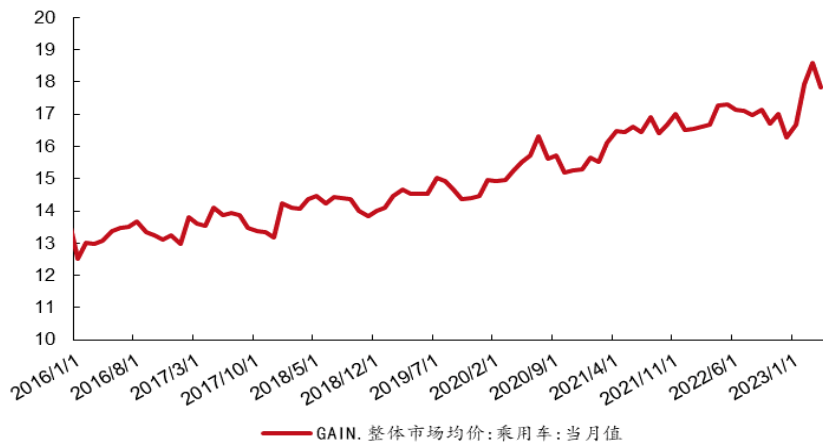
www.swsc.com.cn

数据来源: wind, 西南证券整理; 注: 2020年2月异常值未展示

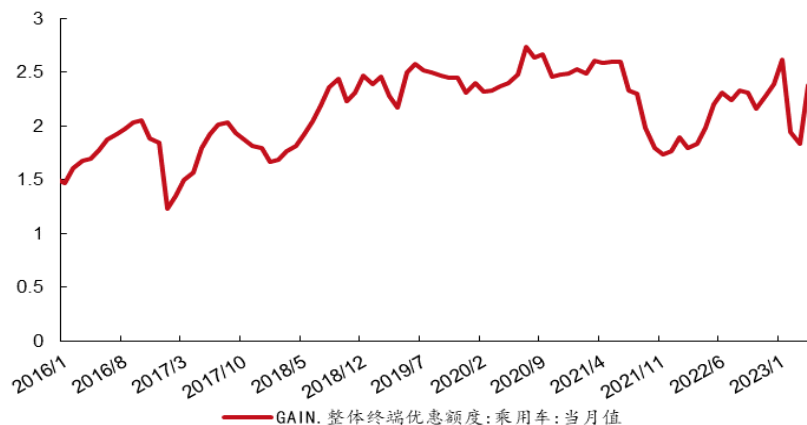
价格情况：乘用车均价上升，未来车市优惠预计保持稳定

- **乘用车市场均价同比上升**：最新2023年4月乘用车整体市场均价为17.82万元，同环比提升3.1%/-4.2%，2023年1-4月，乘用车市场均价均同比上涨主要与自主集中推出以中高端新能源车为主的车型有关，其中，只有4月均价环比下滑，主要与降价促销及原材料成本下降有关。
- **车市优惠额度收窄后回升**：2022年9月-12月，乘用车市场有一个小幅度的降价促销。23年2月-3月车市优惠收窄，4月优惠力度大幅回升。
- **未来车市优惠有望保持稳定**：6月8日，为进一步稳定和扩大汽车消费，商务部根据“2023消费提振年”活动安排，将组织开展汽车促消费活动，包括“百城联动”汽车节与“千县万镇”新能源汽车消费季，优惠力度因地而异，车市整体优惠预计将保持相对稳定，出现“价格战”的概率小。

乘用车市场均价走势（万元/辆）



乘用车整体终端优惠额度走势（万元/辆）



数据来源: wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

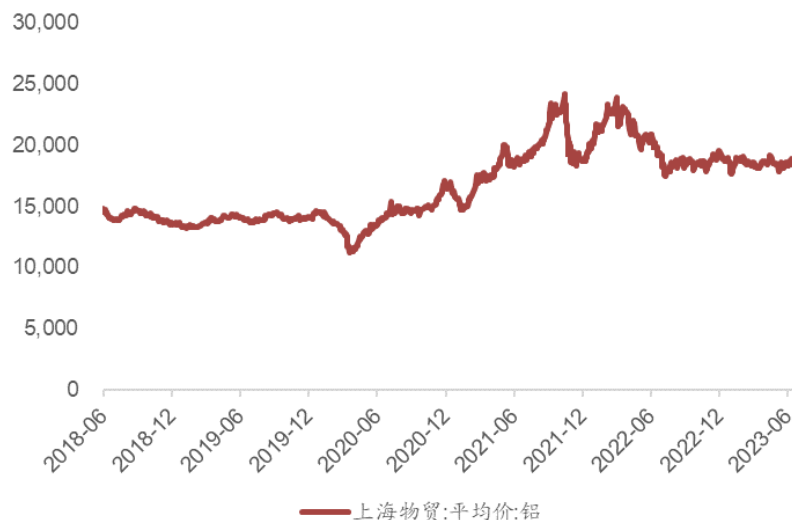
成本情况：原材料价格高位回落，人民币贬值利好出口

- ❑ **原材料价格均有所回落**：汽车所用原材料众多，主要涉及钢、铝、铜以及橡胶、玻璃等材料，2023年初至6月16日汽车主要原材料**平均价格**均较去年**同期平均价格**有不同程度回落，其中钢材综合价格指数下降16.4%，铝价下降14.2%，铜价下降6.0%，天然橡胶价格下降9.8%，浮法玻璃价格下降9.8%。
- ❑ **人民币贬值利好行业出口**：5月以来的人民币持续贬值利好国内整车与零部件出口，预计二季度出口型公司的汇兑收益会有较为明显的增加。

钢材价格指数走势



铝材价格走势（元/吨）



数据来源：wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

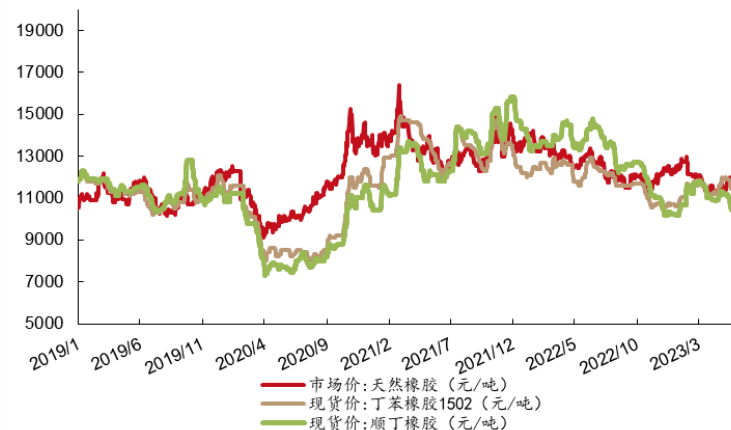
成本情况：原材料价格高位回落，人民币贬值利好出口

铜价格走势（元/吨）



数据来源: wind, 西南证券整理

橡胶价格走势（元/吨）



数据来源: wind, 西南证券整理

国内浮法玻璃价格走势（元/吨）



www.swsc.com.cn

数据来源: 同花顺, 西南证券整理

美元兑人民币汇率走势



数据来源: wind, 西南证券整理

汽车产业政策频出，涉及促进消费、支持出口、推动电动化和智能化

- **促消费**：6月8日，为进一步稳定和扩大汽车消费，根据“2023消费提振年”活动安排，商务部将组织开展汽车促消费活动，建立“百城联动”重点活动清单，推动适销对路车型下乡。
- **支持出口**：4月25日，国务院办公厅发布《关于推动外贸稳规模优结构的意见》，意见提出要培育汽车出口优势，为汽车企业在海外提供金融支持，支持汽车企业建立和完善国际营销服务体系。

国家层面的汽车产业政策

发布时间	发布主体	部门/领导/会议/文件	政策内容
6月8日	商务部	组织开展汽车促消费活动	各地统筹部署汽车促消费活动，商务部将选取特色鲜明、优势互补的约100个城市， 形成“百城联动”重点活动清单 。推动 适销对路车型下乡 ：鼓励企业针对农村地区特点，推动性价比高、实用性强的新能源载货微面、微卡、轻卡等车型下乡。
5月17日	国家发展改革委 国家能源局	《关于加快推进充电基础设施建设 更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》	适度超前建设充电基础设施 ，优化新能源汽车购买使用环境。创新农村地区充电基础设施建设运营维护模式。 支持农村地区购买使用新能源汽车 。
4月25日	国务院办公厅	《关于推动外贸稳规模优结构的意见》	培育汽车出口优势 。鼓励中资银行及其境外机构在依法合规风险可控前提下，创新金融产品和服务，为汽车企业在海外提供金融支持。各地方进一步支持汽车企业建立和完善国际营销服务体系，提升在海外开展品牌宣传、展示销售、售后服务方面的能力。
1月30日	工信部等八部委 联合印发	《关于组织开展公共领域车辆全面电动化先行区试点工作的通知》	在试点期（2023—2025年），主要目标，一是 车辆电动化水平大幅提高 。试点领域新增及更新车辆中新能源汽车比例显著提高，其中 城市公交、出租、环卫、邮政快递、城市物流配送领域力争达到80% ；二是 充换电服务体系保障有力 ；三是新技术新模式创新应用。

汽车产业政策频出，涉及促进消费、支持出口、推动电动化和智能化

- **政策提振汽车消费**：在各级政府、车企的共同发力下，购车优惠政策持续，按照此前政策效果经验来看，我国汽车消费有望改善。

地方层面的汽车产业政策

发布省市	发布时间	政策内容
上海	6月8日	总体构建智驾、智数、智产、智城和智标的“5i智联、畅行临港”战略行动。到2025年力争把临港建成全国第一个“数据通全路、云网联全车、智能赋全城”的智能网联汽车创新引领区。
安徽	5月28日	安徽将加快公务用车、公交车、巡游出租车、网约车等新能源化。党政机关、事业单位和国有及国有控股企业新增及更新公务用车，原则上全部购置新能源汽车。”
海南三亚	5月12日	对满足条件的新能源汽车车辆实际使用者给予补贴，最高补贴1万元。
江苏无锡	4月28日	通过发放纯电动新能源乘用车3000元/辆、非纯电动新能源乘用车1500元/辆的消费券等方式，促进新能源乘用车消费。
福建福州	4月25日	激发汽车市场消费，拟发放数字人民币购车补贴1500万。
云南	4月25日	发展绿色交通消费，大力推广新能源汽车，落实免限行、路权等支持政策。深入开展新能源汽车下乡活动，大力推动公共领域车辆电动化。
广东深圳	4月20日	从4月20日起至6月15日推出1亿元购车现金补贴。
河南	4月14日	将购车补贴政策延续至2023年6月底，对在省内新购汽车的消费者按购车价格的5%给予补贴(最高不超过10000元/台)。
浙江杭州	4月12日	促进车辆智能化、网联化技术应用和产业发展，规范智能网联车辆测试与应用。
云南	4月3日	对购买新能源汽车的个人消费者给予现金补贴。

汽车产业政策频出，涉及促进消费、支持出口、推动电动化和智能化

地方层面的促汽车消费政策（续一）

发布省市	发布时间	政策内容
广东广州	3月28日	机动车销售统一发票含税价（以下简称车辆价格）在10-15万元，补贴10000元/台；车辆价格在15-20万元，补贴8000元/台；车辆价格在20万元(含)以上，补贴6000元/台。
安徽	3月27日	支持各地对购买非营运性质国六标准以上新车或新能源汽车的个人消费者给予消费补贴，省财政对3月至6月各地财政消费补贴实际发放金额按20%比例进行奖补
北京	3月21日	补贴标准：新能源小客车 0.8万元，使用1-6年其他乘用车0.8万元，6年以上其他乘用车1万元
陕西西安	3月21日	2023年3月21日至4月30日在西安市购买新能源乘用车并上牌的消费者，购车发票金额在9万元以下每辆补贴2000元，9-20万元每辆补贴4000元，20万元以上每辆补贴6000元；
重庆	3月20日	3月20日起，不再实行旧车置换，直接对消费者购买新乘用车给予补贴。
安徽合肥	3月15日	2023年2月4日至6月30个人消费者置换新能源汽车，售价5-10万元的新车补贴1000元，售价10-20万元的新车补贴3000元，售价20万元以上的新车补贴5000元。
湖北武汉	3月13日	自2022年6月至12月的促进汽车消费活动前延长至2023年3月31日。
北京	2月28日	2023年将继续实施乘用车置换新能源车补贴政策，补贴标准和方式都与2022年保持一致。
福建漳州	2月27日	购买含税价7万以上的新能源车补贴4000元/辆，名额300个；购买含税价5-20万的燃油车补贴3000元/辆，名额940个；购买含税价20万以上的燃油车，补贴5000元/辆，名额160个；以旧换新补贴6000元/辆，补贴名额30个。

中央及地方促汽车消费政策频出，汽车消费改善可期

地方层面的促汽车消费政策（续二）

发布省市	发布时间	政策内容
重庆	2月27日	2023年3月1日至2023年6月30日，置换购买裸车价10万元以下的每辆给予1000元市级财政资金补贴，购买裸车价10万元以上（含10万元）的每辆给予3000元市级财政资金补贴。
福建泉州	2月26日	燃油车辆开票价在10万元以上补贴3000元，补贴限量1600份。新能源车辆开票价在5万元以上补贴4000元/辆，补贴限量300份。
广东	2月20日	围绕支持新能源汽车购买使用、加快活跃二手车市场、扩大汽车更新消费、扩大汽车消费、推动汽车平行进口持续健康发展、优化汽车使用环境、丰富汽车金融服务七方面部署措施。
辽宁大连	2月9日	开展“2023年大连市汽车消费券”发放活动，总额5000万元，促进汽车消费。
广西南宁	1月31日	市财政安排 2000 万元发放购车消费券，对新购置符合条件的汽车并在南宁市内上牌的个人消费者，以消费券方式给予补贴。
河南	1月3日	鼓励各地出台促进汽车消费的惠民政策，将购车补贴政策延续至2023年3月底，对在省内新购汽车按购车价格的5%给予消费者补贴最高不超过10000元/台，省、市级财政各补贴一半

数据来源：各地方政府官网，西南证券整理

二季度预估：预计Q2狭义乘用车批销/零销同比双位数增长

- 在政策助力下，车市景气度有望边际改善。我们结合前五个月销量对二季度做谨慎乐观的预测，预计6月狭义乘用车批售/零售分别204/ 176万辆，同比分别-7%/ -9%，环比分别+2%/ +1%。
- 对应2023Q2，乘用车市场批售和零售分别582/ 513万辆，同比分别+23%/ +18%，环比分别+15%/ +20%。

