

客车产品竞争力强化, 新能源出口未来可期

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 大中客车行业高景气, 2024年中国大中客车(含非完整车辆)销量同比增长30.1%, 国内座位客车、新能源公交需求增长, 海外市场需求旺盛。2) 公司坚持技术立企, 研发人员占比呈提升趋势, 2024年公司研发人员占比17.59%, 在新能源、智能化、网联化方面取得重要突破。3) 公司产品和服务受到国内和海外客户认可, 内销产品竞争力强, 单车均价保持较高水平, 海外市场加速拓展, 出口新能源客车订单量大幅增长, 产品结构和盈利能力有望持续优化。
- 国内外需求强劲, 大中客车市场前景广阔。** 根据中汽协数据, 2024年中国客车(含非完整车辆)销售52.2万辆, 同比增长6.9%, 大中客车(含非完整车辆)销售11.9万辆, 同比增长30.1%。内销方面, 国内旅游市场持续高热度, 推动座位客车需求增长; 新能源公交进入更换周期, 以旧换新和新能源公交政策密集出台促进公交客车需求快速增长。出口方面, 2024年中国客车(含非完整车辆)出口12.7万辆, 同比增长15.9%; 大中型客车出口销量达到4.7万辆, 同比增长45.3%。海外客车整体需求持续增长, 全球环保政策趋严带来新能源客车出口机会。
- 坚持技术立企, 核心技术持续突破。** 中通客车坚持技术立企, 2020年至2024年, 公司研发人员占比逐年提升, 2024年公司研发人员占比17.59%, 人才密度位居行业前列。公司与国内知名高校和科研院所建立产学研合作关系, 提升研发能力。公司围绕新能源、智能化、网联化等领域开展研发活动, 在节能与新能源客车高效动力系统、动力电池集成与管理、整车控制与节能等方面取得重要成果突破, 产品技术实力持续提升。
- 国内产品竞争力强, 新能源出口未来可期。** 公司积极把握客车市场发展机遇, 国内销量大幅增长, 2024年公司内销客车5189辆, 同比增长39.2%。公司产品竞争力强, 2024年在国内市场的单车均价为48.6万元, 在行业公司中处于较高水平。公司加速全球化布局, 产品覆盖海外100多个国家和地区, 售后覆盖海外全部市场。公司海外市场增长势头强劲, 2025年新能源出口订单取得较大突破, 获得智利895辆新能源客车和迪拜40辆新能源客车订单, 2025年, 公司出口低单价客车占比预计下滑, 出口至南美、欧洲新能源高端车型占比有望大幅提升, 产品结构优化, 出口单车均价及利润未来有望继续快速增长。
- 回购彰显长期信心。** 4月25日, 公司发布公告, 计划回购股份用于实施股权激励或员工持股计划, 金额不低于1亿元且不超过2亿元。此次回购方案彰显了公司对未来发展的信心, 有利于公司进一步建立健全长效激励机制, 助力长期发展。
- 盈利预测与投资建议。** 客车行业持续复苏, 国内和出口需求快速增长, 公司深耕客车行业多年, 产品技术实力突出, 新能源出海持续突破, 业绩有望快速增长。预计公司2025-2027年归母净利润复合增速为39.1%, 给予公司2025年20倍PE, 对应目标价15.2元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 客车需求不及预期、行业相关政策变动、海外汇率波动、电池等原材料价格上涨等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	57.34	71.45	78.88	87.63
增长率	35%	25%	10%	11%
归属母公司净利润(亿元)	2.49	4.48	5.57	6.71
增长率	258%	80%	24%	20%
每股收益EPS(元)	0.42	0.76	0.94	1.13
净资产收益率ROE	8%	14%	16%	17%
PE	28.07	15.63	12.57	10.43
PB	2.38	2.20	2.00	1.81

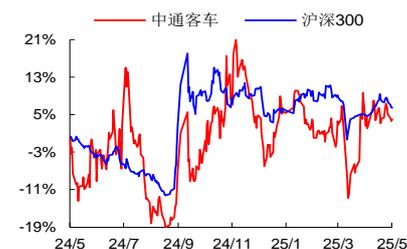
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

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

分析师: 张雪晴
执业证号: S1250524100002
电话: 010-57758528
邮箱: zxqyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.93
流通A股(亿股)	5.93
52周内股价区间(元)	8.81-13.18
总市值(亿元)	70.02
总资产(亿元)	85.33
每股净资产(元)	5.09

相关研究

目 录

1 公司概况：深耕客车行业多年，产品服务优质	1
2 行业分析：国内外需求强劲，客车市场前景广阔	4
2.1 大中客车销量持续增长，新能源渗透率提升	4
2.2 国内市场：政策支持行业发展，公交+座位客车需求复苏	6
2.3 海外市场：客车需求持续增长，中国新能源客车竞争力提升	9
2.4 结论：国内需求持续增长，客车出口空间广阔	13
3 公司分析：产品竞争力强化，新能源出口未来可期	16
3.1 自主研发核心技术，打造高质量供应链体系	16
3.2 内销产品竞争力强，单车均价高水平	17
3.3 海外突破高端市场，新能源出口未来可期	19
3.4 回购彰显长期发展信心	22
4 财务分析	22
4.1 盈利能力保持行业较高水平，稳步向好	22
4.2 偿债能力提升，流动比率表现突出	24
5 盈利预测与估值	25
5.1 盈利预测	25
5.2 相对估值	26
6 风险提示	27

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司主要产品及用途.....	2
图 3: 公司股权结构 (截至 2025 年 4 月 25 日)	2
图 4: 2019 年以来公司营业收入及增速.....	3
图 5: 2019 年以来公司归母净利润及增速.....	3
图 6: 公司分产品收入 (亿元)	3
图 7: 公司分地区收入 (亿元)	3
图 8: 公司毛利率.....	4
图 9: 公司净利率.....	4
图 10: 中国客车历年销量 (万辆)	4
图 11: 中国大中客车历年销量 (万辆)	4
图 12: 中国大中客车销量市场份额.....	5
图 13: 中国新能源客车历年销量.....	5
图 14: 中国新能源客车渗透率.....	5
图 15: 中国公交客车保有量.....	7
图 16: 中国新能源公交客车保有量.....	7
图 17: 公交客车销量.....	8
图 18: 公交客车国内销量.....	8
图 19: 中国国内游客人次.....	8
图 20: 旅行社组织国内游客人次.....	8
图 21: 大中型座位客车销量.....	9
图 22: 国内大中型座位客车销量.....	9
图 23: 中国客车出口销量 (辆)	9
图 24: 中国大中客车出口销量.....	9
图 25: 客车企业出口销量.....	10
图 26: 客车出口市场份额.....	10
图 27: 客车出口销量结构.....	11
图 28: 客车出口金额结构.....	11
图 29: 燃油客车出口至各地区均价 (万元)	11
图 30: 新能源客车出口至各地区均价 (万元)	11
图 31: 纯电动和混动客车出口销量.....	12
图 32: 纯电动和混动客车出口销量占比.....	12
图 33: 新能源客车出口销量结构.....	13
图 34: 新能源客车出口金额结构.....	13
图 35: 客车企业新能源客车出口销量 (辆)	13
图 36: 客车企业出口销量结构.....	13
图 37: 研发人员占比.....	16
图 38: 研发费用.....	16
图 39: 公司荣誉.....	18
图 40: 中通客车国内新能源、燃油客车销量 (辆)	18

图 41: 客车企业国内产品单车均价 (万元)	18
图 42: 山东重工集团全球产业布局	20
图 43: 山东重工集团海外渠道	20
图 44: 中通客车出口销量	21
图 45: 中通客车出口销量占比	21
图 46: 中通客车新能源、燃油客车出口销量 (辆)	21
图 47: 客车企业出口平均单车均价 (万元)	21
图 48: 公司与可比公司毛利率 (%)	22
图 49: 公司与可比公司净利率 (%)	22
图 50: 公司与可比公司管理费用率 (%)	23
图 51: 公司与可比公司研发费用率 (%)	23
图 52: 公司与可比公司销售费用率 (%)	23
图 53: 公司与可比公司财务费用率 (%)	23
图 54: 公司与可比公司期间费用率 (%)	23
图 55: 公司与可比公司 ROA (%)	24
图 56: 公司与可比公司 ROE (平均) (%)	24
图 57: 公司与可比公司资产负债率 (%)	24
图 58: 公司与可比公司流动比率	24
图 59: 公司与可比公司总资产周转率 (次)	25
图 60: 公司与可比公司存货周转率 (次)	25
图 61: 公司与可比公司货币现金情况 (亿元)	25
图 62: 公司与可比公司经营性现金流净额情况 (亿元)	25

表 目 录

表 1: 新能源公交及客车以旧换新政策支持行业发展	6
表 2: 海外客车市场特点	10
表 3: 海外新能源客车市场特点	12
表 4: 国内销量预测	14
表 5: 新能源客车出口销量预测	14
表 6: 燃油客车出口销量预测	15
表 7: 总销量预测	15
表 8: 中通客车技术研发成果	16
表 9: 中通客车零部件供应商	17
表 10: 中通客车出口定制化开发	19
表 11: 客车企业海外渠道布局	19
表 12: 分业务收入及毛利率	26
表 13: 可比公司估值 (截至 2025 年 5 月 29 日)	26
附表: 财务预测与估值	28

1 公司概况：深耕客车行业多年，产品服务优质

中通客车从事客车产品的研发、生产和销售，产品覆盖公路客运、城市公交、旅游接驳、团体通勤、校车服务、机场转运、医疗救援及智能驾驶等多维场景，车辆长度跨度 5 米至 27 米，满足不同场景需求。

公司发展历程：1958 年中通客车的前身聊城市车辆制修厂成立，1971 年开始专业生产公路客车。1998 年，公司更名为“中通客车股份有限公司”。2005 年，获国家新车注册登记免检资格。2006 年，第一辆中通纯电动客车下线；获得客车底盘生产资格，成为整车生产企业。2012 年，实现跨越式发展，清洁能源客车销量位居全国第二，校车销量位居全国第三，6 米以上客车销量跨入行业第四。2014 年，正式跻身国内大中型客车行业“前三强”；搬迁至三万辆节能与新能源客车主基地。2015 年，海外市场第 2 万台客车成功交付。2018 年 8 月，公司实际控制人变更为山东重工集团。2024 年，中通客车荣获“全球领先中国新能源客车品牌”荣誉，其 H 系代表产品 H11 获评“最受信赖旅团客车”。

图 1：公司发展历程



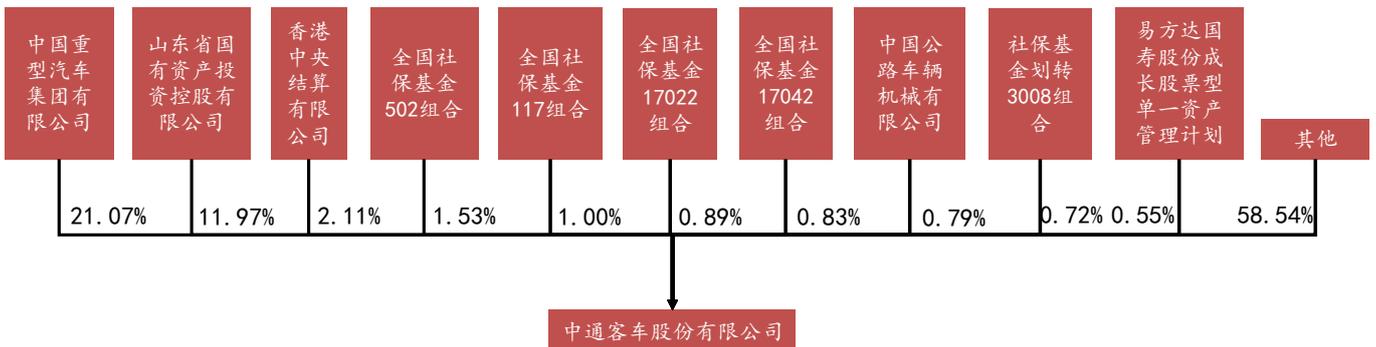
数据来源：公司官网，西南证券整理

公司构建了覆盖公路客运、城市公交、旅游接驳、团体通勤、校车服务、机场转运、医疗救援及智能驾驶等多维场景的全方位产品体系，覆盖 5 米至 27 米全系列车型，形成 140 余个品种的立体化产品布局。新能源领域，公司产品涵盖纯电动、混合动力及氢燃料电池客车，可适配高温、高寒等复杂工况。针对传统动力市场，公司推出多级动力链配置的燃油及燃气车型，满足长途客运、城际快线及定制包车的高效运营需求。在专用车领域，中通客车打造了移动核酸检测车、负压救护车、无障碍福祉车等 20 余种特种车型，为客户提供从产品定制到全生命周期服务的整体解决方案。

图 2：公司主要产品及用途

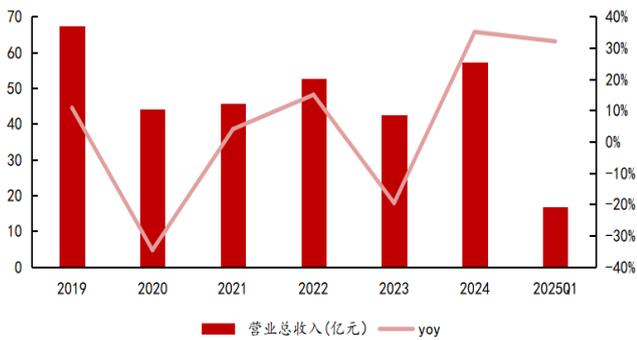

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权结构清晰且集中，国企背景有助于公司在地方经济发展中发挥更大的作用。中通客车实控人为山东重工集团，中国重型汽车集团有限公司为公司第一大股东及控股股东，占本公司总股本的 21.07%。公司股权结构集中。实控人山东重工集团在商用车领域布局广泛，集团渠道、供应链、研发资源丰富，有助于中通客车与山东重工集团旗下其他企业协同发展。