二季度狭义乘用车批销与零销测算（万辆）

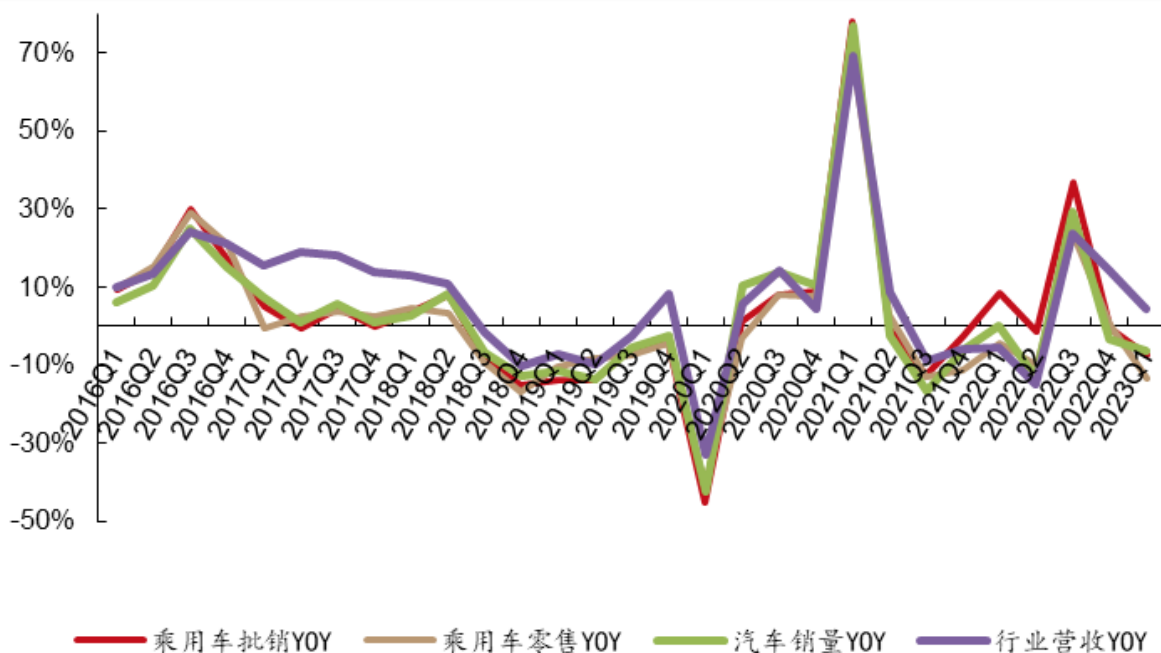
	狭义乘用车 批售	狭义乘用车 零售	同比 (批售)	同比 (零售)	环比 (批售)	环比 (零售)		狭义乘用车 批售	狭义乘用车 零售
23Q1	505	427	-7%	-13%	-22%	-25%	22Q1	545	492
23M4	178	162	86%	55%	-11%	2%	22M4	95	105
23M5	200	174	26%	29%	13%	7%	22M5	159	135
E23M6	204	176	-7%	-9%	2%	1%	22M6	219	194
E23Q2	582	513	23%	18%	15%	20%	22Q2	473	435
E23H1	1087	939	7%	1%	-16%	-17%	22H1	1018	927

数据来源：乘联会，西南证券；注：下划线处为预测值

二季度预估：乘用车行业营收和销量同比增长

- 行业营收增速走势与行业销量增速基本一致，其中，2017-2020Q1、2022Q4和2023Q1两个季度，单季度行业营收增速高于乘用车批销或狭义乘用车批售。
- 考虑到Q2促销效果较好，狭义乘用车批售/零售同比双位数增长，预计Q2乘用车行业营收和销量均同比双位数增长。

2022Q4-2023Q1申万汽车行业营收增速大于行业销量增速

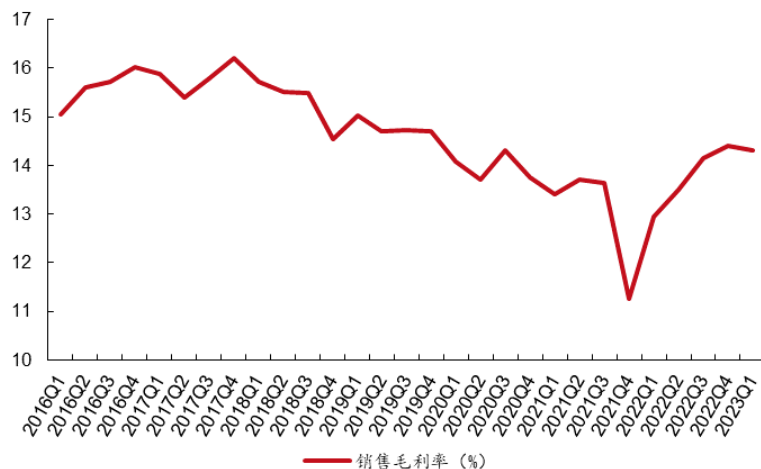


数据来源: wind, 乘联会, 中汽协, 西南证券整理

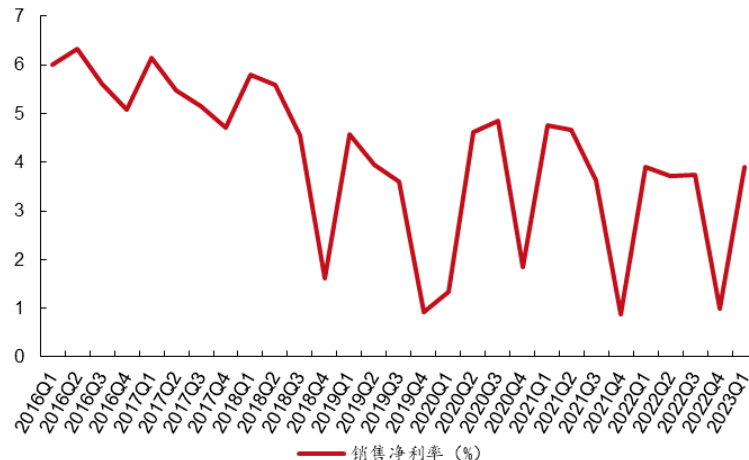
二季度预估：行业盈利水平回升

- 23Q1申万汽车行业整体销售毛利率同比提升1.4pp，环比下降0.1pp，净利率同比略降0.01pp，环比提升2.9pp。
- 尽管二季度以来促销活动频繁，但主流车型降价幅度较小，并且原材料价格同比有所回落，叠加汇兑收益预期，预计二季度行业利润端表现良好，盈利能力预计好于一季度。

申万汽车行业毛利率走势



申万汽车行业净利率走势



数据来源：Wind，西南证券整理

下半年展望：政策刺激下行业有望供需共振三季度

- **生产端**：政策支持汽车出口，推进汽车下乡，有望成为汽车供给增长的新动力；**需求端**：在促消费政策助力下预计将边际改善。
- 我们对全年做谨慎乐观的预测，预计Q3和Q4狭义乘用车批售/零售环比分别+5%/ +8%，测算下半年狭义乘用车批售同比-3%，零售同比+2%，全年批销同比+1%，零销同比+2%。

下半年狭义乘用车批销与零销测算（万辆）

	狭义乘用车 批销	狭义乘用车 零销	同比 (批销)	同比 (零销)	环比 (批销)	环比 (零销)		狭义乘用车 批销	狭义乘用车 零销
23Q1	505	427	-7%	-13%	-22%	-25%	22Q1	545	492
E23Q2	582	513	23%	18%	15%	20%	22Q2	473	435
E23Q3	611	554	-6%	-1%	<u>5%</u>	<u>8%</u>	22Q3	653	561
E23Q4	642	598	5%	3%	<u>5%</u>	<u>8%</u>	22Q4	645	567
E23H2	1253	1151	-3%	2%	15%	23%	22H2	1298	1128
E23全年	2341	2091	1%	2%	-	-	22全年	2316	2055

数据来源：乘联会，西南证券；注：下划线处为预测值

目 录

◆ 汽车行情回顾：商用车表现强势，行业估值回落

◆ 汽车行业：政策“东风”频吹，车市景气度持续改善

◆ 智能汽车：智能驾驶发展进入加速突破期

◆ 新能源汽车：以量换价持续，渗透率有望继续提升

◆ 重卡市场：国内温和复苏，出口表现强势

◆ 客车市场：大中型客车出口高增助力销量触底回升

◆ 重点推荐标的

政策端：国家政策助力汽车产业智能化升级

今年以来我国推动汽车行业智能化发展的相关政策

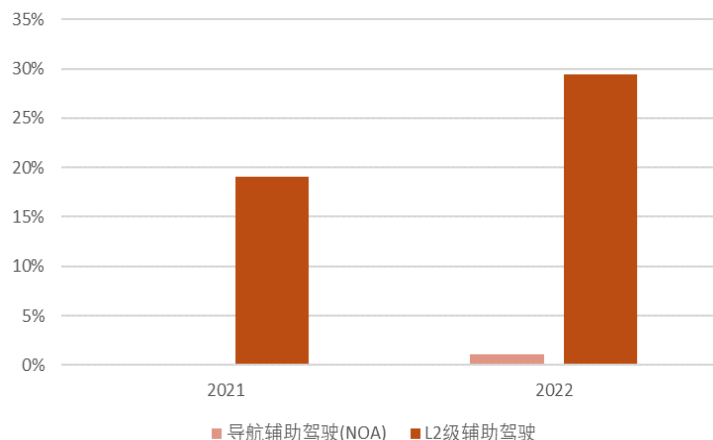
公示时间	部门	文件	主要内容
2023.01	重庆市政府	《重庆市加力振作工业经济若干政策措施》	加快培育智能网联新能源汽车产业集群。支持企业建设智能网联汽车数据平台、应用场景，研发全新新能源乘用车车型，支持企业研发智能车控、智能座舱等核心配套产品相应给予300万元至800万元补助。
2023.02	北京市高级别自动驾驶示范区工作办公室	新闻发布	北京市首批“整车无人”自动驾驶车辆获准在北京经开区的限定路线和特定时段分批开展道路测试
2023.05	工信部	《汽车整车信息安全技术要求》、《智能网联汽车自动驾驶数据记录系统》征求意见稿	规定了汽车信息安全管理要求、车辆信息安全一般要求、车辆信息安全技术要求、审核评估及测试验证方法；自动驾驶数据记录系统应记录车辆及自动驾驶数据记录系统基本信息、车辆状态及动态信息、自动驾驶系统运行信息、行车环境信息和驾驶员操作及状态信息五类数据元素
2023.06	上海市临港新片区管委会	《临港新片区智能网联汽车创新引领区总体建设方案》	向友道智途、图森未来、赛可智能、云骥智行四家企业15辆车发放基于立法基础的全国首批无驾驶人智能网联汽车道路测试牌照，到2025年力争把临港建成全国第一个“数据通全路、云网联全车、智能赋全城”的智能网联汽车创新引领区

数据来源：政府官网，西南证券整理

供给端：智能化成为车企竞争的核心要素之一

- 根据高工智能汽车研究院数据，2022年我国L2级辅助驾驶（含L2+）前装标配交付586万辆，同比增长61.7%，前装搭载率升至29.4%，同比提升5.9pp，NOA前装搭载率1.06%。
- 近年来国内部分造车新势力落地高速领航辅助驾驶，达到了L2+级别自动驾驶，能够在高速+匝道场景下由自动驾驶系统独立完成横纵向车身控制，目前主机厂正逐步从高速领航辅助驾驶向城市领航辅助驾驶拓展。

中国L2+级智能驾驶乘用车渗透率



2023年多家主机厂预计推出城市领航辅助驾驶

主机厂	时间	描述
小鹏	2021年1月	正式推送高速NGP
	2022年9月	广州首发城市NGP(有高精度地图)
	2023年3月	G9和P7iMax 版车型上城市NGP新增开放广州、深圳、上海三地: 无图城市能够带来红绿灯识别、启停，以及无车道线的绕行等场景。
	2023H2	大部分的无图城市都能够有接近城市NGP的能力
	2024	实现全场景(高速+城区+泊车) 的领航辅助驾驶
蔚来	2020年10月	推送高速领航辅助驾驶NOP
	2023年1月	推送 NOP+ Beta，高速领航辅助驾驶体验升级
	2021	标配高速NOA
理想	2022	AD Max 2.0视觉融合 Lidar，AD Pro 2.0 纯视觉高速NOA
	2023Q2	城市NOA (脱高精度) 内测
	2023年底	城市NOA (脱高精度) 覆盖100城
问界M5智驾版	2023Q2	华为城区NCA落地5城 (有高精度地图)
	2023Q3	华为城区NCA落地15城 (无高精度地图)
	2023Q4	华为城区NCA落地45城 (无高精度地图)
极狐阿尔法S	2022年9月	在深圳开通城市NCA功能
	2023年3月	在深圳、上海、广州三城开通城市NCA功能
上汽智己	2023年4月	L7 推送 5个城市高速 NOA，年内推广至全国
	2023 年内	智己城市NOA领航辅助以及替代高精地图的数据驱动道路环境感知模型公测

供给端：技术进展推动高级别自动驾驶加速落地

- **Transformer大模型推动自动驾驶感知算法升级**：应用于感知层面的神经网络模型可以分为两类，一类是以CNN（卷积神经网络）、RNN（循环神经网络）为代表的小模型，另一类是Transformer大模型。Transformer凭借优秀的长序列处理能力和更高的并行计算效率，2021年由特斯拉引入自动驾驶领域，与CNN相比最大的优势在于其泛化性更强，CNN只能对标注过的物体进行相似度的比对，通过不断学习完成对该物体识别的任务，而Transformer可以通过注意力层（attention）的结构找到元素与元素之间更多维度的相关信息进而得到一种更泛化的相似规律，提高自动驾驶的泛化能力；与RNN相比具有更高的并行计算效率，不存在存储时间长度有限以及顺序依赖的问题。
- 2021年7月，特斯拉率先在北美推送FSD Beta V9测试城市道路完全自动驾驶功能，2022年11月FSD Beta V11在北美首次规模化推送，截止今年3月累计订阅量达到40万，累计行驶1.9亿英里，表现超出预期。未来FSD完全版有望国内开放试点并授权给其他车企，预计将加速我国智能汽车产业技术迭代。

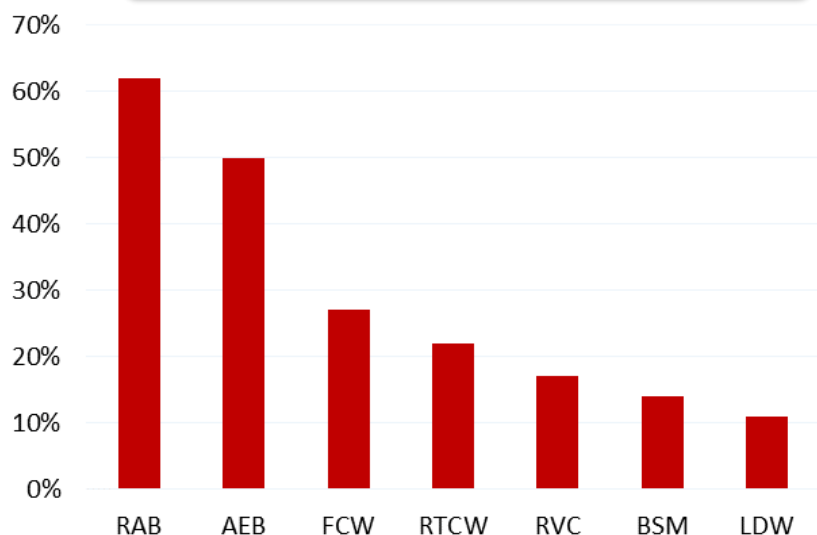
特斯拉自动驾驶产品功能

	AP	EAP	FSD
自适应巡航控制	√	√	√
自动转向	√	√	√
自动变道	?	√	√
自动泊车	?	√	√
智能召唤	?	√	√
交通信号识别	?	?	√
城市道路自动转向	?	?	√