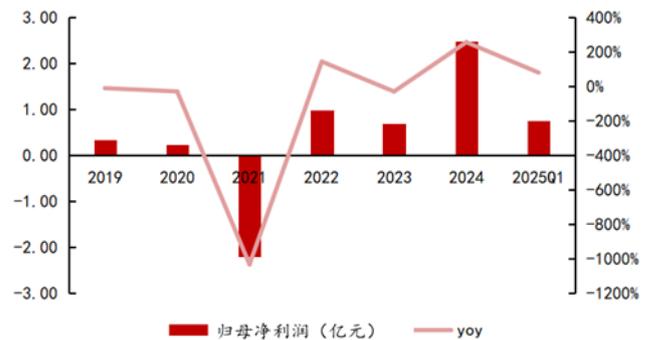
图 3：公司股权结构（截至 2025 年 4 月 25 日）


数据来源：Wind，西南证券整理

2024 年公司营收及归母净利润高速增长。2024 年公司实现营收 57.34 亿元，同比 +35.11%；归母净利润 2.49 亿元，同比+258.12%。在国内市场，旅游出行需求持续释放带动座位客车销量快速增长，同时新能源公交“以旧换新”政策加速老旧车辆淘汰，推动公司新能源产品订单放量；在海外市场，公司深化全球化布局，凭借技术领先性与定制化服务能力，在海外高端市场及新兴市场同步突破，出口销量显著提升。

图 4：2019 年以来公司营业收入及增速


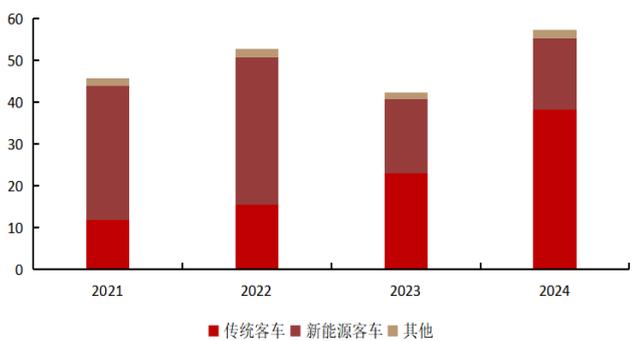
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 5：2019 年以来公司归母净利润及增速


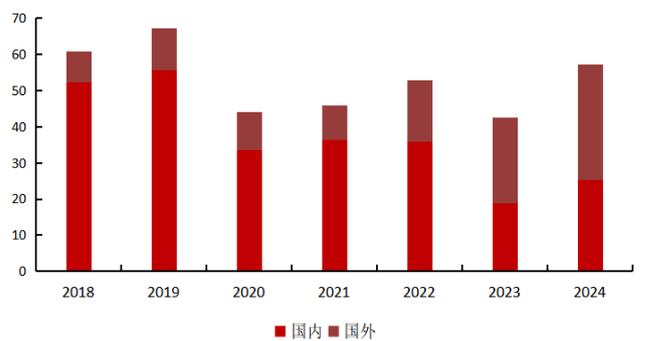
数据来源：Wind, 西南证券整理

新能源客车营收稳健，传统客车收入呈提升趋势。2021 年至 2024 年，公司燃油客车收入占总营收的比重持续提升、出口收入持续提升。出口产品中燃油客车产品占比较高，随着公司新能源客车出口持续突破，新能源产品收入占比有望回升。

公司国内主要业务逐步恢复，海外市场收入不断提升。随着海外客车需求持续增长，公司持续完善海外市场布局，海外业务营收实现大幅度增长。2024 年的公司客车出口销量达到 6220 辆，同比增长 63.51%，占整体销量的 50% 以上。

图 6：公司分产品收入（亿元）


数据来源：Wind, 西南证券整理

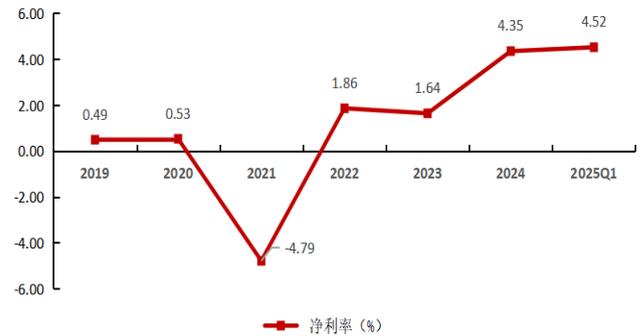
图 7：公司分地区收入（亿元）


数据来源：Wind, 西南证券整理

海外市场增厚利润，毛利率保持较高水平，净利率提升趋势明显。中通客车通过高端产品战略与精细化运营实现效益双突破。2022 年起，公司毛利率始终保持 15% 以上，2024 年净利率达 4.35%，展现从规模扩张向效益增长的战略转型成果。中通客车通过高端产品线的不断拓展，不仅满足了国内外市场对高品质客车的需求，也通过技术创新和品质提升，实现了产品价值的最大化。同时，公司实施的精细化运营管理，从供应链管理、成本控制、生产效率等多个维度入手，全面提升企业的运营效率和盈利能力。

图 8：公司毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

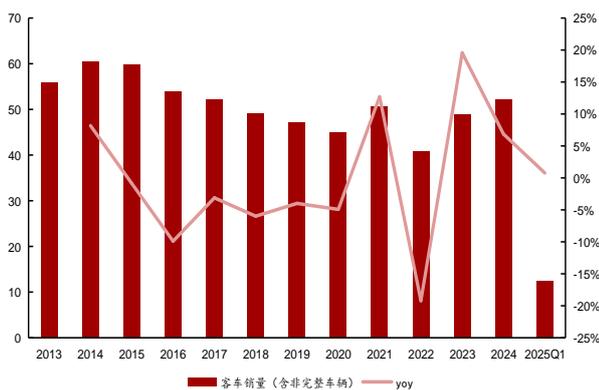
图 9：公司净利率


数据来源：Wind，西南证券整理

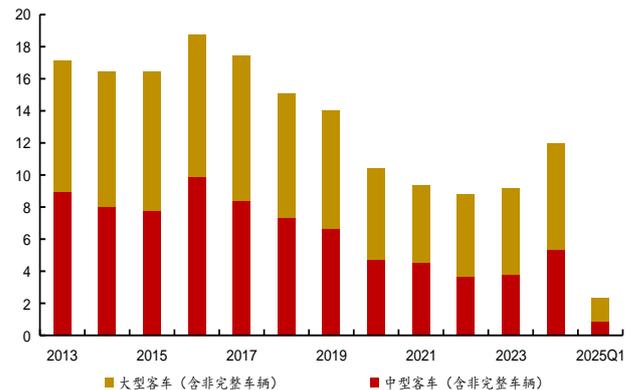
2 行业分析：国内外需求强劲，客车市场前景广阔

2.1 大中客车销量持续增长，新能源渗透率提升

大中客车销量持续增长。根据中汽协数据，2025 年一季度，中国客车行业销售 12.5 万辆（含非完整车辆），同比增长 0.8%，其中大中客车增速高于行业整体增速。2024 年，旅游市场升温和公交以旧换新政策拉动国内大中客车需求，海外公共交通发展及环保政策趋严驱动出口需求持续增长，2024 年中国大中客车（含非完整车辆）销售 11.9 万辆，同比增长 30.1%，其中大型客车销售 6.6 万辆，同比增长 23.6%，中型客车销售 5.3 万辆，同比增长 39.3%。2025 年大中客车市场延续增长势头，一季度大中客车销售 2.3 万辆，同比增长 7.6%，其中大型客车销售 1.5 万辆，同比增长 8.5%，中型客车销售 0.8 万辆，同比增长 6.1%。

图 10：中国客车历年销量（万辆）


数据来源：中汽协，西南证券整理

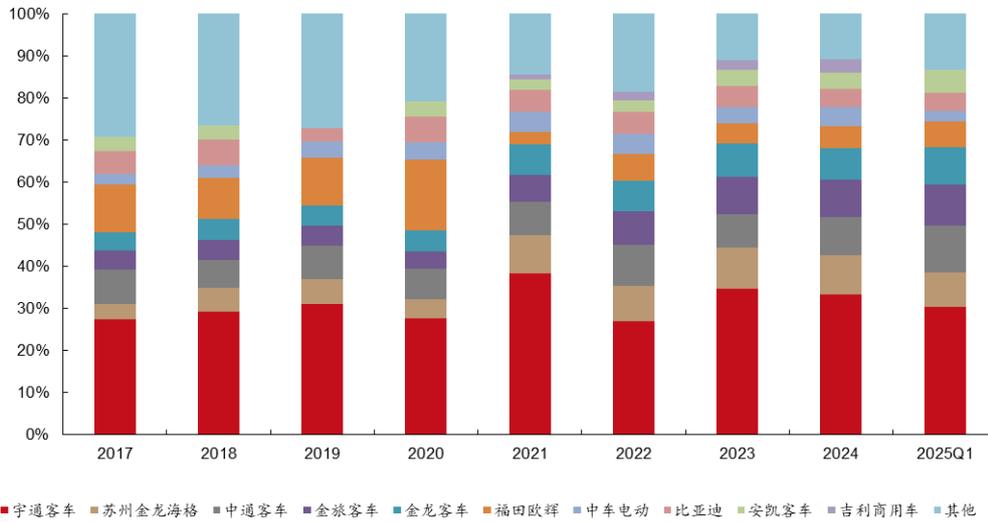
图 11：中国大中客车历年销量（万辆）


数据来源：中汽协，西南证券整理

大中客车市场集中度高且呈提升趋势，头部企业具备多方面优势，市场份额保持稳定较高水平。大中客车行业集中度持续提升，2025 年一季度，大中客车市场销量 CR3 达到 51.1%，CR5 达到 68.2%，CR10 达到 90.2%。宇通客车、中通客车、金旅客车、金龙客车、苏州金龙海格、福田欧辉等企业各自具备优势，占据稳定较高的市场份额，2025 年 Q1 分别为 30.2%、11.0%、9.8%、8.8%、8.3%、6.3%。其中，宇通客车、中通客车、金龙汽车以

客车制造为主营业务，在品牌影响力、技术积累、客户基础、市场营销、供应链协同、规模效应等方面具备优势，并凭借自身优势不断获得更多市场份额。

图 12：中国大中客车销量市场份额

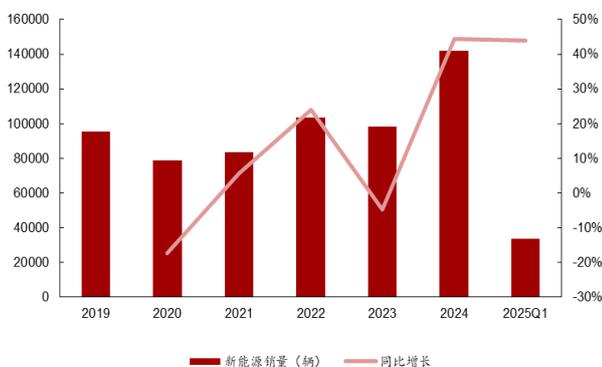


数据来源：中国客车统计信息网，西南证券整理。备注：2022-2024 年为 6 米以上客车数据，2021 年为 7 米以上客车数据，2017-2020 年为 5 米以上客车数据。

2024 年国内新能源客车销量大幅增长，新能源渗透率回升。受 2022 年新能源购置补贴退出影响，2023 年，国内新能源客车销量及渗透率有所下降。公共领域车辆全面电动化先行区试点工作的推进，对新能源客车市场企稳回升起到重要的支撑作用。2024 年，国内新能源客车销量 14.2 万辆，同比增长 44.5%，渗透率达到 28%。2025 年一季度，国内新能源客车销量 3.4 万辆，同比增长 43.9%，渗透率为 27%。

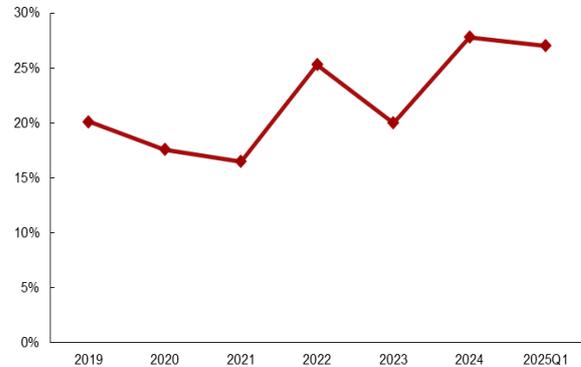
全球新能源客车发展空间广阔。根据国际能源署 (IEA) 的数据，2023 年全球客车电动化渗透率为 3%，处于较低水平，全球新能源客车发展空间广阔。根据 Fortune Business Insights 数据，2023 年，全球电动客车市场规模为 24.6 万辆，预计将从 2024 年的 27.9 万辆增长到 2032 年的 106.4 万辆，预测期内复合年增长率为 18.2%。新能源客车出海空间广阔。

图 13：中国新能源客车历年销量



数据来源：中汽协，西南证券整理

图 14：中国新能源客车渗透率



数据来源：中汽协，西南证券整理

2.2 国内市场：政策支持行业发展，公交+座位客车需求复苏

新能源公交及客车以旧换新等政策密集出台，推动行业发展。2024 年以来，国家出台《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》、《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策通知》、《2025 年新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》等相关政策支持新能源客车发展，提出提高新能源公交车及动力电池更新补贴标准、推动城市公交车电动化替代，支持新能源公交车及动力电池更新、并对更新车龄 8 年及以上的新能源公交车及动力电池给予补贴，未来几年新能源公交需求有望持续增长。

表 1：新能源公交及客车以旧换新政策支持行业发展

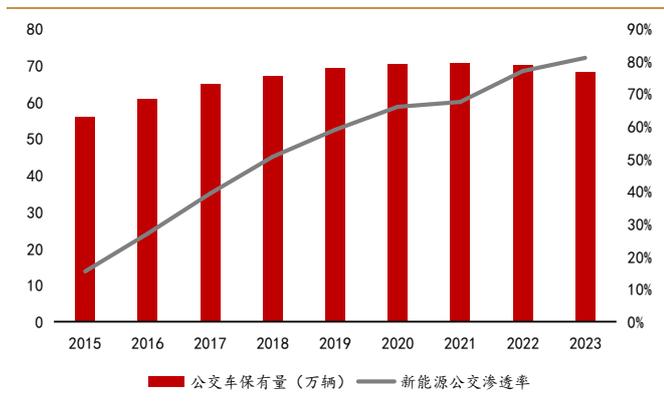
发布时间	发布主体	部门/领导/会议/文件	政策内容
2025 年 3 月	交通运输部、国家发展改革委、财政部	《2025 年新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》	利用超长期特别国债资金，对城市公交企业（以下简称申请人）更新新能源城市公交车及更换动力电池，给予定额补贴。鼓励结合客流变化、城市公交行业发展等情况，合理选择更换的新能源城市公交车车辆长类型。每辆车平均补贴 8 万元；其中，对更换动力电池的，每辆车平均补贴 4.2 万元。
2025 年 1 月	国家发改委、财政部	《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策通知》	为持续推进城市公交车电动化替代，支持老旧新能源公交车和动力电池更新换代，加力推进城市公交电动化替代，明确更新车龄符合条件的新能源公交车及动力电池，平均单车补贴金额由 6 万元提高至 8 万元，要求各地出台具体实施方案，加强政策宣传解读和监管。
2025 年 1 月	工业和信息化部办公厅、国家发展改革委办公厅、国家能源局综合司	《加快工业领域清洁低碳氢能应用实施方案》	加快氢燃料电池汽车应用。开发大功率、高效率、长寿命燃料电池，高效率氢（氨）内燃机，以及高压等级、高储氢密度车载储氢装置。高质量推进燃料电池汽车示范城市群建设，加快车辆推广和氢能供给体系建设，推动氢燃料电池汽车产业链技术、产品迭代开发应用。
2024 年 12 月	交通运输部办公厅	《关于加快推动班车客运定制服务创新发展的通知》	提出推动定制客运，发展旅客联程运输服务；大力发展场景化定制客运服务，满足群众多元化出行需求；科学优化定制客运运力结构，鼓励经营者灵活调配车型；持续提升定制客运服务水平，鼓励经营者优化运营模式和服务产品；切实加强定制客运安全生产管理，落实旅客行李物品安检和实名制查验要求等内容。
2024 年 10 月	国家发展改革委等部门	《关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见》	为落实碳达峰碳中和决策部署，促进绿色低碳循环发展经济体系建设，提出加快交通运输和可再生能源融合互动，建设可再生能源交通廊道；鼓励在具备条件的高速公路休息区、汽车客运站推进光储充放多功能综合一体站建设；稳步推进公交车电动化替代等内容。
2024 年 10 月	国务院	《城市公共交通条例》	城市公共交通工作需构建安全、便捷、高效、绿色、经济的城市公共交通体系；明确城市人民政府是发展城市公共交通的责任主体；并对加强规划调控、保障用地需求、健全投融资机制、完善票价体系、落实补贴政策、保障优先通行等方面作了规定。
2024 年 9 月	国家金融监督管理总局	《关于促进非银行金融机构支持大规模设备更新和消费品以旧换新行动的通知》	加大汽车金融服务，支持汽车以旧换新。鼓励汽车金融公司和经营汽车金融业务的财务公司加大对市政交通企业的融资支持，助力新能源汽车推广应用，推动城市公交车电动化替代、老旧新能源公交车和动力电池更新换代。

发布时间	发布主体	部门/领导/会议/文件	政策内容
2024年7月	交通运输部、财政部	《新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》	对城市公交企业（以下简称申请人）更新新能源城市公交车及更换动力电池，给予定额补贴。鼓励结合客流变化、城市公交行业发展等情况，合理选择更换的新能源城市公交车车辆车长类型。每辆车平均补贴6万元，其中，对更新新能源城市公交车的，每辆车平均补贴8万元；对更换动力电池的，每辆车补贴4.2万元。
2024年7月	国家发展改革委、财政部	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	提高新能源公交车及动力电池更新补贴标准。推动城市公交车电动化替代，支持新能源公交车及动力电池更新。更新车龄8年及以上的新能源公交车及动力电池，平均每辆车补贴6万元。
2024年6月	文化和旅游部、国家发展改革委等部门	《关于推进旅游公共服务高质量发展的指导意见》	优化旅游交通运输服务。优化配置重点旅游城市列车班次，增开重点旅游城市和旅游目的地旅游专列，增加旅游城市与主要客源地之间航线航班，增加旅游旺季航班配置，鼓励有条件的地方增开重要旅游区（点）直通车和旅游公交专线，在旅游景点增设公交站点。
2024年5月	交通运输部等十三部门	《交通运输大规模设备更新行动方案》	鼓励老旧新能源公交车及动力电池更新。鼓励有条件的地方在保障城市公交稳定运营的基础上，因地制宜制定新能源公交车及动力电池更新计划，引导退役动力电池所有者将退役动力电池交售至综合利用企业，积极推广小型化公交车辆、低地板及低入口城市公交车辆。鼓励各地推动10年及以上老旧城市公交车辆更新。研究制定新能源公交车动力电池更换有关政策。
2024年3月	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	持续推进城市公交车电动化替代，支持老旧新能源公交车和动力电池更新换代。

数据来源：政府官网，观研天下，西南证券整理

我国公交客车保有量保持稳定，新能源公交渗透率持续提升。我国公交车保有量近年来保持平稳。受益于新能源公交补贴政策推动，环保意识的增强，新能源公交市场需求不断增加，新能源公交保有量自2016年开始大幅增长，渗透率呈提升趋势。2023年新能源公交车渗透率达到81.2%。随着以旧换新政策推动，新能源公交续航能力、充电效率和成本逐渐降低，竞争力持续增强，新能源公交渗透率有望继续提升。

图 15：中国公交客车保有量



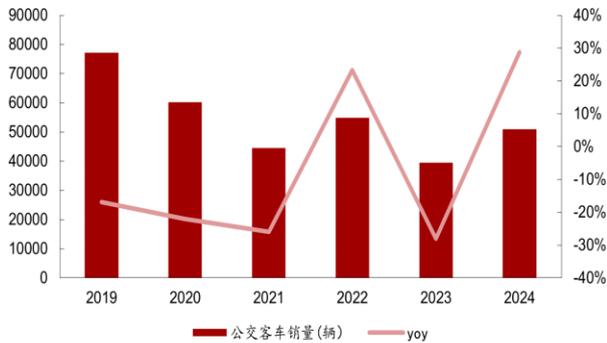
数据来源：中汽协，西南证券整理

图 16：中国新能源公交客车保有量

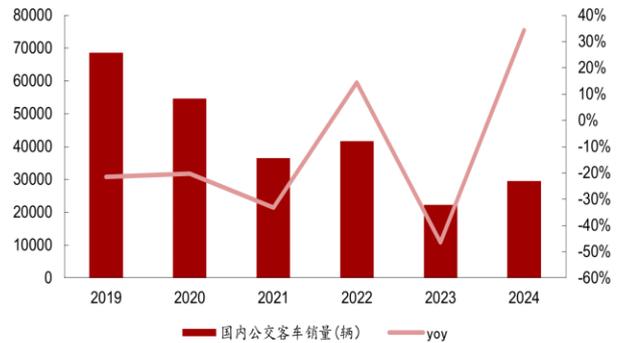


数据来源：中汽协，西南证券整理

公交客车销量触底回暖，国内销量 2024 年实现大幅增长。受新能源购置补贴退坡等因素影响，2019-2023 年间公交客车总销量和国内市场销量均呈现波动下降态势。2024 年随着先期投入运营的新能源公交逐步进入更新期，外加国家出台公交车以旧换新的相关政策，国内公交车销量达到 3.0 万辆，同比增长 34%。随着“以旧换新”补贴政策的延续，预计 2025 年公交市场需求将持续增长。

图 17：公交客车销量


数据来源：中国客车统计信息网，公司公告，西南证券整理

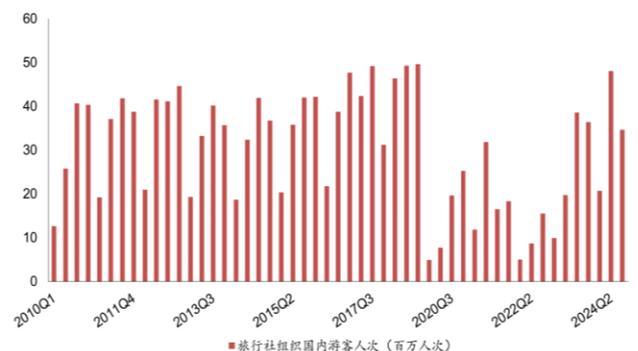
图 18：公交客车国内销量


数据来源：中国客车统计信息网，公司公告，西南证券整理

旅游市场复苏，旅游包车、团体旅游助力座位客车市场发展。2023 年以来伴随着经济回暖趋势，旅游市场强势复苏，2025 年旅游市场持续繁荣，国内游客规模有望继续攀升。随着我国老龄化进程加速，老年人出行、旅游的需求增加，银发经济助推座位客车需求增长。2024Q2 旅行社组织国内游客人次达到疫情前高峰水平。受旅游市场结构性变革等因素的影响，2024Q3 旅行社组织国内游客人次有所回落。预计 2025 年整体旅行社组织国内游客人次保持增长态势，带动座位客车需求增加。

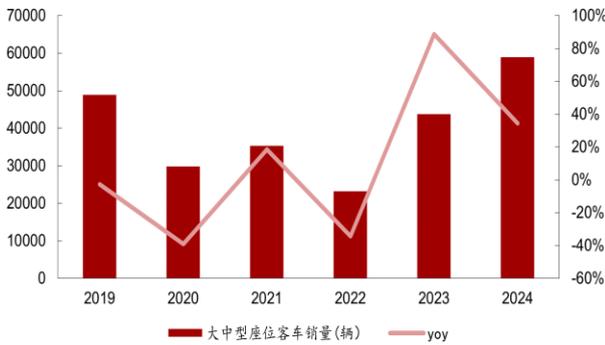
图 19：中国国内游客人次


数据来源：Wind，西南证券整理

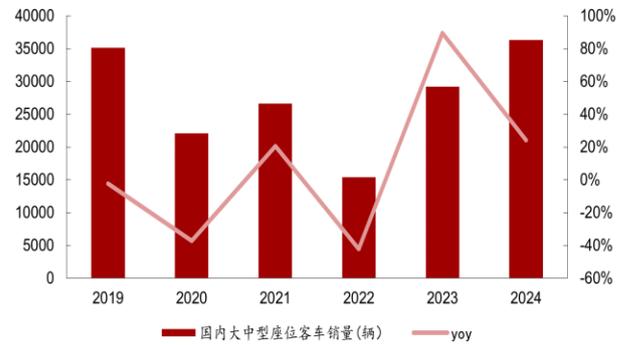
图 20：旅行社组织国内游客人次


数据来源：Wind，西南证券整理

大中型座位客车销量快速增长，国内市场需求趋于稳定。2023 年以来，受旅游市场强势复苏的影响，大中型座位客车市场实现恢复性增长。2024 年国内大中型座位客车总销量达到 3.6 万辆，同比增长 24%。旅游市场持续繁荣，预计 2025 年大中座位客车销量稳中有升。目前大中座位客车市场新能源渗透率处于相对较低水平，随着新能源技术发展和公路客运量的持续回升，新能源座位车销量有望持续增长。

图 21：大中型座位客车销量


数据来源：中国客车统计信息网，公司公告，西南证券整理

图 22：国内大中型座位客车销量


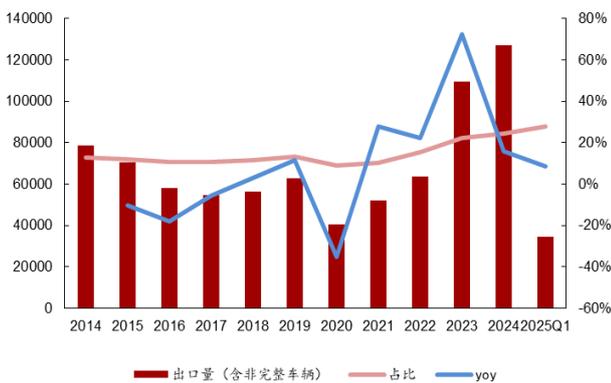
数据来源：中国客车统计信息网，公司公告，西南证券整理

2.3 海外市场：客车需求持续增长，中国新能源客车竞争力提升

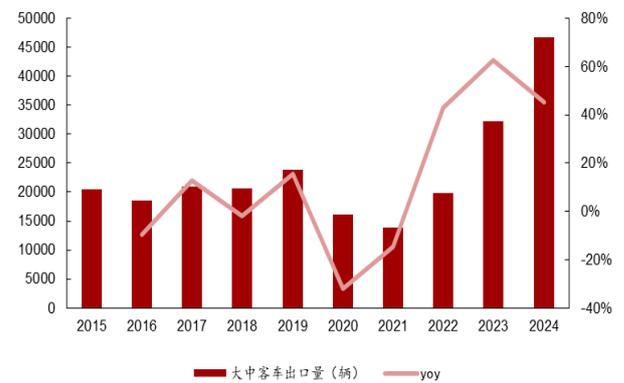
2.3.1 大中客车出口强势增长

客车出口持续增长，大中客车出口量强劲增长。根据中汽协数据，2024 年中国客车（含非完整车辆）出口 12.7 万辆，同比增长 15.9%。根据中国客车信息网数据，2024 年中国大中型客车出口销量达到 4.7 万辆，同比增长 45.3%，占据大中型客车市场 37% 的份额，且占比同比提升 3 个百分点，成为推动 2024 年大中型客车市场恢复性增长的中坚力量。2025 年一季度中国客车（含非完整车辆）出口 3.4 万辆，同比增长 8.7%，出口量持续增长。