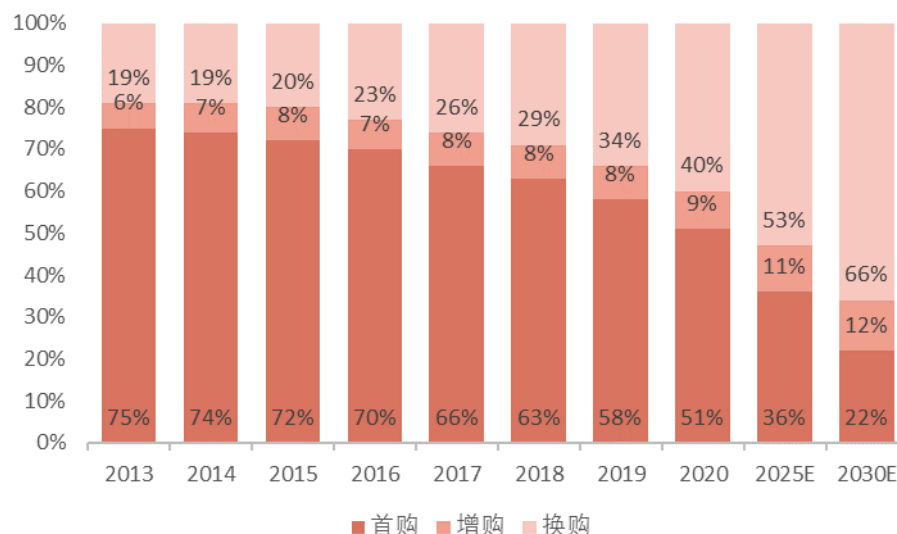
需求端：满足消费者日益增长的安全、高效、舒适等需求

- **符合科技进步和产业升级的趋势。**中国统计年鉴2022年数据显示，根据我国人为因素导致的交通事故率占比90%，如疲劳驾驶、超速驾驶、油门控制不当等，而配备RAB（后方自动刹车辅助）、AEB（自动紧急刹车辅助）等ADAS功能的汽车能够减少50%以上的交通事故发生率。
- 随着消费升级，汽车换购比例增加，消费者对驾驶安全性和舒适性的日益重视，使得智能驾驶和智能座舱关注度不断提升，在消费市场具有广阔的发展空间。终端消费者不再只将汽车视为运载工具，汽车成为了提高生活品质的载体和空间。

各类辅助驾驶功能减少交通事故发生率



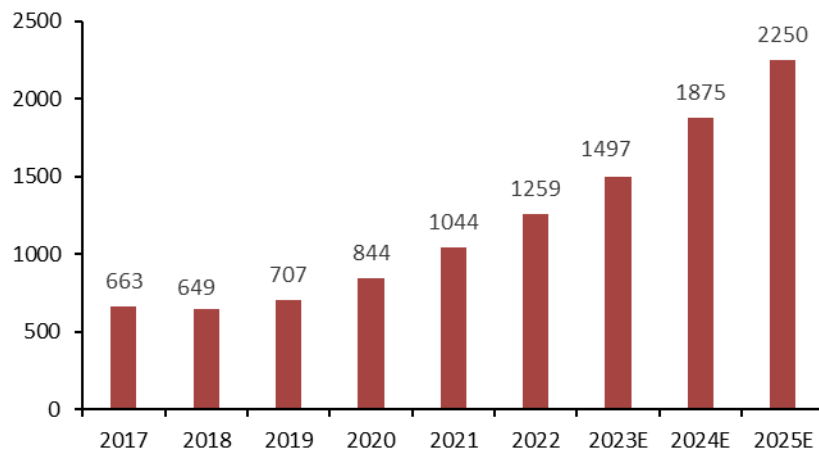
汽车消费需求变化趋势



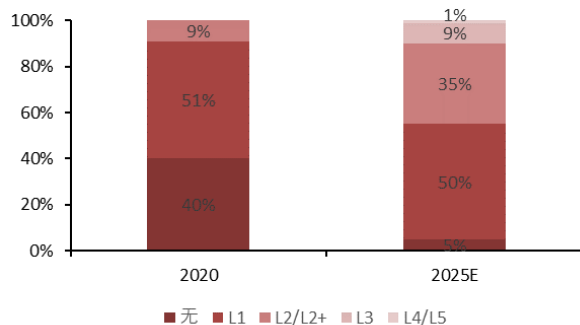
汽车智能化进入高速增长期

- 根据罗兰贝格预测，2025年国内自动驾驶前装市场规模有望达2250亿元，22-25年CAGR超21%，2030年全球规模达5000亿美元。到2025年，全球主要经济体高级别自动驾驶占有率均不断提升，在全球范围内，预计40%的车辆具有L1级功能，36%的车辆具有L2级功能，10%的车辆具有L3级及以上功能。

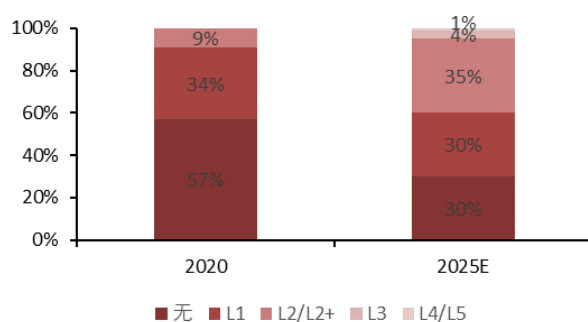
国内ADAS市场规模预测（亿元）



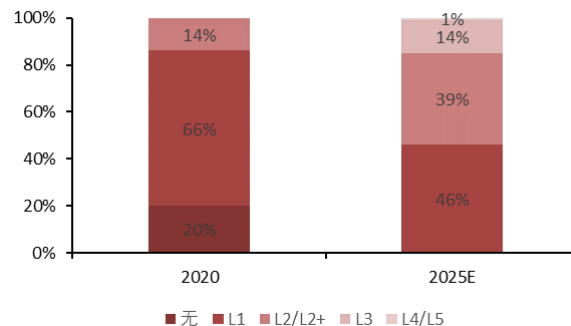
United States



China



Western Europe



数据来源：罗兰贝格，西南证券整理

www.swsc.com.cn

产业秩序重塑：ADAS渐进式扩张为主要方向

智能驾驶

模式一：ADAS 渐进式

模式二：L4跨越 式

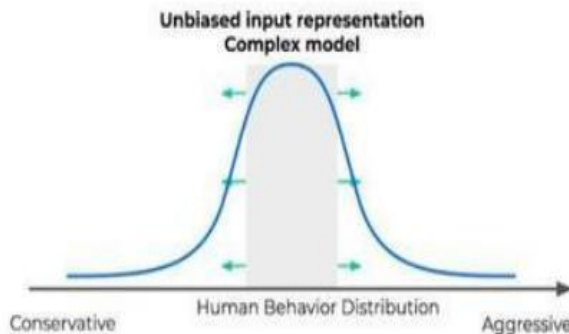
- 主要参与者是主机厂，如特斯拉、大众、通用、福特、戴姆勒、宝马、小鹏、蔚来、理想等。主机厂在生产和销售方面更有经验，通过硬件预埋赋予整车高级别自动驾驶升级的可能性，能同时兼顾ADAS的盈利性和自动驾驶研发。
- 主要参与者是部分科技公司，如Waymo、AutoX、百度、滴滴等。瞄准未来出行，当前适用于封闭、简单、低速场景，如机场、矿区、园区、港口、末端配送、无人环卫车、示范区域Robotaxi等，商用车率先落地。

我们认为，在2025年以前，L3及以下ADAS渐进式扩张为行业主要爆发方向。自动驾驶面临长尾效应（或Corner case），众多细分场景难以全部覆盖，而汽车驾驶安全性的容错率极低，因此，跨越式受技术、成本、算力、数据量、政策法规等限制，L4+高级别自动驾驶乘用车产业化推广仍需时日。

自动驾驶面临长尾效应

A long tail testing challenge

- Want to capture behavior corner cases, but those by definition don't have much training data.



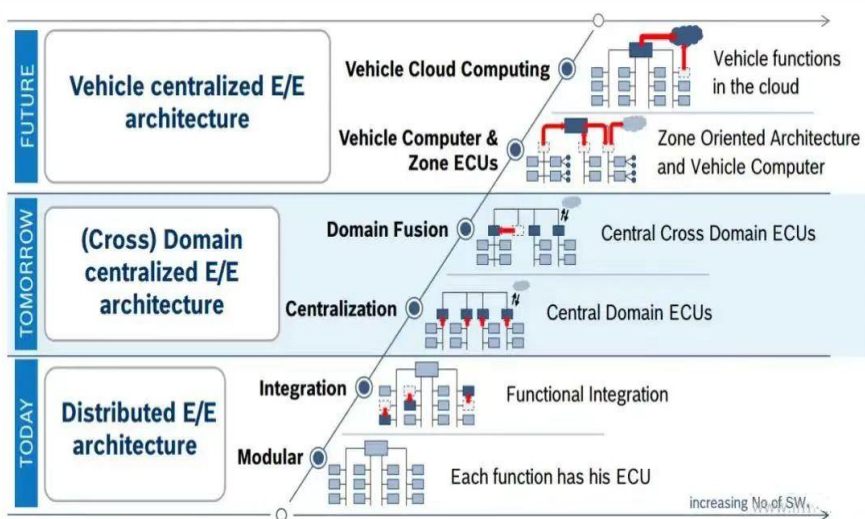
数据来源：Waymo，西南证券整理

www.swsc.com.cn

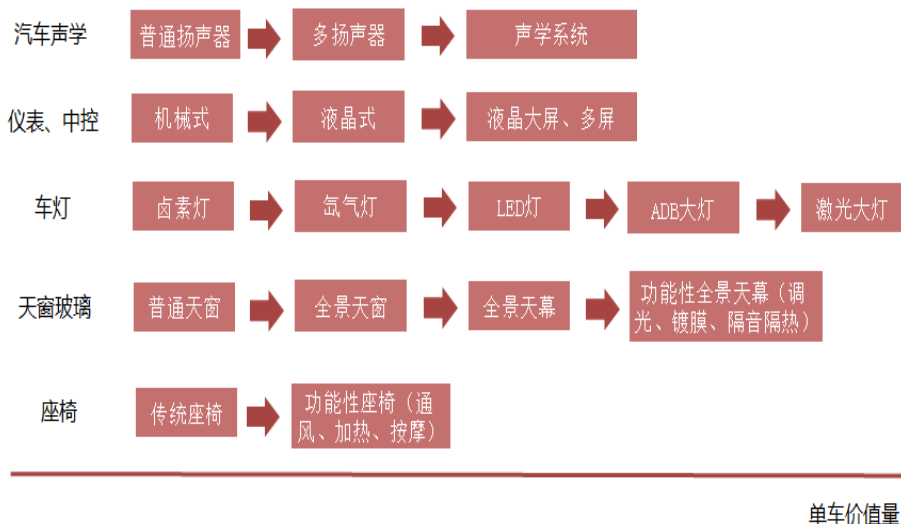
产业秩序重塑：电子电气架构转型，关注增量零部件机会

- 高级别自动驾驶需要更强的数据传输能力、更快的计算能力、更完善的软硬件控制能力，电子电气架构（EE）从传统的**分布式-域控制式-云端集中式**转型，软件定义汽车成为趋势，抢占用户端口和流量、提升用户需求将成为主机厂在智能驾驶时代的主要任务，算力平台转型慢的主机厂会被逐渐淘汰。
- 主机厂与供应商的关系更多由传统的等级分明的上下游关系变为**相互合作、融合共生**。当前主机厂系统集成能力有限，短期内仍需依赖于供应商，其产品丰富度、集成能力与服务能力最为重要。

博世的电子电气架构升级路线



零部件企业的机会：消费升级，国产替代



数据来源：博世，西南证券整理

www.swsc.com.cn

智能汽车产业链及主要供应商

- **智能驾驶**：传感器（德赛西威、华域汽车、保隆科技、禾赛科技）、AI芯片（寒武纪）、自动驾驶域控制器（德赛西威、经纬恒润、科博达）
- **智能座舱**：数字大屏及液晶仪表（德赛西威、华阳集团）、CMS（德赛西威、华阳集团）、AR-HUD（华阳集团、德赛西威、经纬恒润）、DMS（华阳集团、德赛西威）、座舱域控制器（德赛西威、经纬恒润、华阳集团）
- **智能底盘**：线控制动（伯特利、拓普集团）、空气悬架（保隆科技、中鼎股份、拓普集团）、线控转向（伯特利、经纬恒润）、底盘域控制器（伯特利、经纬恒润、科博达）
- **车身电子**：功能座椅（继峰股份、上海沿浦）、智能车灯（星宇股份）、调光玻璃（福耀玻璃）、数字声学（上声电子）、车身域控制器（经纬恒润、科博达）
- **车联网**：T-BOX（德赛西威、经纬恒润、华阳集团、华域汽车）

智能驾驶板块投资建议

- **智能驾驶发展有望加速突破，L3及以上或指日可待。**智能驾驶的主要功能包括安全、高效、舒适，符合科技进步和消费升级的趋势。从供给端看，L2级别自动驾驶迅速放量，智能化成为车企竞争的核心要素之一，政策端由于法规不断开放促进了智能化渗透率的提升。在当前智能驾驶发展阶段，ADAS渐进式扩张将成为行业主要爆发方向，产业秩序重塑，电子电气架构转型从分布式向集中式转型，考虑到短期内主机厂系统集成能力有限，核心供应商的机会更大。随着Transformer大模型的持续迭代升级及特斯拉FSD完全版存在入华预期，高级别自动驾驶政策有望落地，利好具备L3+布局的零部件标的。
- **建议关注增量零部件机会：**中长期看，多方力量推动汽车智能化趋势加速，未来我国智能电动汽车市场将呈现多元竞争格局，随着后续国内智能汽车供给明显增多，产业发展显现加快态势。我们看好：摄像头、毫米波雷达、激光雷达等传感器需求持续增加，智能驾驶、智能座舱、智能底盘、车身电子、车联网等渗透率持续提升，主要标的：德赛西威（002920）、伯特利（603596）、经纬恒润-W（688326）、保隆科技（603197）、上声电子（688533）、华阳集团（002906）、星宇股份（601799）、科博达（603786）、均胜电子（600699）。

目 录

◆ 汽车行情回顾：商用车表现强势，行业估值回落

◆ 汽车行业：政策“东风”频吹，车市景气度持续改善

◆ 智能汽车：智能驾驶发展进入加速突破期

◆ 新能源汽车：以量换价持续，渗透率有望继续提升

◆ 重卡市场：国内温和复苏，出口表现强势

◆ 客车市场：大中型客车出口高增助力销量触底回升

◆ 重点推荐标的

新能源车以价换量趋势持续

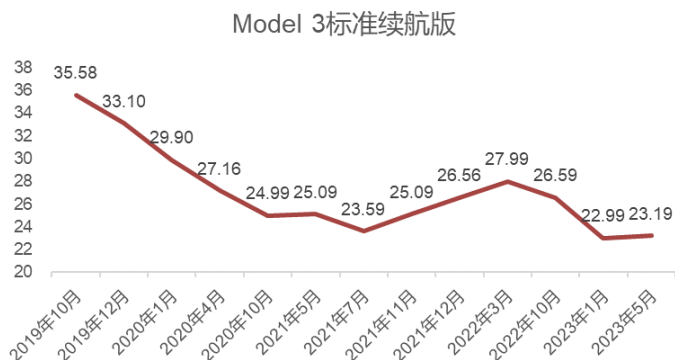
□ **以价换量继续持续。**23年初受销量不及预期影响，2023年1月特斯拉继续大幅降价，此举迅速波及
其他品牌，比亚迪、极氪等纷纷跟进。特斯拉在2、5月分别两次涨价，但幅度都较小，并且6月特
斯拉又通过补贴8000元保险变相降价，反映新能源车以价换量的趋势仍在持续。

表：各新能源品牌降价促销（部分）

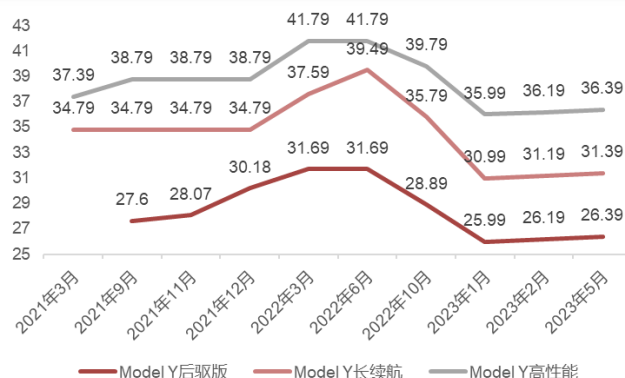
品牌	促销活动
比亚迪	2月24日，根据界面新闻信息，比亚迪老款车型优惠幅度在1万元以上（21款汉EV降价2万元，21款秦EV降价1.5万元），新款车型优惠幅度在6000-8000元
极氪	购买2022款车型可享受无息贷款、4,000元保险补贴；购买2023款极氪001车型可免费选装价值6,000元的极境蓝车漆，WE版和ME版车型可六折选配空气悬架套装，YOU版车型享受额外4,000保险补贴。
埃安	2月1日-2月28日限时降价5000元
蔚来	2月1日起开始对2022款ES6和ES8进行降价促销，ES7也有一定的优惠幅度。
哪吒	2月3日消息，哪吒汽车官微宣布，哪吒S推出限时福利：1、试驾就送价值1280元车模；2、下定5000即抵20000元（哪吒S耀世版和激光雷达版不参与）。
小鹏	1月17日，小鹏汽车宣布除小鹏G9外的全系车型降价，降幅在2万-3.6万元不等。
问界	AITO问界系列宣布降价，从2023年1月13日起，问界M5/M7最高降价达3万元。
零跑	3月1日，零跑汽车新车上市发布会最新推出的C11增程版比此前预售价格降低1万元，其余C11电动版、C01、T03的新款车型均有不同幅度降价，其中零跑C01最入门车型降幅高达4.4万

数据来源：各公司官网/官方公众号，西南证券整理

特斯拉Model 3价格走势（万元）



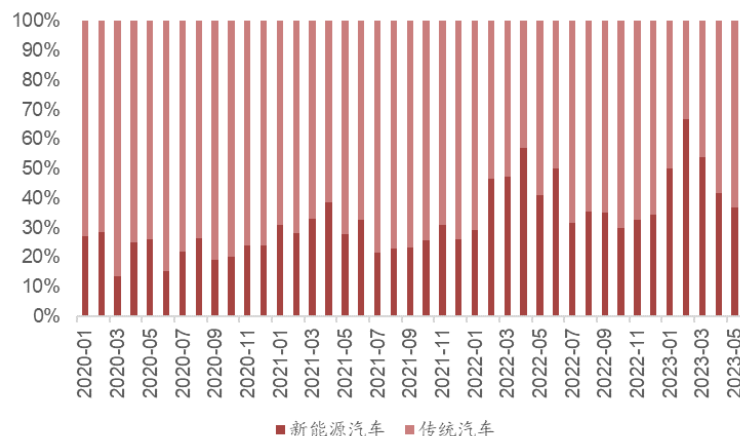
特斯拉Model Y价格走势（万元）



供给多元、车型降价推动未来新能源车渗透率持续提升

- **渗透率仍有望持续提升。**2023年前5月上市新车中新能源车占比已上升至48.6%，在供给持续多元、新能源车以价换量的背景下，我们认为，23年新能源汽车的渗透率将会进一步提升。
- **新能源汽车销量与渗透率继续增长。**虽前两月受销量透支、补贴政策退出等因素影响，销量相对去年下半年的月销量有明显下滑，但在供给多元，车系降价的推动下，3-5月相较1、2月销量明显提升，23年前5月新能源乘用车销量仅281.0万辆，同比增长47.3%，渗透率31.2%，同比提升7.7pp。

23年新能源车供给进一步多元

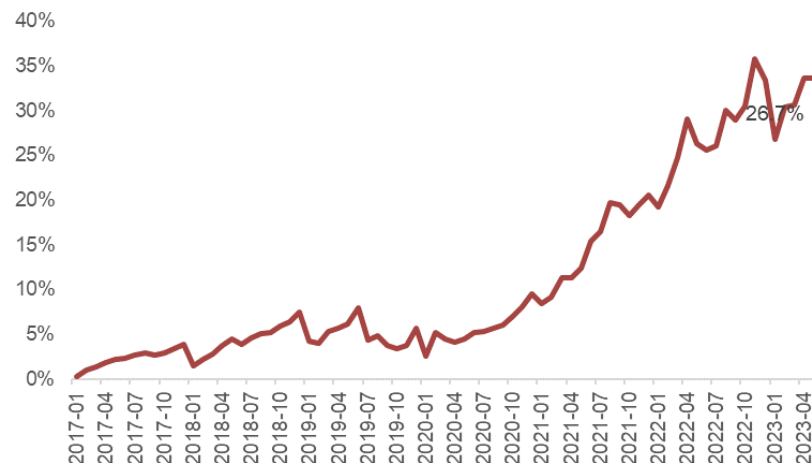


数据来源：乘联会，西南证券整理

我国新能源乘用车销量走势（月度）



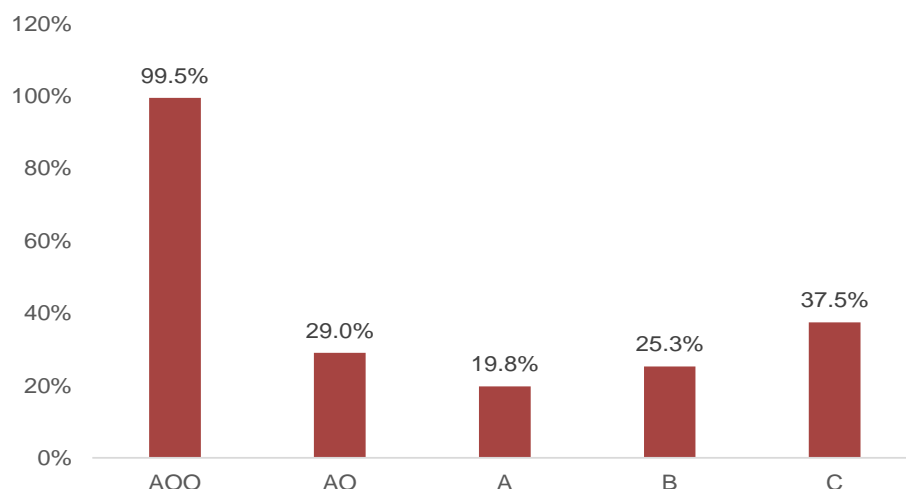
2月以来我国新能源乘用车渗透率恢复增长趋势



新能源车未来增长点主要来自A0\A\B\C级车

- **未来增量预计主要来自A0、A、B、C级车。**从渗透率来看，A0/A/B级车渗透率还有较大的提升空间；从供给端来看，A0级、C级今年均上市了几款较为火爆的车型，有望促进渗透率快速提升。
- ✓ 今年新上市的热门A0级车：五菱缤果、比亚迪海鸥
- ✓ 今年新上市的热门A级车：比亚迪e2、长安深蓝S7、银河L7
- ✓ 今年新上市的热门B级车：一汽丰田bZ3、零跑C11增程版、哈佛二代大狗PHEV
- ✓ 今年新上市的热门C级车：飞凡F7、理想L7、理想L8、长城蓝山DHT-PHEV

2022年我国各级车的新能源渗透率



数据来源：乘联会，西南证券整理

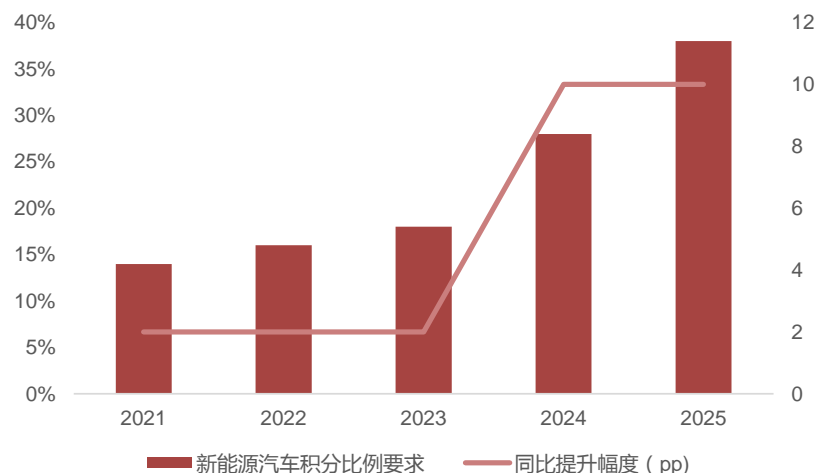
政策端：新能源积分政策促使车企加速能源结构转型

- **双积分政策驱动下，混动技术路线是车企缓解积分压力的重要途径。**双积分是指车企的平均燃油消耗量积分（CAFC）以及新能源汽车积分（NEV），车企考核达标将产生正积分，不达标则产生负积分。双积分政策相当于从降低燃油车油耗以及提升新能源汽车产量两个维度促进节能减排。该政策目前共发生三次变化，在最初的版本（2018年4月1日实施）中，NEV积分仅可通过生产纯电车型以及插混车型来获得，而新政策（2021年1月1日实施）中新增了低油耗乘用车产量/进口量折算NEV积分标准，而混动车型符合这一标准，使得车企能够通过生产混动车型来缓解积分压力。
- **新能源积分比例进一步提升，促使车企加速能源结构转型。**在2022年7月“双积分”政策修订征求意见稿中，对新能源汽车积分比例要求大幅提升，2024/2025年积分比例要求为28%/38%，相比于2019-2023年10%-18%的比例要求以及每年2个百分点的提升幅度而言，2024年之后的比例要求更高，提升速度更快，将进一步促进车企加速能源结构转型。

新能源乘用车车型积分计算方法

车辆类型	2018年4月1日	2021年1月1日	2024年（拟）
纯电动乘用车	$0.012R \cdot R + 0.80.0056 \cdot R + 0.40.0034 \cdot R + 0.2$		
插电式混合动力乘用车	2	1.6	1
燃料电池乘用车	$0.16 \cdot P$	$0.08 \cdot P$	$0.06 \cdot P$
低油耗乘用车	/	2021年度、2022年度、2023年度，低油耗乘用车的生产量或者进口量分别按照其数量的0.5倍、0.3倍、0.2倍计算。	

2021-2025年新能源汽车积分比例要求



新能源车销量测算——全年有望857万辆

- 在供给持续多元、新能源车以价换量的背景下，预计A0/A/B级车型的新能源渗透率均有望增加，同时，新能源积分政策也将一定程度促进新能源汽车渗透率提升，**预计2023年全年新能源乘用车渗透率有望提升至36%，对应销量857万辆。**
- 分品牌来看，预计主要由以下品牌贡献增量：比亚迪（约100万辆+）、特斯拉（近30万辆）、埃安（20万辆+）、理想（10万辆+）、深蓝（10万辆+）、极氪（5万辆+）等等。

表：我国新能源乘用车销量测算

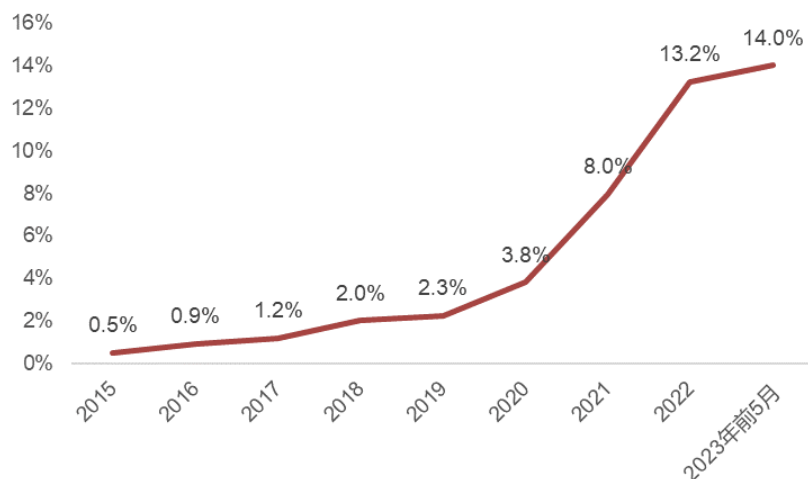
时间	乘用车销量	YOY	新能源渗透率	新能源乘用车销量	YOY
2021	2148	6.5%	15.5%	332	176.0%
2022	2356	9.7%	27.8%	654	98.5%
2023E	2380	1.0%	36.0%	857	31.0%

数据来源：中汽协，西南证券

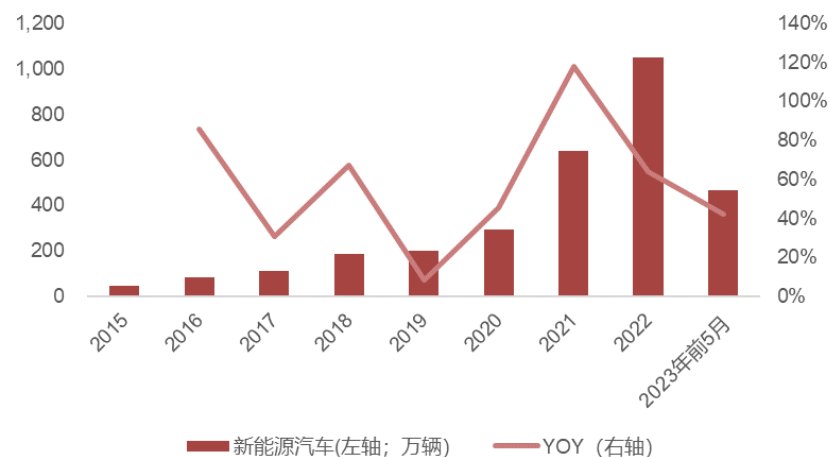
全球——新能源汽车渗透率持续提升

- **全球新能源汽车渗透率持续提升。**2022年全球新能源汽车销量达1051.5万辆，同比增长64.2%，渗透率达13.2%，同比增加5.2pp；最新23年前5月全球新能源汽车销量达469.3万辆，同比增长42.5%，渗透率达14.0%，同比增加3.4pp。