我国客车企业加强海外投资布局，海外发展模式从原来的贸易模式、部分 KD 模式为主发展成为直接投资模式，主流大中型客车企业海外工厂已经开始大批量生产，产销量逐步提升。随着中国客车企业在海外加速布局，进行本地化生产和营销，中国客车获得良好口碑，品牌形象逐步建立，国际知名度、影响力不断提升。

图 23：中国客车出口销量（辆）


数据来源：中汽协，西南证券整理

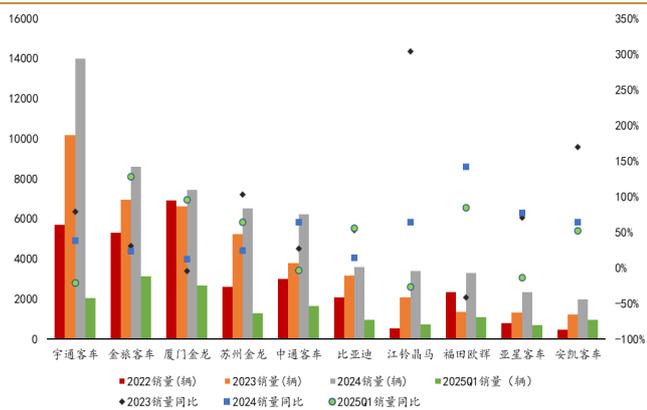
图 24：中国大中客车出口销量


数据来源：客车信息网等，西南证券整理

客车企业出口销量快速增长。出口市场中，宇通客车 2024 年出口客车 1.4 万辆，同比增长 37.7%，保持出口市场领军地位，厦门金旅、厦门金龙、苏州金龙、中通客车出口销量分别同比增长 23.6%、12.1%、24.5%、63.5%。2025 年一季度，金旅客车、厦门金龙、苏州金龙、比亚迪、福田欧辉和安凯客车出口销量增速亮眼，分别同比增长 128.09%、95.29%、64.38%、55.43%、84.28%和 51.53%。

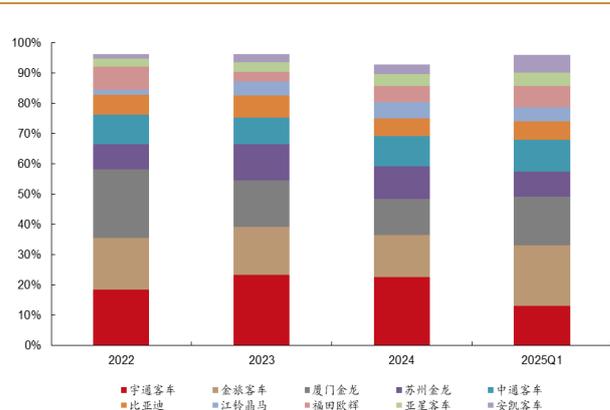
客车出口市场集中度高。出口市场份额来看，2025 年一季度客车出口销量 CR5 达到 68.0%，其中金旅客车占据 20.0%的市场份额，厦门金龙、宇通客车、中通客车、苏州金龙市场份额分别为 16.2%、13.1%、10.5%、8.2%。

图 25：客车企业出口销量



数据来源：中国客车统计信息网，西南证券整理

图 26：客车出口市场份额



数据来源：中国客车统计信息网，西南证券整理

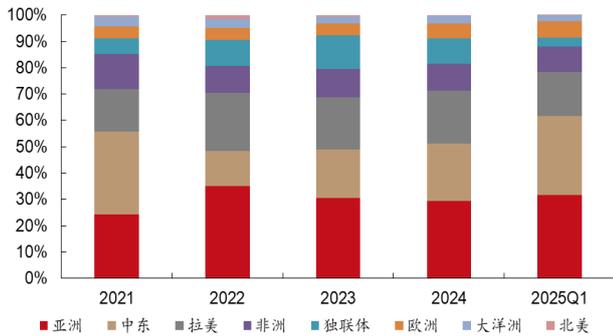
亚洲、欧洲、拉美、中东、独联体地区为我国客车企业出口的主要阵地。亚洲市场化程度较高；欧洲重品牌高端化，传统本地品牌占优，中企实现突破；拉美中巴西、墨西哥销量占主要份额；中东朝觐运输发展，客运需求升级；独联体国家以传统客车出口为主，由于地缘政治等影响，中企份额上升较快；非洲、大洋洲以及北美地区客车企业出口较少。

表 2：海外客车市场特点

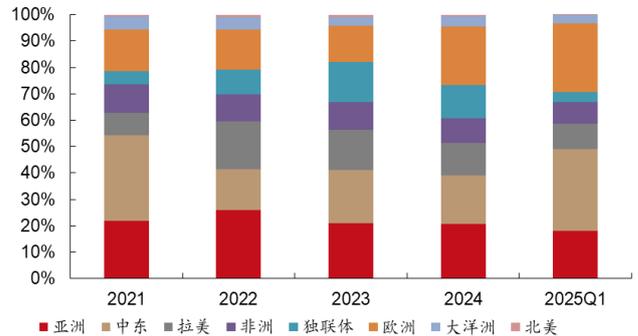
地区	客车市场特点
亚洲	亚洲市场公共交通、旅游业发展催生客车需求，市场化程度较高。
欧洲	整体注重品牌和高端化，戴姆勒等传统本地品牌在欧洲市场占据较大份额，宇通客车、中通客车等中国品牌近年来凭借优质产品和服务实现突破。
拉美	巴西和墨西哥占据销量的主要份额，其中巴西客车市场容量大，但关税较高、贸易保护力度较大，巴西本土客车车身制造商马可波罗占据主要市场，中国品牌进入难度大；墨西哥、智利等国家客车需求增速较快。
中东	沙特阿拉伯等国家朝觐运输业发展，客运需求升级，中国客车品牌出口增量较多，但可能受到地缘政治等不确定因素影响。
独联体国家	出口以传统客车为主，其中俄罗斯受俄乌冲突和西方国家制裁的影响，对我国客车进口数量大幅增加，中国品牌市场份额提升较快。

数据来源：Fortune Business Insights 等，西南证券整理

根据海关总署数据，2024 年中国客车出口销量前四名的地区分别为亚洲、中东、拉美、非洲，占比分别为 29%、22%、20%、10%；2024 年中国客车出口金额前四名的地区分别为欧洲、亚洲、中东、独联体，占比分别为 22%、21%、19%、13%。2025Q1 中国客车出口销量前四名的地区为亚洲、中东、拉美、非洲，占比分别为 32%、30%、17%、10%；2025Q1 年中国客车出口金额前五名的地区为中东、欧洲、亚洲、拉美，占比分别为 31%、26%、18%、10%。

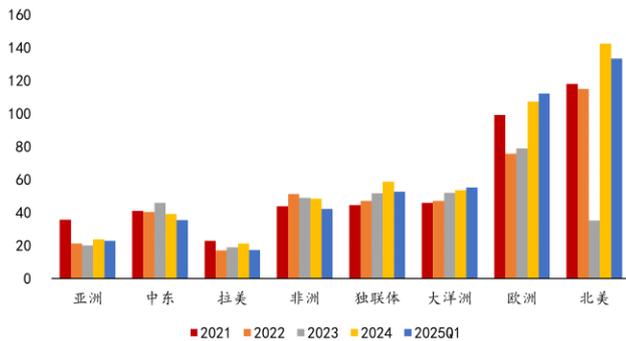
图 27：客车出口销量结构


数据来源：海关总署，西南证券整理

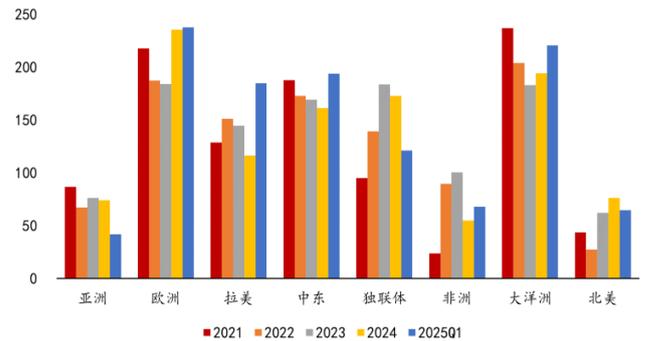
图 28：客车出口金额结构


数据来源：海关总署，西南证券整理

出口至欧洲的新能源客车均价较高。从我国客车出口均价表现来看，新能源客车整体均价高于燃油汽车。2025Q1 出口至欧洲地区的新能源客车均价高达 238 万元，在各个海外市场最高。2025Q1 出口至亚洲地区的新能源客车均价大幅下降，整体处于较低水平。我国客车企业已进入海外中高端、中端、低端新能源客车市场，以及海外中端、低端燃油客车市场。随着向海外中高端市场加速拓展以及新能源渗透率提升，我国客车企业产品结构优化，单车均价有望持续提升。

图 29：燃油客车出口至各地区均价 (万元)


数据来源：海关总署，西南证券整理

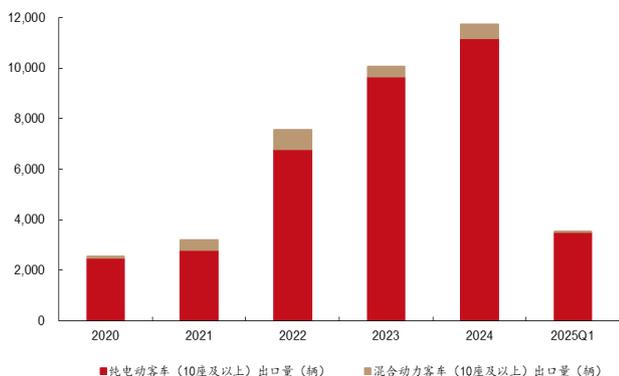
图 30：新能源客车出口至各地区均价 (万元)


数据来源：海关总署，西南证券整理

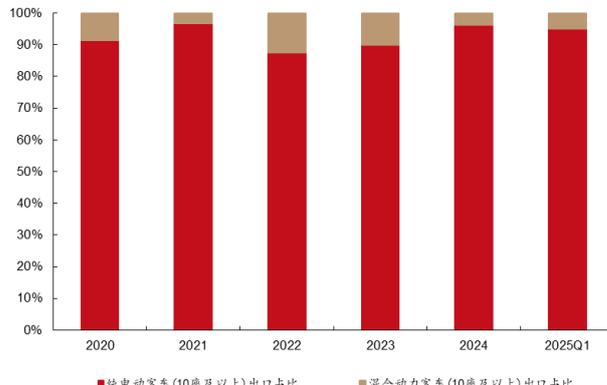
2.3.2 新能源客车出海空间广阔

新能源客车出口强劲。据海关总署数据，2024 年，新能源客车出口 11740 辆，同比 +16.8%，其中纯电动客车和混动客车出口销量分别 11169/571 辆，同比分别 +15.4%/+51.1%。从占比来看，2024 年，纯电动客车和混动客车出口销量占比分别为 96.2%、3.8%。2025 年一季度，新能源客车出口 3535 辆，同比 +96.0%，其中纯电动客车和混动客车出口销量分别 3520/15 辆，同比分别 +101.1%/-91.0%，占比分别为 95.1%和 4.9%。

新能源客车出口需求预计保持增长。2025 年，在全球减碳的大背景下，各国对环境保护和可持续发展的重视程度不断提高，节能减排政策和绿色基金计划不断出台，欧洲、拉美、东南亚、中东、中亚等市场正在加速电动化进程，客车需求向新能源转型。因本地供应链及客车制造能力有限等原因，需要进口客车。我国的新能源客车在外观、质量、智能网联配置等方面持续提升，核心技术、产品质量、运营经验等方面居于全球一流水平，海外客户市场化运营充分，中国客车必将是一个重要选择。我国大中型新能源客车出口需求预计保持增长。

图 31：纯电动和混动客车出口销量


数据来源：海关总署，西南证券整理

图 32：纯电动和混动客车出口销量占比


数据来源：海关总署，西南证券整理

市场需求方面，北美、欧洲、拉美、亚洲市场新能源客车需求旺盛。北美地区受新能源客车相关政策和补贴推动，混动客车需求快速增长，成为美国占比最高的燃油类型；欧洲客车电动化进程加速，其中北欧、西欧、南欧新能源客车渗透率提升较快，主要受政策激励影响；拉美地区的新能源客车市场渗透率整体较低，客车电动化进程加速；亚洲新能源客车商业化进程较快，整体价格较低；中东地区的新能源客车市场正在快速发展；非洲、独联体新能源需求较少。