全球新能源汽车渗透率已达14%



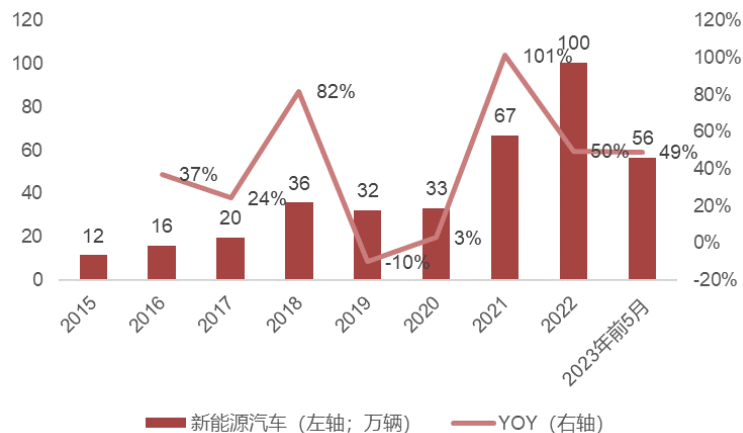
全球新能源汽车销量持续高增



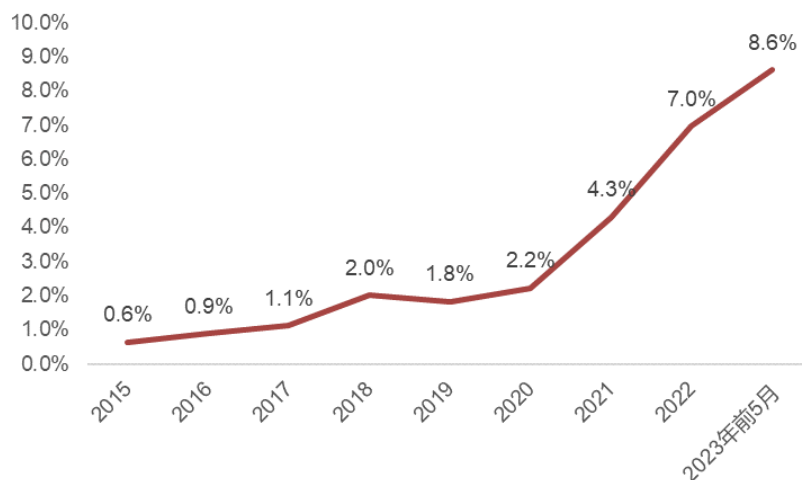
美国——新能源渗透率低，还有很大提升空间

- **2022美国新能源汽车销量目前渗透率仅7%，还有很大提升空间。** 2022年美国新能源汽车销量同比增长50%至100万辆，渗透率7%，同比增长2.7pp，仅略高于中国2020年前的水平，未来还有很大提升空间。
- **IRA法案助力渗透率显著提升。** IRA法案针对购买新能源车提供3750-7500美元的补贴，该法案法案于22年8月正式签署，于2023年1月全面生效，全面生效后的23年前5月渗透率达8.6%，同比提升2.2pp，预计全年将刺激渗透率达12%左右，新能源车销量约190万辆。

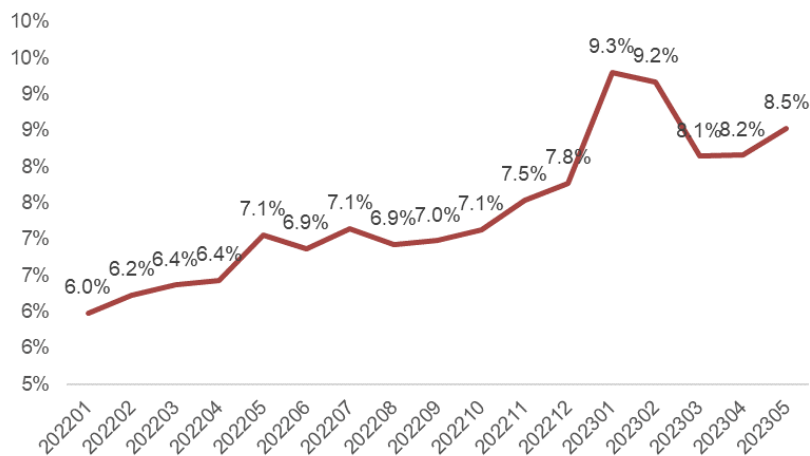
美国新能源汽车销量持续高增



美国新能源汽车渗透率目前仍然较低



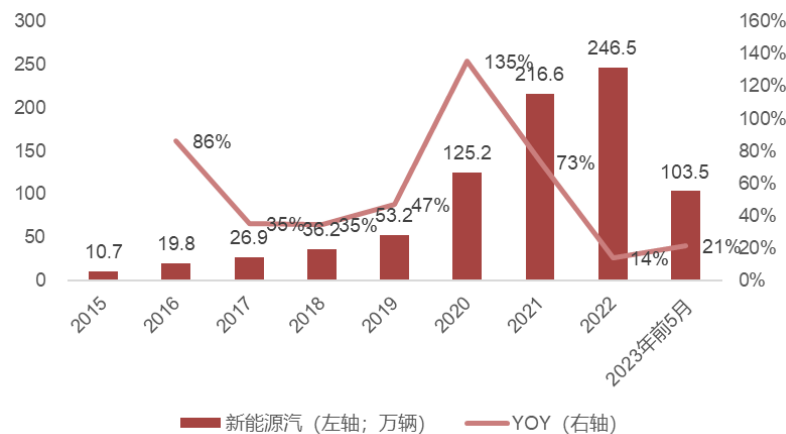
IRA法案全面生效刺激新能源渗透率显著提升



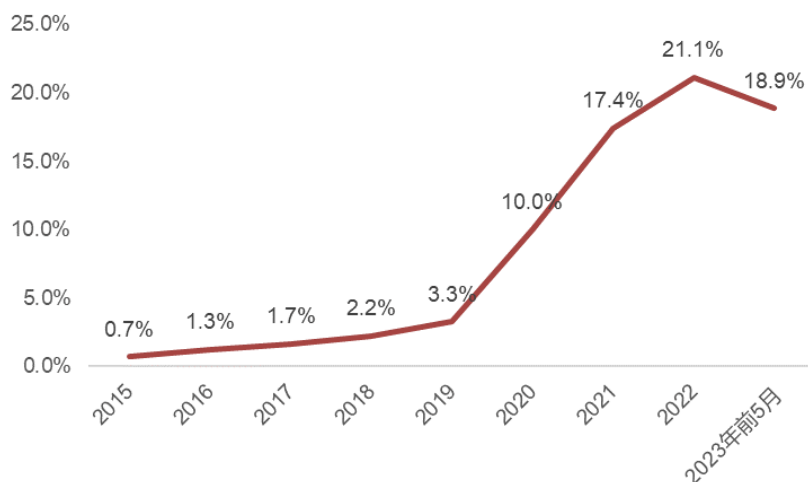
西欧——渗透率增长停滞

- 受能源危机影响，西欧新能源车增长明显放缓。21年底开始，欧洲遭遇能源危机，天然气价格暴涨，而天然气发电在欧洲发电比例中高达20%，这使得电价也大幅上涨，新能源汽车使用受限，21年底渗透率达到高峰后就大幅回落，并在20%左右震荡。
- 俄乌冲突影响下，高电价局面暂难改善。在俄乌冲突结束之前，西欧能源危机预计难以根本上缓解，高电价局面难以改善，预计新能源汽车渗透率将在20%左右徘徊。

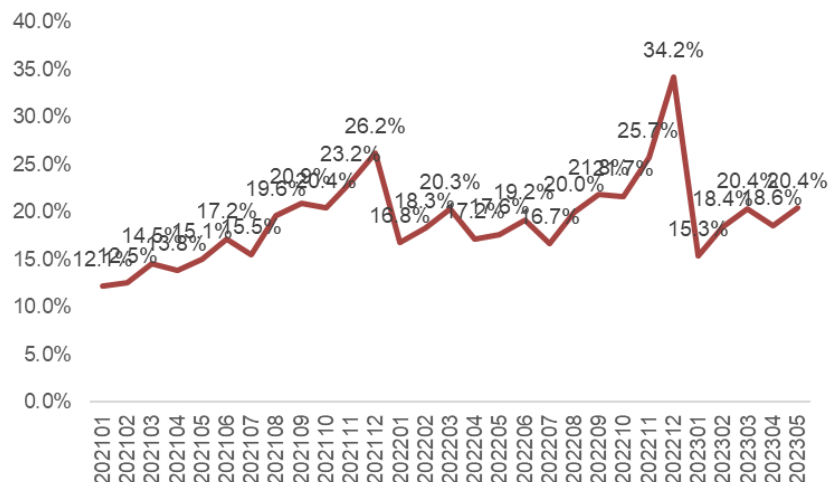
欧洲新能源汽车销量增速放缓



欧洲新能源渗透率增长陷入停滞 (年)



欧洲新能源渗透率增长陷入停滞 (月)



电动车板块投资建议

- **新能源渗透率有望继续提升，A0/C级车渗透率预计有较快提升。**在新能源车供给持续多元的背景下，新能源的渗透率有望持续提升。其中，今年新上市车型中，爆款车型主要集中在A0级和C级，如五菱缤果、比亚迪海鸥、理想L7/L8，所以预计将促进A0/C级车新能源渗透率快速提升。
- **新能源积分比例进一步提升，促使车企加速能源结构转型。**2022年7月“双积分”政策修订征求意见稿对新能源汽车积分比例要求大幅提升，2024/2025年积分比例要求为28%/38%，相比于2019-2023年10%-18%的比例要求以及每年2个百分点的提升幅度而言，2024年之后的比例要求更高，提升速度更快，将进一步促进车企加速能源结构转型。
- **美国：新能源渗透率较低，IRA法案有望促进渗透率显著提升。**2022年美国新能源汽车销量同比增长50%至100万辆，渗透率仅7%，对购置新能源车的补贴3750-7500美元的IRA法案的全面后，23年前五月新能源渗透率已达到8.6%，同比增加2.2pp，预计全年渗透率有望提升至12%左右。
- **西欧：受能源危机影响，西欧新能源渗透率增长陷入停滞，2023年前5月仅18.9%，在俄乌冲突结束之前，西欧能源危机预计难以根本上缓解，高电价局面难以改善，预计新能源汽车渗透率将在20%左右徘徊。**
- **投资建议。**建议关注特斯拉产业链、比亚迪产业链以及在北美周边布局从而有望享受美国新能源汽车高增红利的标的。主要标的：比亚迪（002594）、拓普集团（601689）、旭升股份（603305）、三花智控（002050）、宁德时代（300750）、华域汽车（600741）、中鼎股份（000887）、文灿股份（603348）、爱柯迪（600933）、多利科技（001311）。

目 录

◆ 汽车行情回顾：商用车表现强势，行业估值回落

◆ 汽车行业：政策“东风”频吹，车市景气度持续改善

◆ 智能汽车：智能驾驶发展进入加速突破期

◆ 新能源汽车：以量换价持续，渗透率有望继续提升

◆ 重卡市场：国内温和复苏，出口表现强势

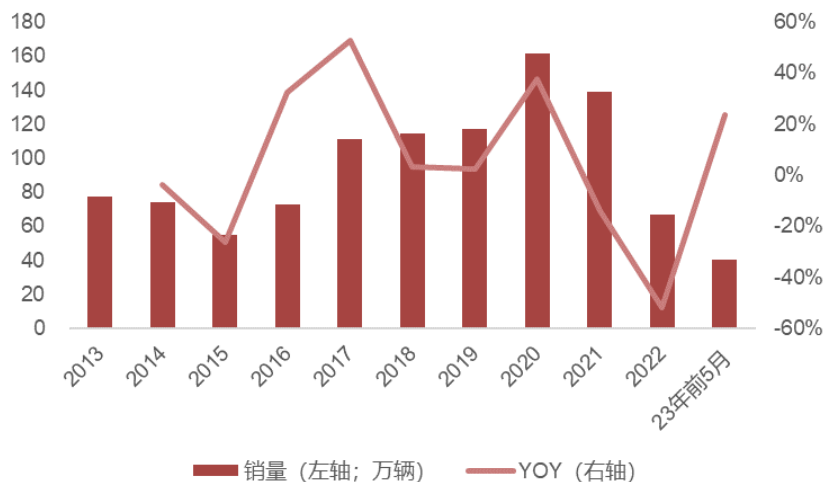
◆ 客车市场：大中型客车出口高增助力销量触底回升

◆ 重点推荐标的

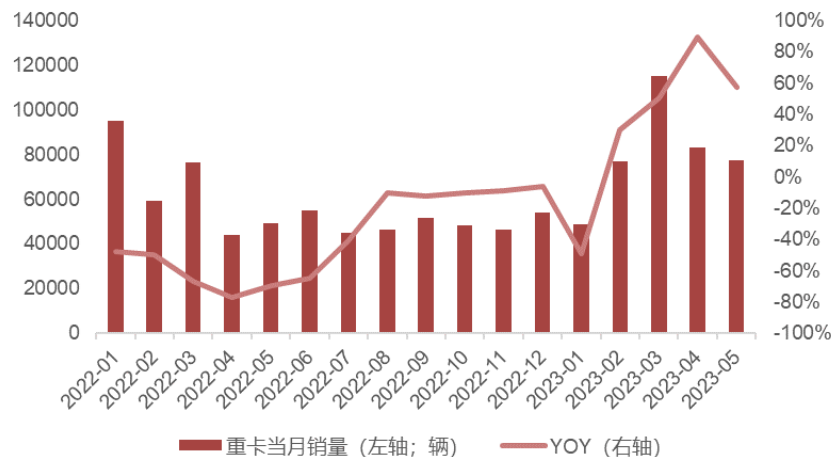
至暗时刻已过，行业复苏进行时

- **至暗时刻已过，行业温和复苏。** 2022年，重卡行业遭遇了至暗时刻，受到油价高企、天然气价格高企、房地产不景气、疫情、2020与2021年高销量的透支等多重因素的影响，当年销量同比下滑51.8%，全年销量仅67.2万辆。2023年以来，重卡行业开始温和复苏，截至2023年5月重卡行业销量已连续4个月实现同比30%以上增长，2023年前5月累计销量达40.2万辆，同比增长23.8%。

国内重卡销量（年）



国内重卡销量（月）



复苏原因1——透支效应出清

- **透支效应基本出清。**根据历史数据分析，突然高增的销量对其后销量的透支一般在6-18个月，目前距2021年上半年已经过去超18个月，结合去年行业受疫情影响销量腰斩的情况，我们分析前期透支效应已经基本出清。23年前五月销量超20%的增长也佐证了这点。

透支效应基本出清

除非完整的重卡销量



复苏原因2——天然气、柴油价格回落

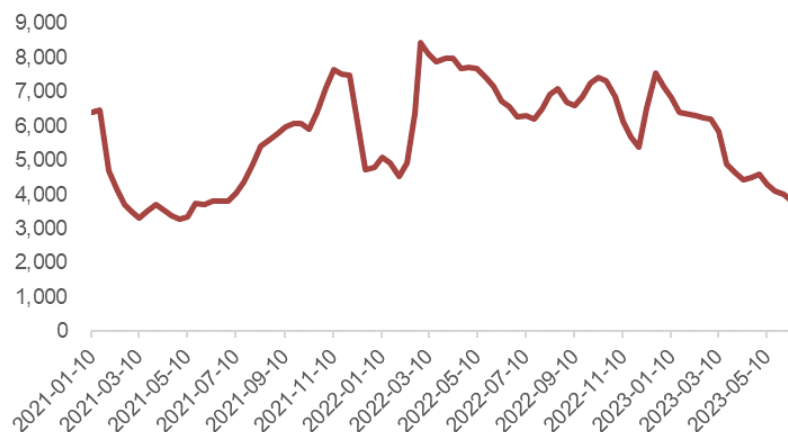
- **天然气价格大幅回落，天然气重卡销量同比高增。**截至2023年6月10日，天然气价格较22年最高点回落55.1%，23年的平均价格较22年回落24.2%，天然气价格的回落促进了天然气重卡销量的高增，2023年前五月，天然气重卡销量4.1万辆，同比增长约161%。
- **柴油价格回落，促进销量增长。**截至2023年6月14日，柴油最高指导价较年初下降4.6%，23年平均价格较22年均价下降9.5%。柴油是柴油重卡运行的重要成本，其价格的下降也会在一定程度上促进了销量增长。