表 3：海外新能源客车市场特点

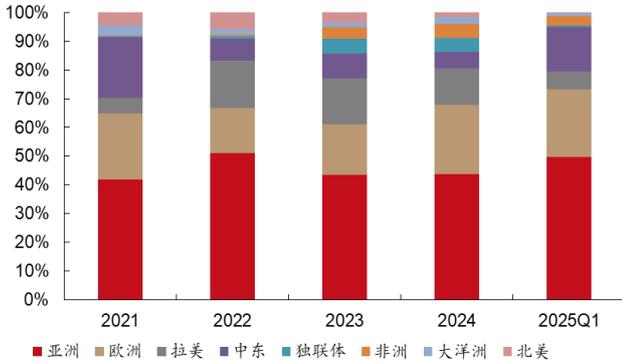
地区	客车市场特点
北美	美国、加拿大对新能源客车发放补贴，政府制定严格的排放标准，混合动力客车成为美国客车中占比最高的燃料类型。美国加拿大本地有新能源客车厂商。
欧洲	整体较为开放，对产品质量和性能要求较高。按照欧盟减排时间表，2035年禁售燃油车，2040年减排90%，大排量客车要加速淘汰，欧洲对新能源客车的需求快速提升。2019年开始，北欧受政策驱动开始新能源需求，德国、英国和法国正在积极推动新能源客车的发展，渗透率提升较快，南欧市场新能源客车发展较晚，2024年，希腊等南欧国家新能源客车需求开始快速增长，中国厂商有望获得更多机会。
亚洲	市场化程度较高，对车辆性价比要求较高。亚洲国家也在加速推进新能源汽车的发展，出台了一系列的激励政策，促进了市场的快速增长。
拉美	2021年开始发布新能源客车相关政策，新能源客车市场发展速度相对较慢，渗透率仍处于较低水平，未来有望延续增长趋势。拉美市场中，巴西新能源客车市场需求较大，但受关税影响，中国车企较难进入；墨西哥、智利和哥伦比亚等国家对新能源客车的需求显著，中国的新能源客车在这些国家的公共交通系统中得到了广泛应用，厄瓜多尔、乌拉圭等国家也有一定需求。
中东	正积极引进新能源客车以应对环境问题和交通需求。中国的新能源客车在中东市场逐渐获得认可，出口量提升。但受地缘政治等因素影响，2025年中东市场需求可能有所下降。

数据来源：Fortune Business Insights 等，西南证券整理

中国厂商出口方面，欧洲、亚洲、拉美和中东等地区为中国厂商出口的主要阵地。北美市场新能源客车需求主要由当地品牌满足，中国客车企业出口到北美难度较高，欧洲、亚洲、拉美和中东等地区为中国新能源客车出口的主要阵地。2024年中国新能源客车出口销量前四名的地区为亚洲、欧洲、拉美、中东，占比分别为44%、24%、13%、6%；2024年中国新能源客车出口金额前四名的地区为欧洲、亚洲、拉美、中东，占比分别为44%、25%、11%、7%。2025Q1中国新能源客车出口销量前四名的地区为亚洲、欧洲、中东、拉美，占比分别

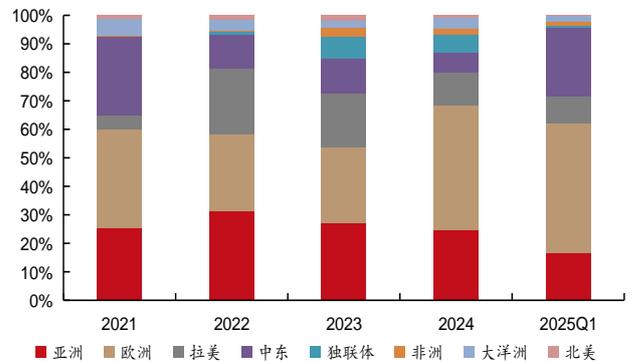
为 50%、24%、16%、6%；2025Q1 中国新能源客车出口金额前四名的地区为欧洲、中东、亚洲、拉美，占比分别为 46%、24%、17%、9%。

图 33：新能源客车出口销量结构



数据来源：海关总署，西南证券整理

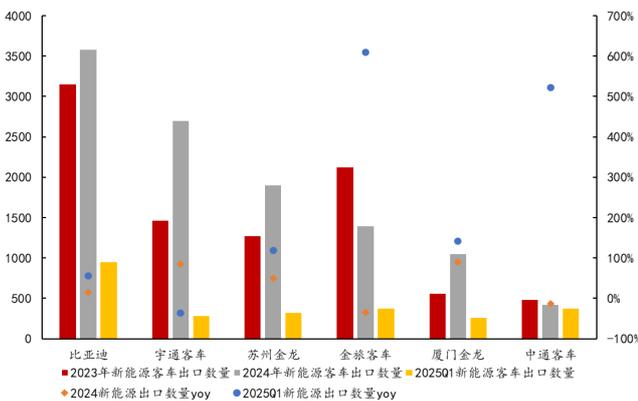
图 34：新能源客车出口金额结构



数据来源：海关总署，西南证券整理

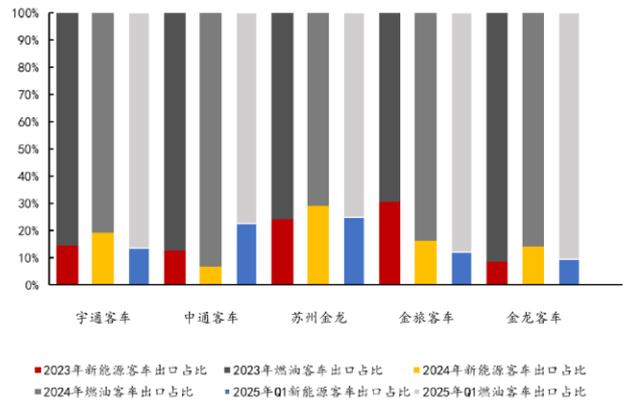
比亚迪新能源客车出口销量领先，中通客车新能源出口销量大幅增长。客车企业新能源出口销量来看，比亚迪新能源客车出口销量领先，2025 年 Q1 达到 945 辆，同比增长 55.43%；中通客车销量大幅增长，2025 年 Q1 新能源客车出口 373 辆，同比增长 521.7%；金旅客车、苏州金龙、宇通客车、厦门金龙 2025 年 Q1 新能源客车出口销量分别为 376 辆、320 辆、280 辆、254 辆。主要大中客车厂商新能源客车出口占总出口的比重来看，宇通客车 2024 年占比接近 20%，2025Q1 有所波动，苏州金龙 2024 年占比接近 30%，2025Q1 保持在 20% 以上；中通客车 2024 年占比较低，在 10% 以下，2025 年加速开拓海外市场，25Q1 新能源客车占出口的比重快速提升至 20% 以上。

图 35：客车企业新能源客车出口销量 (辆)



数据来源：中国客车统计信息网，西南证券整理

图 36：客车企业出口销量结构



数据来源：中国客车统计信息网，西南证券整理

2.4 结论：国内需求持续增长，客车出口空间广阔

国内市场：新能源公交以旧换新及旅行车需求带动国内客车需求增长。2024 年国内大中客车销量 7.1 万辆，其中大中座位客车内销 3.6 万辆，公交客车内销 3.0 万辆。座位客车方面，2024 年国内旅游市场强势复苏，后续旅游市场有望持续繁荣，预计 2025-2027 年国内座位客车需求量增速分别为 8%、7%、6%。公交客车方面，按照稳定期公交客车保有量

50-60 万辆，更换周期 10 年，计算得稳定期每年公交车需求 5-6 万辆，预计 2027 年达到稳定期，假设 2027 年国内公交车需求接近 5 万辆，2025-2027 年国内公交客车需求量增速分别为 26%、17%、13%。国内校车和其他客车市场规模较小，其中校车受燃油出生率下降等因素影响，需求预计缓慢下滑，专业用车等其他客车预计需求量有所增长。

表 4：国内销量预测

单位：万辆	大中座位客车 内销	yoy	公交客车 内销	yoy	校车 内销	其他客车 内销	大中客车 内销合计	yoy
2023	2.9	-	2.2	-	0.3	0.2	5.6	-
2024	3.6	24%	3.0	34%	0.2	0.3	7.1	27%
2025E	3.9	8%	3.7	26%	0.2	0.4	8.2	16%
2026E	4.2	7%	4.4	17%	0.2	0.5	9.2	12%
2027E	4.4	6%	4.9	13%	0.2	0.6	10.1	10%

数据来源：中客网，宇通客车公司公告，西南证券

新能源出口：中国大陆以外的亚洲地区、欧洲、拉丁美洲为我国新能源客车主要出口市场。根据海关总署数据，2024 年我国出口到亚洲、欧洲、拉美地区的新能源客车分别为 5.1、2.8、1.5 千台。亚洲新能源客车商业化进程较快，市场化需求较多，考虑到我国出口客车在质量及性价比上具有竞争力，预计 2025-2027 年我国出口至亚洲其他地区新能源客车订单量增速分别为 25%、20%、12%；欧洲受政策激励影响，客车电动化进程加速，新能源客车需求有望持续快速增长，我国新能源客车电动化水平较高，产品持续获得更多欧洲国家认可，预计 2025-2027 年出口至欧洲的新能源客车订单量增速分别为 50%、30%、18%；拉美地区的新能源客车市场渗透率整体较低，客车需求向新能源转型，我国客车厂商在拉美地区客户基础较好，预计 2025-2027 年我国出口至拉美地区新能源客车订单量增速分别为 18%、15%、12%；中东地区新能源客车需求量相对较小，基数较低，随着各地区电动化进程的推进，我国新能源客车出口有望获得更多订单，预计 2025-2027 年出口至中东的新能源客车订单量增速分别为 5%、5%、5%。

表 5：新能源客车出口销量预测

单位：千辆	2023	2024	2025E	2026E	2027E
亚洲	4.4	5.1	6.4	7.7	8.6
yoy	-	17%	25%	20%	12%
欧洲	1.7	2.8	4.3	5.5	6.5
yoy	-	62%	50%	30%	18%
拉美	1.6	1.5	1.8	2.0	2.3
yoy	-	-7%	18%	15%	12%
中东	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8
yoy	-	-24%	5%	5%	5%
其他	1.4	1.6	2.1	2.7	3.5
yoy	-	13%	31%	28%	29%
总计	10	12	15.2	18.7	21.7
yoy	-	17%	30%	23%	16%

数据来源：海关总署，西南证券

燃油出口：中国大陆以外的亚洲地区、拉丁美洲、中东为我国燃油客车主要出口市场。海外公共交通和旅游业发展推动客车需求增长，因本地供应链及客车制造能力有限等原因，需要进口客车。中国客车企业在海外加速布局，进行本地化生产和营销，获得良好口碑，品牌形象逐步建立，国际知名度、影响力不断提升，出口销量有望持续增长。亚洲地区的公共交通和旅游业快速发展，推动燃油客车的需求增长，预计 2025-2027 年我国出口至亚洲其他地区燃油客车订单量增速分别为 25%、15%、10%；拉美地区交通运输业发展，客车需求整体增加，我国客车厂商在拉美地区加速布局，预计 2025-2027 年我国出口至拉美地区燃油客车订单量增速分别为 20%、18%、15%；中东地区由于朝觐运输业发展和基础设施建设需求，对燃油客车的需求较高，考虑地缘政治影响，预计 2025-2027 年我国出口至中东地区燃油客车订单量增速分别为 10%、7%、5%。

表 6：燃油客车出口销量预测

单位：千辆	2023	2024	2025E	2026E	2027E
亚洲	10.7	14.3	17.8	20.5	22.6
yoy	-	34%	25%	15%	10%
拉美	8.3	11.8	14.2	16.7	19.2
yoy	-	41%	20%	18%	15%
中东	8.3	13.8	15.2	16.3	17.1
yoy	-	68%	10%	7%	5%
其他	12.3	14.6	17.0	19.4	21.7
yoy	-	19%	16%	14%	12%
总计	40	55	64.3	73.0	80.6
yoy	-	38%	18%	14%	10%

数据来源：海关总署，西南证券

国内和海外客车需求共振，客车行业进入良好发展期。我国客车企业优化产业布局，提升品牌竞争力，产品销量有望持续增长。预计 2025-2027 年内销大中型客车及出口 10 座以上客车订单总量增速分别为 18%、14%、11%。

表 7：总销量预测

单位：万辆	2023	2024	2025E	2026E	2027E
内销	5.6	7.1	8.2	9.2	10.1
yoy	-	27%	16%	12%	10%
出口新能源	1.0	1.2	1.5	1.9	2.2
yoy	-	17%	30%	23%	16%
出口燃油	4.0	5.5	6.4	7.3	8.1
yoy	-	38%	18%	14%	10%
销量合计	10.5	13.7	16.2	18.4	20.3
yoy	-	30%	18%	14%	11%

数据来源：中客网，宇通客车公司公告，海关总署，西南证券

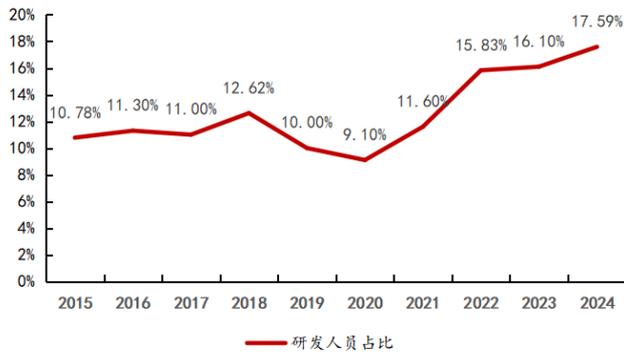
3 公司分析：产品竞争力强化，新能源出口未来可期

3.1 自主研发核心技术，打造高质量供应链体系

研发人才密度持续突破。中通客车坚持技术立企，以高强度研发投入锻造核心竞争力。2020年至2024年，公司研发人员占比逐年提升，2024年公司研发人员占比17.59%，人才密度位居行业前列。通过搭建“国家认定企业技术中心”、“国家高新技术企业”、“博士后科研工作站”等科创平台，公司构建起覆盖新能源三电系统、智能驾驶、车联网等领域的千人级研发团队和完善的IPD开发体系流程。

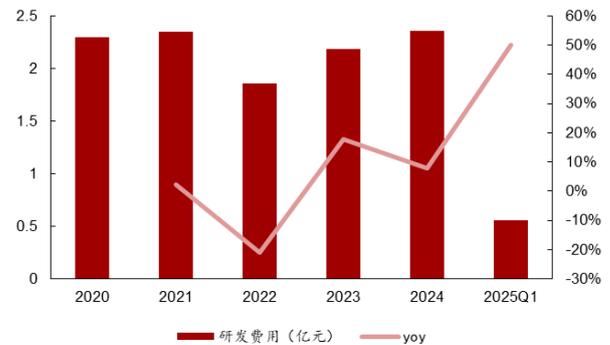
产学研合作，集中优势科研资源。中通客车与清华大学、中国汽车技术研究中心、中国科学院等国内知名高校和科研院所建立产学研合作关系，完善研发人员培养体系，集中优势科研资源推动客车行业相关核心技术研发迭代，提升公司的研发创新能力。

图 37：研发人员占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 38：研发费用



数据来源：Wind，西南证券整理

专注核心技术研发，技术成果取得重要突破。中通客车专注于客车领域关键技术的自主研发，持续围绕新能源、智能化、网联化等领域开展研发活动，在节能、安全、环境健康等技术研究及应用领域持续深耕，在节能与新能源客车高效动力系统、动力电池集成与管理、整车控制与节能等方面取得重要成果突破，产品技术实力持续提升。

集团研发协同，关键技术领域联合创新。中通客车联合山东重工集团旗下公司共同开展技术研发，在关键技术领域联合创新。公司与中国重汽协同，对适配客车市场 AMT 变速箱产品的联合开发攻关，并凭借“潍柴+法士特+汉德”的黄金动力链组合，开展了 30 余种仿真计算，实现动力性和经济性的平衡。

表 8：中通客车技术研发成果

技术领域	技术成果
节能	综合运用整车热管理技术、动力系统优化匹配技术、轻量化技术、空气动力学、制动能量回收等新技术，降低整车能耗。
安全	研发并综合利用自动紧急制动系统 AEB、油门误踩防护系统、碰撞缓解制动系统、360 度环视预警系统、碰撞吸能系统等多种主被动安全技术，提升整车安全性。
可靠	推行正向研发流程，强化前期策划与过程管控，于关键节点设质量门把控，优选国际一流供应商提供关键部件，融入可靠性设计，保障产品可靠性行业领先。
舒适	从震动与噪声 (NVH)、平顺性与操纵稳定性 (R&H)、人机工程学 (Ergonomics) 等多方面提升产品的驾乘舒适性。

技术领域	技术成果
环境健康	优化提升原材料及生产工艺,对可触摸材料进行抗菌抑菌、加强在抗电磁干扰等方面开展技术研究,车内空气质量及电磁环境明显提升。

数据来源:公司公告,西南证券整理

引入国内外优秀零部件供应商。中通客车持续引进国内外优质零部件供应商,与法士特、汉德、宁德时代等国内知名品牌,以及康明斯、采埃孚等国际知名品牌形成稳定供销关系,打造高质量供应体系。同时,公司依托山东重工集团百万级商用车生产销售体量,实现关键配件的高效采购,保障零部件品质,同时提升议价能力,更好地实现零部件成本控制。

与知名企业开展战略合作,建立零部件自主供应体系。中通客车与知名零部件企业开展从联合开发到前瞻性技术研究的全面战略合作,实现降本增效的同时,为公司整车高端化发展战略提供有力的零部件品牌支撑。同时,公司联合山东重工集团客车板块全球供应链合作伙伴,建立战略合作共同体,共同参与市场开拓和质量提升。此外,公司也建立了包括空调、座椅、部分内饰件、全承载车架等零部件产品的自主供应体系,加强供应链体系的管理与完善。

表 9: 中通客车零部件供应商

零部件	供应商
发动机	潍柴、康明斯
变速箱	法士特、采埃孚、艾里逊
电池	宁德时代
车桥	汉德
制动系统	威伯科、克诺尔
缓速器	福伊特
电机	精进电动
钢材	宝钢
轮胎	米其林、普利司通、大陆
车漆	阿克苏、立邦
玻璃	福耀、长江
车载摄像头	海康威视

数据来源:公司公告,西南证券整理

3.2 内销产品竞争力强,单车均价高水平

公司在国内客车行业知名度高,品牌形象优质。中通客车在国内客车市场深耕多年,积累了较高的品牌知名度和良好的市场口碑,并通过不断推出高品质的产品和服务,树立了可靠、专业的品牌形象。公司是国家 863 计划和 CIMS 项目示范企业之一,拥有客车业界首个国家级实验室、国家认定企业技术中心和博士后科研工作站,率先通过了 ISO9001 标准质量体系认证和“3C”认证,并荣获“国家级高新技术企业”、“国家火炬计划重点高新技术企业”、“国家汽车整车出口基地企业”等荣誉称号。

图 39：公司荣誉

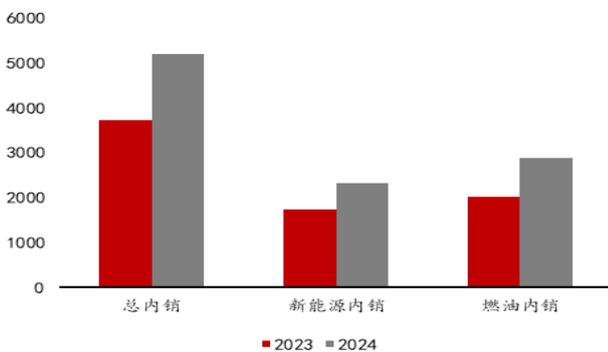


数据来源：公司官网，西南证券整理

国内销量持续增长。公司积极把握客车市场发展机遇，国内销量大幅增长，2024 年公司内销客车 5189 辆，同比增长 39.2%，其中新能源内销 2319 辆，同比增长 34.3%，燃油内销 2870 辆，同比增长 43.5%。

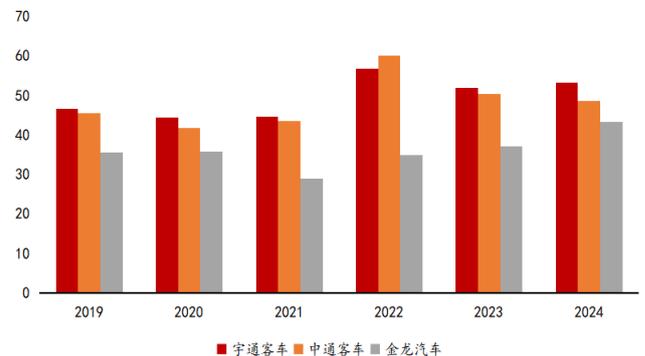
产品竞争力强，单车均价高水平。中通客车产品竞争力强，在国内市场的单车均价处于行业较高水平。2024 年，中通客车在国内市场的平均单车均价 48.6 万元，在行业公司中处于较高水平。

图 40：中通客车国内新能源、燃油客车销量（辆）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 41：客车企业国内产品单车均价（万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 海外突破高端市场，新能源出口未来可期

公司在海外市场持续发力，燃油客车建立良好口碑，新能源客车实现高端市场突破。燃油客车方面，公司近年来斩获多个海外大单，产品受到客户广泛认可。出口新能源市场持续发力，2024年以来，中通新能源客车已先后出口至葡萄牙、新加坡、丹麦、阿联酋等国家和地区，实现高端市场突破。

出口产品定制性开发，满足当地需求。公司通过对不同国家和地区的路况、交通法规、运营需求、乘客习惯等情况全面调研，形成深度定制性开发，针对智利路窄、坡多的特点，中通客车通过系统匹配，控制策略优化，提升车辆的通过性、动力性、经济性；针对新加坡高温、高湿、路窄的特点，优化车辆布局、空调设置、转弯半径等；针对丹麦频繁使用除雪剂导致的车身易腐蚀问题，开发抗腐蚀的不锈钢车身、铝车身；针对中东地区风沙大、路况复杂的特点，加固车辆底部防护结构，解决发动机舱清洁问题。

表 10：中通客车出口定制性开发

国家/地区	特点	定制性开发
智利	路窄、坡多	系统匹配，控制策略优化，提升车辆的通过性、动力性、经济性 结合当地运营及驾乘习惯，人性化设计推拉侧窗电子锁、盲区检测报警和电子围栏、智能化安全功能等
新加坡	高温、高湿、路窄	优化车辆布局、空调设置、转弯半径
中东地区	风沙大、路况复杂	加固车辆底部防护结构，解决沙石、硬物碰撞底盘及发动机舱清洁问题
丹麦	天气寒冷、降雪多、频繁使用除雪剂	开发不锈钢车身、铝车身，应对当地车身易腐蚀问题

数据来源：中通客车公众号，西南证券整理

海外营销售后全方位布局。中通客车已实现营销和售后的全球化布局。公司积极拓展产品市场，拥有较为稳定的客户群体和战略合作伙伴，产品覆盖海外 100 多个国家和地区，根据区域特色完善产品布局。售后方面，公司以直营服务站、客户授权服务站、第三方授权服务站等方式，实现 30 分钟快速响应、365 天全天候续航服务模式，服务半径缩短至 180 公里以内，覆盖海外全部市场，提升用户售后服务体验。

表 11：客车企业海外渠道布局

	宇通客车	中通客车	金龙客车
海外销售布局	海外销售和服务网络已实现全球目标市场的布局，通过 60 余家子公司、办事处、经销合作伙伴以及派驻直销队伍等多种渠道模式覆盖美洲、非洲、独联体、亚太、中东、欧洲六大区域；在哈萨克斯坦、巴基斯坦、埃塞俄比亚、马来西亚等十余个国家和地区通过 KD 组装方式进行本土化合作。	拥有较为稳定的客户群体和战略合作伙伴，产品覆盖海外 100 多个国家和地区。针对区域特点布局高性价比产品，提升海外业务金融服务能力。	海外销售网络遍布欧洲、亚洲、独联体、非洲、南美、中东、大洋洲 170 多个国家和地区，与近 200 个境外汽车经销商或客户保持着良好的合作关系。
海外售后布局	通过公司直服、客户授权自服务站、第三方授权服务站等方式满足不同市场和客户的服务需求。截至 2024 年 6 月，公司在海外市场拥有 330 余家授权服务站或服务公司，410 余个授权服务网点，平均服务半径 150	以直营服务站、客户授权服务站、第三方授权服务站等方式，提升用户服务体验。打造了 7*24 小时、365 天全天候续航服务模式，售后服务半径由 300 公里缩短到 180 公里以内，覆盖海外全部市场，实现了 30 分钟快速响应、一般问题	注重产品质量和售后服务，建立了完善的海外售后服务体系，及时响应客户的需求，为客户提供全方位的技术支持和保障。

	宇通客车	中通客车	金龙客车
	公里，覆盖海外全部目标市场。	24小时封闭。2024年，海外服务人员常驻覆盖率已提升至65.5%，更加深入地展开用户需求识别、技能培训、故障问题解决等，满足客户的运营及维保需求。	

数据来源：各公司公告，西南证券整理

背靠山东重工集团全球化服务体系，共享集团海外渠道。公司背靠山东重工集团，实现集团资源协同。山东重工集团积极构建全球化服务体系、加强渠道协同建设。截至2025年1月，山东重工已拥有近300个海外办事处、1200余家营销渠道，在25个国家设有36个贸易平台公司。全球海外工厂（含KD工厂）46座，实现了在全球31个国家的海外本地化组装和制造。山东重工集团充分发挥中国重汽、潍柴等海外渠道网络优势，促进集团内部海外渠道代理和战略客户资源共享，截至2025年1月，集团海外渠道1200余家，其中共享渠道达297家，协同带动集团内客车等其他业务迅速拓展海外市场。

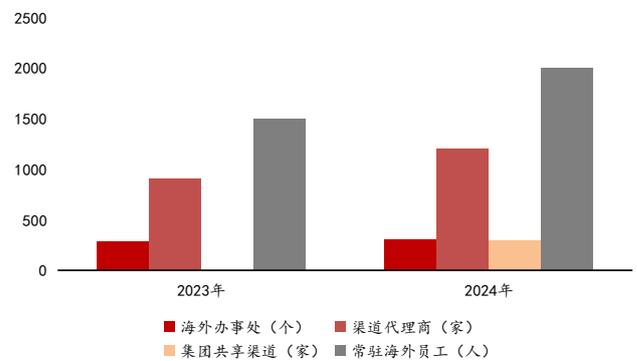
集团资源协同，助力出海加速。中通客车与山东重工集团通过深度资源协同，建立战略合作共同体，共同参与市场开拓和质量提升，显著提升产品竞争力和市场响应效率。2023年以来，中通客车先后参加了集团在哈萨克斯坦、迪拜、印度尼西亚、墨西哥、德国、新加坡等国家组织的全球合作伙伴大会、新产品展示会。在阿联酋，中通客车与中国重汽开展深入协同，实现了对当地市场信息、战略客户的覆盖。同时，中通客车联合潍柴动力开展市场的调研、走访及产品优化，出口阿联酋的中通客车配备潍柴动力发动机。

图 42：山东重工集团全球产业布局



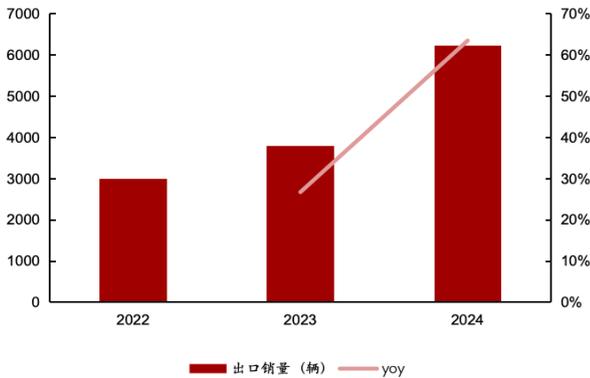
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 43：山东重工集团海外渠道