23年柴油价格较22年明显回落



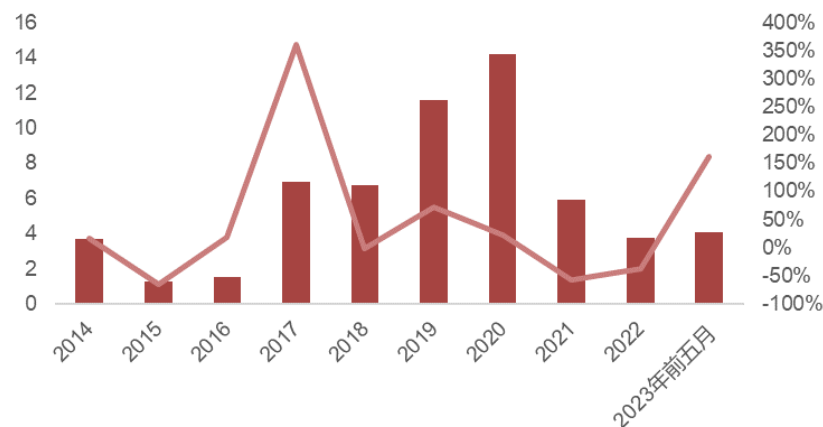
数据来源：国家统计局，西南证券整理

23年以来天然气价格大幅回落



中国:市场价:液化天然气LNG:全国日 元/吨 S5914475 国家统计局

国内重卡销量 (月)

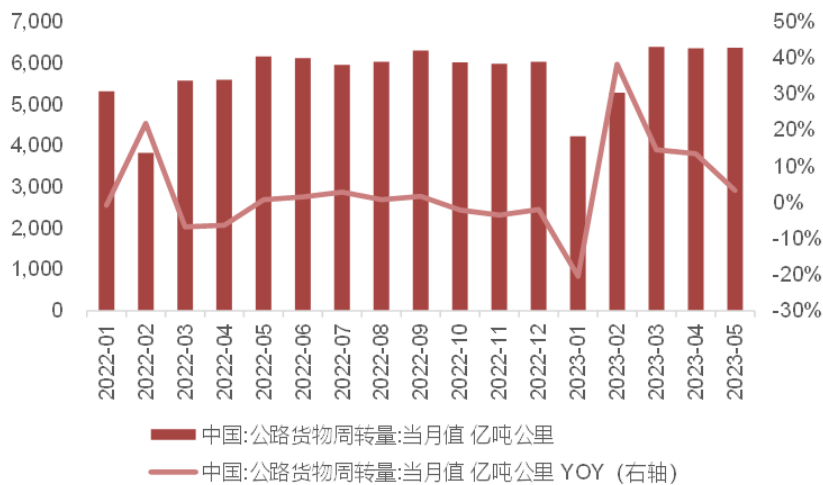


天然气重卡销量 (左轴; 万辆) YOY (右轴)

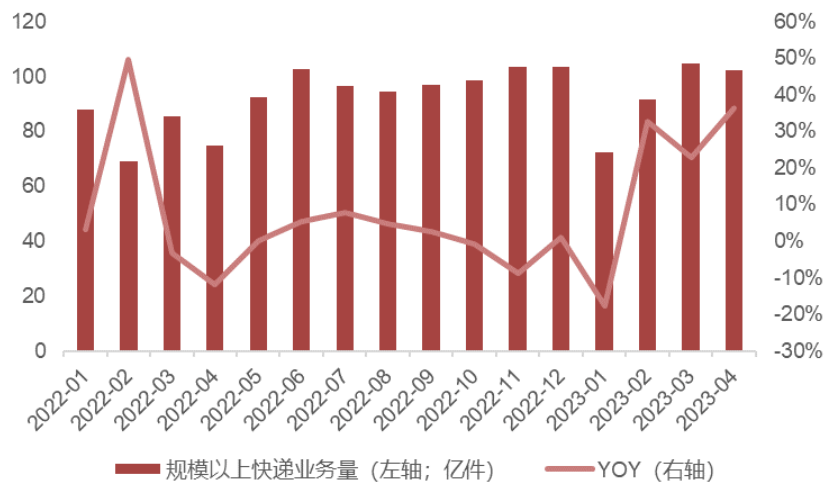
复苏原因3——经济温和复苏，物流需求增加

- **经济温和复苏。**2022年我国GDP增速仅3.0%，23年开始温和复苏，Q1GDP同比增速4.0%，根据wind一致预期，Q2增速有望达7.3%。
- **公路货运量稳健增长，快递业务量快速增长。**2022年我国我国公路货运周转量增速-1.2%，2023年前五月增速达7.39%。2022年我国规模以上快递业务量增速仅2.1%，23年前四月规模以上快递业务量累计同比达17%。

23年我国公路货运周转量增速稳健



23年我国快递业务量增长迅速



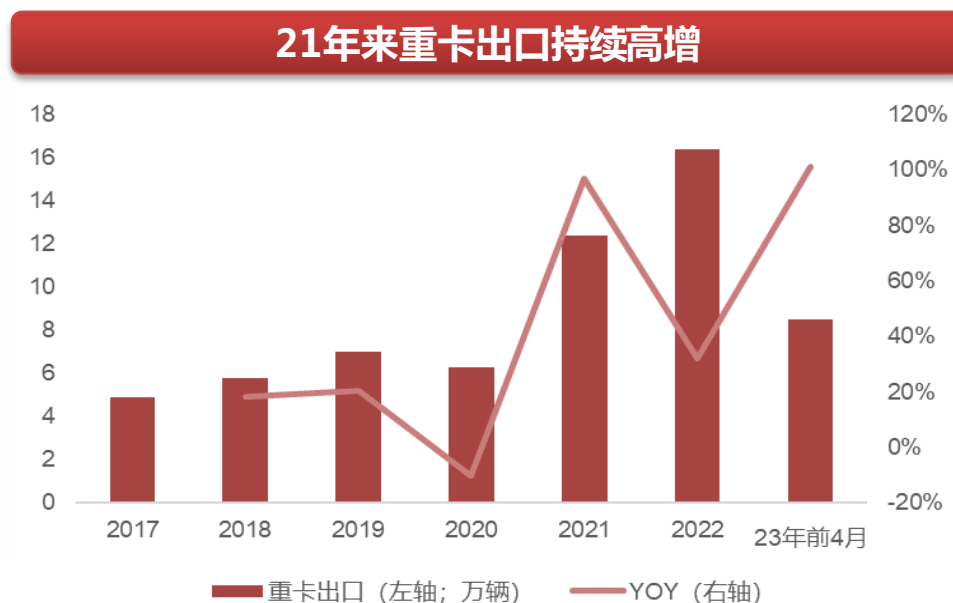
出口增长稳健

□ **出口增长稳健。**2021年以来，出口持续高增，最新2023年前四月，出口达8.5万辆，同比增长101.1%。我们分析主要有以下原因：

□ **需求端方面：**

1) **“一带一路”带动沿线亚太地区国家的基建需求**，目前，中国重卡出口市场主要集中在亚太、拉美区域，“一带一路”影响加之海外疫情逐渐常态化，沿线国家基建与物流需求也逐步修复，由带动了重卡需求的增长。

2) **俄罗斯重卡市场需求扩大**，俄乌冲突影响导致欧卡停供俄罗斯，俄罗斯对国内的重卡需求激增。



数据来源：海关总署，西南证券整理

出口增长稳健

□ 供给端方面：

1) **供应链更加稳定。**2021至2022年由于欧美“躺平”导致疫情持续蔓延，叠加俄乌冲突影响，戴姆勒、曼及斯堪尼亚等主要重卡企业因供应链及用工短缺导致无法正常生产供应，因此，海外需求的部分缺口由中国重卡企业来填充。

2) **价格优势明显。**戴姆勒、MAN、斯堪尼亚、沃尔沃等海外头部品牌的重卡平均售价至少50万元以上，而国内品牌重卡的均价则仅30万元左右，具有明显的价格优势。

3) **性价比优势突出。**除了价格以外，一般的消费者购买卡车比较注重节油、舒适、动力、载货能力，近年来，国内技术与国外差距逐步缩小，产品质量提升，在重卡的主要指标方面，国产重卡没有明显的短板，中国重卡在海外市场的性价比优势越发突出。

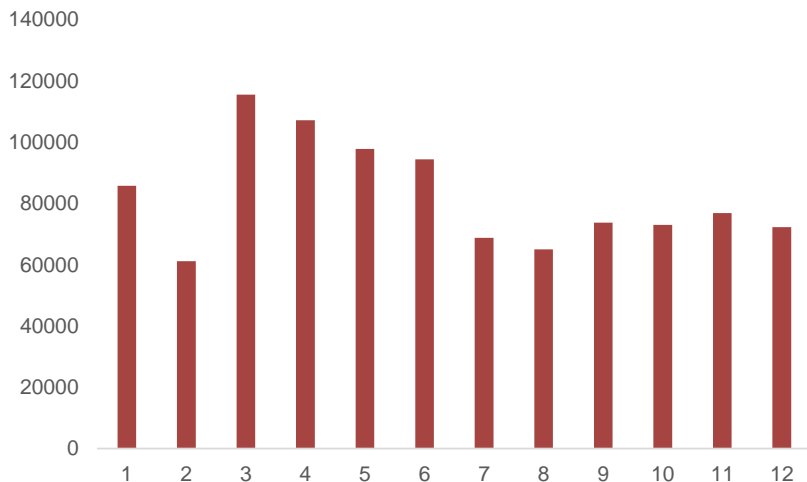
表：奔驰重卡和戴姆勒重卡的对比

品牌	奔驰	中国重汽
重卡型号	奔驰 Actros重卡 440马力 6X4 牵引车(型号2644LS)	中国重汽 HOWO Max重卡 460马力 6X4 牵引车(国六)
厂商指导价	90万元	40.50万元
轴距	3300+1350mm	3825+1350mm
整车质量	8.82吨	8.8吨
总质量	26吨	25吨
最高车速	104km/h	89km/h
最大输出功率	320kW	338kW
最大扭矩	2100N·m	2300N·m
换挡方式	自动	手动
挡位	12挡	12档
平均油耗	26.8-29.8L/100km	22.8-41.4L/100km，平均29.3L/100km

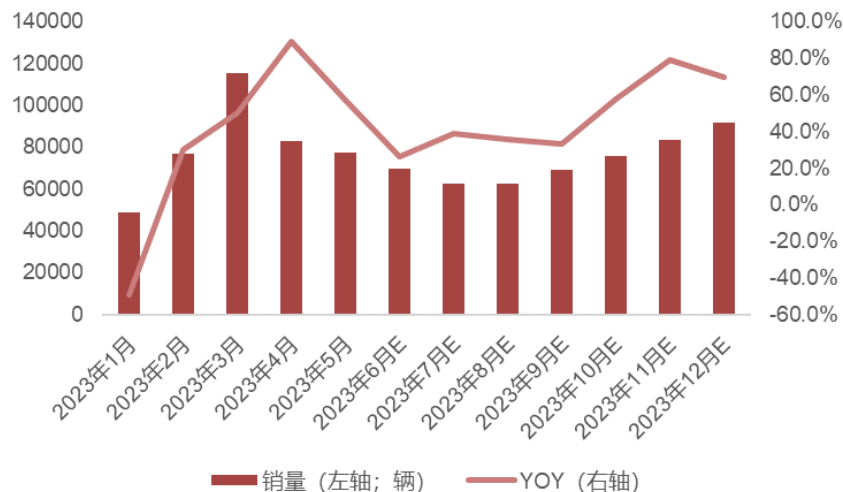
23年展望——全年销量有望达90万辆

- **淡季微幅下滑，旺季稳健增长。**从过去10年的月平均销量来看，6、7、8月仍是淡季，9月开始销量会开始好转，今年在出口的助力下，预计淡季环比下滑幅度会减弱，旺季环比增长势头会增强，假设6/7月分别环比下滑10%、8月持平7月、9/10/11/12月分别环比增长10%，则全年销量有望达91.7万辆，同比增长36.6%。
- **其中，出口贡献24万辆。**23年前4月出口8.5万辆，预计未来出口有望继续保持高景气，月均销量有望保持2万辆水平，全年销量有望达24.5万辆，同比增长49.4%。

2013-2022分月平均销量



分月销量预测



24/25年展望——促进国六保有量提升政策出台

- 《柴油货车污染治理攻坚行动方案》出台，国六保有量还有大幅提升空间。2022年11月，生态环境部等15部门联合印发的方案《柴油货车污染治理攻坚行动方案》以货运量较大的京津冀及周边地区、长三角地区汾渭平原相关省(市)以及内蒙古自治区中西部城市为重点地区。攻坚目标为：到2025年，运输结构、车船结构清洁低碳程度明显提高，新能源和国六排放标准货车保有量占比力争超过40%。我们预计该政策对24/25年的重卡销量将起到一定刺激作用。



数据来源：中汽协，西南证券整理

24/25年展望——地方国四淘汰政策开始出台

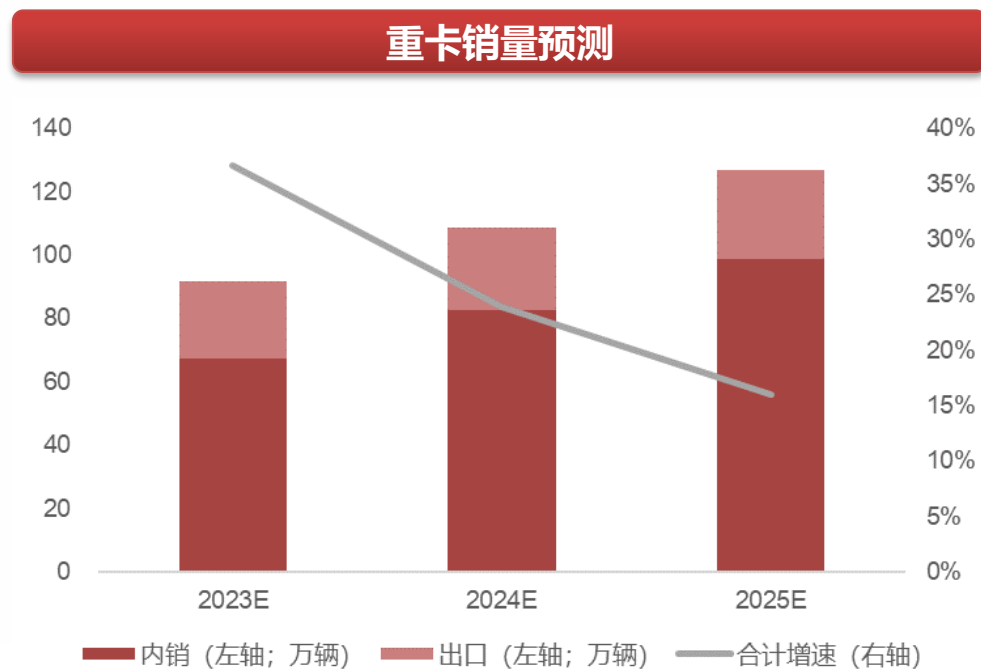
□ **国四淘汰将促进更新换代需求。**2018年起，多地国四限行政策陆续出台，2023年，浙江、河南等地已经开始推行国四淘汰政策，预计随着环保政策的趋严，2025年之前更多的地区将推行国四淘汰政策。而目前国四保有量超100万辆，各地国四淘汰政策的不断推出将带来可观的更新换代需求。

表：国四限行令陆续出台（不完全统计）

地区	出台时间	文件名	具体内容
浙江杭州	2023年4月	《杭州市国四柴油汽车淘汰补助实施细则（试行）》	2023年5月13日至2024年6月30日对 淘汰 国四柴油车进行补贴。
浙江宁波	2023年3月	《宁波市加快淘汰老旧柴油货车实施方案（征求意见稿）》	到2025年底，基本 淘汰 国四排放标准营运柴油货车和采用稀薄燃烧技术的营运燃气货车。
河南	2023年2月	《关于进一步搞活汽车流通扩大汽车消费的通知》	加快 淘汰 国四柴油汽车和采用稀薄燃烧技术的燃气汽车。
浙江省	2023年1月	《浙江省污染天气消除和柴油货车污染治理攻坚三年行动方案（征求意见稿）》	计划：到2025年， 淘汰 60%的国四及以下营运柴油货车。
四川成都	2023年3月	-	2023年4月1日起至2023年12月31日止全天24小时禁止国IV及以下排放标准的环卫车、混凝土运输车驶入成都绕城高速（G4202，含）以内区域
浙江省	2022年9月	《浙江省商务厅等16部门关于进一步搞活汽车流通扩大汽车消费的通知》	研究制定新一轮老旧营运柴油货车淘汰补助政策，引导鼓励地市提前 淘汰 国四及以下老旧营运柴油货车。
山东济南	2022年1月	《关于对中、重型货车和非道路移动机械实施临时性管制措施的通知》	2022年2月2日至2月20日，国四（含）以下排放标准的中、重型货车不得在本市市域范围内（高速公路除外）道路通行。
河北唐山	2021年3月	《唐山市人民政府关于调整主城区道路载货汽车禁行措施的通知》	唐山市市中心区、遵化、丰润区、曹妃甸区等城区都为国四及以下排放标准的柴油货车划定了禁行区域。
郑州	2020年10月	《大气污染防治重点工作实施方案》	2020年11月1日起，四环以内大宗物料运输重点用车企业，禁止国四及以下柴油货车运输物料。全市大宗物料运输的重点用车企业橙色及以上预警期间，禁止国四及以下柴油货车运输物料。
山西太原	2019年5月	《关于调整载货机动车通行管控措施的通知》	山西太原市政府发布新制定的货车通行管制措施，每日7时至21时，除本市（晋A号牌）封闭货车外的其他货车禁止通行，国四（含）以下柴油货车全天禁止通行。
陕西西安	2018年11月	《西安市人民政府关于柴油货车通行管理的公告》	国四排放标准柴油货车禁止通行西安市三环路（含）以内区域。

24/25年展望——更新换代量提升，销量将保持高增

- **更新换代量提升，重卡销量有望高增。**重卡更新换代的周期一般在7-8年，我们假设内销中，9年前重卡更新20%，8年前重卡更新30%，7年前重卡更新30%，6年前重卡更新20%，则24、25年的内销更新换代量将分别达到82.7、98.9万辆。此外，假设1) 24/25年内销新增需求每年5万辆；2) 出口需求分别26、28万辆。则24、25年行业需求分别113.7万辆、131.9万辆，同比增速分别23.9%、16.0%。



数据来源：西南证券整理

重卡板块投资建议

- **重卡行业有望复苏，短中期将稳健增长。**在国五促销透支了国六的消费、燃油价格高涨、经济增速放缓等因素的影响下，2022年销量同比下滑51.8%，全年销量仅67.2万辆。2023年以来，重卡行业开始温和复苏，截至2023年5月重卡行业销量已连续4个月实现同比30%以上增长，2023年前5月累计销量达40.2万辆，同比增长23.8%。中短期看，在燃油价格有所回落、透支效应逐渐出清、经济温和复苏、公路货运量稳健增长、快递业务量快速增长、出口稳健增长等背景下，重卡销量有望恢复增长，而根据《柴油货车污染治理攻坚行动方案》，全国到2025年新能源和国六排放标准货车保有量占比力争超过40%，叠加出口有望保持高位，我们测算23、24、25年行业需求分别91.7万辆、113.7万辆、131.9万辆，同比增速分别36.6%、23.9%、16.0%。
- **中长期：国七出台将促进窗口期销量。**回顾历史上国标与欧标出台的时间，在国五之前都相差10年左右的时间，而国六出台仅比欧洲晚五年，预计国七将有望与欧标同步，即适用于重卡的国七有望2027年7月出台，那么这将有希望促进26-27年上半年的重卡销量。
- **长期：重卡峰值销量预计200+万辆。**通过对比美日欧重卡销量，我们发现人口是影响重卡销量的重要因素，美国重卡销量峰值约50万，我国人口约是美国4倍，并且我国公路运输比重更高、重卡更新换代速度更快，所以预计我国重卡销量的峰值将是美国4倍以上，即200+万辆。
- **投资建议：**我们认为，22年延迟的重卡更换需求正在逐步释放，叠加国内车企对海外市场的开拓，复苏仍将是今年重卡行业的主线。主要标的：中国重汽（3808.HK/000951）、潍柴动力（2338.HK/000338）、奥福环保（688021）、天润工业（002283）。

目 录

◆ 汽车行情回顾：商用车表现强势，行业估值回落

◆ 汽车行业：政策“东风”频吹，车市景气度持续改善

◆ 智能汽车：智能驾驶发展进入加速突破期

◆ 新能源汽车：以量换价持续，渗透率有望继续提升

◆ 重卡市场：国内温和复苏，出口表现强势

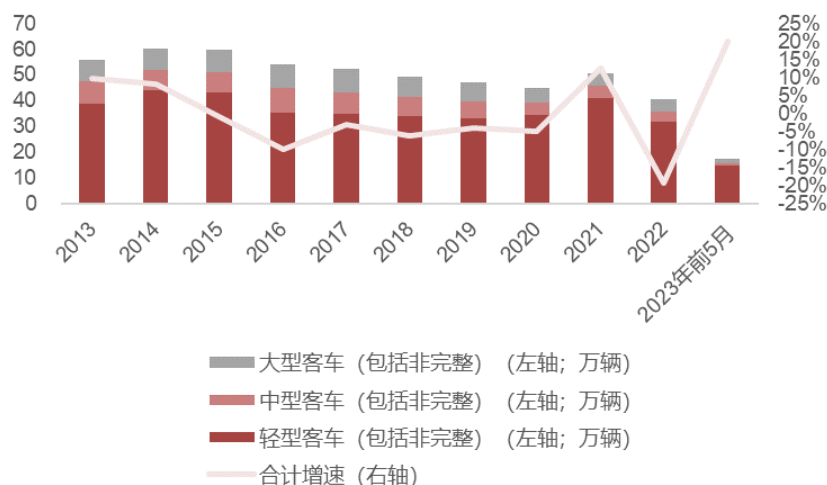
◆ 客车市场：大中型客车出口高增助力销量触底回升

◆ 重点推荐标的

大中型客车占比少，但市场空间大于轻客

- **大中客车占比不到20%。**2020年以来，大中客车占客车的销量比重逐年下滑，最新2023年前5月中大客车（包括非完整车辆）占客车比重不到20%，仅16.0%。
- **大中客车市场空间比微客更大。**根据太平洋汽车网截至6月27日的数据，在售轻客一共有80个车系，除15个车系的最高指导价超过30万元外，其余65个车系指导价区间在5.29-29.84元，同时，鉴于轻客作为生产工具，较为注重性价比，我们粗略假设轻客均价15万元，则其2022年的市场空间约为480亿元。假设2022年宇通客车、金龙汽车、安凯客车、中通客车、亚星客车的轻客均价也为15万元，则可以测算出这些上市公司大中型客车均价约71.8万元，假设全市场中大型客车均价为71.8万元，则2022年中大客车（包括非完整车辆）市场空间约634.2亿元，明显大于轻客的市场空间。

国内客车销量（年）



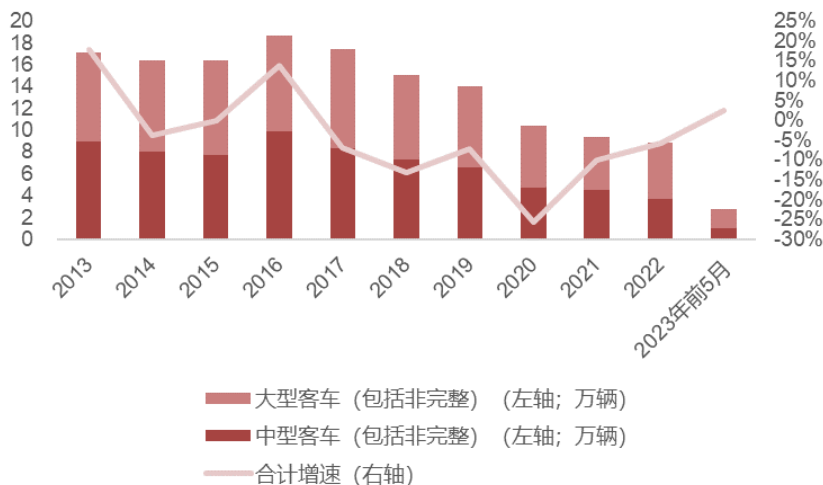
国内客车销量（月）



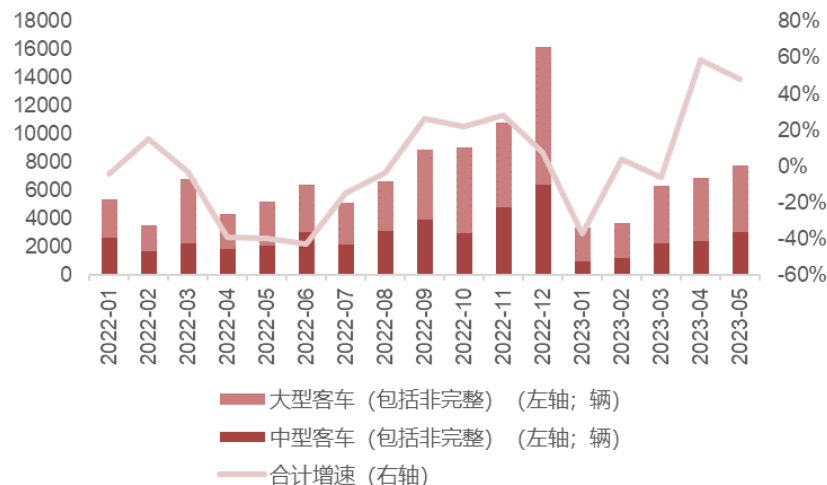
大中型客车销量重回增长

- **大中型客车销量已持续低迷多年。**2013-2018年我国大中客车（包括非完整车辆）销量一直维持在15-20万辆这个区间，2016年开始，我国大中型客车（包括非完整车辆）销量持续下滑，2017-2022年我国月大中客车（包括非完整车辆）销量复合增速-12.7%，2022年我国大中型客车销量仅8.8万辆。
- **大中型客车重回增长。**2023年以来我国大中客车（包括非完整车辆）销量结束连续6年的下滑，前5月销量同比增长10.8%至2.8万辆。

国内大中型客车销量（年）

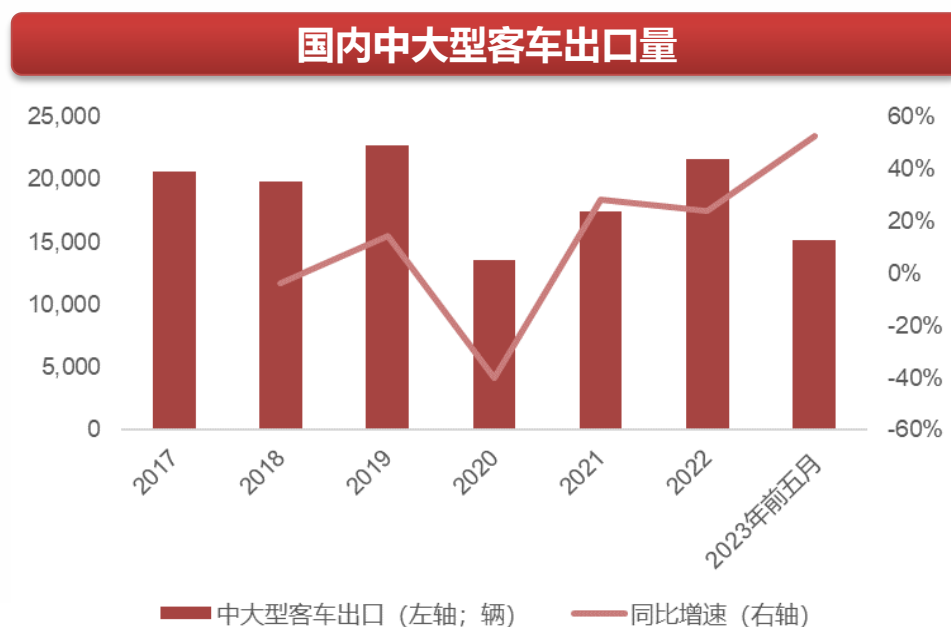


国内大中型客车销量（月）



外销高增是驱动大中型客车增长关键因素

- **2021年以来外销高增。**经历了2020年的出口低迷之后，2021年开始外销恢复增长，2023年前5月，外销同比增长52.8%至1.5万辆，是今年以来大中型客车增长的关键因素。
- **外销高增是多方面因素的共同结果。**1) 20年的低迷主要系疫情拖累所致，21年以来，世界各国逐渐放开管控，需求逐渐恢复；2) 我国新能源客车全球竞争力优势明显，新能源客车是客车出海战略的重要贡献力量。3) 俄乌战争后，俄罗斯对国内的进口大幅增长。

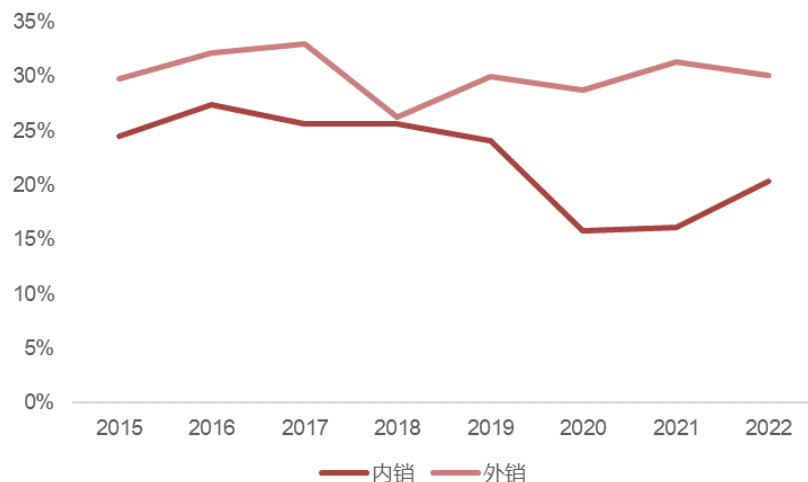


数据来源：宇通客车年报，方德网，西南证券整理

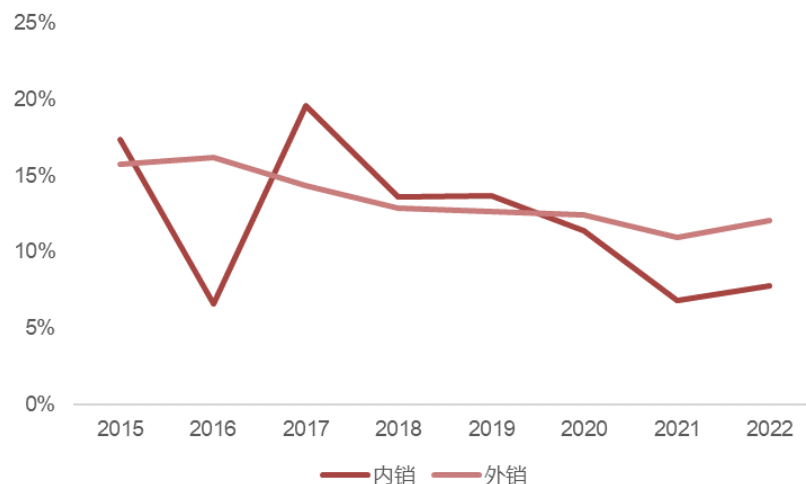
客车出口盈利能力强，未来有望维持

- **近3年外销盈利能力明显优于内销。**2020年以来，客车内销的盈利能力差距明显增大，外销盈利能力明显好于内销，以宇通客车和金龙客车为例，可以看到近三年宇通客车外销平均毛利率比内销高13pp，金龙客车外销平均毛利率比内销高3pp。
- **外销的强盈利能力能够维持。**我们认为，未来客车外销的强盈利能力能够维持，主要系一方面客车外销目前景气度较高，销量预计能够持续的增长，能够带来产能利用率的持续提升；另一方面，我国新能源客车拥有明显的技术优势，新能源客车盈利能力强，并且是客车出口的重要贡献力量。