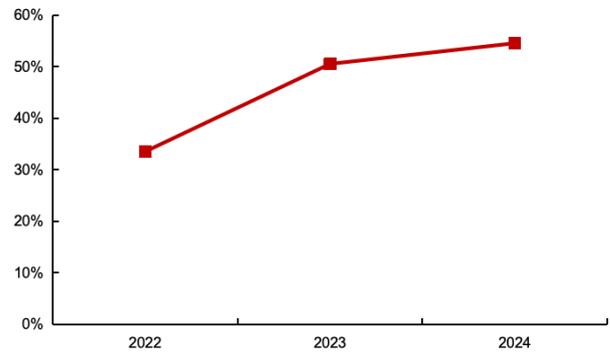


数据来源：山东省国资委，大众日报，西南证券整理

全球化战略成效显著，出口销量占比突破新高。2022年以来，公司海外市场开拓成效显著，出口销量保持高速增长态势。2024年全年出口量达6220辆，同比大幅增长63.51%，创历史新高；2023至2024年间，海外市场贡献度持续攀升，出口销量在总销量中的占比连续两年突破50%，2024年出口销量占总销量比重达到54.52%，标志着企业全球化布局取得里程碑式突破。

图 44：中通客车出口销量


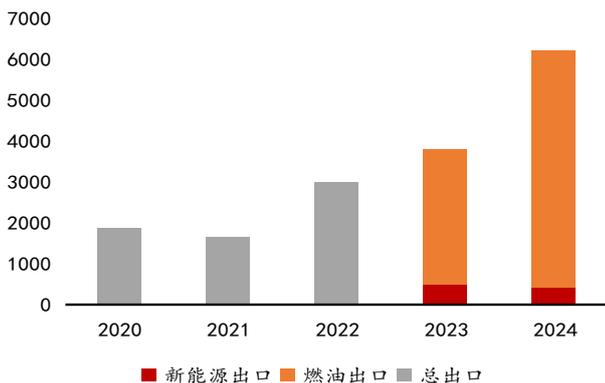
数据来源：Wind, 中国客车统计信息网, 西南证券整理

图 45：中通客车出口销量占比


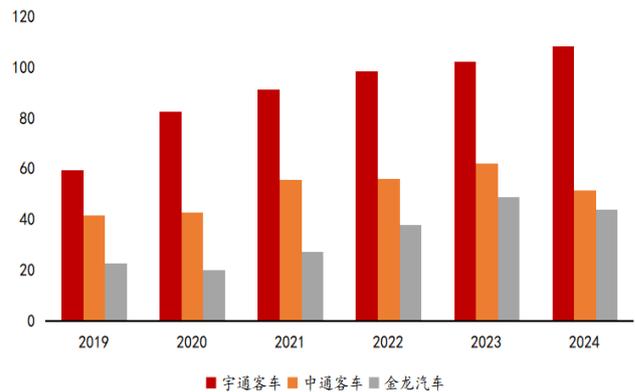
数据来源：Wind, 中国客车统计信息网, 西南证券整理

新能源出口在手订单充足，销量增长可期。中通客车的全球化布局逐步完善，海外业务增长势头强劲。2021 年以来，公司出口销量呈增长趋势，2024 年出口客车 6220 辆，同比增长 64%，其中燃油客车出口 5801 辆，同比增长 75%，新能源客车出口 419 辆，同比下降 13%。2025 年，公司新能源出口在手订单充足，出口至智利的 895 辆新能源客车订单已开始分批交付，并获得迪拜 40 辆新能源客车订单，海外高端在手订单排到 2025 年 6 月，预计 2025 年全年新能源产品出口销量将大幅增长。

产品结构优化，出口单车均价有望持续提升。受益于产品高端化发展，2020-2023 年，中通客车出口平均单车均价呈提升趋势，2024 年出口产品结构中，新能源客车占比有所下降，出口至中东的燃油客车占比提升，整体出口均价下滑，2025 年，受中东地区地缘政治因素及朝觐车周期性变化影响，公司出口至中东等低单价地区燃油客车销量占比预计下滑，出口至南美、欧洲新能源高端车型占比有望大幅提升，出口单车均价及利润有望实现增长。

图 46：中通客车新能源、燃油客车出口销量 (辆)


数据来源：公司公告, 西南证券整理

图 47：客车企业出口平均单车均价 (万元)


数据来源：公司公告, 西南证券整理

3.4 回购彰显长期发展信心

回购股票用于股权激励或员工持股计划，彰显长期发展信心。4月25日，公司发布公告，计划使用自有资金和/或自筹资金以集中竞价交易方式回购部分A股股份，回购金额不低于1亿元且不超过2亿元。回购价格不超过15元/股，回购期限为自董事会审议通过之日起不超过12个月。回购股份将用于实施股权激励或员工持股计划。此次回购方案充分彰显了公司对未来发展及公司价值的高度认可，同时为公司进一步建立、健全公司长效激励机制奠定坚实基础，有利于公司长期稳定发展。

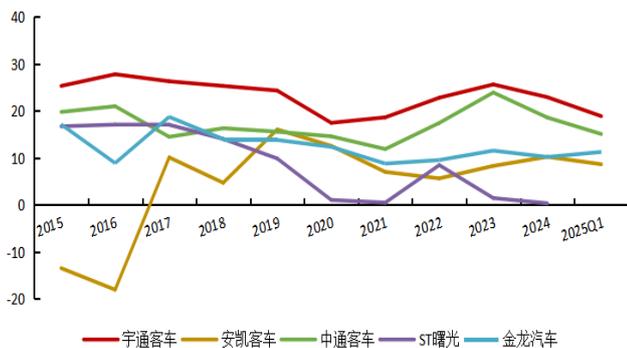
4 财务分析

4.1 盈利能力保持行业较高水平，稳步向好

公司毛利率处于行业较高水平。中通客车通过高端产品战略与精细化运营实现效益双突破。2022年起，公司毛利率始终保持15%以上，2024年为18.6%，2025Q1公司毛利率15.1%。同时由于新能源出海+高端化增厚利润，海外新能源客车单车价值量显著高于国内，未来随着公司新能源出口占比提升，毛利润有望同步增厚。

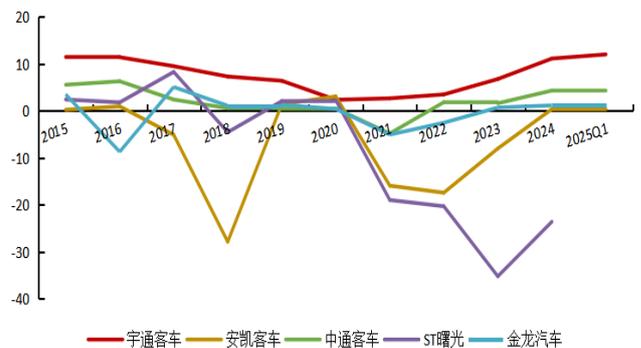
公司净利率处于行业较高水平，并呈提升趋势。2024年公司净利率达4.35%，2025Q1进一步提升至4.51%，展现从规模扩张向效益增长的战略转型成果。中通客车通过高端产品线的拓展、技术创新和品质提升，不仅满足了国内外市场对高品质客车的需求，实现了产品价值的最大化。同时，公司实施的精细化运营管理，从供应链管理、成本控制、生产效率等多个维度入手，全面提升企业的运营效率和盈利能力。

图 48：公司与可比公司毛利率 (%)



数据来源：Wind, 西南证券整理

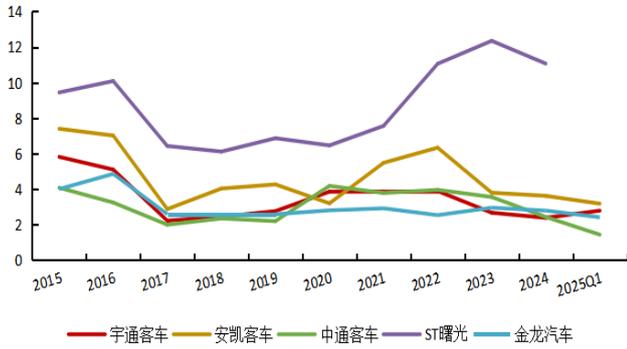
图 49：公司与可比公司净利率 (%)



数据来源：Wind, 西南证券整理

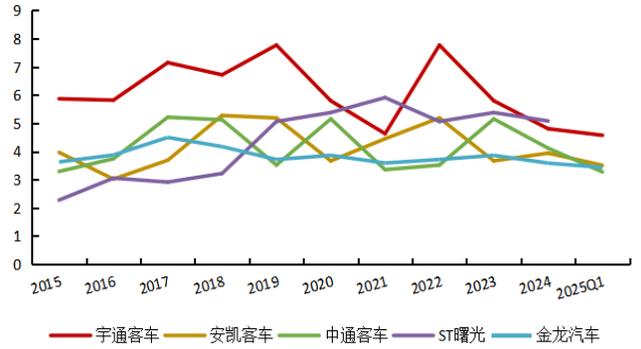
费用管控能力居可比公司前列。2024年，公司管理费用率为2.65%，处于行业较低水平，2025Q1进一步下降至1.42%，达到行业最低水平，公司在管理效率优化和成本控制方面表现突出，管理费用控制较好。2024年，公司销售费用率为5.19%，2025Q1下降至4.30%，处于行业中游水平。2024年公司研发费用率为4.11%，处于行业中游水平，2025Q1下降至3.27%，为行业最低水平。2024年及2025Q1，中通客车期间费用率处于行业最低水平，费用管控能力持续优化。

图 50: 公司与可比公司管理费用率 (%)



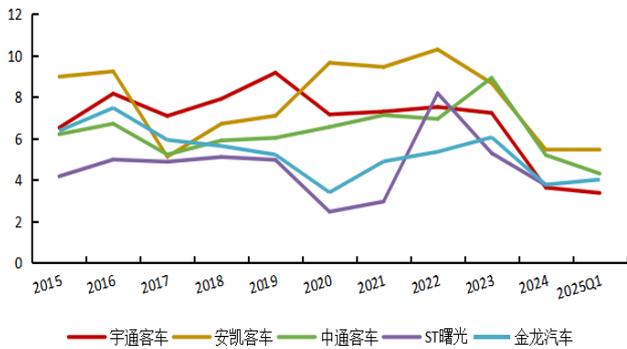
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 51: 公司与可比公司研发费用率 (%)



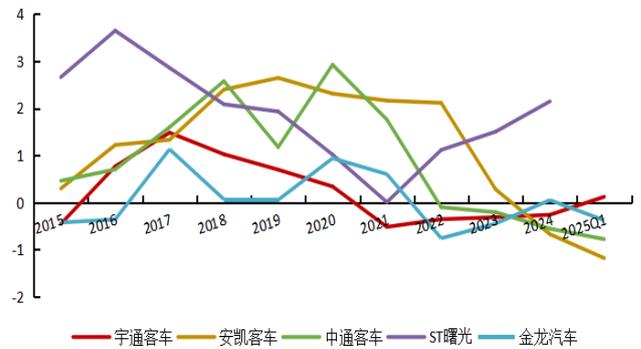
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 52: 公司与可比公司销售费用率 (%)



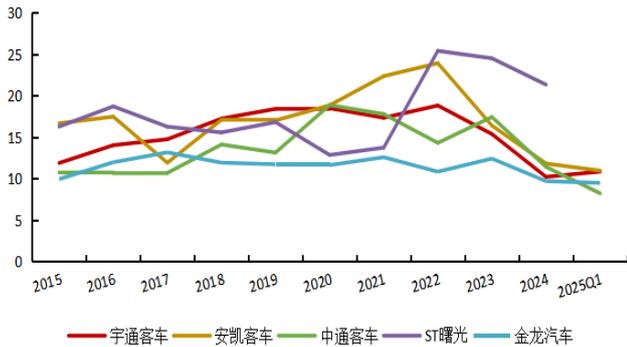
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 53: 公司与可比公司财务费用率 (%)



数据来源: Wind, 西南证券整理

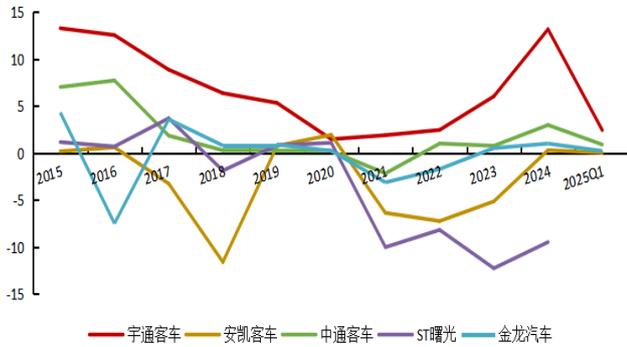
图 54: 公司与可比公司期间费用率 (%)



数据来源: Wind, 西南证券整理

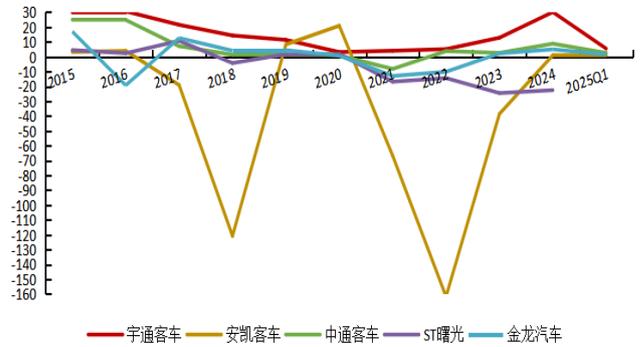
公司 ROA 和 ROE 居于行业较高水平。公司 ROA 和 ROE 近年来呈提升趋势, 2024 年, 公司 ROA 和 ROE 分别达到 3.0% 和 8.8%, 公司盈利能力和资产利用效率较高。