宇通客车内销毛利率



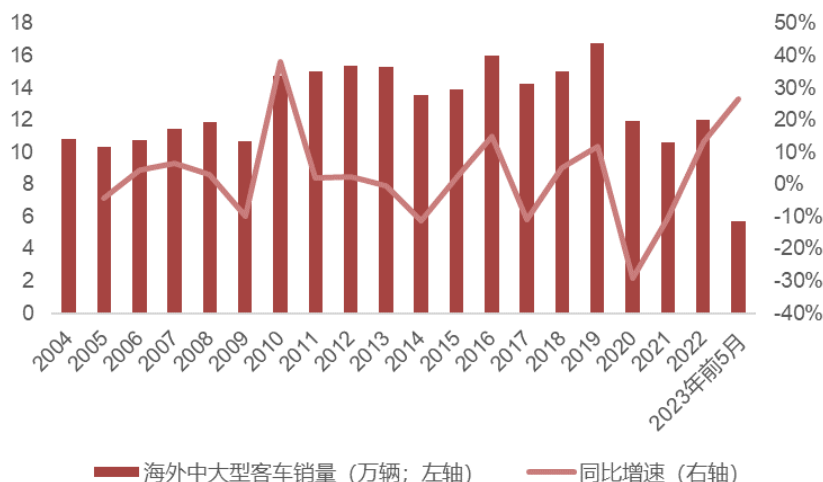
金龙汽车内销毛利率



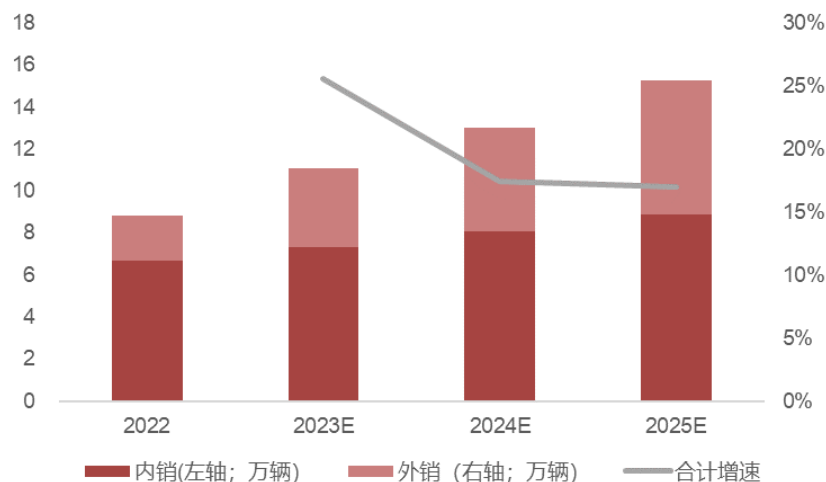
内销有望逐渐恢复，外销有望维持高增

- **内销有望逐渐恢复。** 1) 疫情的影响基本结束，旅游业等出行需求开始快速恢复；2) 经济逐渐复苏；3) 更新换代周期即将临近。
- **外销有望维持高增。** 1) 疫情前海外年需求在15万辆左右，最高16.8万辆，20、21受疫情影响大幅下滑，22年开始已逐渐恢复；2) 我国目前外销市占率不高，22年约17%，23年前五月约23%，且我国客车性价比高，市占率预计还有较大提升空间；3) 我国新能源客车技术世界领先，市场竞争力强；4) “一带一路”沿线国家对客车的需求提升。
- **我们假设：**1) 大中型客车（含非完整车辆）23-25年内销每年实现10%的恢复性增长；2) 23-25年海外总销量每年恢复性增长25%/10%/10%，23-25年我国外销市占率分别25%/30%/35%。则可以测算出23-25年中大型客车（含非完整车辆）销量分别11.1/13.0/15.2万辆，复合增速20.0%。

海外大中型客车销量22年以来开始恢复



国内大中型客车销量测算



客车板块投资建议

- **大中客车销量重回增长，外销是主要驱动因素。** 2023年以来我国大中客车（包括非完整车辆）月销量结束连续6年的下滑，前5月销量同比增长10.8%至2.8万辆。其中，外销同比增长52.8%至1.5万辆，是推动大中客车（包括非完整车辆）销量重回增长的关键因素。
- **出口盈利能力较强。** 近3年客车外销盈利能力明显优于内销，以宇通客车为例，近三年其外销平均毛利率比内销高13pp，预计在外销景气较高、新能源车贡献重要增量的背景下，外销的高盈利能力有望维持，从而提升主流客车公司的盈利弹性。
- **投资建议：** 我们认为，未来客车内销有望稳步复苏，外销有望继续高增，预计23-25年大中客车（含非完整车辆）销量分别11.1/13.0/15.2万辆，复合增速20.0%。主要标的：宇通客车（600066.SH）。

目 录

◆ 汽车行情回顾：商用车表现强势，行业估值回落

◆ 汽车行业：政策“东风”频吹，车市景气度持续改善

◆ 智能汽车：智能驾驶发展进入加速突破期

◆ 新能源汽车：以量换价持续，渗透率有望继续提升

◆ 重卡市场：国内温和复苏，出口表现强势

◆ 客车市场：大中型客车出口高增助力销量触底回升

◆ 重点推荐标的

中国重汽（3808.HK）：重卡行业龙头，出口景气提升

□ 投资逻辑：

1) 公司是重卡行业龙头，市占率持续提升；2) 出口景气度提升，出口盈利能力更强；3) 内销温和复苏，产能利用率提升带来盈利能力提升。

业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年公司归母净利润复合增速59.5%，EPS分别为1.15/1.59/2.64元，对应PE分别13/10/6倍，维持“买入”评级。

风险提示：

重卡行业复苏不及预期风险；出口销量不及预期风险；汇率波动风险；原材料价格波动风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	59290.57	83361.67	98722.30	119613.89
营业收入增长率	-36.49%	40.60%	18.43%	21.16%
归母净利润（百万元）	1796.57	3172.88	4396.72	7292.24
净利润增长率	-58.43%	76.61%	38.57%	65.86%
EPS（元）	0.65	1.15	1.59	2.64
P/E	23	13	10	6

股价表现



中国重汽（000951）：重卡优质标的，行业景气复苏

□ 投资逻辑：

1) 公司是重卡行业优质标的，所在集团是重卡行业总销量龙头和出口龙头；2) 出口景气度持续，出口盈利能力更强；3) 内销温和复苏，公司销量提升，整体盈利能力改善。

业绩预测与投资建议：

预计公司2023-2025年EPS为0.91/1.39/1.93元，对应PE为19/12/9倍，未来三年归母净利润年复合增速119.9%，维持“买入”评级。

风险提示：

重卡行业复苏不及预期风险；出口销量不及预期风险；汇率波动风险；原材料价格波动风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	28822.44	41124.11	54298.68	68117.05
营业收入增长率	-48.62%	42.68%	32.04%	25.45%
归母净利润（百万元）	213.72	1072.53	1633.68	2271.30
净利润增长率	-79.41%	401.85%	52.32%	39.03%
EPS（元）	0.18	0.91	1.39	1.93
P/E	93	19	12	8.7

www.swsc.com.cn

数据来源：WIND，西南证券，截至2023年6月30日

股价表现



数据来源：WIND，西南证券整理

潍柴动力（000338）：重卡发动机龙头，行业景气复苏

□ 投资逻辑：

1) 公司是重卡发动机龙头，发动机市占率持续提升；2) 公司子公司凯傲盈利能力大幅改善；3) 重卡行业温和复苏，公司产能利用率提升，整体盈利能力改善。

业绩预测与投资建议：

预计公司2023-2025年EPS为0.90/1.05/1.21元，对应PE为14/11/10倍，未来三年归母净利润年复合增速29.3%，维持“买入”评级。

风险提示：

重卡行业复苏不及预期风险；出口销量不及预期风险；汇率波动风险；原材料价格波动风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	1751.58	2126.25	2387.73	2753.02
营业收入增长率	-13.95%	21.39%	12.30%	15.30%
归母净利润（亿元）	49.05	78.29	91.24	105.96
净利润增长率	-47.00%	59.62%	16.54%	16.13%
EPS（元）	0.56	0.90	1.05	1.21
P/E	20	14	11	10

股价表现



精锻科技（300258）：变速器龙头，多业务开花

□ 投资逻辑：

1) 公司是变速器领域龙头，市占率持续提升；2) 公司变速器总成业务快速爬坡；3) 公司积极投资电机轴、轻量化业务，未来成长空间打开。

业绩预测与投资建议：

预计公司2023-2025年EPS为0.58/0.79/1.05元，对应PE分别25/18/14倍，三年归母净利润年复合增速26.9%，维持“买入”评级。

风险提示：

重卡行业复苏不及预期风险；出口销量不及预期风险；汇率波动风险；原材料价格波动风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1808.27	2163.82	2752.74	3368.33
营业收入增长率	27.04%	19.66%	27.22%	22.36%
归母净利润（百万元）	247.36	281.03	382.12	505.05
净利润增长率	43.98%	13.61%	35.97%	32.17%
EPS（元）	0.51	0.58	0.79	1.05
P/E	28	25	18	14

www.swsc.com.cn

数据来源：WIND，西南证券，截至2023年6月30日

股价表现



数据来源：WIND，西南证券整理

常熟汽饰（603035）：国内优质内饰件供应商，新能源配套加速

□ 投资逻辑：

1) 预计到25/30年国内乘用车内饰市场规模CAGR分别为4.0%/ 2.5%，内饰企业国产替代空间广阔。2) 新能源板块持续发力，单车ASP有望提升至万元。3) 产业链延伸，成本控制能力增强。模具子公司常源科技19-22年营收CAGR为45.1%，22年实现扭亏。常源科技成立前，上市公司和参股公司每年模具外包金额3亿元+，预计23-25年模具及检具营收CAGR为24%，未来有望成为新增长点。

业绩预测与投资建议：

预计公司2023-2025年归母净利润年复合增速21.6%。考虑到本部新能源业务营收快速增长，本部盈利占比提升，低估值桎梏有望打破，给予公司2023年18倍PE，对应目标价30.60元，维持“买入”评级。

风险提示：

客户拓展不及预期、原材料价格波动、投资收益金额较大以及波动、智能座舱业务开拓不及预期、海外市场开拓不及预期等风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	36.66	44.92	54.12	64.75
营业收入增长率	37.67%	22.55%	20.48%	19.63%
归母净利润（亿元）	5.12	6.47	7.93	9.19
净利润增长率	21.76%	26.45%	22.56%	15.88%
EPS（元）	1.35	1.70	2.09	2.42
P/E	14	11	9	8

股价表现



森麒麟（002984）：腾飞的高端轮胎品牌，新项目助力业绩增长

□ 投资逻辑：

1) 汽车轮胎需求回暖叠加成本下行，2023景气度回升：2023M1-M5国内橡胶轮胎产量3.88亿条，同比+13.9%；出口2.44亿条，同比+4.7%。截至今年6月27日，轮胎原材料价格指数为102.9，较2022年平均值下降15.1pp。2) 公司新项目未来陆续建成投产，助力业绩增长：预计2023-2025年轮胎总销量分别为2741/ 2970/ 3476万条，CAGR为15.4%，营收CAGR为22.4%，净利润CAGR为36.0%。3) 高端化+智能化+全球化，盈利水平领先：公司毛利率和净利率分别高于同行5-8pp和7-12pp。

□ 业绩预测与投资建议：

预计公司2023-2025年归母净利润复合增长率36.0%。考虑到行业景气度上行，公司轮胎业务有望量价齐升，给予公司2023年20倍PE，对应目标价42元，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

原材料价格波动、国际贸易摩擦、在建项目不及预期、汇率波动等风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	62.92	85.24	98.58	115.42
营业收入增长率	21.53%	35.47%	15.65%	17.09%
归母净利润（亿元）	8.01	13.65	16.47	20.15
净利润增长率	6.30%	70.46%	20.66%	22.34%
EPS（元）	1.23	2.10	2.54	3.10
P/E	26	15	12	10

股价表现



上声电子（688533）：汽车声学系统龙头，受益于行业升级

□ 投资逻辑：

（1）公司是国内汽车声学龙头企业，2022年汽车扬声器国内市场占有率20.7%，蝉联第一，全球市占率12.95%。公司产能稳步扩张，有助于提升市占率，国产替代空间大。（2）车载功放+AVAS营收占比从2017年的1%提升至2022年18.4%，逐渐呈现出产品多样化的趋势。（3）未来有望通过调音技术的继续强化，进而提供给客户成套的方案，提升单车价值量及综合竞争优势。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年公司归母净利润复合增速68.4%，EPS分别为1.06/1.72/2.60元，对应PE分别37/23/15倍，维持“买入”评级。

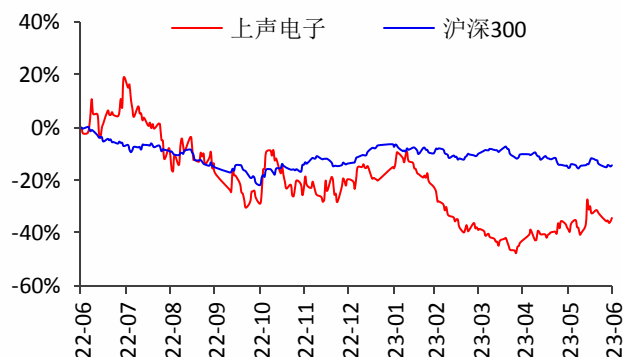
□ 风险提示：

原材料价格波动风险，汇率波动风险，行业不景气风险，市场竞争加剧风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1768.91	2381.69	3330.26	4388.25
营业收入增长率	35.86%	34.64%	39.83%	31.77%
归母净利润（百万元）	87.17	169.30	275.08	416.10
净利润增长率	43.68%	94.23%	62.48%	51.26%
EPS（元）	0.54	1.06	1.72	2.60
P/E	72	37	23	15

股价表现





分析师：郑连声

执业证号：S1250522040001

电话：010-57758531

邮箱：zlans@swsc.com.cn

联系人：冯安琪

电话：021-58351905

邮箱：faz@swsc.com.cn

联系人：白臻哲

电话：010-57758530

邮箱：bzyf@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

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

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

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

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

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	汪艺	销售经理	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	张玉梅	销售经理	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	陈阳阳	销售经理	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn	卞黎旻	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyrif@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	徐铭婉	销售经理	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	巢语欢	销售经理	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				