图 55: 公司与可比公司 ROA (%)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 56: 公司与可比公司 ROE (平均) (%)



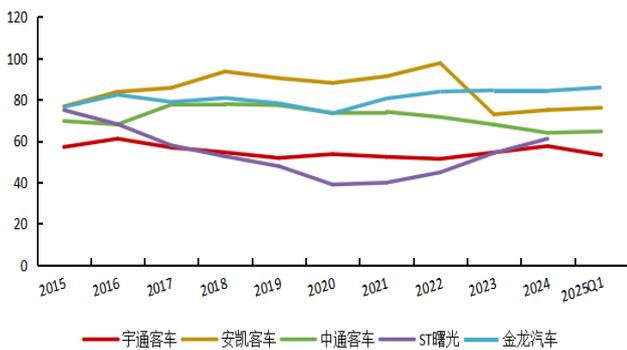
数据来源: Wind, 西南证券整理

4.2 偿债能力提升, 流动比率表现突出

公司资产负债率居于行业中游水平, 近年来有所下降。公司资产负债率持续保持在行业中游水平, 截至 2025 年第一季度, 公司资产负债率为 64.6%, 同比有所下降, 财务风险管理能力强化, 为未来的业务扩展和战略实施提供了坚实的财务支撑。

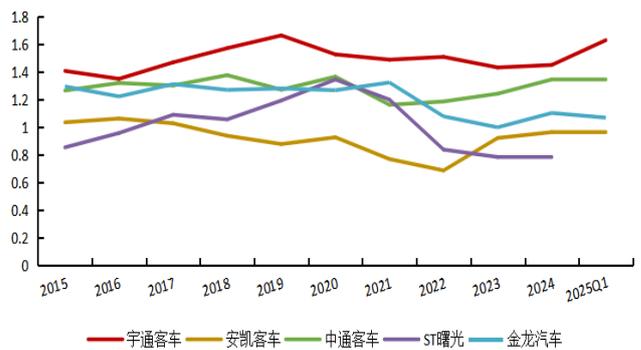
流动比率位居行业前列, 近年来持续提升。2025Q1 公司流动比率达 1.35, 2021 年以来持续提升, 流动性管理方面表现突出。

图 57: 公司与可比公司资产负债率 (%)



数据来源: Wind, 西南证券整理

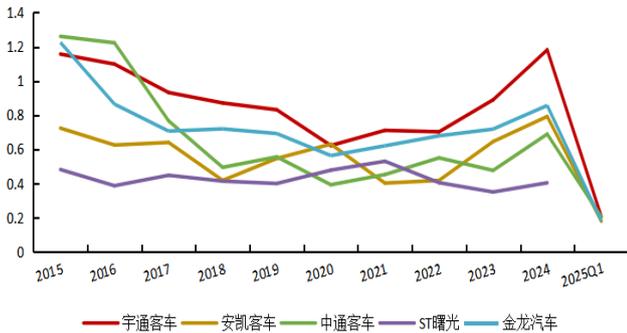
图 58: 公司与可比公司流动比率



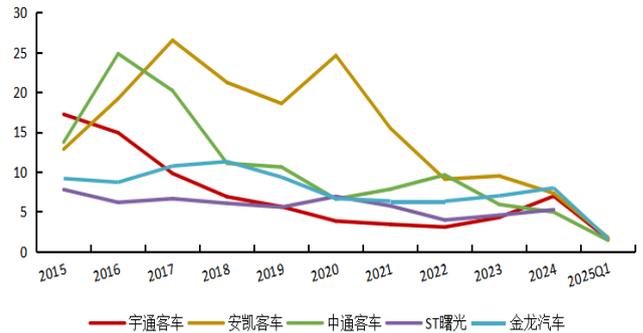
数据来源: Wind, 西南证券整理

总资产周转率、存货周转率处于行业较低水平。2015 年至 2024 年, 和可比公司相比, 公司总资产周转率、存货周转率处于行业较低水平。2024 年, 公司总资产周转率为 0.69 次, 存货周转率为 4.93 次。

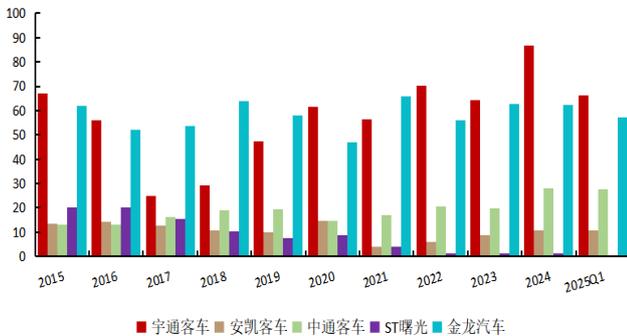
公司货币资金储备充足, 经营性现金流处于行业中游水平。截至 2025 年前一季度, 公司货币资金 27.6 亿元, 经营性现金流净额为 0.005 亿元。自 2019 年以来, 公司经营性现金流持续为正, 主营业务盈利能力和现金流创造能力良好。充裕的货币资金和稳定的现金流不仅为公司日常运营提供了坚实保障, 也为未来技术研发、市场拓展及战略投资奠定了坚实基础。

图 59：公司与可比公司总资产周转率（次）


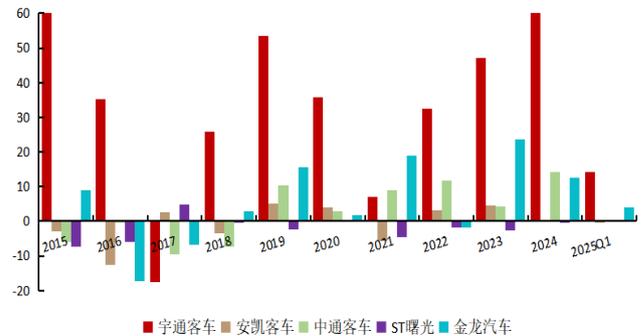
数据来源：Wind，西南证券整理

图 60：公司与可比公司存货周转率（次）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 61：公司与可比公司货币现金情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 62：公司与可比公司经营性现金流净额情况（亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司出口业务主要为向海外出售大中型客车产品，近年来海外客车需求持续增长，全球对环境保护和可持续发展的重视程度不断提高，欧洲、拉美、东南亚、中东、中亚等市场正在加速客车电动化进程。公司客车产品优质，预计出口订单量将持续增长。预计 2025-2027 年公司海外新能源客车出口订单量增速分别为 214%、25%、26%，燃油客车出口订单量增速分别为 3%、5%、5%，公司 2025 年出口新能源订单量大幅提升，出口业务产业结构优化，预计 2025-2027 年出口单车均价增速分别为 21%、5%、6%，对应出口业务收入增速为 42%、14%、15%。

假设 2：公司内销业务主要向国内销售大中型座位客车及公交车，近年来，国内旅游市场强势复苏带来座位客车需求，新能源公交车进入替换周期，以旧换新政策刺激新能源公交市场高速发展。公司国内订单量有望快速增长。预计 2025-2027 年公司国内新能源客车订单量增速分别为 8%、7%、5%，燃油客车订单量增速分别为 3%、3%、3%，随着公司新能源客车内销占比持续提升，预计 2025-2027 年内销单车均价增速分别为 -3%、-1%、-1%，对应内销收入增速为 2%、3%、3%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 12：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024	2025E	2026E	2027E	
出口	新能源出口	销量（辆）	419	1314	1643	2070
		yoy	-13%	214%	25%	26%
	燃油出口	销量（辆）	5801	5990	6306	6595
		yoy	75%	3%	5%	5%
	出口单车均价（万元）		51.6	62.5	65.7	69.4
	yoy		-17%	21%	5%	6%
	出口合计收入		32.12	45.65	52.20	60.16
	yoy		36%	42%	14%	15%
毛利率		21%	24%	24%	25%	
内销	新能源内销	销量（辆）	2319	2505	2680	2814
		yoy	34%	8%	7%	5%
	燃油内销	销量（辆）	2870	2956	3045	3136
		yoy	44%	3%	3%	3%
	内销单车均价（万元）		48.6	47.2	46.6	46.2
	yoy		-4%	-3%	-1%	-1%
	内销合计收入		25.21	25.80	26.68	27.47
	yoy		34%	2%	3%	3%
毛利率		16%	16%	16%	16%	
收入		57.34	71.45	78.88	87.63	
yoy		35.1%	24.6%	10.4%	11.1%	
毛利率		18.6%	20.9%	21.5%	22.2%	

数据来源：西南证券

5.2 相对估值

选取客车行业的 2 家公司作为可比公司，2 家公司 2025 年平均 PE 为 17 倍。考虑公司成长性较好，盈利能力、产品结构、海外拓展变化积极，预计估值高于行业平均水平。

客车行业持续复苏，国内和出口需求快速增长，公司深耕客车行业多年，产品技术实力突出，新能源出海持续突破，业绩有望快速增长。预计公司 2025-2027 年归母净利润复合增速为 39.1%，给予公司 2025 年 20 倍 PE，对应目标价 15.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值（截至 2025 年 5 月 29 日）

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
600066.SH	宇通客车	24.86	1.86	2.10	2.43	2.78	13.37	11.84	10.23	8.94
600686.SH	金龙汽车	14.85	0.22	0.60	0.90	1.15	67.50	24.75	16.50	12.91
平均值							37.29	17.10	12.56	10.29
000957.SZ	中通客车	11.81	0.42	0.76	0.94	1.13	28.07	15.63	12.57	10.43

数据来源：西南证券整理

6 风险提示

客车需求不及预期、行业相关政策变动、海外汇率波动、电池等原材料价格上涨等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	57.34	71.45	78.88	87.63	净利润	2.49	4.48	5.57	6.71
营业成本	46.67	56.49	61.89	68.18	折旧与摊销	1.02	1.82	1.82	1.81
营业税金及附加	0.35	0.42	0.48	0.52	财务费用	-0.32	-1.04	-1.32	-1.48
销售费用	2.98	3.72	4.10	4.64	资产减值损失	-0.71	-1.60	-1.60	-1.60
管理费用	1.52	4.69	5.21	5.84	经营营运资本变动	9.99	7.06	-0.69	-0.50
财务费用	-0.32	-1.04	-1.32	-1.48	其他	1.83	3.25	2.44	2.58
资产减值损失	-0.71	-1.60	-1.60	-1.60	经营活动现金流净额	14.31	13.97	6.22	7.53
投资收益	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	资本支出	0.68	0.05	0.05	0.05
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-0.67	1.68	-0.03	-0.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	0.02	1.73	0.02	0.02
营业利润	2.74	5.55	6.89	8.29	短期借款	-4.84	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2.69	5.50	6.84	8.24	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.20	1.02	1.26	1.52	支付股利	-0.38	-1.36	-2.44	-3.04
净利润	2.49	4.48	5.57	6.71	其他	0.10	0.29	1.32	1.48
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-5.12	-1.07	-1.12	-1.55
归属母公司股东净利润	2.49	4.48	5.57	6.71	现金流量净额	9.53	14.63	5.12	6.00
资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	28.25	42.88	48.01	54.00	成长能力				
应收和预付款项	25.20	31.37	34.64	38.47	销售收入增长率	35.11%	24.61%	10.41%	11.09%
存货	7.98	9.82	11.16	12.16	营业利润增长率	155.09%	102.23%	24.13%	20.34%
其他流动资产	3.06	0.11	0.12	0.13	净利润增长率	258.12%	79.60%	24.36%	20.50%
长期股权投资	0.06	0.06	0.06	0.06	EBITDA 增长率	70.03%	83.79%	16.77%	16.73%
投资性房地产	0.13	0.13	0.13	0.13	获利能力				
固定资产和在建工程	8.80	7.57	6.33	5.09	毛利率	18.61%	20.94%	21.53%	22.20%
无形资产和开发支出	4.37	3.73	3.10	2.48	三费率	7.29%	10.31%	10.14%	10.28%
其他非流动资产	3.83	3.83	3.83	3.83	净利率	4.35%	6.27%	7.06%	7.66%
资产总计	81.67	99.50	107.37	116.34	ROE	8.47%	14.08%	15.95%	17.38%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.05%	4.50%	5.19%	5.77%
应付和预收款项	35.26	52.42	56.04	60.45	ROIC	36.92%	-109.06%	-52.98%	-55.99%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.00%	8.86%	9.37%	9.84%
其他负债	16.98	15.27	16.39	17.28	营运能力				
负债合计	52.23	67.69	72.43	77.72	总资产周转率	0.69	0.79	0.76	0.78
股本	5.93	5.93	5.93	5.93	固定资产周转率	6.38	8.84	11.35	15.35
资本公积	4.78	4.78	4.78	4.78	应收账款周转率	1.71	2.18	2.06	2.07
留存收益	17.98	21.10	24.23	27.91	存货周转率	5.94	5.94	5.56	5.54
归属母公司股东权益	29.44	31.81	34.94	38.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	120.99%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	29.44	31.81	34.94	38.62	资产负债率	63.96%	68.03%	67.46%	66.81%
负债和股东权益合计	81.67	99.50	107.37	116.34	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.35	1.33	1.38	1.43
					速动比率	1.18	1.17	1.22	1.26
					股利支付率	15.21%	30.33%	43.81%	45.21%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	3.44	6.33	7.39	8.62	每股收益	0.42	0.76	0.94	1.13
PE	28.07	15.63	12.57	10.43	每股净资产	4.97	5.36	5.89	6.51
PB	2.38	2.20	2.00	1.81	每股经营现金	2.41	2.36	1.05	1.27
PS	1.22	0.98	0.89	0.80	每股股利	0.06	0.23	0.41	0.51
EV/EBITDA	10.91	3.62	2.41	1.37					
股息率	0.54%	1.94%	3.49%	4.33%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本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。

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

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。

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。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售主管	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn