

2025Q2业绩综述： 国内/电动化承压，全球化/智能化可圈可点

证券分析师：黄细里
执业证书编号：S0600520010001
联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn
2025年9月1日

- **当前时点汽车板块如何配置？** 我们认为汽车行业或又进入了新的十字路口阶段：汽车电动化红利进入尾声，汽车智能化正在“黎明前黑暗”，机器人创新在产业0-1阶段。参考历史上2011年/2018年汽车产业在新旧切换阶段，依然是能够去布局结构性行情。下半年我们总体建议加大“红利风格”的配置权重。
- **【红利&好格局主线】** 客车（宇通客车）/重卡（中国重汽A-H/潍柴动力）/两轮（春风动力/隆鑫通用）/零部件（福耀玻璃+星宇股份+新泉股份+继峰股份）。
- **【AI智能化主线】** 乘用车优选港股（小鹏汽车-W/理想汽车-W/小米集团-W）/A股（赛力斯/上汽集团/比亚迪）；零部件优选（地平线机器人-W/中国汽研/德赛西威/伯特利/黑芝麻智能等）。
- **【AI机器人主线】** 零部件优选（拓普集团+精锻科技+福达股份+旭升集团+爱柯迪等）。
- **风险提示：** 贸易战升级进一步超出预期；全球经济复苏力度低于预期；L3-L4智能化技术创新低于预期；全球新能源渗透率低于预期；地缘政治不确定性风险增大。

整车：龙头车企业绩低于预期

- ◆ **行业整体：1) 行情复盘：**2025H1乘用车整体行情：AI端侧应用的上涨+内卷再起的下跌。2025年7-8月乘用车整体行情：新车相对密集发布期+大盘牛市，乘用车指数整体向上。**2) 量—行业保持同比双位数增长，整体仍处于高景气阶段。**25Q2乘用车整体零售/出口/批发同比分别+14%/+15%/+14%，虽有部分省市在6月中下旬暂停以旧换新补贴，但由于24年同期基数较低，零售增速表现较佳。出口方面比亚迪等车企表现较佳，同时长城等车企非俄地区出口增速较快，行业整体同比+15%。**3) 结构—自3月以来新能源零售口径渗透率环比基本持平，低于我们预期。**主要原因：2025年许多油车品牌（如凯迪拉克、别克、MG等）推出一口价，价格透明化+降价的策略取得一定效果；多款新能源重磅新车（i6/YU7等）在6月底之后推出，部分消费者仍在观望新车；头部新能源车企智驾车型反馈不及预期。
- **对比：1) ASP—**整体而言受车企各自产品结构变化（例如M8/M9/M03 MAX等车型上市放量）以及行业整体反内卷监管背景下Q2末价格竞争相对克制的影响，多数车企Q2 ASP均提升。其中连续多个季度ASP均下滑的车企为理想，主要原因L系列竞争压力加大同时4月清库存促销力度较大。**2) 毛利率—**环比微幅回升，主因为环比销量增长。毛利率上行主要原因有产品结构调整（赛力斯；长城）+规模效应（多数车企）+持续降本影响（长安）；**2) 毛利率环比下行的主要原因**有收入结构变化（零跑）+新老款产品切换期去库投入加大（理想；比亚迪）+新车型表现未及预期（比亚迪；广汽）。**3) 费用率—**普遍环比下行。由于人民币对欧元Q2贬值，出口占比较多（欧洲市场）的车企在Q2录得较多汇兑浮盈，是车企Q1利润的重要支撑。**4) 单车盈利—**规模效应影响下多数车企单车利润在Q2环比改善，其中Q2单车净利下滑或低于预期的车企主要为：广汽集团（自主新车未及预期&广本持续亏损）；比亚迪（智驾车型成本提升&一口价降价影响）。
- **总结与展望：**虽整体来看25Q2行业各项财务指标环比均有改善，但乘用车整体业绩表现低于我们预期，核心为竞争加剧，各价格带均存在对标降价出车现象，而各价格带领先企业的创新和产品迭代速率客观上看放缓。25Q3由于同比基数提升，我们预计行业整体同比增速将放缓，但多数重磅新车于7/8/9月份陆续亮相上市，量方面仍有支撑；价方面由于反内卷监管下车企终端降价动作已显著减少，我们目前对Q3行业量和利润预期仍较有信心。

核心覆盖标的业绩汇总——2025Q2

分类	覆盖公司	2025Q2		预期对比	低/超/符合预期原因	未来业绩调整情况
		营收YOY	利润YOY			
整车	零跑汽车	166%	扭亏	符合我们预期	——	营收/利润均上调
	吉利汽车	28%	-60%	符合我们预期	——	营收/利润均上调
	赛力斯	12%	56%	符合我们预期	产品结构改善下毛利率表现超我们预期，费用率方面由于M8上市营销活动增加略高于我们预期，整体符合	营收下调利润上调
	小鹏汽车	125%	——	符合我们预期	——	营收/利润均下调
	理想汽车	-5%	-1%	符合我们预期	——	营收/利润均下调
	上汽集团	12%	-23%	符合我们预期	——	营收/利润均上调
	长城汽车	8%	19%	符合我们预期	非俄市场出口环比提升	营收/利润均上调
	长安汽车	-3%	-44%	基本符合我们预期	S9销售费用投入较多	营收/利润均下调
	广汽集团	-8%	转亏	低于我们预期	新车表现不及预期	营收/利润均下调
	比亚迪	14%	-30%	低于我们预期	Q2终端优惠加大（智驾版车型5/25推出一口价政策、非智驾版车型4月/5月仍处去库过程中）；智驾版车型BOM成本有一定提升影响毛利率	营收/利润均下调

注：图中所示利润均为归母净利润

重卡：行业景气度上行，龙头表现更强

- **复盘：**1) **销量：**批发销量同环比提升，25Q2行业销量略超预期，主因以旧换新政策效果显现下内销表现超预期，且出口在俄罗斯拖累下仍实现超预期增长，25Q2批发销量同环比分别+18.3%/+3.5%；2) **股价：**25Q2股价涨跌幅普遍为负，重汽H/福田跑出超额，25H1潍柴/福田跑出超额；3) **收入/费用/利润：**25Q2行业同比+28.9%，同比走势与行业批发走势一致，均大幅增长，行业整体利润同比下降，行业平均毛利率同环比分别-0.62/+0.45pct，归母净利率同环比分别-0.76/+0.05pct；4) **业绩：**较为分化，重汽H/福田 25H1/25Q2表现相对较好，其余头部公司表现相对一般。
- **展望：**看好国四政策刺激+非俄出口高增下全年板块行情。2025年国四及以下营运货车以旧换新政策如期推出，且扩围至天然气重卡，当前国四政策已在地方全面落地，看好政策拉动作用持续显现，当前重卡板块经历多年磨底，易上难下，看好全年政策拉动下销量同比增长+龙头业绩释放。

客车：25Q2出口景气国内拖累，业绩整体较好兑现

- **复盘：**25Q2行业及个股股价整体震荡，主要为市场风格转向（红利/出口风格不占优）及国内销量持续拖累所致，但龙头宇通仍跑出超额收益。业绩层面，行业整体业绩兑现，增速层面二三线车企好于龙头，龙头宇通受制于出口交付节奏影响，哪怕国内做到市占率提升业绩增速仍跑输二三线车企。红利层面，龙头宇通如期中期分红，股东回馈较好。
- **展望：**我们认为，2025年H2内外需共振逻辑有望持续演绎，国内公交车招标在以旧换新政策刺激下有望加速落地，出口及新能源出口红利持续演绎，看好龙头企业把握行业红利稳健兑现销量及业绩，同时建议关注二三线企业由于自身治理优化叠加行业红利带来的更大利润弹性。

摩托车：大排量+出口高景气，车企表现分化

- **复盘：1) 销量：大排量+出口高景气**，25Q2行业出口高增，同环比+22.0%/+21.8%，其中250cc以上同环比分别+45.9%/+22.8%，内销总量25Q2同环比分别-6.2%/+20.7%，同比下滑，其中250cc以上同环比分别+8.1%/+76.1%，大排量维持高景气；**2) 股价**：25Q2股价分化，春风/隆鑫跑出明显超额，钱江大幅下跌；**3) 收入/费用/利润**：25Q2行业收入同环比分别+15.8%/+21.7%，归母净利润同环比分别+37.4%/+32.5%，与行业景气度一致，25Q2毛利率/销管研费用率同比分别-1.6/-3.4pct，与头部公司出口外部因素扰动+公司自身治理变革相关；**4) 业绩**：较为分化，春风/隆鑫表现较好，钱江表现一般。
- **展望：全年看好出口景气持续与龙头车企业绩释放**。海外摩托车市场总空间4000-5000万辆，其中大排量350万辆左右，为国内市场的8-9倍，当前尚处于产业趋势的早期阶段，中国车企持续在产品+渠道深耕，当前出口具备竞争力，看好全年出口高景气下头部企业收入增长与业绩释放。

核心覆盖标的业绩汇总——2025Q2

分类	覆盖公司	2025Q2		预期对比	低/超/符合预期原因	未来业绩调整情况 (考虑非经事项影响)
		营收YOY	利润YOY			
重卡	中国重汽A	2.20%	4.00%	符合我们预期	收入受价格竞争影响增速低于行业销量增速，盈利能力稳中有升	营收/利润均下调
	中国重汽H	4.20%	4.00%	符合我们预期	收入随行业总量增长，受俄罗斯拖累+价格竞争影响，增速低于行业销量增速，盈利能力稳中有升	保持
	潍柴动力	-0.80%	-11.20%	符合我们预期	收入端受发动机销量下滑拖累，盈利能力稳中有升，Q2凯傲拖累项消除	保持
	福田汽车	40.40%	115.90%	符合我们预期	销量收入增长明显，投资收益转亏为盈，福戴拖累消除	保持
	一汽解放	-21.30%	转亏	低于我们预期	量价均有下滑，费用率被动抬升	保持
	中集车辆	-6.90%	-24.80%	符合我们预期	星链+雄起计划持续推进，毛利率逆势提升，国内重卡周期回暖+北美进一步下行，收入承压	营收/利润均下调
分类	覆盖公司	2025Q2		预期对比	低/超/符合预期原因	未来业绩调整情况 (考虑非经事项影响)
		营收YOY	利润YOY			
摩托车	春风动力	25.50%	36.00%	符合我们预期	全地形车新平台起量+摩托车内份额提升，收入同比高增	保持
	隆鑫通用	16.80%	71.00%	符合我们预期	摩托车出口趋势向好，费用管控效果持续，利润弹性大于收入	保持
分类	覆盖公司	2025Q2		预期对比	低/超/符合预期原因	未来业绩调整情况 (考虑非经事项影响)
		营收YOY	利润YOY			
客车	宇通客车	-0.1%	16.1%	符合预期	毛利率同环比提升，资产处置收益增厚利润	保持
	金龙汽车	-6.5%	42.5%	符合预期	毛利率同环比提升	保持

注：图中所示利润均为归母净利润

智能化零部件：趋势分化，降本增效为主线

- **复盘：**25Q2智能化零部件公司从股价和业绩层面整体保持韧性，分化出现。股价层面，港股智能化标的走势强于A股，港股标的呈现赛道更新、变化更多的趋势；收入层面，新势力车企仍为收入贡献的核心；业绩层面，个股毛利率整体表现出韧性，且相较于Q1毛利率趋势更向好，降本增效呈现成效，期间费用率普遍呈现下滑趋势对冲下游降价带来的成本压力。
- **展望：**我们认为，2025年H2智驾平权仍为行业主线，我们判断政策落地先于产业变化，关注智能化政策落地进度，其次关注车企智能化策略变化带来的产业端变化。我们仍看好智能化零部件受益于智能化渗透率提升带来的产品量价升级趋势，建议重点挖掘智能化板块阿尔法机会。

三好零部件赛道：2025Q2业绩整体符合预期，板块内部表现出现分化

■ 2025Q2复盘：

- ✓ **涨跌幅：**2025/04/01-2025/08/31汽零板块整体上涨，三好赛道标的中银轮股份（机器人+AI液冷催化）、福耀玻璃（2025Q2业绩超预期）、松原安全（2025Q2业绩持续兑现）涨幅表现跑赢行业。
- ✓ **营业收入：**2025Q2国内乘用车行业及新能源乘用车行业产量同环比持续增长，零部件板块2025Q2营收兑现度较高。重点车企方面，特斯拉受益于焕新版Model Y产能爬坡，2025Q2全球交付量38.41万辆，环比增长14.32%；赛力斯受益于问界M8上市+问界M9改款放量，实现批发销量11.07万辆，环比大幅增长122.74%；蔚来、理想销量环比同样有不错增速；吉利、奇瑞销量则环比保持稳定。受下游客户销量增长拉动，特斯拉产业链及赛力斯产业链等零部件公司2025Q2营收环比表现较为亮眼。
- ✓ **盈利能力：**下游整车行业2025Q2竞争有所加剧，零部件行业盈利开始出现分化，竞争格局优秀+客户结构合理+内部管理能力强的零部件企业在整车供应链降本诉求下的盈利能力兑现度更高，且能更加有效的消化原材料价格、运费等外部因素的影响。整体来看，“三好赛道”中的福耀玻璃、双环传动、星宇股份、松原安全等公司2025Q2盈利能力表现稳健，其中福耀玻璃作为全球汽玻行业龙头表现出强大的竞争优势和虹吸效应，2025Q2毛利率环比大幅提升3.08个百分点。
- **展望：**长期视角，2025-2027年自主崛起/新能源向上/智能化渗透率提升/全球化进程加速的产业趋势仍将延续，优质的零部件赛道龙头有望依旧保持强势，继续享受国内电动化/智能化红利，叠加海外市场扩张加速，优质龙头标的将持续成长。短期视角，2025Q3优质自主/新势力车企销量预计将持续增长，部分新车型/新项目开始量产并贡献增量，叠加部分标的海外增量业务继续逐步兑现，汽零板块2025Q3业绩预计将继续保持同环比增长趋势。

机器人：25Q2业绩整体分化，自主供应链短期承压

- **股价复盘：**25Q2行业及个股股价整体震荡，主要原因为Q1后市场主线的切换，可从两个阶段来看：
1) 4月初关税影响后的触底反弹+板块缺乏 β 输入后小幅的连续下行；2) 6月底机器人板块整体回暖。整体跑赢大盘的个股数量有限，本质是细分赛道的 α 和业绩端 α 的共振。
- **业绩复盘：**当前大部分汽零行业的机器人公司受行业结构性表现影响，业绩承压。分标的来看，业绩表现优异的有爱柯迪、福达股份，主要为结构性原因：1) 爱柯迪受益于欧洲市场的良好表现；2) 福达股份受益于混动车型放量带来的新能源曲轴需求上升；3) 精锻、飞龙等以燃油客户为主的企业正处新能源转型中期，营收同/环比下降，需关注标的盈利能力 α
- **展望：**我们认为2025年为人形机器人元年，2025H2板块或将处于持续催化阶段，需关注特斯拉Optimus Gen3样机发布节奏以及国内宇树、智元链条确定性的业绩落地催化。看好切入头部机器人玩家链条的企业。

核心覆盖标的业绩汇总——2025Q2

分类	覆盖公司	2025H1		预期对比	低/超/符合预期原因	未来业绩调整情况 (考虑非经事项影响)
		营收YOY	利润YOY			
芯片	地平线机器人	67.6%	亏损扩大	超预期	中高阶产品出货超预期	保持
	黑芝麻智能	40.4%	亏损收窄	符合预期		保持
智能化底盘	耐世特	6.7%	304.7%	符合预期		保持
分类	覆盖公司	2025Q2		预期对比	低/超/符合预期原因	未来业绩调整情况 (考虑非经事项影响)
		营收YOY	利润YOY			
综合tier1	华域汽车	10.0%	0.8%	符合预期		保持
智能化增量零部件	德赛西威	29.9%	41.1%	超预期	25Q2期间费用率11.3%，同环比-1.2pct/-2.0pct，费用率下降超预期	保持
	华阳集团	28.1%	28.5%	符合预期		保持
	经纬恒润	38.9%	123.3%	超预期	研发费用管控良好	保持
	中国汽研	-11.7%	-1.5%	低于预期	传统检测业务收入确认滞后，收入同比下滑	保持
	均胜电子	14.3%	11.2%	符合预期		保持
智能化底盘	沪光股份	10.7%	18.9%	超预期	25Q2毛利率显著回升（环比+2.3%），期间费用管控良好	保持
	伯特利	19.7%	1.8%	低于预期	核心客户奇瑞/吉利Q2产销一般，万达转向及轻量化国内业务收入增速较慢	收入保持，利润下调
	保隆科技	20.2%	-50.8%	低于预期	年降/运费/关税影响毛利率（Q2环比-4.6pct），补提所得税所得税率大幅增加	收入/利润下调
	亚太股份	36.6%	129.1%	符合预期		保持
Robotaxi	小马智行	75.9%	亏损扩大	符合预期		保持

核心覆盖标的业绩汇总——2025Q2

覆盖公司	2025Q2		预期对比	低/超预期原因	未来业绩调整情况 (考虑非经事项影响)
	营收YOY	归母净利润YOY			
继峰股份	-4.1%	45.1%	符合预期		收入/归母净利润均下调
岱美股份	-6.7%	-85.6%	低于预期	偶发因素影响，岱美墨西哥厂房发生意外火灾，产生较大营业外支出	收入/归母净利润均下调
新泉股份	26.4%	1.2%	低于预期	整车行业竞争加剧，下游客户降价	收入/归母净利润均下调
银轮股份	17.9%	8.3%	符合预期		收入/归母净利润均下调
星宇股份	10.8%	9.3%	符合预期		收入/归母净利润均下调
松原安全	40.8%	41.0%	符合预期		保持
双环传动	-3.7%	19.7%	符合预期		保持
福耀玻璃	21.4%	31.5%	超预期	高附加值产品带动ASP增速提升+产能利用率提升，规模效应体现+美国工厂盈利提升+欧洲SAM减亏明显	收入/归母净利润均上调

覆盖公司	2025Q2		预期对比	低/超/符合预期原因	未来业绩调整情况
	营收YoY	利润YoY			
中鼎股份	0.3%	16.7%	略超我们预期	冷却系统+轻量化智能底盘+密封系统盈利能力增强	营收下调利润上调
爱柯迪	11.0%	44.9%	符合我们预期	——	营收/利润均未调整
福达股份	16.8%	93.3%	符合我们预期	——	营收/利润均未调整
飞龙股份	-6.6%	35.5%	符合我们预期	——	营收/利润均未调整
旭升集团	3.9%	-2.4%	符合我们预期	——	营收/利润均下调
拓普集团	9.7%	-10.0%	符合我们预期	——	营收不变利润下调
精锻科技	-5.8%	-56.2%	低于我们预期	下游需求略有下滑+补缴企业所得税&管理费用上升共同影响公司业绩	营收/利润均下调



- 一、乘用车：龙头车企业绩低于预期
- 二、零部件：整体韧性，趋势分化
- 三、重卡：销量上行，盈利分化
- 四、客车：业绩兑现，二三线车企更优
- 五、摩托车：大排量+出口高景气，盈利分化
- 六、风险提示

一、乘用车：龙头车企业绩低于预期

- ◆ **2025H1乘用车整体行情：AI端侧应用的上涨+内卷再起的下跌。**2025年1月幻方量化旗下AI公司深度求索（DeepSeek）正式发布DeepSeek-R1模型，AI技术突破与产业应用落地受到市场关注。**2月**比亚迪等车企陆续举办辅助驾驶发布会，推动辅助驾驶搭载车型价格带下移，申万乘用车/香港汽车指数均录得较大涨幅。**3月-4月**起美国针对关税进行了多次加码调整，乘用车指数有大幅调整，但乘用车本身对美出口敞口极小，错杀后指数逐步修复，此外由于权重车企比亚迪出口数据持续超预期，乘用车指数在**5月底**创年内新高。**5月底**“车圈恒大”等争论四起，5/25比亚迪智驾版官宣一口价降价，对整车厂内卷担忧再起，指数快速下跌。后随账期调整等反内卷措施，指数持续向下调整。
- ◆ **2025年7-8月乘用车整体行情：新车相对密集发布期+大盘牛市，乘用车指数整体向上。**进入7月后乐道L90/理想i8/全新坦克500/小鹏新P7/极氪9X等重磅新车进入预售/正式上市期，新车催化较多，同时大盘情绪较佳，乘用车指数整体向上。其中香港汽车指数由于部分新车发布后表现不及预期波动较大。

图：2024Q1-2025年8月乘用车&香港汽车/沪深300&恒生指数涨跌幅（%）



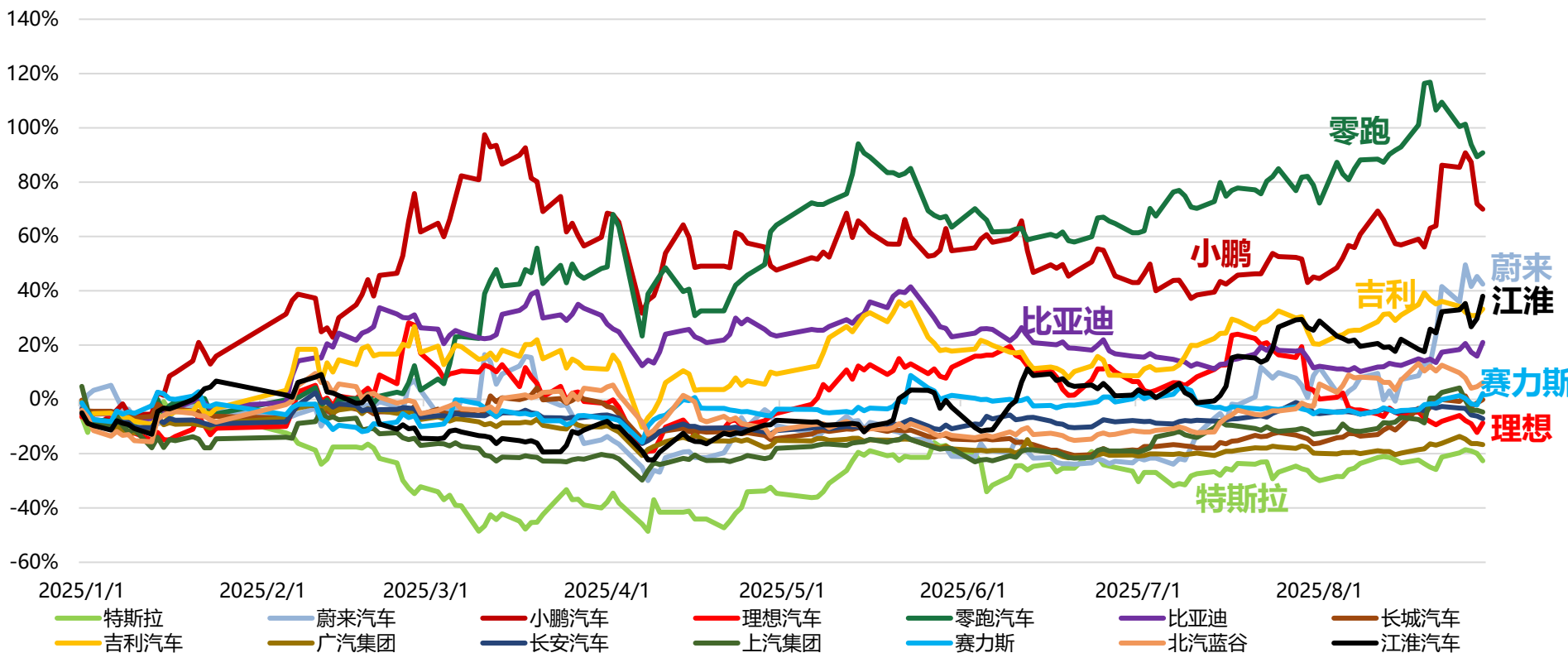
注：图中所列数据为以2023/12/29收盘价为基数计算的指数涨跌幅

数据来源：wind，东吴证券研究所

乘用车板块行情复盘：标的涨跌幅

- ◆ **标的涨跌幅：2025年初至8月底零跑汽车/小鹏汽车/蔚来/江淮/吉利汽车/比亚迪录得20%以上正超额涨幅。**零跑交付表现较佳，25Q1/Q2毛利率表现均超预期，此外管理层对明年销量/指引乐观；小鹏P7+/M03两款车型交付表现持续较佳，推动小鹏汽车在Q1春节因素干扰下每月交付都保持3万辆以上，后由于新G6/新G9/M03 Max表现均符合预期未再超预期，Q2整体处于震荡中。进入7月份后全新P7开启预热上市，同时公司董事长增持，股价向上；蔚来主要在7/8月涨幅较大，主要来自L90/新ES8两款车型定价/订单表现超预期；江淮汽车自S800上市以来，随着订单持续稳定，股价趋势向上。

图：2025年1-8月乘用车标的超额涨跌幅（%）



注：图中所列数据为以2024/12/27收盘价为基数计算的指数涨跌幅，超额涨跌幅为标的涨跌幅-沪深300涨跌幅；蔚来/理想/小鹏数据均为港股涨跌幅，广汽/比亚迪/长城均为A股涨跌幅

总量层面：政策刺激下24Q4/25H1零售表现较佳

- ◆ **2024Q4：以旧换新政策效果持续显现，零售同比呈现较高涨幅，出口增速下滑。** 2024Q4乘用车整体零售同比+17%，国补+地补持续发挥促成交易作用，同时年末政策延续性未明确情况下部分经销商催单效果良好，Q4整体消费景气度较佳。出口环比来看主要是上汽/比亚迪Q4环比Q3出口增长5/2万台。渠道库存方面24Q4加库17万辆，但全年而言行业去库。
- ◆ **2025Q1：行业零售/出口/批发均保持同比正增长。** 商务部等在1月就明确汽车以旧换新政策延续，稳定消费者信心，行业零售/出口/批发同比分别+3%/+6%/+13%，景气度仍比较好。
- ◆ **2025Q2：行业保持同比双位数增长，整体仍处于高景气阶段。** 25Q2乘用车整体零售/出口/批发同比分别+14%/+15%/+14%，虽有部分省市在6月中下旬暂停以旧换新补贴，但由于24年同期基数较低（24年同期无政策支持），因此零售增速表现较佳。出口方面比亚迪等车企表现较佳，同时长城等车企非俄地区出口增速较快，行业整体同比+15%。

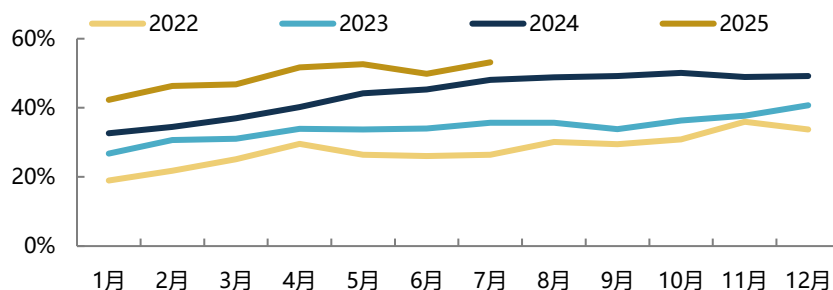
表：乘用车行业产批零/出口/库存情况（单位：万辆）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
乘用车销量	406	517	549	626	475	488	580	734	489	557
YOY	-13.7%	26.2%	2.9%	11.3%	17.0%	5.7%	5.7%	17.1%	2.9%	14.1%
环比	-27.9%	27.4%	5.2%	14.1%	-24.2%	2.7%	19.0%	26.4%	33.4%	13.9%
乘用车出口量	77	89	100	115	106	117	122	124	112	135
YOY	88.3%	93.1%	37.0%	47.9%	37.5%	31.5%	22.8%	7.5%	5.8%	15.2%
环比	1.3%	15.8%	11.8%	15.7%	8.2%	10.8%	4.3%	1.4%	9.8%	20.6%
乘用车批发销量	505	602	675	773	557	615	662	875	628	699
YOY	7.2%	27.4%	3.5%	19.9%	10.3%	2.2%	1.9%	13.2%	12.7%	13.6%
环比	-21.7%	19.2%	12.1%	14.5%	-27.9%	10.4%	7.7%	32.1%	28.2%	11.3%
渠道库存总体	22.4	(4.1)	26.4	31.0	(23.4)	10.1	(40.3)	17.0	27.4	7.2

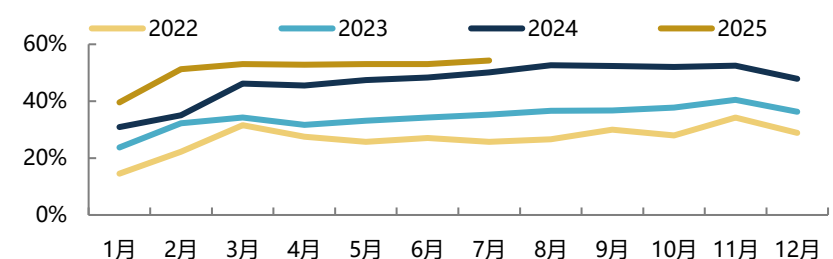
结构层面：新能源零售渗透率表现略低预期

- ◆ **2024Q4**：年末由于油车折扣力度加大/季节性因素影响新能源零售渗透率环比-1.2pct；Q4新能源渠道加库较多，其中比亚迪加库18.2万辆；出口方面由于比亚迪出口环增2万辆，新能源出口同环比仍维持正增长；新能源批发在出口/加库带动下渗透率环比微增。
- ◆ **2025Q1**：渗透率环比下行且从3月数据来看环比改善幅度低于往年，新能源整体表现略低于我们预期。
- ◆ **2025Q2**：自3月以来新能源零售口径渗透率环比基本持平，低于我们预期。主要原因为：1) 2025年许多油车品牌（如凯迪拉克、别克、MG等）推出一口价，价格透明化+降价的策略取得一定效果。2) 多款新能源重磅新车（i6/YU7等）在6月底之后推出，部分消费者仍在观望新车。3) 头部新能源车企智驾车型反馈不及预期。

图：新能源批发口径渗透率（单位：%）



图：新能源零售口径渗透率（单位：%）



表：新能源批零/出口/库存情况（单位：万辆）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
新能源乘用车销量	123	171	199	238	175	230	300	371	233	295
YOY	22.3%	56.0%	35.7%	40.7%	41.5%	34.4%	51.0%	55.9%	33.4%	28.2%
环比	-27.1%	38.7%	16.1%	19.8%	-26.7%	31.7%	30.5%	23.7%	-37.3%	26.6%
渗透率	30.4%	33.1%	36.2%	38.0%	36.8%	47.2%	51.8%	50.6%	47.7%	53.0%
新能源乘用车出口	22	25	26	30	29	29	30	32	40	59
YOY	102.7%	215.0%	51.2%	68.3%	31.8%	14.7%	15.2%	6.3%	36.1%	103.1%
环比	23.9%	13.0%	2.0%	17.9%	-3.0%	-1.7%	2.4%	8.8%	24.2%	46.8%
占比	29.0%	28.3%	25.8%	26.3%	27.8%	24.6%	24.2%	25.9%	35.7%	43.4%
新能源批发销量	150	204	236	297	194	266	323	432	284	359
YOY	26.7%	60.5%	26.3%	37.4%	29.3%	30.5%	36.5%	45.7%	46.3%	34.8%
环比	-30.5%	36.1%	15.8%	25.4%	-34.6%	37.4%	21.2%	33.8%	-34.3%	26.6%
渗透率	29.7%	33.9%	35.0%	38.4%	34.8%	43.3%	48.7%	49.4%	45.2%	51.4%
渠道库存新能源	4.3	7.8	11.9	28.0	(10.1)	7.5	(7.1)	28.2	10.6	5.3

数据来源：乘联会，交强险，中汽协，东吴证券研究所

产批零比较：问界/蔚来/零跑零售表现较佳

- ◆ **2025Q1**：除小米/小鹏外，多数主机厂Q1零售/批发均环比下滑；出口方面，比亚迪/长安Q1出口表现超我们预期。
- ◆ **2025Q2**：Q2多数车企销量表现符合我们预期，广汽由于合资拖累/自主新车表现不及预期导致集团整体表现低于我们预期；长安整体销量表现也低于我们预期。问界由于M8/新M9均在Q2开始放量，Q2整体销量表现环比有较大改善。出口层面比亚迪保持同比高增长。

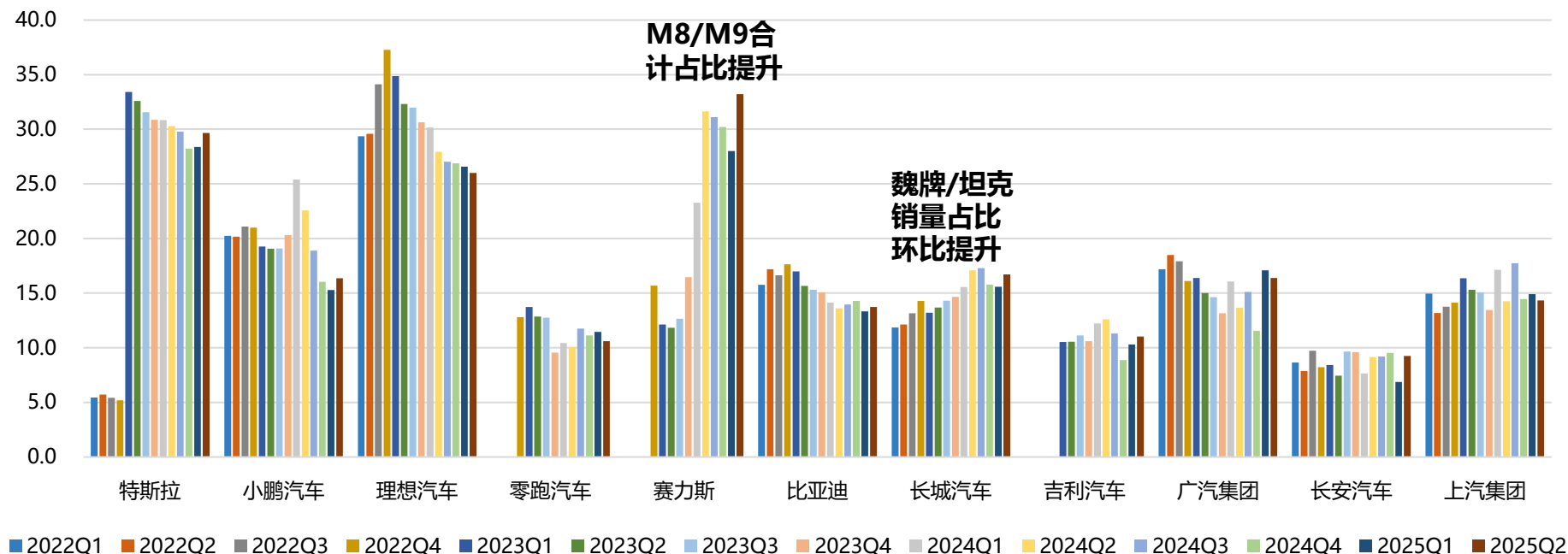
图：2025Q1&Q2主要整车公司产批零数据汇总（万辆）

公司简称	批发销量汇总/万辆				零售汇总/万辆				出口汇总/万辆（乘联会口径）			
	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
行业	628	699	14%	11%	489	557	14%	14%	112	135	15%	21%
新能源	309	383	44%	24%	233	295	28%	27%	40	59	103%	47%
特斯拉（国内）	17	19	-7%	11%	13	13	-11%	-4%	4	6	5%	65%
小米汽车	8	8	200%	8%	8	8	—	8%	—	—	—	—
小鹏汽车	9	10	242%	10%	9	9	225%	0%	1	1	150%	46%
蔚来汽车	4	7	26%	72%	4	7	29%	62%	—	—	—	—
理想汽车	9	11	2%	20%	9	12	6%	24%	—	—	—	—
零跑汽车	9	13	152%	53%	7	11	93%	43%	1	1	—	70%
问界汽车	6	11	8%	73%	5	10	7%	121%	0	0	-30%	-29%
长城汽车	26	31	9%	22%	14	17	15%	19%	9	11	12%	17%
比亚迪汽车	99	115	16%	15%	68	88	12%	29%	20	24	130%	21%
吉利汽车	70	71	47%	0%	51	56	57%	10%	9	9	14%	6%
长安汽车	71	65	1%	-8%					11	7	-12%	-33%
长安自主	61	54	1%	-12%	30	32	27%	9%	10	5	-24%	-45%
长安福特	5	5	-14%	-3%	3	3	-1%	3%	1	2	7%	5%
广汽集团	37	38	-15%	3%					2	2	-43%	29%
广汽本田	9	6	-32%	-33%	8	8	-28%	-2%	0	0	-75%	-20%
广汽丰田	16	18	2%	13%	15	20	6%	31%	0	0	—	—
广汽传祺	7	8	-25%	11%	7	6	-3%	-1%	1	2	-47%	46%
广汽埃安	5	6	-21%	31%	7	8	-14%	12%	0	0	38%	-4%
上汽集团	94	111	12%	17%					17	22	-17%	31%
上汽大众	23	26	0%	16%	26	27	18%	6%	—	—	—	—
上汽通用	11	14	19%	25%	12	13	9%	9%	1	1	-61%	-16%
上汽乘用车	16	20	18%	25%	6	6	60%	-2%	10	14	7%	32%
上汽通用五菱	35	40	16%	13%	19	19	38%	0%	5	7	31%	42%

ASP比较：整体呈现微增趋势

- ◆ 整体而言受车企各自产品结构变化（例如M8/M9/M03 MAX等车型上市放量）以及行业整体反内卷监管背景下Q2末价格竞争相对克制的影响，多数车企Q2 ASP均提升。其中连续多个季度ASP均下滑的车企为理想，主要原因为L系列竞争压力加大同时4月清库存促销力度较大。

表：重点车企单车均价（万元）

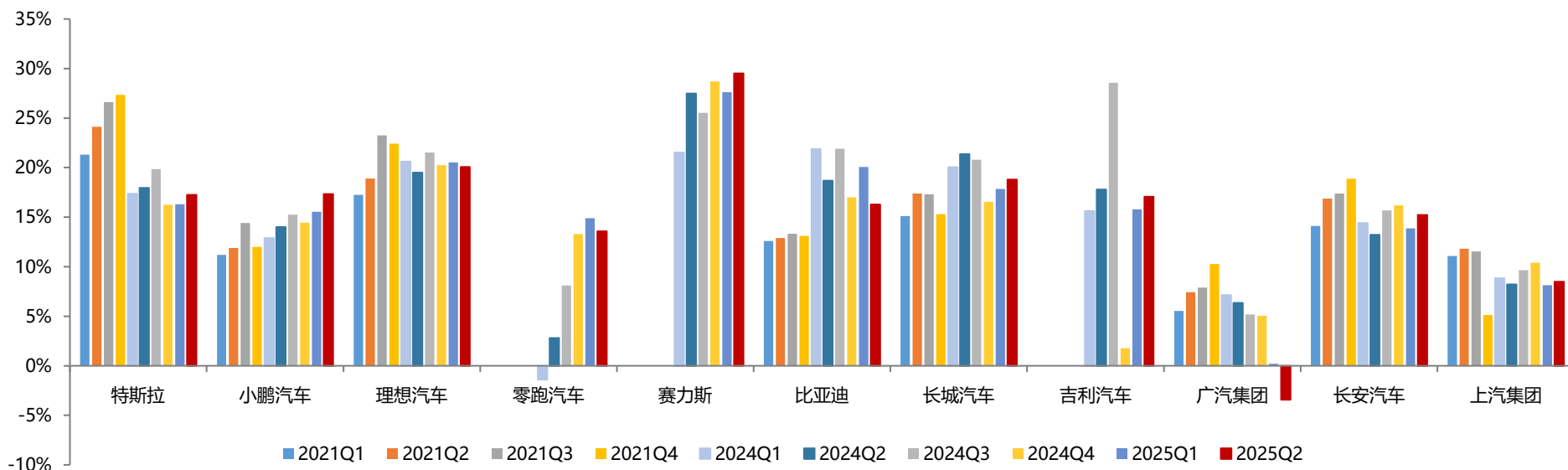


注：广汽集团/长安汽车表内单车售价均指自主品牌；其余均采取数据可得范围内的近似值。

毛利率比较：25Q2毛利率多数环比回升

- ◆ 25Q2毛利率普遍环比微幅回升，主因为环比销量增长。1) 毛利率上行主要原因有产品结构调整（赛力斯，M8销量占比环比提升；长城，魏牌&坦克占比提升）+规模效应（多数车企）+持续降本影响（长安，Q2降本幅度环比Q1大幅增加）；2) 毛利率环比下行的主要原因有收入结构变化（零跑，Q1确认战略合作带来的毛利较多）+新老款产品切换期去库投入加大（理想；比亚迪）+新车型表现未及预期（比亚迪；广汽）
- ◆ 单比较Q2毛利率，赛力斯毛利率再次领先行业。

表：重点车企毛利率（%）



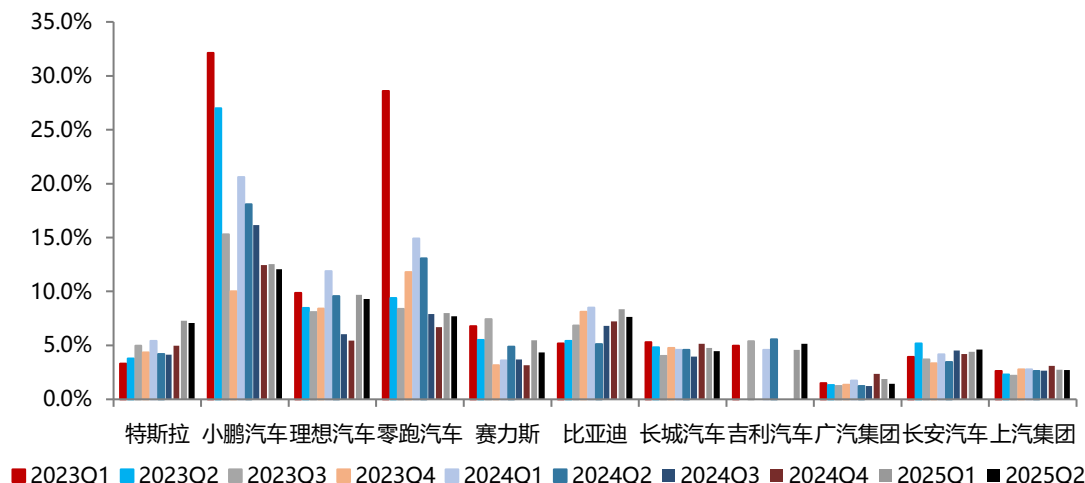
注：毛利率均指公司整体毛利率

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

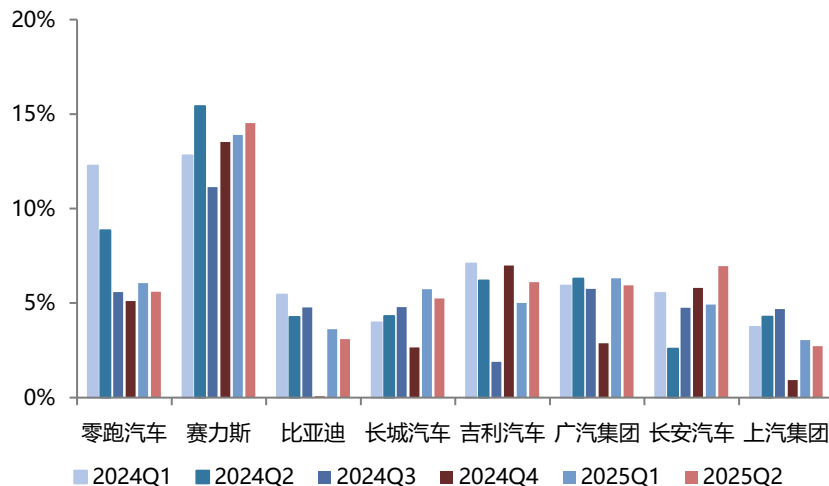
费用率比较：整体环比下行

◆ **车企25Q2期间费用率普遍环比下行。**其中变化较大或较为重要的包括：**1) 比亚迪** 25Q2研发费用同环比增加较多，单季度研发费用为153.7亿元，同环比分别+70.6%/+8.1%。研发费用率同比+2.5pct，对利润影响较大。**2) 赛力斯：**公司Q2销售费用率14.5%，环比+0.6pct，主要原因为Q2 M8上市相关营销费用增加，同时公司在用户服务等方面持续投入。

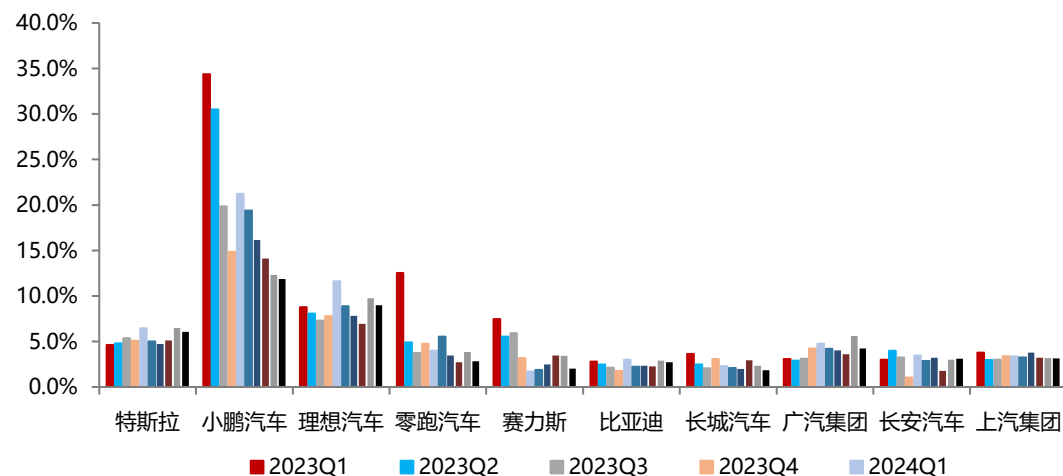
表：重点车企研发费用率/%



表：重点车企销售费用率/%



表：重点车企业管理费用率/%



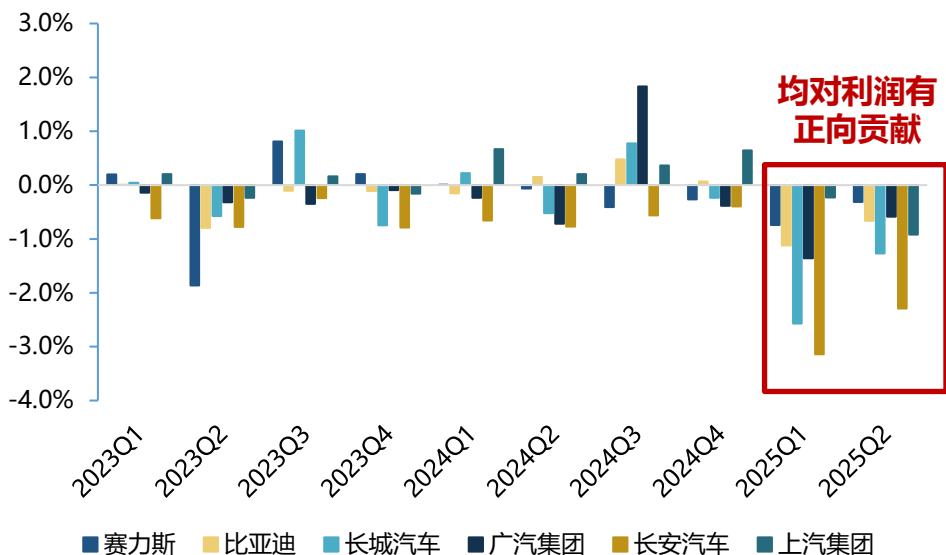
注：不分别披露销售及管理费用的车企统一记作管理费用

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

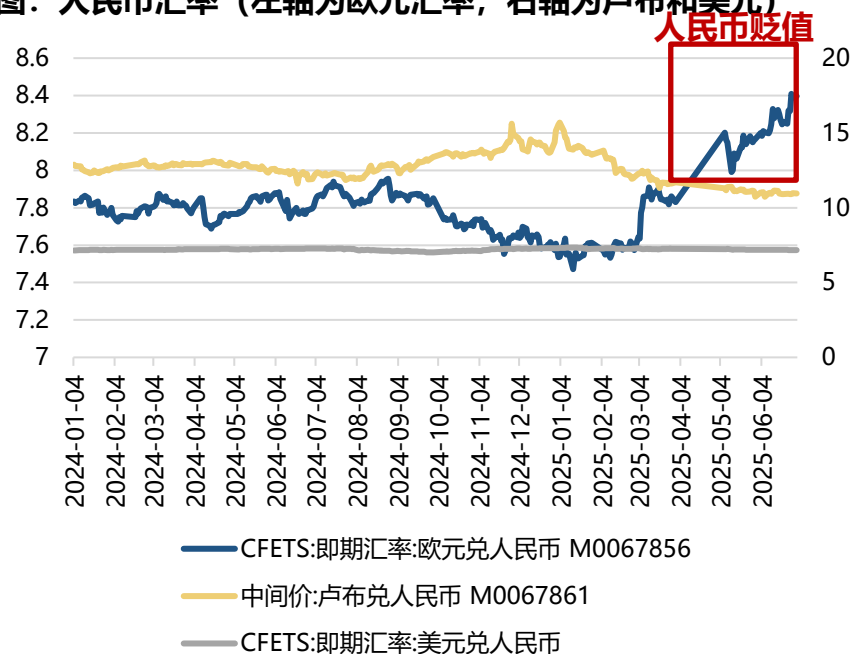
汇兑影响：在25Q2仍贡献一定浮盈

- ◆ 由于人民币对欧元Q2贬值，出口占比较多（欧洲市场）的车企在Q2录得较多汇兑浮盈，是车企Q2利润的重要支撑。

图：重点车企单季度财务费用/营收比例

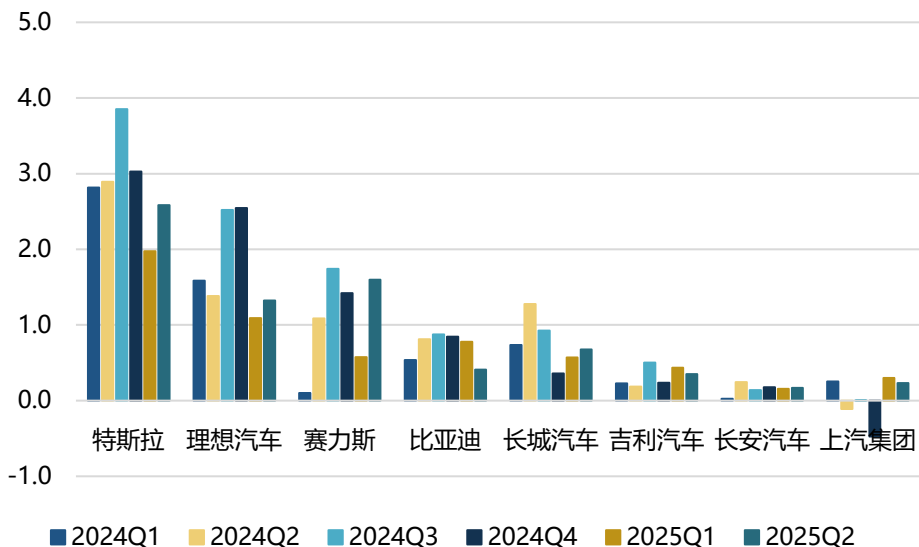


图：人民币汇率（左轴为欧元汇率，右轴为卢布和美元）

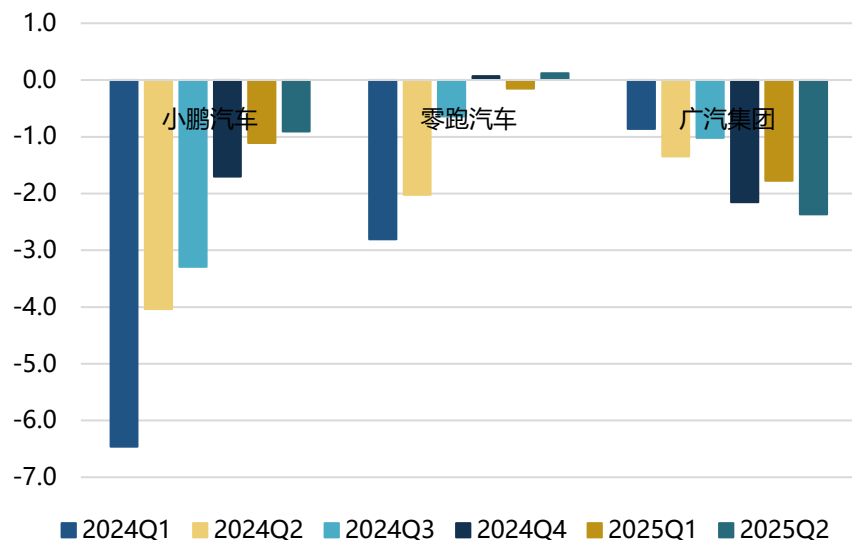


- ◆ 规模效应影响下多数车企单车利润在Q2环比改善，其中Q2单车净利下滑或低于预期的车企主要为：广汽集团（自主新车未及预期&广本持续亏损）；比亚迪（智驾车型成本提升&一口价降价影响）。
- ◆ 注：由于非经常性项目较多，我们在计算单车净利时均将非经常性项目剔除。

图：重点车企单车净利（万元）



图：重点车企单车净利（万元）



注：比亚迪单车盈利计算时扣除持股65.76%的比亚迪电子盈利，广汽集团/长安汽车/上汽集团单车净利计算均扣除投资收益（即计算自主品牌单车净利）。理想/特斯拉均为经调整利润/销量。上述车企单车盈利均为近似值。

小鹏汽车：25Q2业绩符合预期

- ◆ **收入端（符合预期，符合指引）**：营收182.7亿元，同比增长125.3%，环比增长5.6%。其中，汽车销售收入为168.8亿元，同比上升147.6%，环比增长17.5%，主要由于交付增长。服务及其他收入达13.9亿元，同比增长7.6%，环比受技术研发服务收入波动率略有下降。
- ◆ **毛利端（符合我们预期，环比连续增长）**：毛利率为17.3%，较去年同期增长3.3个百分点，环比增长1.7pct，汽车毛利率为14.3%（Q1是10.5%），连续8个季度上升，反映整车成本持续下降及规模效应增强。
- ◆ **费用端**：研发支出22.1亿元（Q1是19.8亿元），SG&A费用21.7亿元（Q4是19.5亿元）
- ◆ **净利润端（持续收窄，好于我们预期）**：净亏损4.8亿元（Q1是亏损6.6亿元），NON-GAAP净亏损3.9亿元（Q1是亏损4.3亿元）。

表：小鹏汽车核心财务指标拆分（单位：亿元）（注：百分比数据的同环比数据单位是“pct”，下同）

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2环比	Q2同比
总销量/万辆	2.2	3.0	4.7	9.2	9.4	10.3	9.8%	241.6%
营业收入/亿元	65.5	81.1	101.02	161.1	158.1	182.7	15.6%	125.3%
整车收入/亿元	55.4	68.2	88.0	146.7	143.7	168.8	17.5%	147.6%
服务及其他/亿元	10.0	12.9	13.1	14.3	14.4	13.9	-3.5%	7.6%
汽车单车ASP（不含服务）/万元	25.4	22.6	18.9	16.0	15.3	16.4	7.1%	-27.5%
综合毛利率	12.9%	14.0%	15.3%	14.4%	15.6%	17.3%	1.8%	3.3%
整车毛利率	5.5%	6.4%	8.6%	10.0%	10.5%	14.3%	3.9%	8.0%
服务及其他毛利率	53.9%	54.3%	60.1%	59.6%	66.4%	53.6%	-12.8%	-0.7%
综合毛利/亿元	8.4	11.4	15.4	23.2	24.6	31.7	28.8%	178.9%
研发费用/亿元	13.5	14.7	16.3	20.1	19.8	22.1	11.4%	50.4%
销售、行政及一般费用/亿元	13.9	15.7	16.3	22.8	19.5	21.7	11.4%	37.7%
研发费用率	20.6%	18.1%	16.2%	12.5%	12.5%	12.1%	-0.5%	-6.0%
销售、行政及一般费用率	21.2%	19.4%	16.2%	14.1%	12.3%	11.9%	-0.4%	-7.5%
归母净利润/亿元	-13.7	-12.8	-18.1	-13.3	-6.6	-4.8		
Non-GAAP后净利润/亿元	-14.1	-12.2	-15.3	-13.9	-4.3	-3.9		
净利率	-20.9%	-15.8%	-17.9%	-8.3%	-4.2%	-2.6%	1.6%	13.2%
单车毛利	1.4	1.4	1.6	1.6	1.6	2.3	46.8%	63.2%
单车净利	-7.5	-5.3	-4.0	-1.7	-1.1	-0.9		

- ◆ **风险提示**：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

理想汽车：25Q2业绩符合预期

- ◆ **营收**：2025Q2交付量111074辆，总收入302.5亿，同环比-4.5%/+16.7%，其中汽车销售收入288.9亿，同环比-4.7%/+17.0%，汽车ASP约26.0万元（25Q1约26.6万元，环比略下滑主要系L8/L9交付占比下降）；理想i8正处于产能爬坡阶段，目标9月底累计交付8000~1万台。
- ◆ **毛利率**：综合毛利率20.1%，同环比+0.6/-0.5pct，其中汽车毛利率19.4%，同环比+0.7/-0.3pct，环比微降主要系ASP下降。
- ◆ **费用率**：研发费用28.1亿元，同环比-7.2%/+11.8%，自研芯片正在进行车载测试，预计明年将部署于旗舰车型并交付；销售、一般及管理费用27.2亿元，同环比-3.5%/+7.4%，理想8月优化销售体系，预计后期销售体系效率将提升。

表：理想汽车核心财务指标拆分（单位：亿元）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
营业收入/亿元	187.9	286.5	346.8	417.3	256.3	316.8	428.7	442.7	259.3	302.5	-4.5%	16.7%
车辆销售收入	183.3	279.7	336.2	403.8	242.5	303.2	413.2	426.4	246.8	288.9	-4.7%	17.0%
产品销售及服务收入	4.6	6.8	10.6	13.5	13.8	13.6	15.5	16.3	12.5	13.6	0.1%	9.0%
营业成本/亿元	-149.6	-224.2	-270.4	-319.5	-203.5	-255.0	-336.5	-353.0	-206.1	-241.8	-5.2%	17.3%
汽车销售成本	-147.1	-220.8	-264.9	-312.0	-195.6	-246.4	-326.7	-342.5	-198.0	-232.7	-5.5%	17.5%
产品销售及服务成本	-2.5	-3.3	-5.4	-7.4	-7.9	-8.7	-9.8	-10.5	-8.1	-9.1	4.5%	2.3%
毛利率/%	20.4%	21.8%	22.0%	23.5%	20.6%	19.5%	21.5%	20.3%	20.5%	20.1%	0.6%	-0.5%
汽车销售毛利率/%	19.8%	21.0%	21.2%	22.7%	19.3%	18.7%	20.9%	19.7%	19.8%	19.4%	0.7%	-0.3%
毛利	38.3	62.4	76.4	97.9	52.8	61.8	92.2	89.7	53.2	60.7	-1.8%	14.1%
期间费用	-35.0	-47.4	-53.6	-67.6	-60.3	-58.4	-59.5	-54.8	-50.4	-55.3	-5.4%	9.6%
研发费用	-18.5	-24.3	-28.2	-34.9	-30.5	-30.3	-25.9	-24.1	-25.1	-28.1	-7.2%	1.8%
销售、行政及一般费用	-16.5	-23.1	-25.4	-32.7	-29.8	-28.2	-33.6	-30.8	-25.3	-27.2	-3.5%	7.4%
期间费用率/%	18.6%	16.5%	15.5%	16.2%	23.5%	18.4%	13.9%	12.4%	19.5%	18.3%	-0.2%	-1.2%
研发费用率	9.9%	8.5%	8.1%	8.4%	11.9%	9.6%	6.0%	5.4%	9.7%	9.3%	-0.3%	-0.4%
销售、行政及一般费用率	8.8%	8.1%	7.3%	7.8%	11.6%	8.9%	7.8%	6.9%	9.8%	9.0%	0.1%	-0.8%
归属普通股股东净利润/亿元	9.3	22.9	28.2	56.6	5.9	11.0	28.1	35.2	6.5	10.9	-0.9%	68.0%
净利率/%	5.0%	8.0%	8.1%	13.6%	2.3%	3.5%	6.6%	8.0%	2.5%	3.6%	0.1%	1.1%
Non-GAAP净利润/亿元	14.1	27.3	34.7	45.9	12.8	15.0	38.5	40.4	10.1	14.7	-2.3%	44.7%
non-GAAP净利率/%	7.5%	9.5%	10.0%	11.0%	5.0%	4.7%	9.0%	9.1%	3.9%	4.9%	-1.0%	0.9%
单车口径												
单车收入/万元	34.9	32.3	32.0	30.6	30.2	27.9	27.0	26.9	26.6	26.0	6.9%	2.1%
单车毛利/万元	6.9	6.8	6.8	7.0	5.8	5.2	5.7	5.3	5.3	5.1	3.5%	3.8%
单车利润/万元	1.8	2.6	2.7	4.3	0.7	1.0	1.8	2.2	0.7	1.0	3.2%	40.5%
单车利润/万元 (non-GAAP)	2.7	3.2	3.3	3.5	1.6	1.4	2.5	2.5	1.1	1.3	4.5%	21.0%
销量/万辆	5.3	8.7	10.5	13.2	8.0	10.9	15.3	15.9	9.3	11.1	2.3%	19.6%

◆ **风险提示**：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

- ◆ **Q2公司营收同环比均大幅改善。**公司Q2完成多款新车上市，包括零跑B10（4月10日上市）、新款C10（5月15日上市）、新款C16（6月18日上市），最终单季度实现销量13.4万辆，同环比分别+151.7%/+53.2%。公司整体ASP为10.6万元，同环比分别+5.5%/-7.3%。此外公司战略合作、碳积分交易也带来一定的收入增加。
- ◆ **公司Q2单季度毛利率为13.6%，**同环比分别+10.8/-1.3pct，同比显著改善的主因为规模效应/其他业务产生的收益，环比下滑主要因为Q1确认战略合作带来的毛利较多。
- ◆ **出口：**2025Q2公司出口1.3万辆，环比+70%。首批B10已于2025年7月正式发往欧洲，并将于9月在慕尼黑车展正式上市。截至6月底，零跑国际已在海外建立了超过600家（环比Q1末新增100家）兼具销售与售后服务功能的网点，其中欧洲超过550家（25Q1末为450家），在亚太市场近50家。同时公司积极推动本地化产能建设，马来西亚工厂8月已完成首台零跑C10-OTS车辆完成装配下线，公司计划于2026年底前建立欧洲本土化生产基地，进一步推动全球市场布局。

表：零跑汽车核心财务指标拆分（注：百分比数据的同环比数据单位是“pct”，下同）

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
主营业务收入（百万元）	3,486.2	5,359.2	9,860.0	13,454.6	10,020.0	14,229.6	165.5%	42.0%
销量合计（万辆）	3.3	5.3	8.4	12.1	8.8	13.4	151.7%	53.2%
零跑T03	0.9	1.4	1.7	2.7	1.6	2.4	78.4%	47.1%
零跑C10	0.8	1.6	2.1	3.0	2.9	3.6	120.9%	23.8%
零跑C11	1.2	1.7	2.2	3.3	2.1	2.3	31.0%	9.2%
零跑C01	0.4	0.5	0.5	0.7	0.3	0.2	58.2%	30.2%
零跑C16		0.1	1.8	2.4	1.5	1.7	—	10.8%
零跑B10					0.3	3.1	—	—
零跑B01						0.2	—	—
出口量/万辆			0.1	0.6	0.8	1.3	—	70.0%
单车收入（万元/辆）	10.4	10.1	11.8	11.1	11.4	10.6	5.5%	-7.3%
毛利率（%）	-1.4%	2.8%	8.1%	13.3%	14.9%	13.6%	10.8%	-1.3%
单车毛利（万元/辆）	-0.1	0.3	1.0	1.3	1.7	1.4	—	15.5%
费用率（%）	31.2%	27.5%	16.9%	14.5%	17.9%	16.1%	11.3%	-1.8%
销售费用率（%）	12.3%	8.9%	5.6%	5.1%	6.1%	5.6%	-3.3%	-0.5%
管理费用率（%）	4.0%	5.5%	3.4%	2.7%	3.8%	2.8%	-2.7%	-1.0%
研究费用率（%）	14.9%	13.1%	7.9%	6.7%	8.0%	7.7%	-5.4%	-0.3%
+ 销售及营销开支（百万元，下同）	427.9	474.8	550.0	687.3	607.6	797.8	68.0%	31.3%
+ 一般行政管理开支	139.3	295.7	340.0	365.0	385.4	404.1	36.7%	4.8%
+ 研究与开发	520.0	701.3	780.0	898.7	800.0	1,094.3	56.0%	36.8%
GAAP净利润（百万元）	-1,012.9	-1,198.8	-690.0	81.7	-130.0	163.0	—	—
经调整净亏损（百万元）	-937.2	-1,079.0	-540.0	206.2	330.0		—	—
单车亏损（万元/辆）	-3.0	-2.2	-0.8	0.1	-0.15	0.12	—	—

◆ 风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

- ◆ **营收：公司25Q2营收2009.2亿元，同环比+14.0%/+17.9%。**
 - 销量：25Q2销量为115万辆，同环比+16.5%/+14.4%，比亚迪Q2新能源市场市占率（批发口径，包含出口）为31%，同环比分别-5/-3pct，若剔除出口国内批发为89万辆，同比仅+1%，国内竞争加剧同时智驾版车型终端反馈低于预期。Q2出口25.8万辆，同环比+144.7%/+28.7%。
 - 单车ASP：14万元，同环比分别+0.6%/+2.9%，主要原因为出口销量占比同环比分别+12/+2pct。
- ◆ **毛利率：Q2毛利率16.3%，同环比分别-1.1/-3.8pct，表现低于预期。**主要原因为 ①Q2终端优惠加大（智驾版车型5/25推出一口价政策、非智驾版车型4月/5月仍处去库过程中）；②智驾版车型Q2销量占比环比提升，智驾版车型BOM成本有一定提升。
- ◆ **费用：公司25Q2研发费用同环比增加较多，**单季度研发费用为153.7亿元，同环比分别+70.6%/+8.1%。研发费用率同比+2.5pct，对利润影响较大。
- ◆ **盈利：归母净利润63.6亿元，同环比-29.9%/-30.6%，扣非净利润54.3亿元，同环比-36.6%/-33.6%。**扣除比亚迪电子后公司单车净利0.49万元，同环比分别-43.0%/-43.8%。

表：比亚迪核心财务指标拆分（单位：亿元）（注：百分比数据的同环比数据单位是“pct”，下同）

	2024Q1 (已重列)	2024Q2 (已重列)	2024Q3	2024Q4 (新准则)	2025Q1 (新准则)	2025Q2 (新准则)	Q2同比	Q2环比
营业收入/亿元	1249.4	1761.8	2011.2	2748.5	1703.6	2009.2	14.0%	17.9%
比亚迪电子营业收入/亿元	364.8	421.0	435.5	551.8	368.8	437.3	3.9%	18.6%
毛利率	20.7%	17.4%	21.9%	17.0%	20.1%	16.3%	-1.1%	-3.8%
销售费用	53.3	52.7	96.0	1.6	61.8	62.3	18.3%	0.8%
管理费用	37.7	39.3	47.1	62.4	49.1	54.8	39.6%	11.7%
研发费用	106.1	90.1	137.0	198.8	142.2	153.7	70.6%	8.1%
财务费用	-1.9	2.6	9.6	1.9	-19.1	-13.4	——	——
销售费用率	4.3%	3.0%	4.8%	0.1%	3.6%	3.1%	0.1%	-0.5%
管理费用率	3.0%	2.2%	2.3%	2.3%	2.9%	2.7%	0.5%	-0.2%
研发费用率	8.5%	5.1%	6.8%	7.2%	8.3%	7.7%	2.5%	-0.7%
财务费用率	-0.2%	0.1%	0.5%	0.1%	-1.1%	-0.7%	-0.8%	0.5%
归母净利润/亿元	45.7	90.6	116.1	150.2	91.5	63.6	-29.9%	-30.6%
销售净利率	3.8%	5.3%	6.0%	5.6%	5.5%	3.3%	-2.0%	-2.3%
扣非后归母净利润/亿元	37.5	85.6	108.8	137.9	81.7	54.3	-36.6%	-33.6%

◆ **风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期**

- ◆ **Q2业绩基本符合预期，销售费用同环比增加较多。**
- **营收层面：**公司2025Q2实现营收385.3亿元，同环比分别-2.9%/+12.8%，归母净利润9.4亿元，同环比分别-43.9%/-30.6%，扣非后归母净利润6.9亿元，同环比分别-34.4%/-11.5%。2025Q2业绩符合我们预期。
- **毛利率层面：**公司Q2毛利率为15.2%，同环比分别+2.0/+1.3pct，同环均改善，Q2确认采购降本金额环比Q1提升显著。
- **费用率层面：**公司Q2销管研费用率分别7.0%/3.1%/4.6%，同比分别+4.4/+0.2/+1.2pct，环比分别+2.0/+0.1/+0.2pct。销售费用率同环比提升较多的原因为Q2 S9等新车上市较多，相应营销支出加大，同时Q2终端价格竞争激烈。Q2财务费用为-8.8亿元，主要来自汇兑贡献。
- **最终公司Q2实现归母净利润9.4亿元，同环比分别-43.9%/-30.6%。**

表：长安汽车核心财务指标拆分（单位：亿元，毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct）

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
营业收入/亿元	370.2	397.0	342.4	487.7	341.6	385.3	-2.9%	2.8%
长安汽车并表销量/万辆	48.5	43.4	37.2	51.2	49.8	41.6	-4.1%	16.5%
长安自主单车均价（近似）/万元	7.6	9.2	9.2	9.5	6.9	9.3	1.2%	35.0%
毛利率	14.4%	13.2%	15.7%	16.2%	13.9%	15.2%	2.0%	1.3%
销售费用	20.5	10.3	16.3	28.3	16.8	26.8		
管理费用	12.9	11.4	11.0	8.7	10.3	12.0		
研发费用	15.4	13.7	15.4	20.5	15.0	17.8		
财务费用	-2.4	-3.1	-1.9	-1.9	-10.7	-8.8		
销售费用率	5.5%	2.6%	4.8%	5.8%	4.9%	7.0%	4.4%	2.0%
管理费用率	3.5%	2.9%	3.2%	1.8%	3.0%	3.1%	0.2%	0.1%
研发费用率	4.2%	3.4%	4.5%	4.2%	4.4%	4.6%	1.2%	0.2%
财务费用率	-0.7%	-0.8%	-0.6%	-0.4%	-3.1%	-2.3%	-1.5%	0.9%
投资收益	1.8	1.7	(2.7)	1.0	0.8	0.4	-	-
对联营合营企业投资收益	1.5	1.0	(3.1)	0.9	0.4	0.1	-	-
归母净利润/亿元	11.6	16.7	7.5	37.4	13.5	9.4	43.9%	30.6%
扣非后归母净利润/亿元	1.1	10.6	5.1	9.1	7.8	6.9	34.4%	11.5%

◆ **风险提示：**行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

- ◆ **营收层面：坦克/魏牌销量占比环比提升、销量/ASP环比均改善。** 公司Q2批发销量合计31.3万辆，同环比分别+10%/+22%，ASP为16.7万元，同环比分别-2%/+7%。Q2凭借高山+蓝山双旗舰产品矩阵的强势发力，魏牌/坦克销量占比环比分别+2/+3pct，高端品牌销量占比提升背景下公司Q2 ASP环比改善7%至16.7万元。
- ◆ **出口：**公司Q2共出口11万辆，同环比分别-2%/+17%。非俄市场Q2销量同比增速达50%。
- ◆ **单车利润：**俄罗斯报废税返还Q2确认较多，最终公司实现单车利润1.5万元（扣非前），同环比分别+8%/+115%。

表：长城汽车核心财务指标拆分（单位：亿元）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
营业收入/亿元	429	486	508	599	400	523	8%	31%
毛利率	20.0%	21.4%	20.8%	16.5%	17.8%	18.8%	-3%	1%
销售费用率	4.0%	4.3%	4.8%	2.6%	5.7%	5.2%	0.9%	-0.5%
管理费用率	2.3%	2.1%	2.0%	2.9%	2.3%	1.8%	-0.2%	-0.5%
研发费用率	4.6%	4.6%	4.0%	5.1%	4.8%	4.5%	-0.1%	-0.3%
财务费用率	0.2%	-0.5%	0.8%	-0.2%	-2.6%	-1.3%	-0.7%	1.3%
归母净利润/亿元	32.3	38.5	33.5	22.6	17.5	45.9	19%	162%
扣非后归母净利润/亿元	20.2	36.3	27.2	13.6	14.7	21.1	-42%	44%
非经常性损益/亿元	12.0	2.2	6.3	9.0	2.8	24.7	——	——
单车收入近似/万元	15.6	17.1	17.3	15.8	15.6	16.7	-2%	7%
单车净利（扣非前）/万元	1.17	1.35	1.14	0.60	0.68	1.47	8%	115%
单车净利（扣非后）万元	0.74	1.28	0.93	0.36	0.57	0.67	-47%	18%

- ◆ **风险提示：**行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

赛力斯：毛利率表现超预期，高端智能品牌持续突破



- ◆ **营收层面：**Q2单季度问界品牌共交付10.7万辆，同环比分别+8.2%/+135.8%，得益于4月16日上市的M8亮眼表现公司单季度销量实现环比较大改善。分车型来看，Q2 M9交付3.92万台，同环比分别-18.6%/+68.6%，M8交付4.14万台，稳定爬坡中。Q2单季度ASP为40.5万元（分母为AITO销量），同环比分别+3.9%/-4.2%。品牌持续锚定高端，单车成交价稳定在40万元以上。
- ◆ **毛利率：**Q2毛利率29.5%，同环比分别+2.0/+1.9pct，表现超我们预期。
- ◆ **费用率：**公司Q2销管研费用率分别为14.5%/2.0%/4.3%，同比分别-0.9/+0.1/-0.5pct，环比分别+0.6/-1.4/-1.1pct，其中销售费用率环比提升主要原因为Q2 M8上市相关营销费用增加，同时公司在用户服务等方面持续投入；25H1研发开支资本化率为43.6%（24H1为26.7%），主要原因为新车储备投入较多。
- ◆ **净利润：**合并报表口径单车盈利1.7万元，同环比分别+45.8%/+54.0%。净利率为5.1%，同环比分别+1.42/+1.16pct。问界凭借产品力与高端化战略，位居中国高端汽车市场第一梯队，净利率持续改善。

表：赛力斯核心财务指标拆分（单位：亿元，毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct）

单位：亿元	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
营业收入	265.6	384.8	415.8	385.5	191.5	432.5	12.4%	125.9%
毛利率	21.5%	27.5%	25.5%	28.7%	27.6%	29.5%	2.0%	1.9%
费用	48.1	85.1	70.3	76.7	42.3	89.0	4.6%	110.5%
期间费用率	18.1%	22.1%	16.9%	19.9%	22.1%	20.6%	-1.5%	-1.5%
销售费用率	12.8%	15.4%	11.1%	13.5%	13.9%	14.5%	-0.9%	0.6%
管理费用率	1.7%	1.9%	2.5%	3.5%	3.4%	2.0%	0.1%	-1.4%
研发费用率	3.6%	4.9%	3.7%	3.2%	5.5%	4.3%	-0.5%	-1.1%
财务费用率	0.0%	-0.1%	-0.4%	-0.3%	-0.7%	-0.3%	-0.3%	0.4%
资产减值损失	-0.5	-2.0	-5.5	-13.8	-0.6	-2.2	——	——
归母净利润	2.2	14.1	24.1	19.1	7.5	21.9	56.1%	193.3%
净利率	0.8%	3.7%	5.8%	4.9%	3.9%	5.1%	1.42%	1.16%
扣非归母净利润	1.1	13.2	23.3	18.1	3.9	20.8	57.3%	428.3%
销量（万辆）	11.4	12.2	13.4	12.8	6.8	13.0	7.0%	90.5%
AITO销量（万辆）	8.3	9.9	11.0	9.7	4.5	10.7	8.2%	135.8%
单车收入（万元/辆）	31.9	39.0	37.7	39.9	42.3	40.5	3.9%	-4.2%
单车净利（万元/辆）	0.2	1.2	1.8	1.5	1.1	1.7	45.8%	54.0%

◆ 风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

- ◆ **营收层面：公司Q2营收环比改善。** 广汽乘用车/广汽埃安Q2批发销量分别为7.7/6.2万辆，同比分别-25%/-21%，环比分别+11%/+31%，埃安S/埃安Y销量环增较多；广汽自主Q2 ASP为16.4万元，同环比分别+20%/-4%。
- ◆ **毛利率：公司Q2销售毛利率为-3.4%，同环比为-10/-3.6pct。** 毛利率转负主要原因为报告期内推出的几款重点新能源车型，销量仍处于爬坡期，未达计划目标，同时集团降本工作仍处推进中。
- ◆ **投资收益：广丰表现相对较佳，广本销量/利润仍承压。** 广汽本田/广汽丰田Q2销量分别为6.2/18.3万辆，同比分别-32%/+2%，环比分别-33%/+13%。广本/广丰25H1及利润分别为-4.1/33.1亿元，单车盈利分别为-0.3/1.0万元。公司Q2投资收益总额为12.3亿元，同环比分别-13%/+5%。
- ◆ **最终公司Q2实现归母净利润为-18.1亿元（2024Q2为+3.0亿元，2025Q1为-7.3亿元）。**

表：广汽集团核心财务指标拆分（单位：亿元）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
营业总收入	215.7	246.9	284.9	330.4	198.8	227.3	-8%	14%
毛利率	7.1%	6.3%	5.2%	5.1%	0.2%	-3.4%	-10%	-3.6%
期间费用率	12.2%	11.0%	12.9%	8.4%	12.5%	11.0%	0.0%	-1.4%
销售费用率	5.9%	6.3%	5.7%	2.9%	6.3%	5.9%	-0.4%	-0.4%
管理费用率	4.7%	4.2%	4.0%	3.6%	5.6%	4.2%	0.0%	-1.4%
研发费用率	1.7%	1.2%	1.2%	2.4%	1.9%	1.4%	0.2%	-0.4%
财务费用率	-0.2%	-0.7%	1.8%	-0.4%	-1.4%	-0.6%	0.1%	0.8%
其他收益	6.7	5.9	1.9	12.7	2.1	2.3	-62%	8%
投资收益	18.4	14.1	3.9	36.7	11.7	12.3	-13%	5%
对联营企业和合营企业的投资收益	18.2	1.9	2.6	7.3	10.9	8.3	329%	-24%
扣非归母净利润-投资收益	-11.6	-24.4	-19.2	-61.6	-20.7	-32.8	——	——
资产减值损失	0.0	-0.3	-1.3	-17.4	-0.2	-5.0	——	——
归母净利润	12.2	3.0	-14.0	7.0	-7.3	-18.1	——	——
扣非后归母净利润	6.9	-10.3	-15.3	-24.8	-8.9	-20.5	——	——
广汽乘用车营业收入/亿元	254.3		285.8		179.6		-29%	-37%
广汽埃安营业收入/亿元	124.0		250.2		103.0		-17%	-59%
广汽本田营业收入/亿元	306.7		375.8		226.2		-26%	-40%
广汽丰田营业收入/亿元	521.5		574.0		523.1		0%	-9%

- ◆ **风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期**

上汽集团：Q2业绩符合预期，尚界H5爆款可期

- ◆ **营收：集团销量同环比显著改善。** 2025Q2上汽集团批发销量为110.8万辆，同环比分别+12%/+17%；单车ASP 14.3万元，同环比分别0%/-4%。
- ◆ **毛利率&费用率：汇兑贡献较多。** 2025Q2集团毛利率为8.5%，同环比分别+0.3/+0.3pct。2025Q2销售/管理/研发费用率分别为2.7%/3.2%/2.7%，同比分别-1.6/-0.1/+0.1pct，环比分别-0.3/0.0/-0.1pct。25Q2财务费用为-14.6亿元，汇兑贡献较多收益。
- ◆ **投资收益：大众单车利润同比改善。** 2025Q2 公司投资净收益18.3亿元，同环比-68%/-17%，同比下滑较多主因为24Q2同期有大额MG印度投资收益影响。①上汽大众Q2批发销量为26.4 万辆，同环比分别0%/+16%，2025H1上汽大众的单车利润为0.18万元，同环比分别+6.4%/-70.5%。②上汽通用Q2批发销量为13.6万辆，同环比分别+19%/+25%。2025H1上汽通用单车利润为0.24万元。
- ◆ **智己：** 2025H1智己营收/净利润分别为35.6/-18.2亿元，单车亏损9.5万元。

表：上汽集团核心财务指标拆分（单位：亿元，毛利率/费用率同环比单位均为pct）

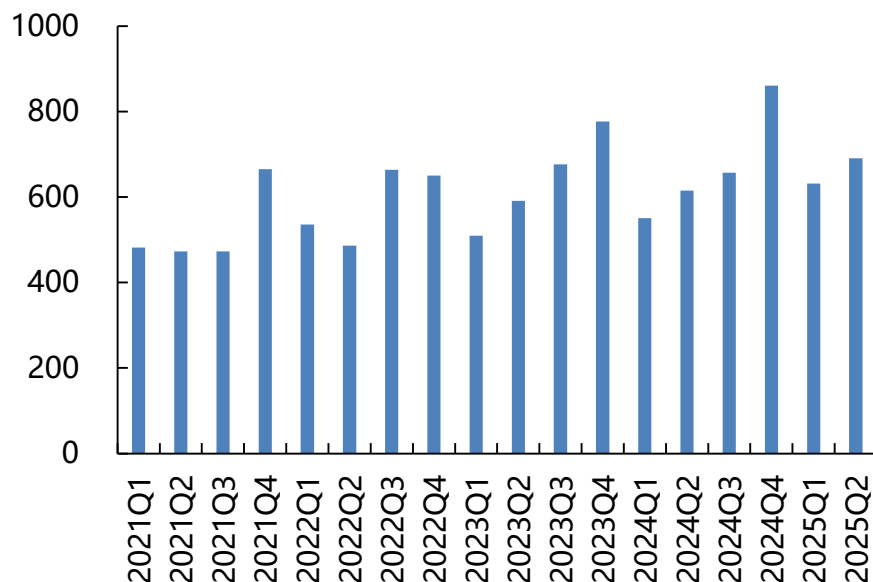
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
营业总收入	1,430.7	1,416.1	1,458.0	1,971.1	1,408.6	1,587.3	12%	13%
毛利率	8.8%	8.2%	9.6%	10.4%	8.1%	8.5%	0.3%	0.3%
销售费用率	3.7%	4.3%	4.7%	0.9%	3.0%	2.7%	-1.6%	-0.3%
管理费用率	3.4%	3.2%	3.8%	3.2%	3.2%	3.2%	-0.1%	0.0%
研发费用率	2.8%	2.6%	2.6%	3.1%	2.8%	2.7%	0.1%	-0.1%
财务费用率	0.7%	0.2%	0.4%	0.6%	-0.2%	-0.9%	-1.1%	-0.7%
其他收益	7.7	11.1	12.0	21.8	6.9	11.3	2%	63%
投资收益	27.5	57.3	17.9	(30.9)	22.0	18.3	-68%	-17%
对联营和合营企业的投资收益	22.0	0.0	10.6	(45.9)	15.4	10.9	——	-29%
公允价值变动收益	0.2	5.5	12.8	5.1	15.7	20.5	273%	31%
资产减值损失	1.7	(1.7)	(1.9)	(29.6)	(0.1)	(8.0)	——	——
信用减值损失	(3.0)	0.3	(6.1)	(30.8)	(1.1)	(3.1)	——	——
资产处置收益	0.1	(0.2)	(0.0)	3.9	(0.1)	0.0	——	——
归母净利润	27.1	39.1	2.8	(52.4)	30.2	29.9	-23%	-1%
扣非后归母净利润	21.2	(11.0)	0.3	(64.6)	28.5	25.8	——	-9%
上汽整车合计批发销量/万辆	83.4	99.3	82.2	136.4	94.5	110.8	12%	17%
集团单车收入/万元	17.2	14.3	17.7	14.5	14.9	14.3	0%	-4%
集团单车净利/万元	0.254	(0.111)	0.004	(0.474)	0.302	0.233	——	-23%

- ◆ **风险提示：** 行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

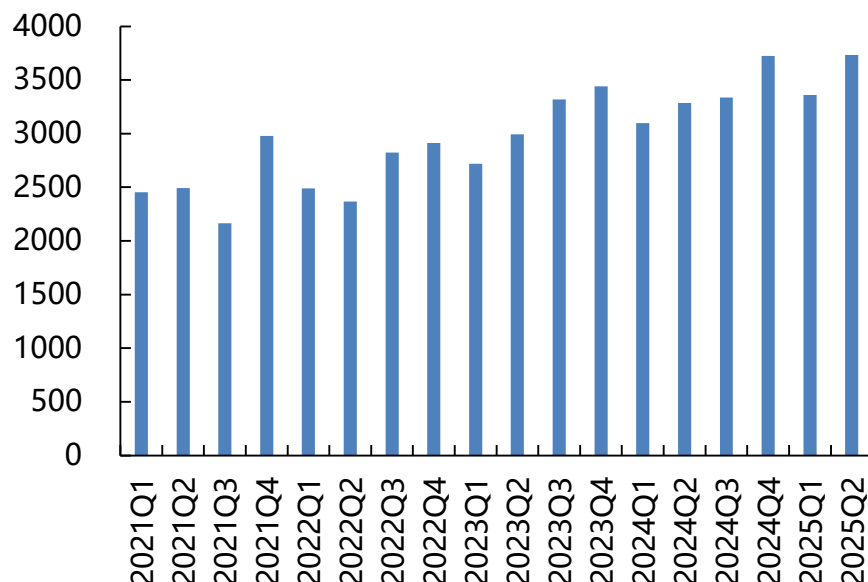
二、零部件：整体韧性，趋势分化

- ◆ **国内狭义乘用车行业2025Q2产量环比增长。** 国内狭义乘用车行业2025Q2实现产量691.25万辆，同比增长12.29%，环比增长9.48%。
- ◆ **申万零部件板块2025Q2营收环比变化与下游乘用车行业产量保持相同趋势。** 2025Q2申万零部件板块营收3734.56亿元，环比增长11.10%。板块营收环比表现与下游狭义乘用车行业产量相匹配。

图：国内狭义乘用车季度产量（万辆）

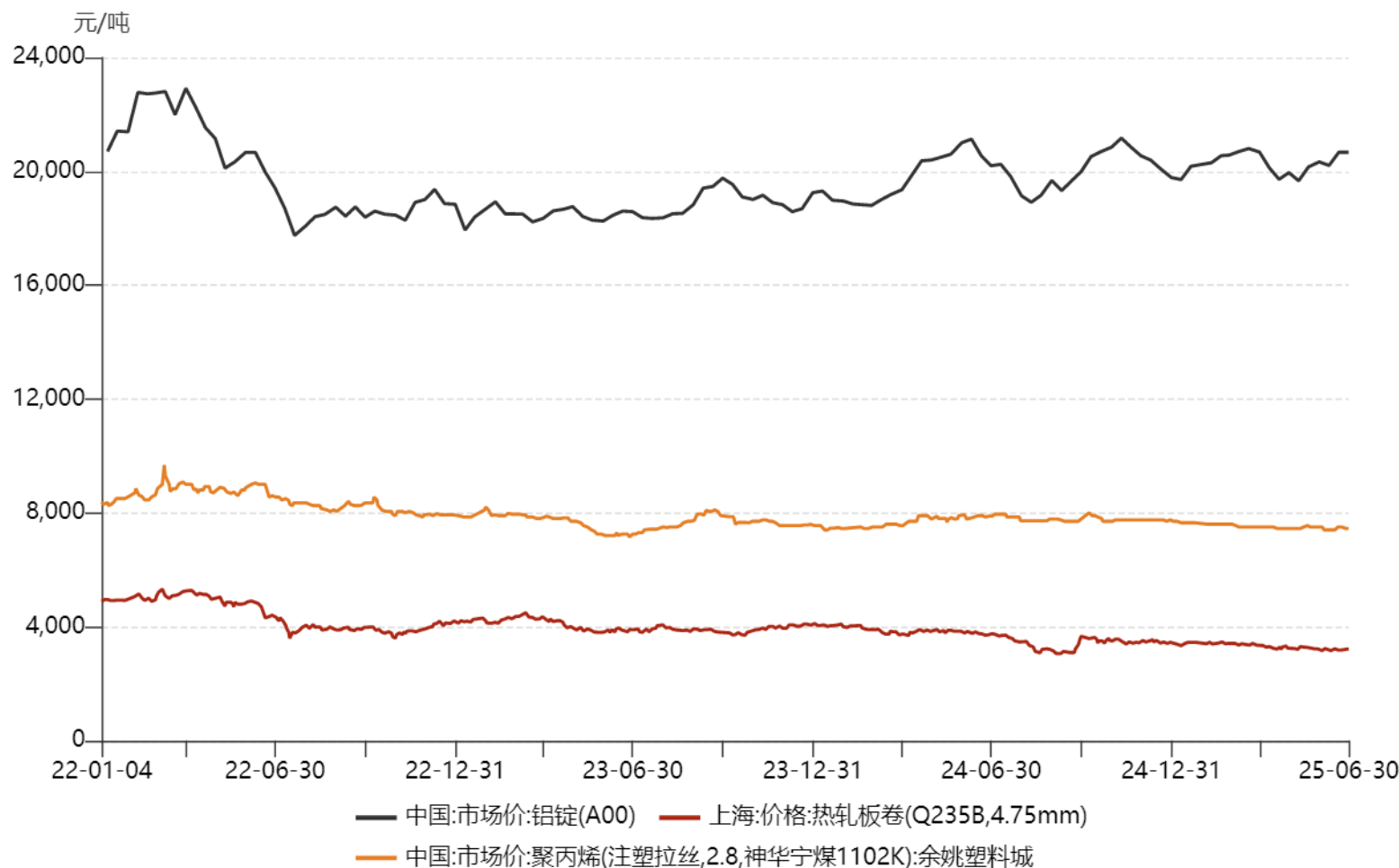


图：申万零部件板块季度营收汇总（亿元）



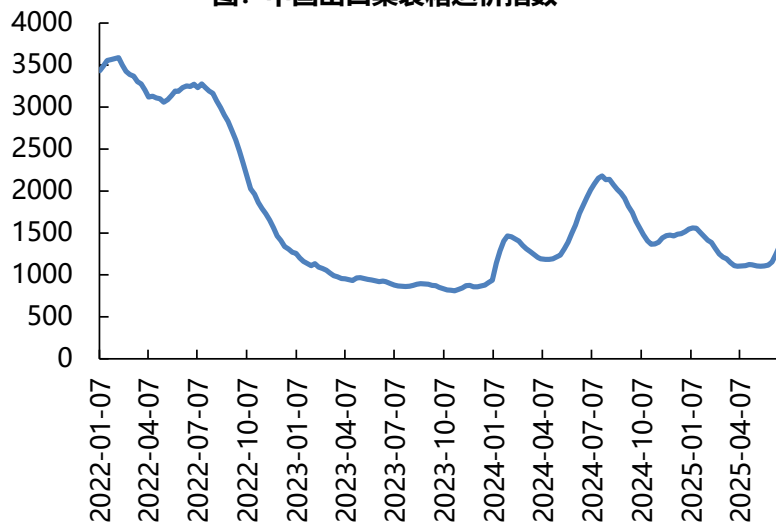
- ◆ 2025Q2原材料价格整体稳定，铝价出现小幅波动。主要原材料方面，钢材和塑料的价格在2025年二季度保持稳定；铝锭价格则一直围绕着2万/吨的价格中枢小幅波动。

图：汽车零部件上游主要原材料价格变化情况

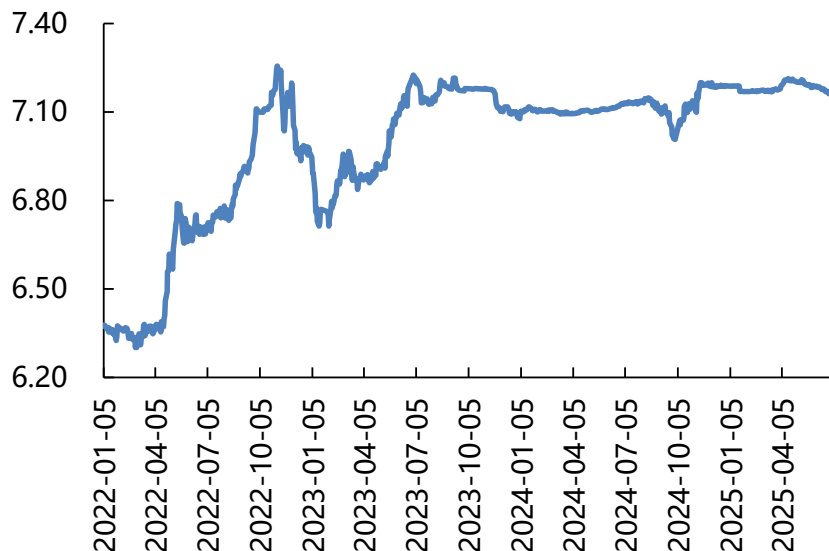


- ◆ **2025Q2海运价格小幅回升。**海运价格方面，中国出口集装箱运价指数从2025年4月初的1102.71点小幅上涨至2025年6月末的1369.34点。
- ◆ **美元兑人民币汇率2025Q2整体稳定，欧元兑人民币上涨明显。**根据人民银行的数据，美元兑人民币中间价2025Q2基本维持在7.17上下；欧元兑人民币中间价2025Q2从4月初的7.79上涨至6月末的8.40。

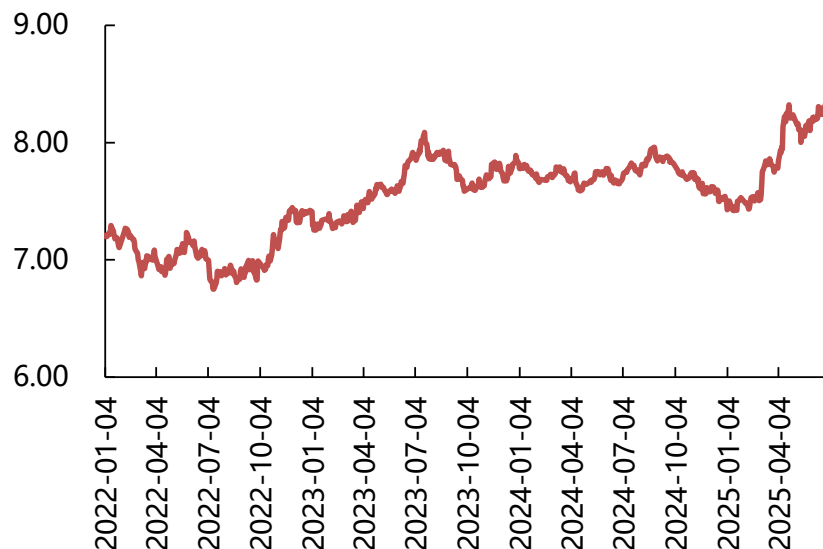
图：中国出口集装箱运价指数



图：美元兑人民币中间价

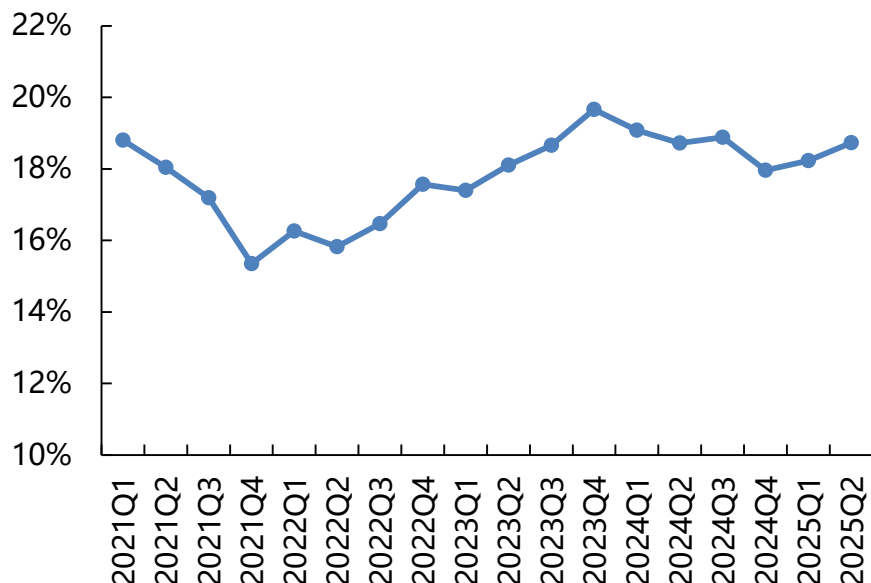


图：欧元兑人民币中间价

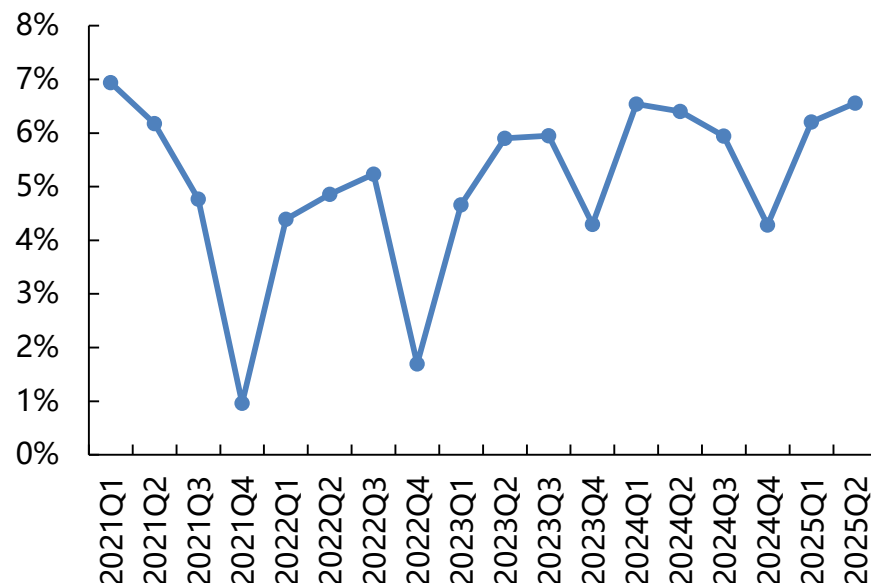


- ◆ **汽零板块2025Q2毛利率环比回升。**毛利率方面，汽零板块2025Q2实现毛利率18.73%，同比持平，环比提升0.50个百分点。
- ◆ **汽零板块2025Q2净利率同环比均实现提升。**2025Q2汽零板块净利率为6.56%，同比微增0.15个百分点，环比提升0.35个百分点。

图：汽零板块单季度毛利率情况

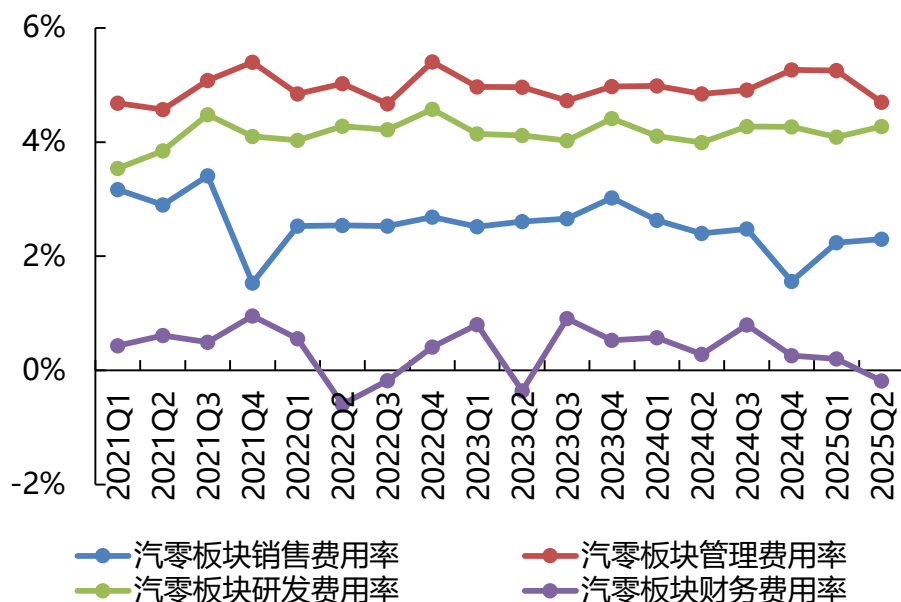


图：汽零板块单季度净利率情况

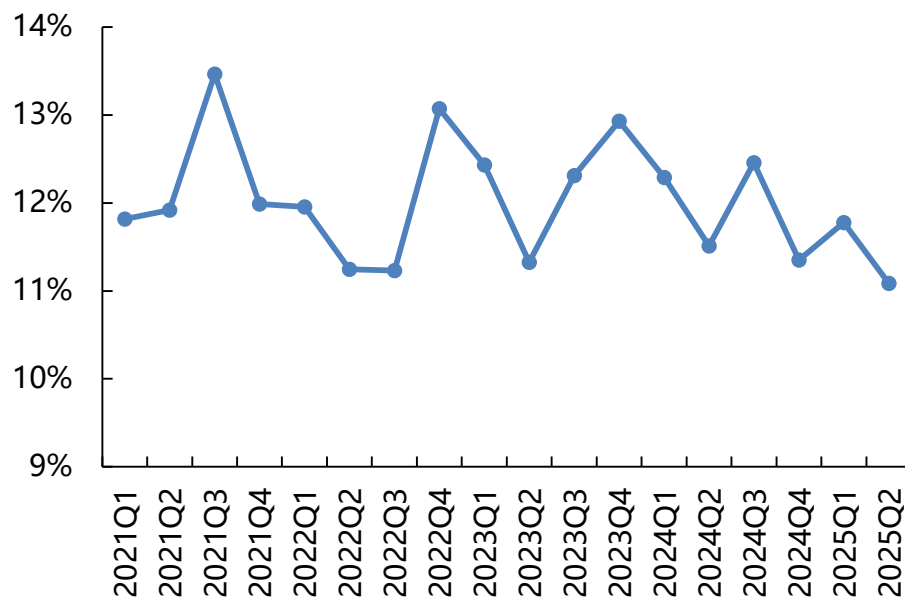


- ◆ **汽零板块2025Q2费用率环比小幅下降。** 2025Q2汽零板块期间费用率为11.09%，环比下降0.69个百分点，主要系管理费用率环比下降0.55个百分点+财务费用率环比下降0.39个百分点（2025Q2欧元兑人民币升值明显，部分公司汇兑收益增加）。

图：汽零板块单季度各项费用率情况



图：汽零板块单季度整体期间费用率情况

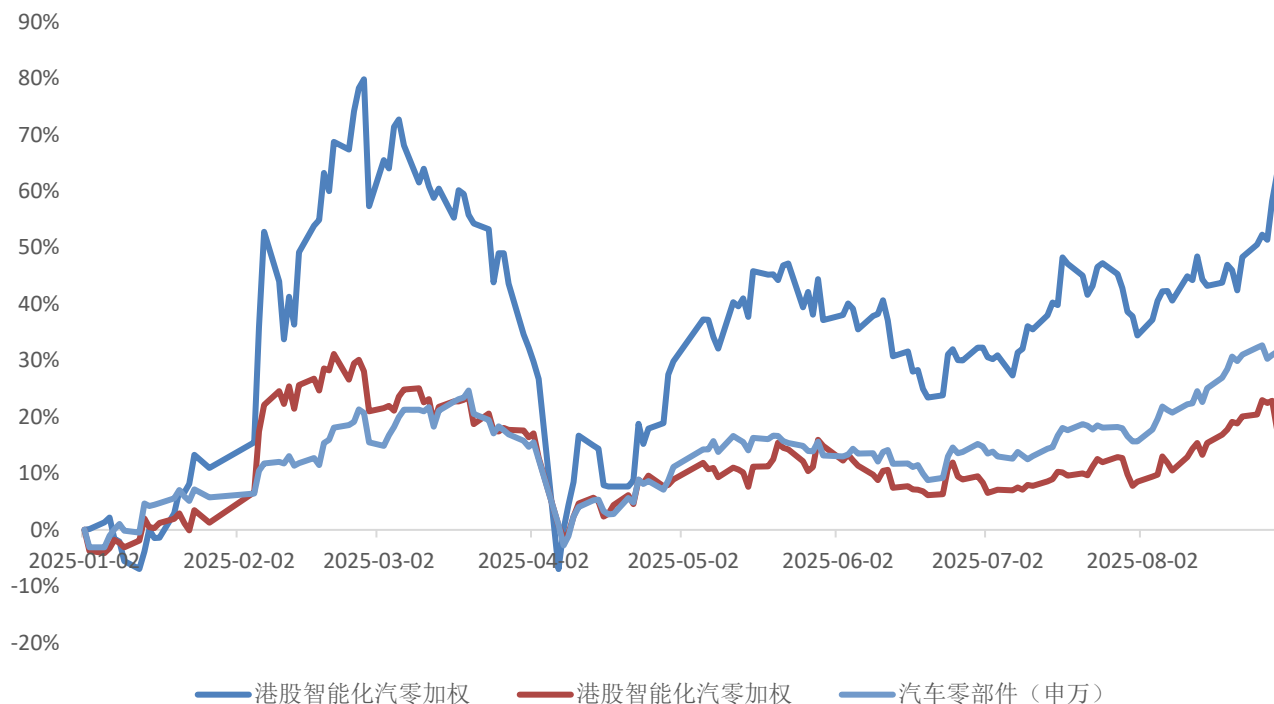


2.1 智能化零部件复盘

2025H1 “智能化” 零部件复盘

- ◆ **25H1智能化汽配收涨，港股强于A股。**我们分别选取港股和A股智能化汽配标的复盘，25H1（截至2025/8/29）港股智能化汽配加权+63%，A股智能化汽配加权+120%，板块整体收涨。结构来看，港股智能化汽配中地平线机器人/耐世特具备阿尔法，主要为智驾平权及RoboX板块行情驱动影响；A股智能化汽配整体有贝塔行情，经纬恒润/德赛西威涨幅较大。

图：25H1智能化汽车零部件股价复盘（截至2025/8/29）



港股智能化汽配加权	63%
地平线机器人-W	173%
黑芝麻智能	-30%
知行科技	-10%
耐世特	120%
港股智能化汽配加权	18%
德赛西威	22%
华阳集团	9%
经纬恒润-W	48%
中国汽研	9%
伯特利	11%
保隆科技	7%

◆ 智能化汽零25Q2受益智驾平权行业趋势，收入增速跑赢行业，整体表现较好，新势力核心配套车企表现更佳。行业层面，2025Q2国内乘用车行业批发销量700.18万辆，环比增长10.99%；国内新能源乘用车行业批发销量359.89万辆，环比增长26.41%。重点车企方面，赛力斯/蔚来25Q2销量环比增加较多，沪光较为受益收入增速较快；奇瑞/吉利25Q2销量环比增量不大，伯特利/华阳等公司收入增速受到一定压制。

表：重点覆盖标的营收指标及核心客户销量变化

营收（亿元）/ 批发销量（万辆）	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q2环比
地平线机器人	9.38		14.46		15.67		-
理想	8.04	10.86	15.28	15.87	9.29	11.11	19.59%
比亚迪	62.20	98.27	112.92	151.39	98.60	112.70	14.30%
德赛西威	56.48	60.45	72.82	86.43	67.92	78.52	15.61%
理想	8.04	10.86	15.28	15.87	9.29	11.11	19.59%
小米		2.73	3.98	6.97	7.59	8.20	8.08%
奇瑞汽车	51.03	54.74	63.07	82.68	60.01	61.38	2.28%
吉利汽车	47.57	48.00	53.40	68.69	70.38	70.39	0.01%
华阳集团	19.91	22.03	26.48	33.16	24.89	28.22	13.36%
长城汽车	23.17	23.57	25.37	33.41	20.68	26.67	28.98%
长安汽车	42.81	37.69	33.30	50.47	44.46	39.33	-11.55%
奇瑞汽车	51.03	54.74	63.07	82.68	60.01	61.38	2.28%
吉利汽车	47.57	48.00	53.40	68.69	70.38	70.39	0.01%
赛力斯	8.37	11.14	12.40	11.91	5.35	11.07	106.81%
保隆科技	14.83	17.01	18.43	19.99	19.05	20.45	7.34%
理想	8.04	10.86	15.28	15.87	9.29	11.11	19.59%
蔚来汽车	3.01	5.74	6.19	7.26	4.21	7.21	71.28%
伯特利	18.60	21.11	26.07	33.58	26.38	25.26	-4.25%
奇瑞汽车	51.03	54.74	63.07	82.68	60.01	61.38	2.28%
全球通用	113.54	138.49	122.86	167.20	137.78	151.85	10.21%
吉利汽车	47.57	48.00	53.40	68.69	70.38	70.39	0.01%
长安汽车	42.81	37.69	33.30	50.47	44.46	39.33	-11.55%
沪光股份	15.33	18.85	21.14	23.82	15.43	20.87	35.28%
上汽大众	24.81	26.40	26.00	37.60	22.82	26.40	15.71%
特斯拉	22.09	20.57	24.91	24.09	17.28	19.17	10.94%
赛力斯	9.97	11.14	12.40	11.91	5.35	11.07	106.81%

- ◆ 2025Q2智能化零部件毛利率整体向好。
- 2025Q2毛利率环比提升较大：经纬恒润（经营效率提升，收入增加）；沪光股份（赛力斯环比销量较好，规模效应较好）；华阳集团/伯特利（Q1受年降影响基数较低，25Q2内部降本有效）；均胜电子（海外业务盈利提升）。
- 2025Q2毛利率环比下降较大：地平线机器人（芯片出货大幅增加，收入结构变化）；黑芝麻智能（硬件出货占比提升）；保隆科技（受年降、运费、关税因素影响）

图：重点覆盖标的2025Q2毛利率变化情况（同环比单位为pct）

毛利率	2024H1		2024H2		2025H1		25H1同比	
地平线机器人	79.04%		79.67%		65.36%		-13.69	
黑芝麻智能	50.00%		49.01%		24.79%		-25.21	
耐世特	10.05%		12.47%		11.55%		1.50	
小马智行	10.46%		8.94%		16.31%		5.85	
毛利率	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
华域汽车	12.54%	11.73%	12.28%	12.05%	10.83%	11.88%	0.16	1.06
德赛西威	19.34%	21.25%	20.91%	18.40%	20.52%	20.16%	-1.09	-0.36
华阳集团	21.56%	21.94%	21.06%	19.04%	18.19%	19.50%	-2.44	1.32
经纬恒润	24.68%	20.91%	23.95%	18.59%	21.39%	24.64%	3.73	3.25
中国汽研	39.62%	41.33%	45.29%	48.81%	45.58%	45.19%	3.87	-0.39
保隆科技	29.45%	25.08%	24.60%	22.18%	23.25%	20.48%	-4.60	-2.77
伯特利	20.75%	21.43%	21.56%	20.86%	17.97%	19.19%	-2.24	1.22
均胜电子	15.51%	15.50%	15.74%	18.01%	17.90%	18.39%	2.89	0.49
沪光股份	13.96%	16.51%	20.50%	17.86%	14.38%	16.63%	0.12	2.25

- ◆ 智能化零部件公司跨过大规模投入期，整体期间费用管控良好，期间费用率呈现下降趋势。
- 2025Q2费用率环比下降较大：经纬恒润（研发人员精简，研发费用大幅收窄）；德赛西威（内部管控较好）；沪光股份（收入提升规模效应）。
- 2025Q2费用率环比提升较大：伯特利（研发费用增加较多）

图：重点覆盖标的2025Q2期间费用率变化情况（同环比单位为pct）

期间费用率	2024H1		2024H2		2025H1		25H1同比	
地平线机器人	175.98%		150.60%		175.02%		-0.96	
黑芝麻智能	502.33%		339.12%		327.98%		-174.34	
耐世特	8.04%		8.01%		7.33%		-0.71	
小马智行	303.40%		-149.09%		349.95%		46.55	
期间费用率	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
华域汽车	10.34%	8.47%	9.37%	8.92%	8.95%	8.52%	0.05	-0.43
德赛西威	12.96%	12.40%	11.46%	10.05%	13.27%	11.26%	-1.15	-2.01
华阳集团	14.14%	13.87%	12.65%	10.31%	12.58%	12.19%	-1.69	-0.39
经纬恒润	49.61%	36.16%	29.40%	20.13%	33.18%	22.06%	-14.10	-11.12
中国汽研	15.87%	14.15%	16.05%	23.76%	16.54%	16.78%	2.63	0.24
保隆科技	21.96%	19.56%	17.78%	16.64%	16.24%	16.18%	-3.38	-0.06
伯特利	8.84%	9.03%	8.71%	6.05%	7.39%	8.85%	-0.19	1.46
均胜电子	11.83%	10.52%	11.33%	16.69%	13.74%	13.55%	3.03	-0.19
沪光股份	6.93%	8.26%	7.57%	5.84%	8.06%	6.70%	-1.55	-1.35

- ◆ 智能化零部件公司2025Q2归母净利润率变化趋势分化，整体盈利中枢稳定。
- 2025Q2归母净利润率环比提升较大：地平线机器人（收入大幅增加）；经纬恒润（毛利率提升，费用率大幅下降）；沪光股份（整体规模提升，毛利率提升/费用率下降）。
- 2025Q2归母净利润率环比下降较大：黑芝麻智能（毛利率下降较多）；保隆科技（毛利率下降，所得税增加）。

图：重点覆盖标的2025Q2归母净利润率变化情况（同环比单位为pct）

归母净利润	2024H1		2024H2		2025H1		25H1同比	
地平线机器人	-543.59%		514.95%		-333.99%		209.59	
黑芝麻智能	613.29%		-269.10%		-301.47%		-914.76	
耐世特	0.75%		2.12%		2.83%		2.08	
小马智行	-207.59%		-442.91%		-271.17%		-63.58	
归母净利润	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
华域汽车	3.41%	3.97%	3.82%	4.49%	3.15%	3.64%	-0.33	0.49
德赛西威	6.81%	7.50%	7.80%	6.92%	8.57%	8.15%	0.65	-0.42
华阳集团	7.15%	6.57%	6.71%	5.63%	6.25%	6.59%	0.02	0.34
经纬恒润	-21.56%	-12.45%	-5.05%	-7.03%	-9.03%	2.09%	14.54	11.12
中国汽研	19.03%	20.83%	25.66%	14.43%	20.07%	22.52%	1.69	2.45
保隆科技	4.59%	4.72%	5.44%	2.70%	5.00%	1.93%	-2.79	-3.06
伯特利	11.29%	11.73%	12.30%	12.83%	10.25%	9.98%	-1.75	-0.27
均胜电子	2.31%	2.39%	2.17%	0.13%	2.34%	2.33%	-0.06	-0.01
沪光股份	6.58%	8.18%	8.67%	9.74%	6.03%	8.79%	0.60	2.75

地平线机器人：25H1业绩超预期

- **25Q2收入超预期，中高阶产品出货超预期，充分受益智驾平权：** 25H1收入15.7亿元（同比+68%），产品解决方案（芯片业务）收入同比+250%，授权及服务（软件业务）收入同比+7%；25H1芯片出货量198w（同比翻倍），中高阶芯片（J5J6系列）出货量98w（同比增长六倍）；25H1研发费用23亿，同比+62%；25H1经调整净利润-13亿（24H1为-8亿）

表：地平线机器人25Q2核心财务指标拆分（未特殊标注单位为亿元，毛利率/销售净利率和费用率同环比单位为pct）

9660.hk	2021	2022	2023	2024	24H1	25H1	25H1同比
营业收入	4.67	9.06	15.52	23.84	9.35	15.67	67.57%
产品解决方案	2.08	3.19	5.06	6.64	2.22	7.78	249.89%
芯片出货/万片					96	198	
芯片单价/元					232	393	
高速NOA收入						6.22	
高速NOA出货/万片					16	98	
高速NOA芯片单价/元						635	
授权及服务	2.02	4.82	9.64	16.47	6.91	7.39	6.91%
非车解决方案	0.57	1.05	0.81	0.72	0.22	0.50	130.14%
毛利率	70.90%	69.30%	70.50%	77.22%	78.77%	65.36%	-13.41%
产品解决方案	68.50%	62.10	44.70%	46.40%	41.70%	45.60%	3.90%
授权及服务	92.00%	87.80	89.00%	92.00%	93.00%	89.70%	-3.30%
优先股交易负债公允价值变动	-7.64	-66.55	-47.60	46.77	-40.13	-34.07	/
期间费用	16.62	24.55	29.77	38.28	16.50	27.42	66.15%
销售费用	2.11	2.98	3.27	4.10	1.98	2.72	37.08%
管理费用	3.19	3.74	4.43	6.38	2.43	3.07	26.26%
研发费用	11.44	18.80	23.66	31.56	14.20	23.00	62.01%
财务费用	-0.12	-0.97	-1.59	-3.76	-2.11	-1.37	-35.09%
期间费用率	355.89%	270.97%	191.82%	160.57%	176.52%	175.02%	-1.50%
销售费用率	45.18%	32.89%	21.07%	17.20%	21.22%	17.36%	-3.86%
管理费用率	68.31%	41.28%	28.54%	26.76%	26.00%	19.59%	-6.41%
研发费用率	549.78%	588.77%	467.23%	132.38%	151.83%	146.80%	-5.03%
财务费用率	-5.94%	-20.13%	-16.49%	-15.77%	-22.54%	-8.73%	13.81%
归母净利润(不含少数股东权益)	-20.61	-87.19	-67.39	23.47	-50.98	-52.33	/
归母净利润率	-441.33%	-962.36%	-434.21%	98.45%	-545.25%	-334.00%	/
经调整净利润	-11.03	-18.90	-16.35	-16.81	-8.04	-13.33	/

- ◆ **风险提示：国内外需求不及预期，消费者对智能化的需求不及预期**

- **25Q2业绩超预期，降本增效费用率下降贡献利润：** 25Q2营业收入78.5亿，同环比+30%/+16%；分业务：25H1座舱收入同比+19%，智驾收入同比+56%；25Q2毛利率20%，同环比-0.9pct/-0.4pct；25Q2期间费用率11.3%，同环比-1.2pct/-2.0pct，费用率下降超预期，其中管理费用环比-0.3亿元。

表：德赛西威25Q2核心财务指标拆分（未特殊标注单位为亿元，毛利率/销售净利率和费用率同环比单位为pct）

002920.SZ	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
营业收入	56.48	60.45	72.82	86.43	67.92	78.52	29.90%	15.61%
智能座舱	79.65		102.65		94.59		18.76%	
智能驾驶	26.66		46.48		41.47		55.55%	
毛利率	18.91%	21.09%	20.91%	18.40%	20.52%	20.16%	-0.93%	-0.36%
智能座舱	19.23%		19.02%		19.75%		0.52%	
智能驾驶	18.80%		20.55%		19.74%		0.94%	
资产减值损失	-0.29	-0.41	-0.32	-1.93	-0.57	-0.75	/	/
信用减值损失	0.34	-0.23	-0.98	-1.32	0.55	-0.25	/	/
投资收益	-0.06	-0.88	-0.03	0.96	0.80	-0.01	/	/
公允价值变动净收益	0.00	0.20	-0.92	0.35	0.04	-0.15	/	/
期间费用率	12.96%	12.40%	11.46%	10.05%	13.27%	11.26%	-1.15%	-2.01%
销售费用率	0.85%	0.91%	1.15%	0.31%	1.04%	1.26%	0.35%	0.21%
管理费用率	1.78%	1.96%	2.02%	1.94%	2.17%	1.47%	-0.50%	-0.70%
研发费用率	9.26%	8.66%	8.31%	6.99%	9.65%	8.55%	-0.11%	-1.10%
财务费用率	0.64%	0.88%	-0.02%	0.81%	0.41%	-0.01%	-0.89%	-0.42%
税前利润	4.53	4.82	5.36	6.29	6.69	6.57	36.37%	-1.76%
归母净利润	3.85	4.54	5.68	5.98	5.82	6.40	41.15%	9.97%
归母净利润率	6.81%	7.50%	7.80%	6.92%	8.57%	8.15%	0.65%	-0.42%
经营性归母净利润	3.86	5.86	7.93	7.91	5.00	7.57	29.04%	51.33%
经营性归母净利率	6.84%	9.70%	10.89%	9.15%	7.36%	9.64%	-0.06%	2.27%
扣非归母净利润	3.71	4.19	6.59	4.97	4.97	5.97	42.37%	20.13%
扣非归母净利率	6.56%	6.93%	9.04%	5.75%	7.31%	7.60%	0.67%	0.29%

◆ **风险提示：** 国内外需求不及预期，消费者对智能化的需求不及预期

- **25Q2业绩低于预期，国内轻量化业务降速，转向业务拖累业绩：** 25Q2收入25.3亿元，同环比+20%/-20%，低于预期；分子公司看，25H1收入增速+30%，伯特利电子（线控制动业务）收入增速52%；威海伯特利（轻量化国内产能）收入+7%；墨西哥工厂（轻量化海外产能）收入3.3亿（去年H1零收入）；万达（转向业务）收入同比-9%，故国内轻量化业务及转向业务拖累公司收入；25Q2归母净利润2.52亿元，同环比+2%/-7%，低于预期；分子公司，25H1伯特利电子/威海伯特利/万达净利率分别同比+1%/-1%/-6%，墨西哥公司净利润0.2亿元转正（24年亏损1.2亿元），万达的利润成为主要拖累项

表：伯特利25Q2核心财务指标拆分（未特殊标注单位为亿元，毛利率/销售净利率和费用率同环比单位为pct）

单位：亿元	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
营业收入	18.60	21.11	26.07	33.58	26.38	25.26	19.66%	-4.25%
毛利率	20.25%	20.75%	21.56%	20.86%	17.97%	19.19%	-1.56%	1.22%
费用	1.55	1.77	2.27	2.03	1.95	2.24	26.52%	14.63%
销售费用	0.10	0.07	0.25	-0.25	0.11	0.15	100.41%	35.91%
管理费用	0.47	0.54	0.60	0.76	0.67	0.68	25.45%	1.10%
研发费用	1.11	1.32	1.41	1.91	1.29	1.57	19.09%	22.47%
财务费用	-0.12	-0.17	0.00	-0.38	-0.12	-0.17	/	/
费用率	8.84%	9.03%	8.71%	6.05%	7.39%	8.85%	-0.19%	1.46%
销售费用率	1.02%	1.01%	0.95%	-0.75%	0.41%	0.58%	-0.43%	0.17%
管理费用率	2.52%	2.57%	2.32%	2.25%	2.55%	2.69%	0.12%	0.14%
研发费用率	5.96%	6.26%	5.42%	5.69%	4.87%	6.23%	-0.03%	1.36%
财务费用率	-0.66%	-0.81%	0.02%	-1.14%	-0.45%	-0.66%	0.15%	-0.22%
归母净利润	2.10	2.48	3.21	4.31	2.70	2.52	1.80%	-6.80%
归母净利润率	11.29%	11.73%	12.30%	12.83%	10.25%	9.98%	-1.75%	-0.27%
扣非后归母净利润	1.92	2.30	2.87	4.04	2.66	2.43	5.84%	-8.40%
扣非后归母净利润率	10.31%	10.90%	11.02%	12.03%	10.07%	9.64%	-1.26%	-0.44%

- ◆ **风险提示：** 国内外需求不及预期，消费者对智能化的需求不及预期

- **25Q2传统检测业务收入略降，业绩略低预期：** Q2单季营收10.2亿元，同环比-10.15%/+15.35%，2025Q2,公司检测业务收入9.22亿元，同环比-1.28%/+16.12%，占公司总营收比重90.08%，同环比+7.00pct/+0.60pct；其中，25H1新能源及智能网联检测业务收入3.1亿元，同比+23%，增速显著跑赢传统检测业务。25Q2归母净利润2.3亿元，同环比-2.84%/+29.43%。

表：中国汽研25Q2核心财务指标拆分（未特殊标注单位为亿元，毛利率/销售净利率和费用率同环比单位为pct）

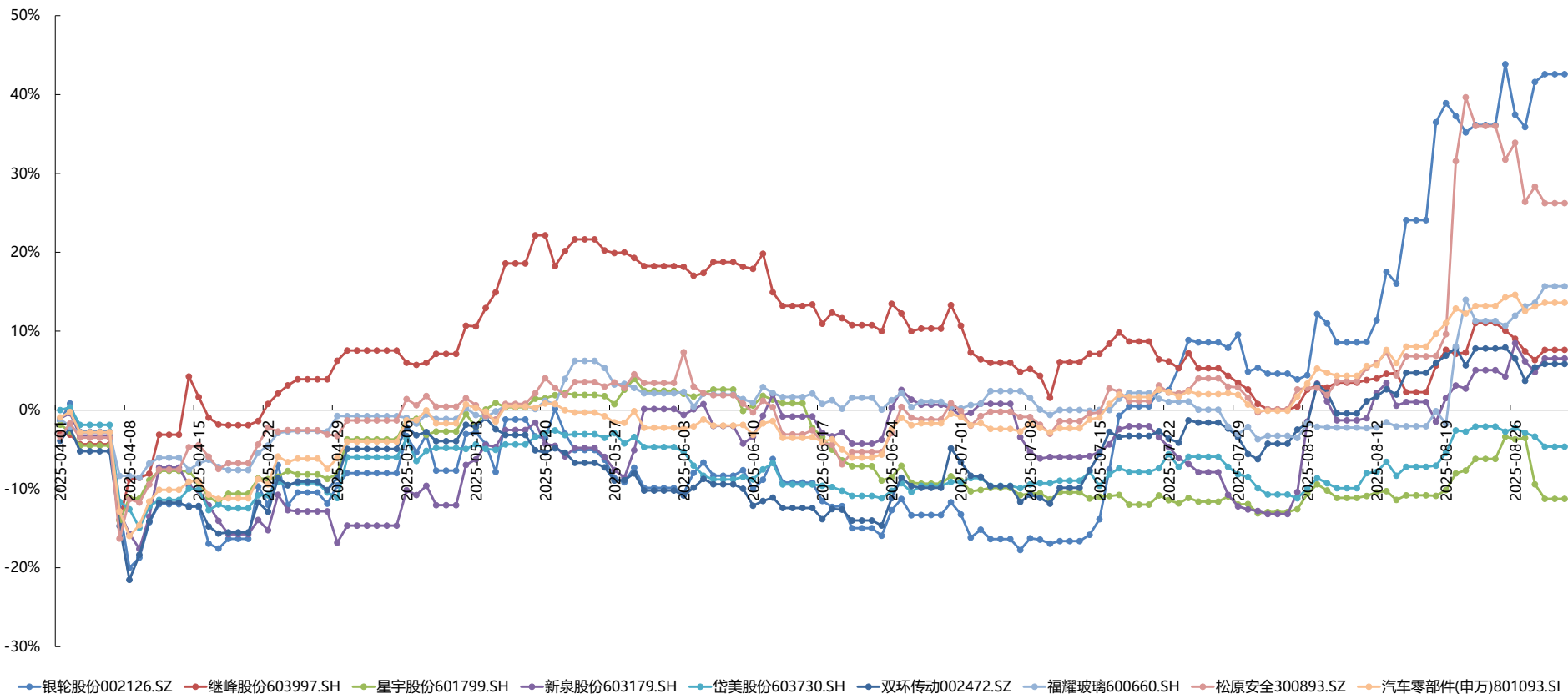
单位：亿元	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
营业收入	8.61	11.39	10.47	16.49	8.87	10.24	-10.15%	15.35%
汽车技术服务业务	6.92	9.34	9.65	15.34	7.94	9.22	-1.28%	16.12%
汽车技术服务业务占比	80.3%	82.0%	92.2%	93.0%	89.5%	90.1%	8.09%	0.60%
其中：新能源及智能网联业务	2.52		4.90		3.10		22.85%	
专用汽车改装与销售	2.06		0.05		0.65		-68.53%	
轨道交通及零部件	0.25		0.36		0.50		99.84%	
汽车燃气系统及关键零部件	1.42		1.21		0.80		-43.54%	
毛利率	39.62%	41.33%	45.29%	48.81%	45.58%	45.19%	3.87%	-0.39%
汽车技术服务业务	47.11%		49.26%		48.42%		1.31%	
其中：新能源及智能网联业务	41.71%		50.64%		45.82%		4.11%	
专用汽车改装与销售	4.37%		-57.47%		8.10%		3.73%	
轨道交通及零部件	42.40%		16.83%		32.89%		-9.51%	
汽车燃气系统及关键零部件	18.05%		18.20%		18.21%		0.16%	
费用	1.37	1.61	1.68	3.92	1.47	1.72	6.57%	17.01%
销售费用	0.31	0.35	0.33	0.86	0.26	0.35	-2.56%	33.27%
管理费用	0.64	0.72	0.70	1.92	0.63	0.74	2.14%	17.45%
研发费用	0.45	0.55	0.65	1.13	0.58	0.60	9.32%	4.20%
财务费用	-0.03	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.03	/	/
费用率	15.87%	14.15%	16.05%	23.76%	16.54%	16.78%	2.63%	0.24%
销售费用率	3.56%	3.11%	3.18%	5.22%	2.92%	3.37%	0.26%	0.45%
管理费用率	7.45%	6.35%	6.66%	11.67%	7.09%	7.22%	0.87%	0.13%
研发费用率	5.24%	4.85%	6.18%	6.84%	6.53%	5.90%	1.05%	-0.63%
财务费用率	-0.39%	-0.16%	0.04%	0.03%	0.00%	0.29%	0.45%	0.29%
归母净利润	1.64	2.37	2.69	2.38	1.78	2.31	-2.84%	29.43%
归母净利率	19.0%	20.8%	25.7%	14.4%	20.1%	22.5%	1.69%	2.45%
扣非后归母净利润	1.53	2.24	2.28	2.63	1.66	2.24	-0.28%	34.94%
扣非归母净利率	17.7%	19.7%	21.8%	16.0%	18.7%	21.9%	2.16%	3.17%

◆ **风险提示：** 国内外需求不及预期，消费者对智能化的需求不及预期

2.2 三好赛道2025Q2复盘

- ◆ 针对汽车零部件三好赛道板块，我们选取8家零部件企业进行重点分析。包括2家内饰类：岱美股份、新泉股份；1家车灯类：星宇股份；1家座椅类：继峰股份；1家汽车玻璃类：福耀玻璃；1家热管理类：银轮股份；1家传动类：双环传动；1家被动安全类：松原股份。
- ◆ 以2025/04/01-2025/08/31股价来看，汽零指数整体上涨13.61%。其中，股价表现跑赢行业的公司有：银轮股份、福耀玻璃、松原安全。

图：2025/04/01-2025/08/31申万汽车零部件指数以及三好赛道重点公司收盘价涨跌幅（相较于2025年3月31日）



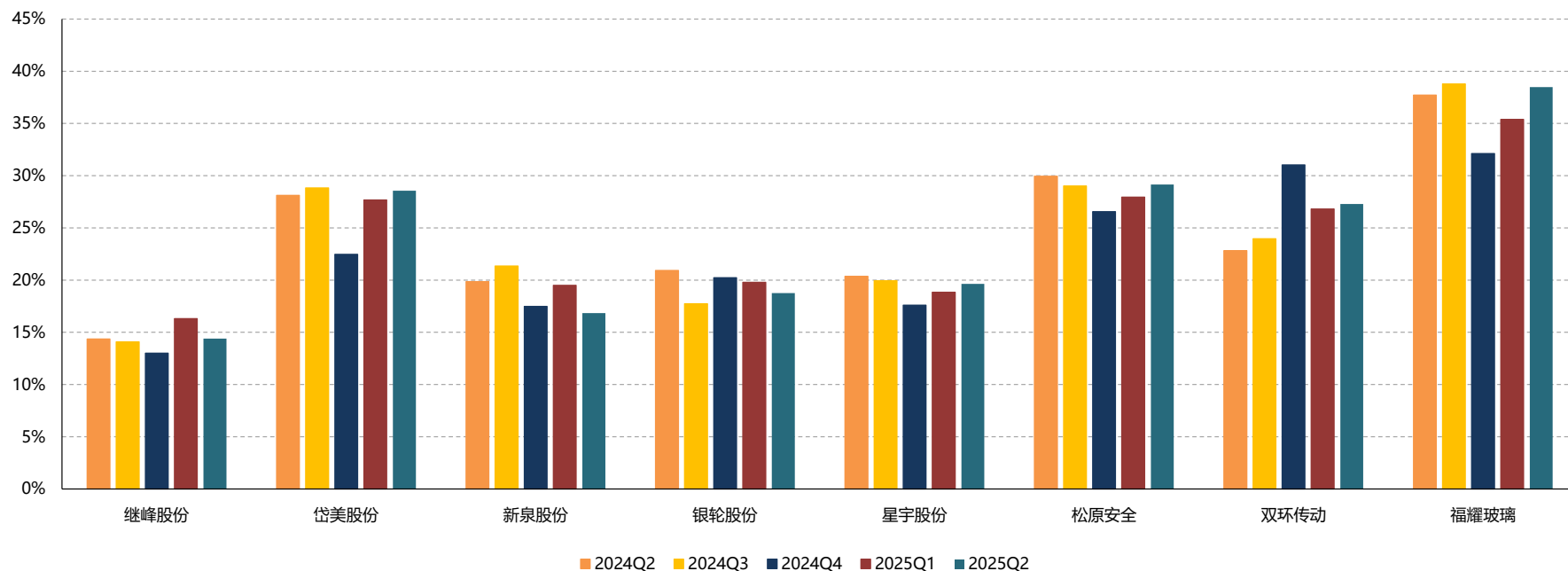
◆ **国产替代加速/新产品拓展/核心客户放量驱动营业收入持续增长。**行业层面，2025Q2国内乘用车行业批发销量700.18万辆，环比增长10.99%；国内新能源乘用车行业批发销量359.89万辆，环比增长26.41%。重点车企方面，特斯拉受益于焕新版Model Y产能爬坡，2025Q2全球交付量38.41万辆，环比增长14.32%；赛力斯受益于问界M8上市+问界M9改款放量，实现批发销量11.07万辆，环比大幅增长122.74%；蔚来、理想销量环比同样有不错增速；吉利、奇瑞销量则环比保持稳定。

表：重点覆盖标的营收指标及核心客户销量变化

营收（亿元）/ 批发销量（万辆）	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q2环比
继峰股份	52.87	57.19	59.00	53.49	50.37	54.86	8.91%
岱美股份	15.89	16.96	15.19	15.73	15.93	15.82	-0.68%
cybertruck产量	0.22	0.54	1.24	1.20	1.59	1.21	-23.90%
Rivian产量	1.61	1.13	1.62	1.12	1.36	1.08	-20.59%
新泉股份	30.47	31.17	34.41	36.59	35.19	39.40	11.97%
特斯拉全球交付	38.68	44.40	46.29	49.56	33.60	38.41	14.32%
特斯拉上海工厂	22.09	20.57	24.91	24.09	17.28	19.17	10.94%
吉利汽车	47.57	48.00	53.40	68.69	70.38	70.39	0.01%
奇瑞汽车	51.03	54.74	63.07	82.68	60.01	61.38	2.28%
理想	8.04	10.86	15.28	15.87	9.29	11.11	19.59%
银轮股份	29.69	31.82	30.54	34.97	34.16	37.51	9.81%
国内新能源乘用车	195.06	266.57	322.90	432.20	284.69	359.89	26.41%
国内重卡	27.24	23.18	17.85	21.90	26.50	26.84	1.28%
特斯拉上海工厂	22.09	20.57	24.91	24.09	17.28	19.17	10.94%
星宇股份	24.12	33.04	35.09	40.27	30.95	36.63	18.36%
一汽大众	40.01	35.45	37.78	46.86	38.08	36.57	-3.97%
奇瑞汽车	51.03	54.74	63.07	82.68	60.01	61.38	2.28%
一汽丰田	13.47	17.39	20.69	26.25	15.80	21.58	36.58%
一汽红旗	10.05	10.11	11.10	9.97	10.99	11.57	5.28%
蔚来汽车	3.01	5.74	6.19	7.27	4.20	7.21	71.67%
理想汽车	8.04	10.86	15.28	15.87	9.29	11.11	19.59%
赛力斯	9.97	11.14	12.40	11.91	4.97	11.07	122.74%
松原安全	3.68	4.35	5.07	6.61	5.36	6.12	14.30%
吉利汽车	47.57	48.00	53.40	68.69	70.38	70.39	0.01%
奇瑞汽车	51.03	54.74	63.07	82.68	60.01	61.38	2.28%
双环传动	20.75	22.48	24.20	20.39	20.65	21.64	4.82%
国内新能源乘用车	195.06	266.57	322.90	432.20	284.69	359.89	26.41%
国内重卡	27.24	23.18	17.85	21.90	26.50	26.84	1.28%
福耀玻璃	88.36	95.04	99.74	109.38	99.10	115.37	16.42%
国内狭义乘用车	563.34	618.49	663.03	874.95	630.85	700.18	10.99%
北美汽车销量	467.53	512.18	487.69	522.03	484.04	521.68	7.78%
欧洲乘用车注册量	339.39	348.48	289.91	318.81	338.14	343.41	1.56%

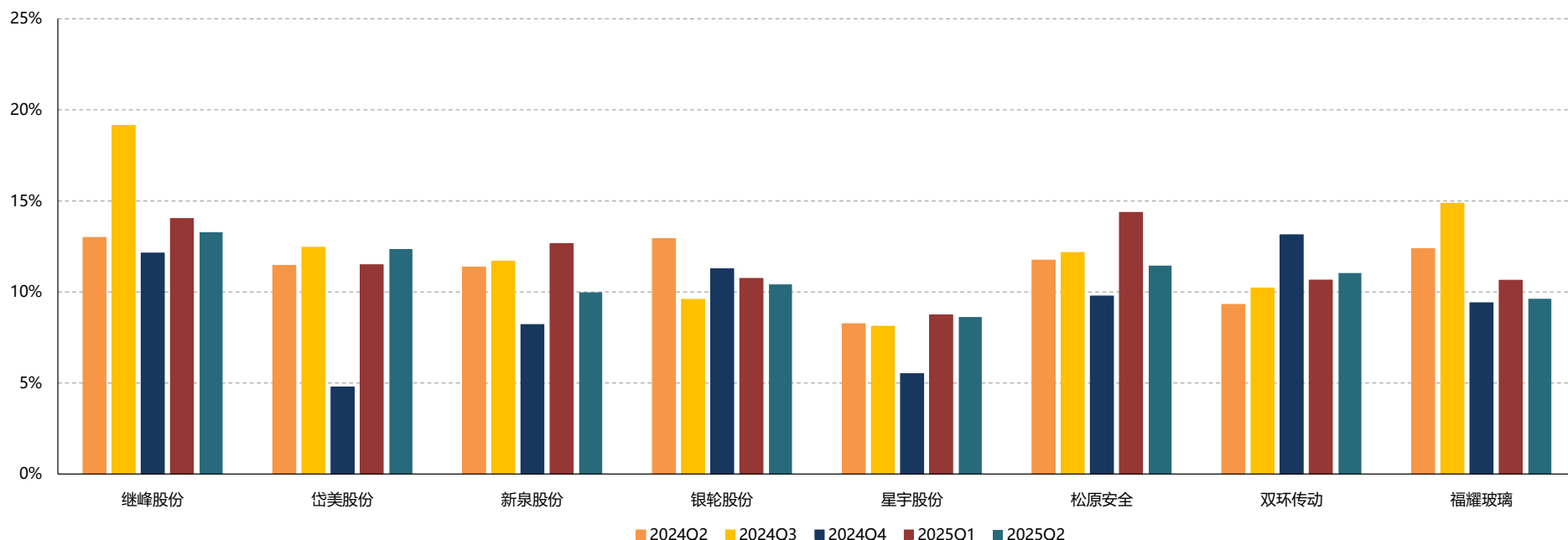
- ◆ 2025Q2零部件公司毛利率整体稳定，但存在分化。
- **2025Q2毛利率环比提升较大：**松原安全（安全带和方向盘毛利率二季度环比提升）；福耀玻璃（收入增长，产能利用率提升带来的规模效应）；岱美股份（客户提价逐步体现+一季度春节影响毛利率本身处于较低水平）；星宇股份（收入增长带来的规模效应+公司持续推进降本增效工作）。
- **2025Q2毛利率环比下降较大：**继峰股份（部分地区营收环比下降+客户结构变化）；新泉股份（下游客户降价）；银轮股份（关税影响+下游客户降价）。

图：重点覆盖标的2025Q2毛利率变化情况



- ◆ 严控费用+收入增长+汇兑收益影响，大部分零部件公司2025Q2期间费用率环比下降。
- 2025Q2费用率环比提升较大：岱美股份（管理/研发/财务费用率环比分别+0.41/+0.25/+0.22个百分点）。
- 2025Q2费用率环比下降较大：新泉股份（严控费用+收入增长+汇兑收益）；福耀玻璃（收入增长+汇兑收益）；松原安全（严控费用+收入增长）。

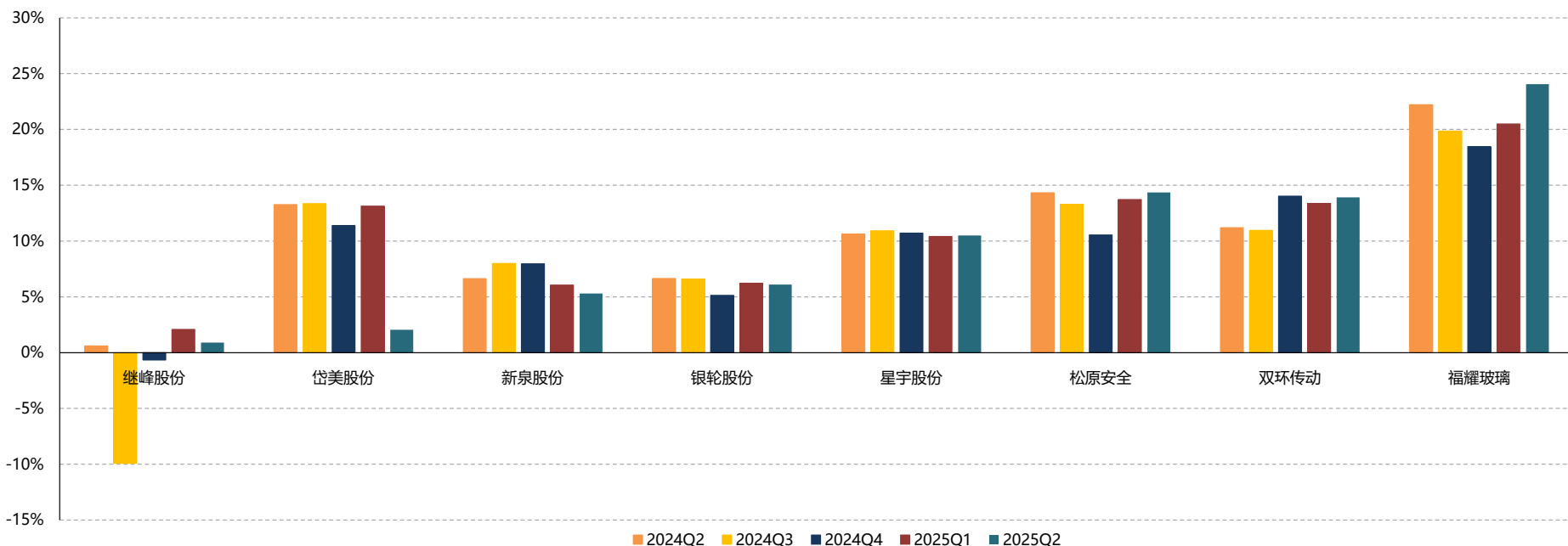
图：重点覆盖标的2025Q2期间费用率变化情况



◆ 重点覆盖零部件公司2025Q2归母净利率变化趋势分化。

- **2025Q2归母净利率环比提升较大：**福耀玻璃（毛利率环比大幅提升+费用率环比下降）。
- **2025Q2归母净利率环比下降较大：**继峰股份（海外盈利下滑+座椅业务亏损）；岱美股份（偶发因素影响，岱美墨西哥厂房发生意外火灾，产生较大营业外支出）；新泉股份（毛利率环比下滑+减值损失）。

图：重点覆盖标的2025Q2归母净利率变化情况



表：重点覆盖标的核心点评

分类	标的	核心点评内容
车灯	星宇股份	2025Q2业绩符合预期，毛利率水平环比改善。营收端，2025Q2单季度公司实现营业收入36.63亿元，环比增长18.36%。从主要下游2025Q2表现来看：一汽大众批发36.57万辆，环比下降3.97%；一汽红旗批发11.57万辆，环比微增5.28%；一汽丰田批发21.58万辆，环比增长36.58%；东风日产批发13.18万辆，环比增长8.93%；奇瑞汽车批发61.38万辆，环比微增2.28%；蔚来汽车批发7.21万辆，环比增长71.67%；理想汽车批发11.11万辆，环比增长19.59%；赛力斯批发11.07万辆，环比增长122.74%。毛利率方面，公司2025Q2单季度毛利率19.64%，环比提升0.81个百分点，预计主要系收入增长带来的规模效应+公司持续推进降本增效工作。期间费用方面，公司2025Q2单季度期间费用率为8.62%，环比下降0.11个百分点，主要系财务费用率环比下降0.44个百分点所致。归母净利润方面，公司2025Q2单季度实现归母净利润3.84亿元，环比增长19.31%；对应归母净利率10.49%，环比提升0.08个百分点。
座椅	继峰股份	2025Q2业绩基本符合预期，乘用车座椅持续放量。营收端，公司2025Q2实现营业收入54.86亿元，同比下降4.08%，环比增长8.91%。营收端的同比下滑预计主要系公司去年三季度完成了美国TMD公司的剥离出表。毛利率方面，公司2025Q2综合毛利率为14.39%，同比提升0.02个百分点，环比下降1.93个百分点。期间费用方面，公司2025Q2期间费用率为13.28%，环比下降0.75个百分点，主要系财务费用率环比下降0.73个百分点。归母净利润方面，公司2025Q2实现归母净利润0.49亿元，同比增长45.06%，环比下降52.68%。分业务及主体来看：格拉默方面，2025H1格拉默实现营业收入76.01亿元，同比下降11.89%，主要系美国TMD公司去年下半年出售所致；实现归母净利润0.93亿元，同比扭亏为盈，主要系格拉默持续推进各项降本增效措施。乘用车座椅业务方面，2025H1公司乘用车座椅业务实现营收19.84亿元，同比增长121%；实现归母净利润-0.63亿元，同比亏损稍有扩大，主要系研发费用及工厂端前置费用较高所致。
内饰	岱美股份	2025Q2偶发因素拖累归母净利润，毛利率环比实现提升。营收端，2025Q2单季度公司实现营业收入15.82亿元，环比下降0.68%，预计公司收入环比下降主要受北美新能源客户销量环比下滑影响。毛利率方面，公司2025Q2单季度毛利率为28.56%，环比提升0.88个百分点。期间费用方面，公司2025Q2期间费用率为12.36%，环比提升0.86个百分点，主要系管理/研发/财务费用率环比分别+0.41/+0.25/+0.22个百分点。营业外支出方面，公司子公司岱美墨西哥一处厂房于2025年5月发生意外火灾事故，导致厂房、部分设备及存货受损，产生营业外支出2.42亿元，此偶发性因素对公司2025Q2单季度业绩产生较大拖累（此次意外火灾损失在保险理赔范围内，后续理赔金额将覆盖实际损失金额）。归母净利润方面，公司2025Q2归母净利润为0.32亿元，环比下降84.53%；对应归母净利率2.04%，环比下降11.08个百分点；扣非归母净利润为1.96亿元，环比微降4.88%；对应扣非后归母净利率12.39%，环比微降0.55个百分点。
	新泉股份	2025Q2业绩低于预期，毛利率水平短期承压。营收端，2025Q2单季度公司实现营业收入39.40亿元，环比增长11.97%。从主要下游客户2025Q2表现来看：特斯拉全球交付38.41万辆，环比增长14.32%；吉利汽车批发70.39万辆，环比基本持平；奇瑞汽车批发61.38万辆，环比微增2.28%；理想汽车批发11.11万辆，环比增长19.59%。毛利率方面，公司2025Q2单季度毛利率16.84%，环比下降2.66个百分点，预计主要系下游客户降价所致。期间费用方面，公司2025Q2单季度期间费用率9.98%，环比下降2.67个百分点；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为0.62%/5.10%/4.33%/-0.07%，环比分别-0.02/-1.58/-0.42/-0.66个百分点。归母净利润方面，公司2025Q2实现归母净利润2.09亿元，同比增长1.19%，环比下降2.02%；对应归母净利率5.30%，同比下降1.32个百分点，环比下降0.76个百分点。

表：重点覆盖标的核心点评

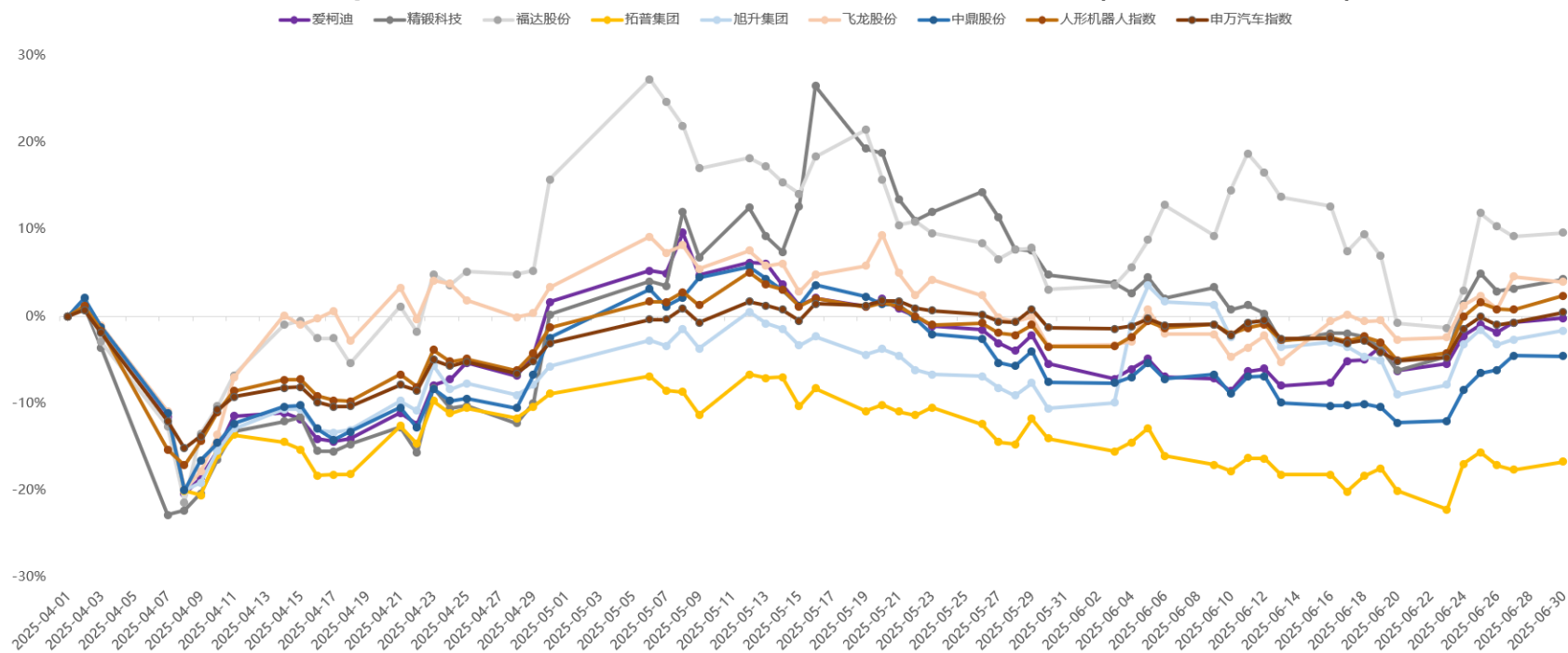
分类	标的	核心点评内容
热管理	银轮股份	2025Q2业绩符合预期，毛利率环比稍有下滑。营收端，公司2025Q2单季度实现营业收入37.51亿元，环比增长9.81%。从主要下游2025Q2表现来看：国内重卡销量26.84万辆，环比微增1.28%；狭义新能源乘用车批发359.89万辆，环比增长25.01%；乘用车行业批发700.18万辆，环比增长10.99%。毛利率方面，公司2025Q2单季度毛利率18.75%，环比下降1.03个百分点，稍有承压。期间费用方面，公司2025Q2期间费用率为10.42%，环比下降0.33个百分点；其中，主要系管理费用率和研发费用率环比下降0.36和0.27个百分点。归母净利润方面，公司2025Q2单季度实现归母净利润2.29亿元，环比增长7.79%；对应归母净利率6.10%，环比微降0.11个百分点。
传动类	双环传动	2025Q2业绩符合预期，毛利率环比实现提升。营收端，公司2025Q2单季度实现营业收入21.64亿元，环比增长4.82%。从主要下游2025Q2表现来看：1、国内狭义新能源乘用车批发359.89万辆，环比增长25.01%；其中A0级及以上纯电动批发178.31万辆，环比增长32.59%，插电混动批发134.63万辆，环比增长16.13%。2、国内重卡批发26.84万辆，环比小幅增长1.28%。毛利率方面，公司2025Q2单季度毛利率为27.29%，环比提升0.47个百分点。期间费用方面，公司2025Q2单季度期间费用率为11.04%，环比提升0.40个百分点；其中，2025Q2销售/管理/研发/财务费用率分别为1.17%/3.87%/5.87%/0.12%，环比分别+0.17/+0.11/+0.43/-0.32个百分点。归母净利润方面，公司2025Q2单季度实现归母净利润3.01亿元，环比增长9.11%；对应归母净利率13.91%，环比提升0.55个百分点。
玻璃	福耀玻璃	公司2025Q2业绩超预期，毛利率环比显著提升。营收端，2025Q2单季度公司实现营业收入115.37亿元，同比增长21.39%，环比增长16.42%。公司营收同比增速持续跑赢全球汽车行业，体现出公司作为全球汽车玻璃龙头企业的强大竞争优势和虹吸效应。毛利率方面，公司2025Q2单季度毛利率为38.49%，环比大幅提升3.08个百分点，提升明显，预计主要系公司产能利用率提升带来的规模效应+公司持续推进降本增效措施。期间费用方面，公司2025Q2单季度期间费用率为9.63%，环比下降1.01个百分点，主要系汇兑收益导致财务费用率环比下降所致。归母净利润方面，公司2025Q2单季度归母净利润为27.75亿元，环比增长36.72%；对应归母净利率24.05%，环比大幅提升3.57个百分点。
被动安全	松原股份	2025Q2业绩符合预期，毛利率环比改善明显。营收端，公司2025Q2实现营业收入6.12亿元，同比增长40.77%，环比增长14.30%。主要下游客户2025Q2表现情况：奇瑞汽车批发61.38万辆，环比增长2.28%；吉利汽车批发70.54万辆，环比增长0.23%；上通五菱批发40.03万辆，环比增长13.40%；长城汽车批发31.30万辆，环比增长21.88%。毛利率方面，公司2025Q2综合毛利率29.15%，环比提升1.21个百分点，预计主要系公司收入增长带来的规模效益+持续推进降本增效所致。期间费用方面，公司2025Q2期间费用率为11.45%，环比下降2.91个百分点，主要系公司二季度管理费用率和研发费用率环比分别下降1.31个百分点和1.72个百分点。归母净利润方面，公司2025Q2实现归母净利润0.88亿元，环比增长19.52%；对应归母净利率14.35%，环比提升0.63个百分点。

2.3 机器人板块复盘

股价复盘：Q1机器人概念走强后的后续动力需要细分赛道alpha+个股业绩alpha的双重作用

- 针对机器人板块，我们选取7家零部件企业进行重点分析：爱柯迪（轻量化零部件）、旭升集团（轻量化结构件）、精锻科技（减速器）、福达股份（减速器）、中鼎股份（本体）、拓普集团（总成）、飞龙股份（热管理）。
- 以始末股价来看，25Q2汽零指数整体下跌0.3%、人形机器人指数整体下跌0.5%。Q2初由于关税+情绪双重因素导致大盘直线下跌，后市场回归理性。其中，股价表现跑赢汽零+人形机器人大盘的公司有精锻科技、福达股份、飞龙股份：1) 福达股份行情来源于Q1业绩超预期+减速器概念的alpha；2) 精锻科技行情来源于机器人大盘回暖+减速器概念的alpha；3) 飞龙股份行情源于关税影响下，公司敞口不大处于低估值阶段。
- 具体来看：爱柯迪/精锻科技/福达股份/拓普集团/旭升集团/飞龙股份/中鼎股份Q2涨跌幅分别为-0.2%/+4.2%/+9.6%/-16.8%/-1.7%/+3.9%/-4.6%。较人形机器人指数超额涨跌幅分别为-2.5%/+1.9%/+7.3%/-19.1%/-4.0%/+1.6%/-6.9%。

图：25Q2申万汽车零部件指数+人形机器人指数以及重点企业收盘价涨跌幅（相较于2025年3月31日）



- 覆盖标的整体：2025Q2同比+5.13%，环比+10.10%。
- 由于当前大部分汽配企业暂无体现在报表上的机器人业绩，行业整体变化依然与乘用车下游需求相关。从乘用车角度看，覆盖标的营收同环比的提升与下游产量同环比的提升基本一致。
- 25Q2营收表现较好的有爱柯迪、拓普集团、福达股份，同/环比小幅增长的有中鼎股份与旭升集团；同/环比均下降的为精锻科技、飞龙股份。
- 25Q2业绩的变动主要为结构性因素，自主供应链短期承压：精锻科技、飞龙股份过去客户结构以燃油车为主，近年来受新能源冲击影响较大，处新能源转型中期，故而业绩小幅负增长；福达股份主要受益于混动车型放量带来的新能源曲轴需求量提升；爱柯迪主要受益于欧洲市场的良好表现；拓普集团受益于产品矩阵的完善和Tier 0.5的定位，与下游需求一致。

表：重点覆盖标的营收指标和Q2同/环比变化

营业收入/亿元	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
机器人公司合计	161.56	167.86	168.37	154.27	169.85	5.13%	10.10%
爱柯迪	16.07	17.25	17.72	16.66	17.84	11.01%	7.12%
精锻科技	5.03	4.60	5.58	5.12	4.74	-5.75%	-7.42%
福达股份	3.99	3.91	5.38	4.71	4.66	16.83%	-1.14%
拓普集团	65.34	71.30	72.48	57.68	71.67	9.69%	24.26%
旭升集团	10.10	11.25	11.35	10.46	10.50	3.89%	0.29%
飞龙股份	11.26	11.29	12.28	11.10	10.52	-6.61%	-5.20%
中鼎股份	49.77	48.26	43.59	48.54	49.92	0.31%	2.84%
乘用车产量（万辆）	627.63	675.34	882.12	651.07	701.01	11.69%	7.67%

- **覆盖标的整体：25Q2毛利率同/环比平均+2.48pct/+0.73pct；25Q2归母净利率同/环比平均+0.99pct/+0.12pct；25Q2扣非归母净利率同/环比平均+1.25pct/+0.03pct。**
- 25Q2盈利能力同/环比表现均较好的有**爱柯迪（新项目量产+汇兑收益增加）、福达股份（规模效应）、中鼎股份；飞龙股份**毛利率同环比提升、净利率同比提升环比下降；**旭升集团**盈利能力同比略有波动，环比提升明显；**精锻科技**受所得税和费用率影响25Q2盈利能力下滑较多，但所得税影响为短暂性因素；**拓普集团**盈利能力同比下滑，环比变动较小，主要受年降影响。

表：重点覆盖标的的盈利能力指标和Q2同/环比变化

		2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比 (pct)	Q2环比 (pct)
毛利率	机器人公司平均	22.46%	23.86%	22.28%	24.21%	24.94%	2.48%	0.73%
	爱柯迪	27.66%	29.75%	23.72%	28.73%	29.74%	2.08%	1.01%
	精锻科技	23.83%	23.88%	22.74%	24.28%	24.78%	0.95%	0.50%
	福达股份	23.61%	26.01%	25.69%	27.12%	28.49%	4.88%	1.37%
	拓普集团	20.40%	20.88%	19.82%	19.89%	19.28%	-1.13%	-0.62%
	旭升集团	21.65%	18.22%	17.55%	20.80%	22.75%	1.10%	1.95%
	飞龙股份	18.04%	25.82%	21.89%	25.33%	25.72%	7.68%	0.40%
	中鼎股份	22.05%	22.45%	24.52%	23.32%	23.83%	1.78%	0.51%
归母净利率	机器人公司平均	9.90%	9.19%	8.50%	10.77%	10.89%	0.99%	0.12%
	爱柯迪	13.56%	16.93%	11.16%	15.45%	17.70%	4.14%	2.26%
	精锻科技	9.26%	4.89%	7.82%	7.84%	4.30%	-4.96%	-3.54%
	福达股份	10.52%	12.10%	11.99%	13.82%	17.41%	6.89%	3.59%
	拓普集团	12.41%	10.91%	10.58%	9.80%	10.18%	-2.23%	0.37%
	旭升集团	10.65%	5.17%	8.22%	9.14%	10.00%	-0.65%	0.86%
	飞龙股份	5.75%	7.34%	5.13%	11.05%	8.35%	2.59%	-2.71%
	中鼎股份	7.14%	6.96%	4.58%	8.29%	8.31%	1.17%	0.02%
扣非归母净利率	机器人公司平均	8.78%	8.43%	7.76%	10.00%	10.03%	1.25%	0.03%
	爱柯迪	12.24%	15.24%	11.19%	14.17%	17.75%	5.52%	3.58%
	精锻科技	6.44%	3.87%	4.89%	7.11%	1.88%	-4.56%	-5.23%
	福达股份	9.93%	11.64%	11.83%	13.91%	14.74%	4.80%	0.83%
	拓普集团	10.71%	10.20%	9.73%	8.44%	9.42%	-1.29%	0.98%
	旭升集团	9.52%	4.10%	6.51%	7.77%	9.11%	-0.41%	1.34%
	飞龙股份	5.77%	7.59%	7.28%	11.07%	9.02%	3.26%	-2.05%
	中鼎股份	6.83%	6.35%	2.91%	7.55%	8.28%	1.45%	0.73%

费用率：25Q2同环比变动不大

- 覆盖标的整体：25Q2销管研合计费用率同/环比平均微增。其中，爱柯迪/福达股份/中鼎股份销管研合计费用率同比降低、拓普集团环比降低；精锻科技费用率整体上升，进而影响了公司盈利能力。爱柯迪、旭升集团由于汇兑收益增加，财务费用同/环比降低显著。

表：重点覆盖标的费用率情况和Q2同/环比变化

		2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比 (pct)	Q2环比 (pct)
销售费用率	机器人公司平均	1.66%	2.08%	0.02%	1.15%	1.29%	-0.37%	0.14%
	爱柯迪	1.06%	1.18%	-0.29%	0.64%	0.65%	-0.41%	0.00%
	精锻科技	0.88%	0.97%	-0.18%	0.77%	0.28%	-0.60%	-0.49%
	福达股份	2.29%	4.33%	-2.22%	0.93%	1.12%	-1.17%	0.19%
	拓普集团	1.06%	1.13%	0.63%	1.19%	0.88%	-0.18%	-0.31%
	旭升集团	1.46%	0.83%	-1.17%	0.26%	0.38%	-1.08%	0.12%
	飞龙股份	2.23%	3.55%	1.81%	1.88%	3.40%	1.17%	1.52%
	中鼎股份	2.66%	2.60%	1.54%	2.37%	2.33%	-0.33%	-0.04%
管理费用率	机器人公司平均	4.80%	5.04%	6.07%	5.16%	5.57%	0.77%	0.40%
	爱柯迪	5.63%	6.77%	4.10%	5.98%	6.46%	0.83%	0.47%
	精锻科技	7.24%	6.93%	7.65%	6.77%	9.09%	1.85%	2.31%
	福达股份	4.39%	4.21%	6.90%	4.29%	4.65%	0.26%	0.36%
	拓普集团	2.40%	2.23%	2.05%	3.30%	2.62%	0.23%	-0.67%
	旭升集团	3.39%	3.50%	5.00%	4.65%	4.06%	0.67%	-0.60%
	飞龙股份	4.81%	5.92%	10.92%	5.64%	6.38%	1.57%	0.74%
	中鼎股份	5.76%	5.72%	5.89%	5.51%	5.71%	-0.05%	0.21%
研发费用率	机器人公司平均	5.33%	5.63%	4.72%	5.56%	5.54%	0.22%	-0.01%
	爱柯迪	5.68%	5.48%	4.47%	5.10%	4.77%	-0.91%	-0.33%
	精锻科技	6.72%	5.89%	6.13%	5.97%	6.66%	-0.06%	0.68%
	福达股份	5.62%	6.19%	5.53%	5.91%	5.49%	0.13%	-0.42%
	拓普集团	4.25%	4.58%	5.03%	5.93%	5.06%	0.81%	-0.87%
	旭升集团	4.95%	4.19%	3.25%	4.79%	5.63%	0.68%	0.84%
	飞龙股份	5.40%	8.41%	4.65%	6.15%	6.27%	0.88%	0.13%
	中鼎股份	4.66%	4.65%	3.98%	5.04%	4.91%	0.25%	-0.13%
财务费用率	机器人公司平均	0.94%	1.00%	0.68%	0.66%	-0.69%	-1.64%	-1.36%
	爱柯迪	0.62%	-1.82%	1.16%	-0.34%	-4.19%	-4.80%	-3.85%
	精锻科技	2.36%	4.26%	-0.46%	1.88%	2.81%	0.45%	0.94%
	福达股份	1.43%	1.38%	0.20%	1.54%	0.07%	-1.36%	-1.47%
	拓普集团	0.51%	0.63%	0.65%	0.10%	-0.21%	-0.71%	-0.30%
	旭升集团	1.43%	1.82%	2.39%	1.47%	-1.61%	-3.05%	-3.08%
	飞龙股份	-0.84%	-0.46%	-0.07%	-0.93%	-1.41%	-0.57%	-0.49%
	中鼎股份	1.10%	1.19%	0.87%	0.92%	-0.33%	-1.43%	-1.25%
销管研合计	机器人公司平均	11.79%	12.75%	10.81%	11.87%	12.40%	0.61%	0.53%
	爱柯迪	12.37%	13.43%	8.29%	11.73%	11.88%	0.49%	0.15%
	精锻科技	14.84%	13.79%	13.61%	13.52%	16.03%	1.18%	2.50%
	福达股份	12.29%	14.73%	10.21%	11.13%	11.26%	1.03%	0.14%
	拓普集团	7.71%	7.94%	7.71%	10.42%	8.57%	0.86%	1.85%
	旭升集团	9.80%	8.52%	7.07%	9.71%	10.07%	0.27%	0.36%
	飞龙股份	12.43%	17.89%	17.37%	13.67%	16.05%	3.62%	2.38%
	中鼎股份	13.08%	12.96%	11.42%	12.92%	12.96%	0.13%	0.04%

费用情况一览

费用 (亿元)		2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比 (%)	Q2环比 (%)
销售费用	机器人公司合计	2.72	2.97	1.04	2.26	2.37	-12.83%	4.85%
	爱柯迪	0.17	0.20	(0.05)	0.11	0.12	-32.30%	7.54%
	精锻科技	0.04	0.04	(0.01)	0.04	0.01	-69.95%	-66.37%
	福达股份	0.09	0.17	(0.12)	0.04	0.05	-42.76%	19.33%
	拓普集团	0.69	0.81	0.46	0.69	0.63	-9.14%	-7.87%
	旭升集团	0.15	0.09	(0.13)	0.03	0.04	-73.06%	44.46%
	飞龙股份	0.25	0.40	0.22	0.21	0.36	42.64%	71.21%
	中鼎股份	1.32	1.25	0.67	1.15	1.16	-12.05%	1.08%
管理费用	机器人公司合计	6.76	7.06	7.49	7.23	7.63	12.85%	5.49%
	爱柯迪	0.90	1.17	0.73	1.00	1.15	27.33%	15.62%
	精锻科技	0.36	0.32	0.43	0.35	0.43	18.31%	24.16%
	福达股份	0.17	0.16	0.37	0.20	0.22	23.87%	7.19%
	拓普集团	1.57	1.59	1.49	1.90	1.88	20.06%	-1.05%
	旭升集团	0.34	0.39	0.57	0.49	0.43	24.35%	-12.56%
	飞龙股份	0.54	0.67	1.34	0.63	0.67	23.97%	7.27%
	中鼎股份	2.87	2.76	2.57	2.67	2.85	-0.49%	6.69%
研发费用	机器人公司合计	7.68	8.39	7.75	8.49	8.76	13.98%	3.13%
	爱柯迪	0.91	0.95	0.79	0.85	0.85	-6.74%	0.24%
	精锻科技	0.34	0.27	0.34	0.31	0.32	-6.66%	3.18%
	福达股份	0.22	0.24	0.30	0.28	0.26	14.22%	-8.09%
	拓普集团	2.78	3.27	3.64	3.42	3.63	30.70%	6.05%
	旭升集团	0.50	0.47	0.37	0.50	0.59	18.26%	17.87%
	飞龙股份	0.61	0.95	0.57	0.68	0.66	8.54%	-3.26%
	中鼎股份	2.32	2.24	1.74	2.45	2.45	5.62%	0.26%
财务费用	机器人公司合计	1.20	1.11	1.30	0.67	(1.24)	-202.91%	-285.58%
	爱柯迪	0.10	(0.31)	0.20	(0.06)	(0.75)	-855.21%	-1211.68%
	精锻科技	0.12	0.20	(0.03)	0.10	0.13	12.27%	38.73%
	福达股份	0.06	0.05	0.01	0.07	0.00	-94.30%	-95.52%
	拓普集团	0.33	0.45	0.47	0.06	(0.15)	-144.42%	-358.36%
	旭升集团	0.14	0.21	0.27	0.15	(0.17)	-216.79%	-209.79%
	飞龙股份	(0.09)	(0.05)	(0.01)	(0.10)	(0.15)	56.93%	44.50%
	中鼎股份	0.55	0.58	0.38	0.45	(0.16)	-129.97%	-136.69%
销管研合计	机器人公司合计	17.17	18.42	16.28	17.98	18.76	9.28%	4.32%
	爱柯迪	1.99	2.32	1.47	1.95	2.12	6.57%	8.49%
	精锻科技	0.75	0.63	0.76	0.69	0.76	1.76%	9.72%
	福达股份	0.49	0.58	0.55	0.52	0.52	7.05%	0.09%
	拓普集团	5.04	5.66	5.59	6.01	6.14	21.89%	2.22%
	旭升集团	0.99	0.96	0.80	1.02	1.06	6.72%	4.01%
	飞龙股份	1.40	2.02	2.13	1.52	1.69	20.61%	11.34%
	中鼎股份	6.51	6.26	4.98	6.27	6.47	-0.66%	3.15%

- **25Q2业绩：**25Q2营收为17.84亿元，同比+11.01%/环比+7.12%；归母净利润3.16亿元，同比+44.95%/环比+22.77%；扣非归母净利为3.17亿元，同比+61.1%/环比+34.2%。
- **25Q2公司业绩主要受益于新项目的量产与海外市场（欧洲）的进一步放量，财务费用同比降低明显主要是由于公司Q2汇兑收益增加所致。**
- **盈利预测：**预计2025-2027年归母净利润分别为11.90/14.86/17.78亿元，同比分别+26.67%/+24.89%/+19.61%。
- **风险提示：**下游乘用车销量不及预期；铝压铸行业竞争加剧超预期；铝合金原材料价格上涨超预期；产能爬坡不达预期。

表：爱柯迪25Q2核心财务指标拆分，毛利率/销售净利率和费用率同/环比单位为pct

	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
营业收入（亿元）	16.07	17.25	17.72	16.66	17.84	11.01%	7.12%
营业成本（亿元）	11.63	12.12	13.52	11.87	12.53	7.82%	5.59%
毛利率	27.66%	29.75%	23.72%	28.73%	29.74%	2.08%	1.01%
销售费用（亿元）	0.17	0.20	(0.05)	0.11	0.12	-32.30%	7.54%
管理费用（亿元）	0.90	1.17	0.73	1.00	1.15	27.33%	15.62%
研发费用（亿元）	0.91	0.95	0.79	0.85	0.85	-6.74%	0.24%
财务费用（亿元）	0.10	(0.31)	0.20	(0.06)	(0.75)	-855.21%	-1211.68%
销售费用率	1.06%	1.18%	-0.29%	0.64%	0.65%	-0.41%	0.00%
管理费用率	5.63%	6.77%	4.10%	5.98%	6.46%	0.83%	0.47%
研发费用率	5.68%	5.48%	4.47%	5.10%	4.77%	-0.91%	-0.33%
财务费用率	0.62%	-1.82%	1.16%	-0.34%	-4.19%	-4.80%	-3.85%
归母净利润（亿元）	2.18	2.92	1.98	2.57	3.16	44.95%	22.77%
扣非归母净利润（亿元）	1.97	2.63	1.98	2.36	3.17	61.10%	34.20%
销售净利率	14.14%	17.34%	11.38%	15.63%	18.34%	4.20%	2.71%

- **25Q2业绩**：25Q2营收为4.74亿元，同/环比分别-5.75%/-7.42%；归母净利润为0.20亿元，同/环比分别-56.22%/-49.20%；扣非归母净利为0.09亿元，同/环比分别-72.50%/-75.53%。
- **25Q2公司业绩下滑**主要由管理费用增加、补缴企业所得税、子公司下游客户需求下滑三个因素共同引起。
- **盈利预测**：预计2025-2027年归母净利润分别为1.89/2.37/2.98亿元，同比分别+18.54%/+25.02%/+26.08%。
- **风险提示**：新能源渗透率不及预期；产能爬坡不及预期；新业务拓展不及预期。

表：精锻科技25Q2核心财务指标拆分，毛利率/销售净利率和费用率同/环比单位为pct

	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
营业收入 (亿元)	5.03	4.60	5.58	5.12	4.74	-5.75%	-7.42%
营业成本 (亿元)	3.83	3.50	4.31	3.88	3.57	-6.93%	-8.04%
毛利率	23.83%	23.88%	22.74%	24.28%	24.78%	0.95%	0.50%
销售费用 (亿元)	0.04	0.04	(0.01)	0.04	0.01	-69.95%	-66.37%
管理费用 (亿元)	0.36	0.32	0.43	0.35	0.43	18.31%	24.16%
研发费用 (亿元)	0.34	0.27	0.34	0.31	0.32	-6.66%	3.18%
财务费用 (亿元)	0.12	0.20	(0.03)	0.10	0.13	12.27%	38.73%
销售费用率	0.88%	0.97%	-0.18%	0.77%	0.28%	-0.60%	-0.49%
管理费用率	7.24%	6.93%	7.65%	6.77%	9.09%	1.85%	2.31%
研发费用率	6.72%	5.89%	6.13%	5.97%	6.66%	-0.06%	0.68%
财务费用率	2.36%	4.26%	-0.46%	1.88%	2.81%	0.45%	0.94%
归母净利润 (亿元)	0.47	0.23	0.44	0.40	0.20	-56.22%	-49.20%
扣非归母净利润 (亿元)	0.32	0.18	0.27	0.36	0.09	-72.50%	-75.53%
销售净利率	9.26%	4.86%	7.79%	7.86%	4.29%	-4.96%	-3.57%

- **25Q2业绩：**25Q2营收为4.66亿元，同/环比分别+16.83%/-1.14%；归母净利润为0.81亿元，同/环比分别+93.28/+24.54%；扣非归母净利为0.69亿元，同/环比分别+73.35%/+4.76%。
- **25Q2公司业绩高增主要由新能源曲轴产品放量、公司降本增效成果显著、合资公司25%股权转让（影响4800万元）等因素共同影响。**
- **盈利预测：**预计2025-2027年归母净利润分别为3.01/3.85/4.60亿元，同比分别+62.61%/+27.78%/+19.43%。
- **风险提示：**新能源混动车型销量不达预期；曲轴在建产能爬坡不达预期；新能源齿轮进度不达预期；机器人产业进度不达预期

表：福达股份25Q2核心财务指标拆分，毛利率/销售净利率和费用率同/环比单位为pct

	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
营业收入（亿元）	3.99	3.91	5.38	4.71	4.66	16.83%	-1.14%
营业成本（亿元）	3.05	2.89	3.99	3.43	3.33	9.37%	-3.00%
毛利率	23.61%	26.01%	25.69%	27.12%	28.49%	4.88%	1.37%
销售费用（亿元）	0.09	0.17	(0.12)	0.04	0.05	-42.76%	19.33%
管理费用（亿元）	0.17	0.16	0.37	0.20	0.22	23.87%	7.19%
研发费用（亿元）	0.22	0.24	0.30	0.28	0.26	14.22%	-8.09%
财务费用（亿元）	0.06	0.05	0.01	0.07	0.00	-94.30%	-95.52%
销售费用率	2.29%	4.33%	-2.22%	0.93%	1.12%	-1.17%	0.19%
管理费用率	4.39%	4.21%	6.90%	4.29%	4.65%	0.26%	0.36%
研发费用率	5.62%	6.19%	5.53%	5.91%	5.49%	-0.13%	-0.42%
财务费用率	1.43%	1.38%	0.20%	1.54%	0.07%	-1.36%	-1.47%
归母净利润（亿元）	0.42	0.47	0.64	0.65	0.81	93.28%	24.54%
扣非归母净利润（亿元）	0.40	0.45	0.64	0.66	0.69	73.35%	4.76%
销售净利率	10.52%	12.10%	11.99%	13.82%	17.41%	6.89%	3.59%

- **25Q2业绩：**25Q2营收为71.67亿元，同比+9.69%/环比+24.26%，归母净利润7.29亿元，同比-10.04%/环比+29.00%，扣非归母净利润为6.75亿元，同比-3.54%/环比+38.72%。
- **公司Q2业绩环比提升明显**主要与下游客户如赛力斯（同/环比分别+8.7%/137.3%）、比亚迪（同/环比分别+16.1%/14.4%）、理想（同比+2.3%/环比+19.61%）等大客户Q2销量环比的提升有关。
- **盈利预测：**预计2025-2027年归母净利润分别为33.58/43.12/56.52亿元，同比分别+11.93%/+28.40%/+31.07%。
- **风险提示：**客户效率不及预期；项目开拓不及预期；原材料价格波动

表：拓普集团25Q2核心财务指标拆分，毛利率/销售净利率和费用率同/环比单位为pct

	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
营业收入（亿元）	65.34	71.30	72.48	57.68	71.67	9.69%	24.26%
营业成本（亿元）	52.01	56.42	58.12	46.20	57.86	11.25%	25.22%
毛利率	20.40%	20.88%	19.82%	19.89%	19.28%	-1.13%	-0.62%
销售费用（亿元）	0.69	0.81	0.46	0.69	0.63	-9.14%	-7.87%
管理费用（亿元）	1.57	1.59	1.49	1.90	1.88	20.06%	-1.05%
研发费用（亿元）	2.78	3.27	3.64	3.42	3.63	30.70%	6.05%
财务费用（亿元）	0.33	0.45	0.47	0.06	(0.15)	-144.42%	-358.36%
销售费用率	1.06%	1.13%	0.63%	1.19%	0.88%	-0.18%	-0.31%
管理费用率	2.40%	2.23%	2.05%	3.30%	2.62%	0.23%	-0.67%
研发费用率	4.25%	4.58%	5.03%	5.93%	5.06%	0.81%	-0.87%
财务费用率	0.51%	0.63%	0.65%	0.10%	-0.21%	-0.71%	-0.30%
归母净利润（亿元）	8.11	7.78	7.67	5.65	7.29	-10.04%	29.00%
扣非归母净利润（亿元）	7.00	7.27	7.05	4.87	6.75	-3.54%	38.72%
销售净利率	12.45%	10.96%	10.50%	9.81%	10.18%	-2.27%	0.37%

- **25Q2业绩**：25Q2公司收入10.50亿元，同比+3.89%/环比+0.29%；归母净利润1.05亿元，同比-2.41%/环比+9.77%；扣非归母净利润为0.96亿元，同比-0.57%/环比+17.64%。
- **公司业绩波动与下游大客户销量波动具有一定关联**：特斯拉Q2销量同/环比分别-13.48%/+14.09%，财务费用大幅降低主要系公司汇兑收益增加所致。
- **盈利预测**：预计2025-2027年归母净利润分别为5.00/6.05/7.50亿元，同比分别+20.09%/+21.07%/+23.89%。
- **风险提示**：下游乘用车行业销量不及预期；行业竞争加剧超预期；原材料价格上涨超预期；新兴产业进展不达预期。

表：旭升集团25Q2核心财务指标拆分，毛利率/销售净利率和费用率同/环比单位为pct

	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
营业收入 (亿元)	10.10	11.25	11.35	10.46	10.50	3.89%	0.29%
营业成本 (亿元)	7.91	9.20	9.35	8.29	8.11	2.44%	2.17%
毛利率	21.65%	18.22%	17.55%	20.80%	22.75%	1.10%	1.95%
销售费用 (亿元)	0.15	0.09	(0.13)	0.03	0.04	-73.06%	44.46%
管理费用 (亿元)	0.34	0.39	0.57	0.49	0.43	24.35%	-12.56%
研发费用 (亿元)	0.50	0.47	0.37	0.50	0.59	18.26%	17.87%
财务费用 (亿元)	0.14	0.21	0.27	0.15	(0.17)	-216.79%	-209.79%
销售费用率	1.46%	0.83%	-1.17%	0.26%	0.38%	-1.08%	0.12%
管理费用率	3.39%	3.50%	5.00%	4.65%	4.06%	0.67%	-0.60%
研发费用率	4.95%	4.19%	3.25%	4.79%	5.63%	0.68%	0.84%
财务费用率	1.43%	1.82%	2.39%	1.47%	-1.61%	-3.05%	3.08%
归母净利润 (亿元)	1.08	0.58	0.93	0.96	1.05	-2.41%	9.77%
扣非归母净利润 (亿元)	0.96	0.46	0.74	0.81	0.96	-0.57%	17.64%
销售净利率	10.64%	4.97%	7.98%	9.14%	9.98%	-0.66%	0.83%

- **25Q2业绩：**25Q2公司收入10.52亿元，同比-6.61%/环比-5.20%；归母净利润0.88亿元，同比+35.48%/环比-28.41%；扣非归母净利润为0.95亿元，同比+46.12%/环比-22.74%。
- **公司25Q2营收同/环比下滑主要受燃油车市场需求疲软，但公司发动机热管理产品重要部件25H1毛利率同比提升6.11pct、发动机热管理节能减排部件25H1毛利率同比提升8.24pct，使得公司Q1利润同比实现提升。**
- **盈利预测：**预计2025-2027年归母净利润分别为4.55/6.31/7.89亿元，同比分别+37.95%/+38.73%/+25.03%。
- **风险提示：**新能源渗透率不达预期，非车业务进展不达预期，原材料价格上行风险。

表：飞龙股份25Q2核心财务指标拆分，毛利率/销售净利率和费用率同/环比单位为pct

	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
营业收入（亿元）	11.26	11.29	12.28	11.10	10.52	-6.61%	-5.20%
营业成本（亿元）	9.23	8.37	9.59	8.29	7.81	-15.37%	-5.70%
毛利率	18.04%	25.82%	21.89%	25.33%	25.72%	7.68%	0.40%
销售费用（亿元）	0.25	0.40	0.22	0.21	0.36	42.64%	71.21%
管理费用（亿元）	0.54	0.67	1.34	0.63	0.67	23.97%	7.27%
研发费用（亿元）	0.61	0.95	0.57	0.68	0.66	8.54%	-3.26%
财务费用（亿元）	(0.09)	(0.05)	(0.01)	(0.10)	(0.15)	-56.93%	-44.50%
销售费用率	2.23%	3.55%	1.81%	1.88%	3.40%	1.17%	1.52%
管理费用率	4.81%	5.92%	10.92%	5.64%	6.38%	1.57%	0.74%
研发费用率	5.40%	8.41%	4.65%	6.15%	6.27%	0.88%	0.13%
财务费用率	-0.84%	-0.46%	-0.07%	-0.93%	-1.41%	-0.57%	-0.49%
归母净利润（亿元）	0.65	0.83	0.63	1.23	0.88	35.48%	-28.41%
扣非归母净利润（亿元）	0.65	0.86	0.89	1.23	0.95	46.12%	-22.74%
销售净利率	5.85%	7.31%	5.03%	10.90%	7.98%	2.13%	-2.92%

- **25Q2业绩：**25Q2公司收入49.92亿元，同比+0.31%/环比+2.84%；归母净利润4.15亿元，同比+16.74%/环比+3.04%；扣非归母净利润为4.14亿元，同比+21.61%/环比+12.78%。
- **公司25Q2盈利能力增强的主要原因为智能底盘-轻量化毛利率同比+5.91pct、冷却系统毛利率同比+2.06pct、密封系统毛利率同比+1.89pct，在对冲空悬系统和橡胶业务盈利能力下滑的同时仍有充分动力带动公司业绩上行。**
- **盈利预测：**预计2025-2027年归母净利润分别为16.50/18.37/20.80亿元，同比分别+31.82%/+11.32%/+13.27%。
- **风险提示：**下游乘用车行业销量不及预期，空气悬挂推广进度不及预期，新兴产业拓展不及预期。

表：中鼎股份25Q2核心财务指标拆分，毛利率/销售净利率和费用率同/环比单位为pct

	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
营业收入（亿元）	49.77	48.26	43.59	48.54	49.92	0.31%	2.84%
营业成本（亿元）	38.80	37.42	32.90	37.22	38.03	-1.99%	2.17%
毛利率	22.05%	22.45%	24.52%	23.32%	23.83%	1.78%	0.51%
销售费用（亿元）	1.32	1.25	0.67	1.15	1.16	-12.05%	1.08%
管理费用（亿元）	2.87	2.76	2.57	2.67	2.85	-0.49%	6.69%
研发费用（亿元）	2.32	2.24	1.74	2.45	2.45	5.62%	0.26%
财务费用（亿元）	0.55	0.58	0.38	0.45	(0.16)	-129.97%	-136.69%
销售费用率	2.66%	2.60%	1.54%	2.37%	2.33%	-0.33%	-0.04%
管理费用率	5.76%	5.72%	5.89%	5.51%	5.71%	-0.05%	0.21%
研发费用率	4.66%	4.65%	3.98%	5.04%	4.91%	0.25%	-0.13%
财务费用率	1.10%	1.19%	0.87%	0.92%	-0.33%	-1.43%	-1.25%
归母净利润（亿元）	3.55	3.36	2.00	4.03	4.15	16.74%	3.04%
扣非归母净利润（亿元）	3.40	3.06	1.27	3.67	4.14	21.61%	12.78%
销售净利率	7.24%	7.02%	4.36%	8.22%	8.30%	1.06%	0.08%

三、重卡：销量上行，盈利分化

行业销量：25Q2行业内外销表现超预期亮眼

- 25Q2行业内外销表现均亮眼。25Q2行业批发销量27.4万，同比+18.3%。终端：25Q2略超预期，国四以旧换新政策Q2逐步落地，Q2终端销量20.1万，同比+21.4%。出口：25Q2超预期，25Q2出口同环比+5.2%/+9.9%，俄罗斯拖累下实现同环比增长，超预期。库存：季节性去库符合预期。25Q2去库0.8万台，符合季节性。

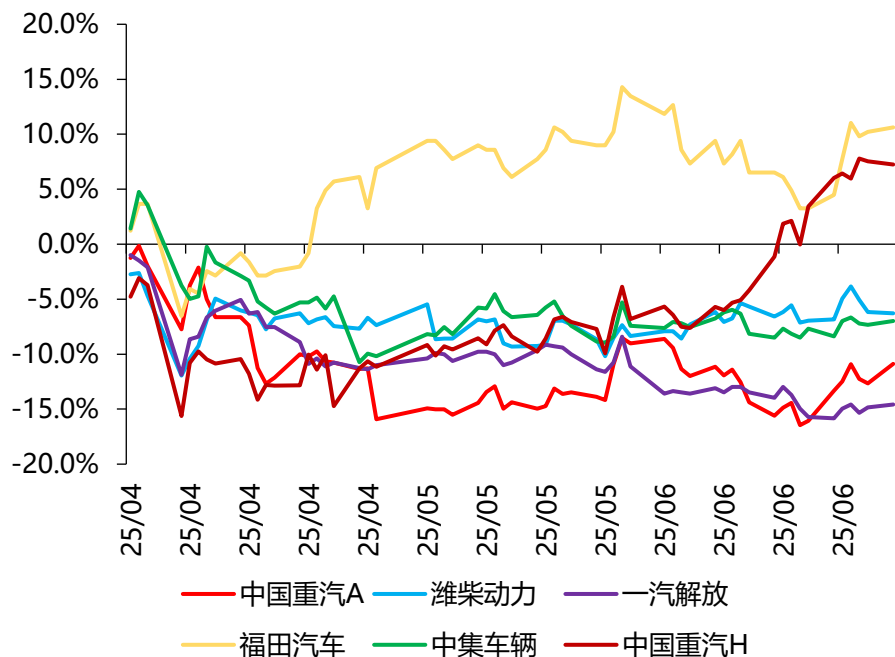
图：重卡行业销量表现（万辆）

	25M1	25M2	25M3	25M4	25M5	25M6	2025Q1	2025Q2
批发/万辆	7.2	8.1	11.1	8.8	8.9	9.8	26.5	27.4
Yoy	-25.6%	35.6%	-3.7%	6.5%	13.6%	37.1%	-2.8%	18.3%
Mom/Qoq	-14.3%	12.7%	37.0%	-21.4%	13%	10.2%	21.0%	3.5%
上险/万辆	3.4	4.8	7.2	6.9	6.3	6.9	15.4	20.1
Yoy	-0.9%	85.3%	-4.4%	5.9%	17.6%	47.0%	13.7%	21.4%
Mom/Qoq	-51.4%	42.9%	49.1%	-4.3%	-8.2%	9.7%	-10.2%	30.8%
其中：天然气重卡	0.8	1.8	2.2	1.7	1.4	1.3	4.7	4.4
Yoy	20.5%	84.5%	-26.2%	-35.2%	-33.6%	-16.8%	3.8%	-30.0%
Mom/Qoq	-19.7%	130.6%	22.2%	-21.0%	-18.3%	-3.5%	57.8%	-5.4%
天然气渗透率	22.8%	36.7%	30.1%	24.9%	22.1%	19.4%	30.6%	22.1%
其中：柴油类重卡	1.9	2.2	3.6	3.6	3.4	3.8	7.7	10.8
Yoy	-19.6%	52.0%	-11.0%	6.5%	25.0%	60.7%	-1.8%	27.6%
Mom/Qoq	-57.3%	18.2%	59.7%	0.3%	-5.1%	11.5%	-27.7%	39.9%
其中：电动重卡	0.7	0.8	1.4	1.6	1.5	1.8	2.9	4.8
Yoy	99.5%	298.8%	183.1%	257.7%	215.1%	168.4%	177.3%	207.4%
Mom/Qoq	-51.7%	14.0%	78.6%	9.4%	-4.2%	17.9%	-7.5%	64.6%
纯电渗透率	20.8%	16.6%	19.9%	22.7%	23.7%	25.5%	19.0%	24.0%
出口/万辆	2.4	2.3	2.8	2.6	2.7	2.9	7.4	8.1
Yoy	-7.9%	-6.1%	12.3%	0.8%	-6.4%	23.8%	-0.7%	5.2%
Mom/Qoq	4.3%	-5.9%	22.7%	-7.2%	3.5%	10.5%	7.5%	9.9%
渠道库存变动值	1.5	1.1	1.2	-0.7	-0.1	-0.1	3.7	-0.8

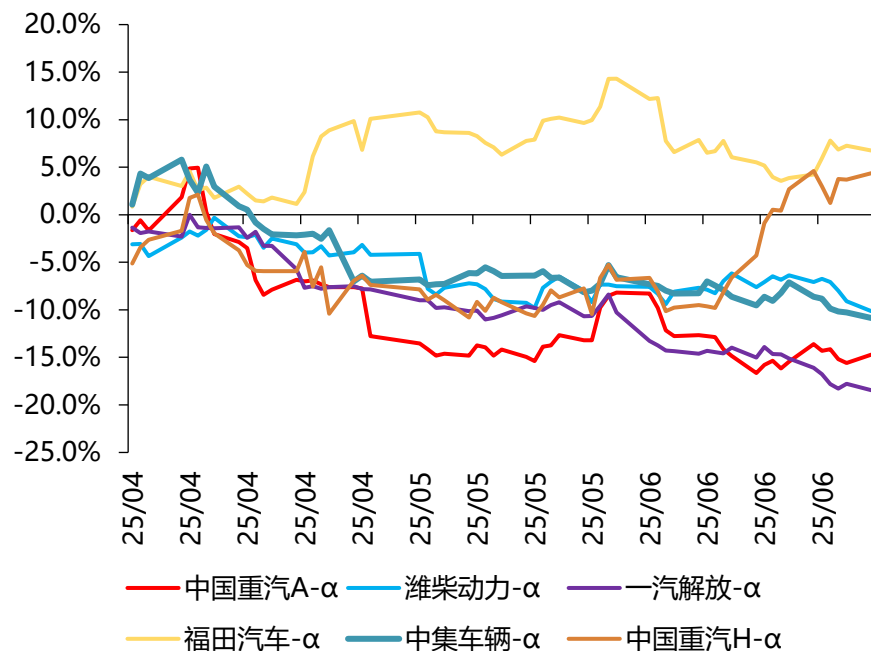
股价：25Q2涨跌幅普遍为负，重汽H/福田跑出超额

- **25Q2重汽H/福田超额为正（相对万得全A）**：重汽A/重汽H/潍柴/解放/福田/中集涨跌幅为-10.9%/+7.3%/-6.3%/-14.6%/+10.6%/-7.0%，超额涨跌幅为-14.7%/+4.4%/-10.1%/-18.5%/+6.8%/-10.9%。
- **福田汽车4月上涨主因Q1业绩超预期，重汽H 6月上漲主因港股流动性回升+业绩预期上修；重汽A股价下行主因Q1利润不及预期，潍柴主因天然气渗透率下滑。**

图：重卡板块核心公司2025Q2股价涨跌幅



图：重卡板块核心公司2025Q2股价超额涨跌幅



收入&利润：25Q2收入同比提升环比持平，毛利率同比下滑环比回升

- 行业收入随销量趋势增长，受24Q2以来价格战+出口俄罗斯占比下滑影响，毛利率与净利率同比下滑，环比略有改善。行业收入：25Q2行业收入合计同环比分别为+28.9%/-0.7%，同比走势与行业批发走势一致，均大幅增长。行业利润：25Q2行业平均毛利率同环比分别-0.62/+0.45pct，归母净利率同环比分别-0.76/+0.05pct。

图：重卡板块核心公司核心财务指标比较 (%) 毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

		2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
毛利率	重卡公司平均	12.72%	13.58%	14.25%	11.65%	12.11%	-0.62%	0.45%
	中国重汽-A	7.17%	8.30%	11.54%	7.05%	7.94%	0.77%	0.88%
	潍柴动力	21.39%	22.12%	24.15%	22.23%	22.13%	0.74%	-0.10%
	福田汽车	13.54%	12.75%	12.81%	10.90%	9.75%	-3.78%	-1.14%
	一汽解放	6.95%	7.15%	4.77%	3.79%	5.06%	-1.89%	1.27%
	中集车辆	14.58%	17.59%	17.99%	14.30%	15.65%	1.07%	1.35%
归母净利率	重卡公司平均	3.64%	2.78%	2.81%	2.83%	2.89%	-0.76%	0.05%
	中国重汽-A	2.66%	3.43%	4.81%	2.40%	2.70%	0.05%	0.30%
	潍柴动力	5.89%	5.05%	5.59%	4.72%	5.27%	-0.62%	0.55%
	福田汽车	1.42%	0.15%	-2.95%	2.94%	2.19%	0.77%	-0.75%
	一汽解放	1.86%	-1.20%	1.92%	0.20%	-0.07%	-1.93%	-0.27%
	中集车辆	5.37%	5.46%	4.69%	3.89%	4.34%	-1.03%	0.45%
收入 (亿元)	重卡公司合计	802.3	639.7	956.4	1041.1	1034.1	28.9%	-0.7%
	中国重汽-A	129.7	91.9	113.4	129.1	132.5	2.2%	2.7%
	潍柴动力	561.1	494.6	537.4	574.6	556.9	-0.8%	-3.1%
	福田汽车	111.0	117.9	119.4	148.0	155.7	40.3%	5.2%
	一汽解放	166.2	95.3	134.5	143.4	137.4	-17.3%	-4.2%
	中集车辆	55.5	51.2	51.7	45.9	51.6	-6.9%	12.4%

- 25Q2行业控费依旧明显，销管研费用率同环比下滑，其中研发费用同比压降幅度更大。行业费用：25Q2销管研费用合计同环比分别+3.4%/-8.2%，同比回升环比下降，销管研费用率同环比分别-0.32/-0.17pct，同环比下降，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.06/-0.02/-0.24/+0.09pct，环比分别+0.12/-0.55/+0.26/+0.08pct。

图：重卡板块行业费用指标比较（%或亿元）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
销售费用率	2.97%	3.54%	2.97%	2.79%	2.91%	-0.06%	0.12%
管理费用率	2.88%	3.49%	3.54%	3.41%	2.85%	-0.02%	-0.55%
研发费用率	3.08%	3.72%	3.21%	2.58%	2.84%	-0.24%	0.26%
财务费用率	-0.55%	-0.29%	-0.69%	-0.53%	-0.46%	0.09%	0.08%
销管研合计	8.93%	10.76%	9.72%	8.77%	8.60%	-0.32%	-0.17%
期间费用率	8.38%	10.47%	9.03%	8.24%	8.15%	-0.23%	-0.10%
销售费用	7.9	8.2	8.4	8.3	8.8	11.2%	5.4%
管理费用	7.0	7.0	7.9	10.1	7.3	4.6%	-27.6%
研发费用	7.2	6.6	6.9	6.4	6.7	-6.5%	5.0%
财务费用	-0.8	0.3	-1.0	-1.0	-0.9		
销管研合计	22.1	21.8	23.3	24.9	22.9	3.4%	-8.2%
期间费用	21.3	22.1	22.3	23.9	22.0	2.9%	-8.3%

- **25Q2业绩略不及预期：收入同比增速低于预期，主因销量增速低于行业且ASP同比下滑。** 25Q2实现收入132.5亿元，同环比分别+2.2%/+2.7%。
- **归母净利润增速低于预期，利润率同环比改善，降本控费持续推进。** 25Q2毛利率为7.94%，同环比分别+0.7/+0.9pct，销售净利率为3.8%，同环比分别+0.2/+0.5pct，毛利率与净利率均同环比提升。实现归母净利润3.58亿元，同环比分别+4.0%/+15.4%。

图：中国重汽A 25Q2季报核心财务指标拆分（亿元）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

	2024Q1 调整后	2024Q2 调整后	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
营业收入	114.27	129.74	91.86	113.42	129.08	132.53	2.2%	2.7%
营业成本	105.37	120.35	84.24	100.33	119.98	122.02	1.4%	1.7%
毛利率	7.79%	7.24%	8.30%	11.54%	7.05%	7.94%	0.7%	0.9%
销售费用	0.93	0.81	0.73	1.19	0.93	0.87	6.6%	-7.0%
管理费用	0.92	1.00	0.73	0.62	0.77	1.07	7.4%	39.3%
研发费用	2.03	2.00	1.97	2.00	1.99	1.89	-5.4%	-5.2%
财务费用	(0.67)	(0.56)	(0.48)	(0.81)	(0.60)	(0.58)	-	-
销售费用率	0.8%	0.6%	0.8%	1.1%	0.7%	0.7%	0.03%	-0.1%
管理费用率	0.8%	0.8%	0.8%	0.5%	0.6%	0.8%	0.04%	0.2%
研发费用率	1.8%	1.5%	2.1%	1.8%	1.5%	1.4%	-0.1%	-0.1%
财务费用率	-0.6%	-0.4%	-0.5%	-0.7%	-0.5%	-0.4%	0.0%	0.0%
归母净利润	2.74	3.44	3.15	5.46	3.10	3.58	4.0%	15.4%
扣非后归母净利润	2.63	3.19	2.74	4.70	2.92	3.35	4.9%	14.8%
销售净利率	3.2%	3.7%	4.4%	5.5%	3.3%	3.8%	0.2%	0.5%

- **25H1符合预期：出口俄罗斯大幅下滑压力下，重卡销量/收入同比增长，主因内销跟随行业景气度大幅增长，且控本降费下利润率韧性彰显。** 25H1重卡销量13.7万，同比+9.2%，重卡ASP 32.4万，同比-4.7%，25H1重卡收入（外销）438.1亿元，同比+4.2%，经营利润率6.0%，同比持平。
- **收入小幅增长符合预期，净利率同比持平彰显韧性。** 25H1收入508.8亿，同比+4.2%，归母净利润34.3亿，同比+4.0%。25H1毛利率15.1%，同比+0.4pct，销售/管理费用率分别3.4%/4.7%，同比分别+0.3/-0.2pct，归母净利率6.7%，同比持平。

图：中国重汽H 25H1季报核心财务指标拆分（亿元）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2	2025H1	H1同比	H1环比
营业收入/亿元	413.9	441.1	488.2	462.4	508.8	4.2%	10.0%
分产品收入（仅外销）：							
重卡收入	358.8	389.5	420.4	411.1	438.1	4.2%	6.6%
轻卡及其他收入	43.9	44.4	58.0	40.4	61.6	6.2%	52.5%
发动机收入	3.2	3.0	3.0	4.2	3.7	26.4%	-11.0%
金融业务收入	8.0	4.2	6.9	6.7	5.4	-21.8%	-19.1%
毛利润/亿元	70.2	72.1	71.6	77.1	76.6	7.0%	-0.6%
毛利率	17.0%	16.4%	14.7%	16.7%	15.1%	0.4%	-1.6%
销售费用	19.5	20.5	15.2	19.2	17.4	14.3%	-9.1%
管理费用（含研发）	20.6	26.1	23.5	26.3	23.7	0.7%	-9.9%
销售费用率	4.7%	4.6%	3.1%	4.1%	3.4%	0.3%	-0.7%
管理费用率	5.0%	5.9%	4.8%	5.7%	4.7%	-0.2%	-1.0%
归母净利润/亿元	23.7	29.5	32.9	25.6	34.3	4.0%	33.7%
归母净利率	5.7%	6.7%	6.7%	5.5%	6.7%	0.0%	1.2%

- **25Q2业绩符合预期：发动机销量表现不及预期，收入同比微降：**25Q2收入556.9亿元，同环比分别-0.8%/-3.1%；归母净利润29.3亿元，同环比分别-11.2%/+8.2%。
- **利润率：毛利率同比提升，主因供应链降本效果持续显现，且大缸径高毛利产品占比同比提升。**25Q2毛利率22.1%，同环比分别+0.7/-0.1pct。
- **费用率：销管研费用率同比提升，汇兑贡献同环比增加。**Q2销管研费用率同环比+1.2/-1.6pct，财务费用-2.6亿元，主因Q2欧元升值贡献。

图：潍柴动力25Q2季报核心财务指标拆分（亿元）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

单位：亿元	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
营业收入	563.8	561.1	494.6	537.4	574.6	556.9	-0.8%	-3.1%
毛利润	122.2	120.0	109.4	129.8	127.7	123.2	2.7%	-3.5%
毛利率	21.7%	21.4%	22.1%	24.2%	22.2%	22.1%	0.7%	-0.1%
销售费用	30.3	28.6	30.1	33.5	32.4	33.9	18.7%	4.7%
管理费用	26.1	24.8	24.4	27.2	40.9	26.9	8.4%	-34.2%
研发费用	20.9	22.1	19.0	20.9	20.4	21.0	-5.2%	2.7%
财务费用	1.1	-0.7	3.6	-1.6	-2.1	-2.6	-	-
销管研费用率合计	13.7%	13.5%	14.9%	15.2%	16.3%	14.7%	1.2%	-1.6%
销售费用率	5.4%	5.1%	6.1%	6.2%	5.6%	6.1%	1.0%	0.5%
管理费用率	4.6%	4.4%	4.9%	5.1%	7.1%	4.8%	0.4%	-2.3%
研发费用率	3.7%	3.9%	3.8%	3.9%	3.5%	3.8%	-0.2%	0.2%
财务费用率	0.2%	-0.1%	0.7%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.3%	-0.1%
归母净利润	26.0	33.0	25.0	30.0	27.1	29.3	-11.2%	8.2%
母公司净利润	40.5		53.7		40.7		0.7%	-24.1%
陕重汽归母贡献	1.6		1.9		1.8		13.4%	-3.1%
法士特归母贡献	2.2		2.0		0.8		-63.3%	-58.9%
凯傲归母贡献	6.6		6.6		1.3		-79.9%	-79.9%
雷沃归母贡献	3.4		2.0		3.5		2.4%	72.1%
归母净利率	4.6%	5.9%	5.0%	5.6%	4.7%	5.3%	-0.62%	0.55%
非经	2.6	1.7	2.7	1.8	2.3	2.7		
扣非后归母净利润	23.4	31.3	22.3	28.2	24.8	26.6	-15.03%	7.20%

解放：25Q2业绩不及预期

- **25Q2业绩不及预期：收入大幅下滑不及预期，销量/ASP均同比下滑。** 25Q2收入137.4亿元，同环比分别-21.3%/-4.2%，中汽协口径下，公司Q2销量同比-5.5%。
- **毛利率环比改善，主因公司主动提价贡献，业绩同环比转亏。** 25Q2公司毛利率5.06%，同环比-1.2/+1.3pct，归母净利润-0.09亿元，去年同期为3.32亿元，25Q1为0.29亿元，同环比转亏。

图：一汽解放25Q2季报核心财务指标拆分（亿元）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

	2024Q1 调整后	2024Q2 调整后	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
营业收入/亿元	190.20	174.46	95.33	134.46	143.41	137.38	-21.3%	-4.2%
营业成本	180.04	163.51	88.52	128.04	137.98	130.43	-20.2%	-5.5%
毛利率	5.34%	6.27%	7.15%	4.77%	3.79%	5.06%	-1.2%	1.3%
销售费用/亿元	2.36	2.85	3.67	0.71	2.22	2.50	-12.0%	13.1%
管理费用/亿元	3.84	3.66	4.06	6.35	3.24	2.82	-23.0%	-13.1%
研发费用/亿元	5.45	5.91	5.97	6.77	4.06	4.79	-18.9%	18.2%
财务费用/亿元	(1.88)	(2.22)	(1.59)	(2.52)	(1.63)	(0.90)	-	-
销售费用率	1.24%	1.6%	3.8%	0.5%	1.5%	1.8%	0.2%	0.3%
管理费用率	2.02%	2.1%	4.3%	4.7%	2.3%	2.1%	0.0%	-0.2%
研发费用率	2.86%	3.4%	6.3%	5.0%	2.8%	3.5%	0.10%	0.7%
财务费用率	-0.99%	-1.3%	-1.7%	-1.9%	-1.1%	-0.7%	-	-
归母净利润/亿元	1.75	3.32	-1.15	2.59	0.29	-0.09	-	-
归母净利率	0.92%	1.90%	-1.20%	1.92%	0.20%	-0.07%	-2.0%	-0.3%
非经损益/亿元	0.72	1.51	1.04	8.95	2.47	1.49	-	-
扣非后归母净利润/亿元	1.04	1.80	-2.18	-6.36	-2.18	-1.59	-	-
销量/辆	78463	70647	53860	59330	75103	-	-	-
其中：中重卡	66004	56861	42829	55743	61875	-	-	-
中重卡占比	84.1%	80.5%	79.5%	94.0%	82.4%	-	-	-
营业收入/中重卡销量/万元	28.8	30.7	22.3	24.1	23.2	-	-	-
单车净利润/万元	0.3	0.6	(0.3)	0.5	0.05	-	-	-
扣非单车净利润/万元	0.2	0.3	(0.5)	(1.1)	(0.4)	-	-	-
扣非后归母净利率	0.5%	1.0%	-2.3%	-4.7%	-1.5%	-1.2%	-2.2%	0.4%

- 25Q2业绩符合预期：低基数下销量收入同比高增，24Q2因出口扰动+气体机事件导致低基数，25年公司内销恢复+出口发力，销量同比高增长。25Q2收入155.7亿元，同环比分别+40.3%/+5.2%，中重卡销量3.7万辆，同环比+50.4%/+3.5%。
- 25Q2毛利率9.8%，同环比分别-3.8/-1.1pct，毛利率下降主因新能源产品销量提升+客车业务利润下行。归母净利润3.41亿元，同环比分别+115.9%/-21.7%；扣非后归母净利润3.0亿元，同环比分别+209.4%/+32.0%。

图：福田汽车25Q2季报核心财务指标拆分（亿元）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct 销量单位为万辆

	2024Q1 调整后	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
营业收入/亿元	128.70	110.98	117.93	119.36	148.01	155.70	40.3%	5.2%
营业成本	113.87	95.96	102.90	104.06	131.88	140.51	46.4%	6.5%
毛利率	11.5%	13.5%	12.7%	12.8%	10.9%	9.8%	-3.8%	-1.1%
销售费用	4.15	4.80	5.04	5.12	4.90	5.33	11.2%	8.8%
管理费用	3.87	3.53	3.75	2.85	3.71	3.76	6.6%	1.4%
研发费用	5.48	4.95	4.67	3.89	4.84	4.76	-3.8%	-1.6%
财务费用	-0.01	-0.20	0.19	0.69	-0.20	-0.09		
销售费用率	3.2%	4.3%	4.3%	4.3%	3.3%	3.4%	-0.9%	0.1%
管理费用率	3.0%	3.2%	3.2%	2.4%	2.5%	2.4%	-0.8%	-0.1%
研发费用率	4.3%	4.5%	4.0%	3.3%	3.3%	3.1%	-1.4%	-0.2%
财务费用率	0.0%	-0.2%	0.2%	0.6%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%
期间费用率	10.5%	11.8%	11.6%	10.5%	9.0%	8.8%	-2.9%	-0.1%
投资收益/亿元	0.73	(1.00)	(2.28)	(6.40)	1.58	1.41		
归母净利润/亿元	2.56	1.58	0.18	-3.52	4.36	3.41	115.9%	-21.7%
扣非后归母净利润/亿元	2.07	0.97	-0.84	-4.34	2.28	3.02	209.4%	32.0%
扣非扣投资收益后净利润	1.34	1.98	1.44	2.06	0.71	1.61	-18.6%	127.5%
中重卡销量	29726	24425	20406	21754	35507	36739	50.4%	3.5%
并表销量合计	137967	131538	120107	167854	146547	132936	1.1%	-9.3%
并表单车均价/万元	9.33	8.44	9.82	7.11	10.10	11.71	38.8%	16.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- **25Q2业绩符合预期：收入同比下行主因北美市场拖累，中国/南方市场/欧洲表现较好。** 25Q2营收51.6亿元，同环比分别-6.9%/+12.4%。
- **星链+雄起计划持续推进，控本效果持续显现。** 25Q2实现毛利率15.7%，同环比分别+1.1/+1.4pct。
- **收入下行下费用率被动抬升，归母净利润同比下滑。** 归母净利润2.24亿元，同环比分别-24.8%/+25.4%，扣非后归母净利润2.14亿元，同环比分别-25.9%/+25.2%

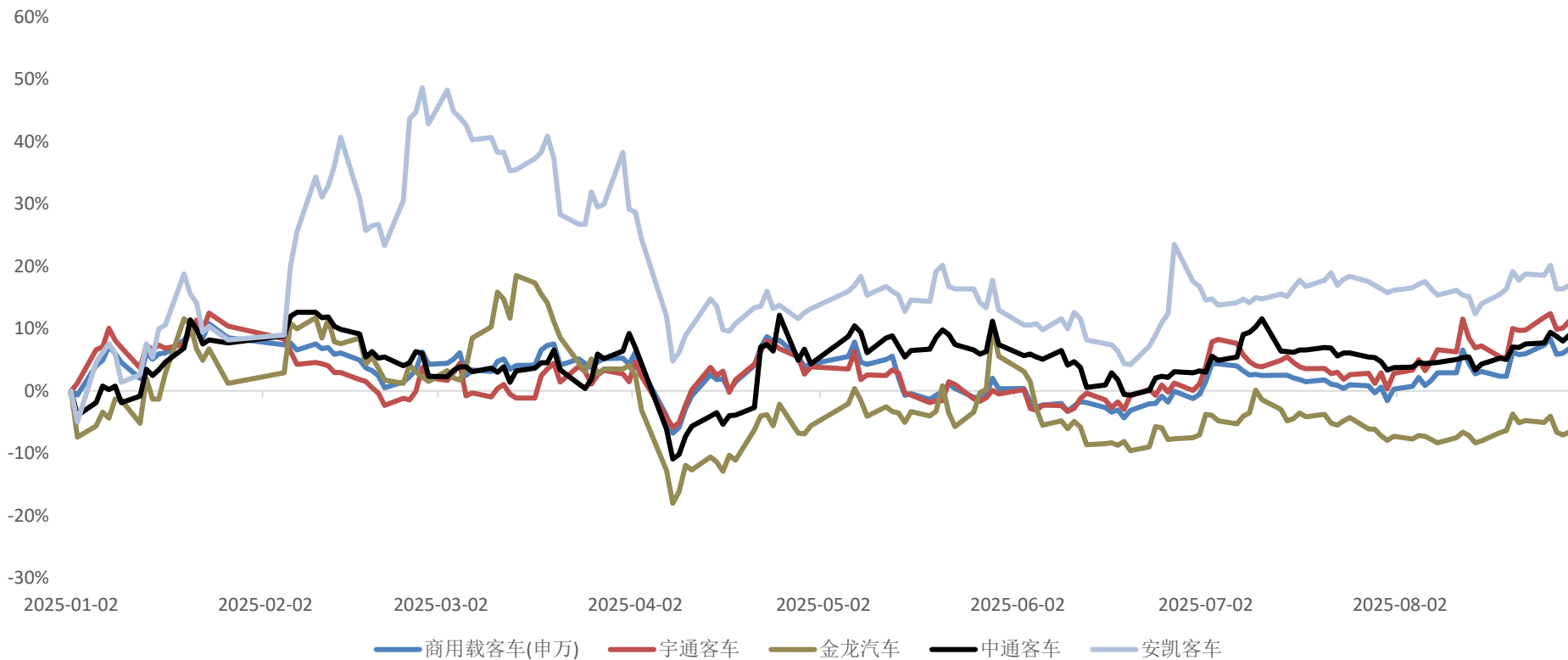
图：中集车辆25Q2季报核心财务指标拆分（亿元）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
营业收入/亿元	51.53	55.47	51.24	51.75	45.91	51.62	-6.9%	12.4%
营业成本	43.67	47.38	42.23	42.44	39.34	43.54	-8.1%	10.7%
毛利率	15.3%	14.6%	17.6%	18.0%	14.3%	15.7%	1.1%	1.4%
销售费用	1.53	1.32	1.40	1.43	1.26	1.32	-0.5%	4.6%
管理费用	2.38	2.14	2.19	2.57	2.09	2.15	0.4%	2.9%
研发费用	0.51	1.06	1.23	1.09	0.78	1.27	20.0%	64.0%
财务费用	-0.42	-0.46	-0.07	-0.59	-0.26	-0.35	-25.4%	32.5%
销售费用率	3.0%	2.4%	2.7%	2.8%	2.7%	2.6%	0.2%	-0.2%
管理费用率	4.6%	3.9%	4.3%	5.0%	4.5%	4.2%	0.3%	-0.4%
研发费用率	1.0%	1.9%	2.4%	2.1%	1.7%	2.5%	0.6%	0.8%
财务费用率	-0.8%	-0.8%	-0.1%	-1.1%	-0.6%	-0.7%	0.2%	-0.1%
归母净利润/亿元	2.65	2.98	2.80	2.43	1.79	2.24	-24.8%	25.4%
扣非后归母净利润/亿元	2.62	2.89	2.67	2.60	1.71	2.14	-25.9%	25.2%
全球车辆销售/辆	29483	32561	32705	32374	30000	35000	7.5%	16.7%
单车均价/万元	17.48	17.03	15.67	15.98	15.30	14.75	-13.4%	-3.6%
单车净利润/万元	0.90	0.91	0.86	0.75	0.60	0.64	-30.1%	7.5%
单车扣非净利润/万元	0.89	0.89	0.82	0.80	0.57	0.61	-31.1%	7.3%

四、客车：业绩兑现，二三线车企更优

- ◆ 针对客车板块，我们选取4家代表性车企集中分析，分别是宇通客车、金龙客车、中通客车、安凯客车。2025年初至2025年8月29日，行业指数商用载客车（申万）上涨6.8%，宇通/金龙/中通/安凯涨幅分别为+11.2%/-0.07%/+0.09%/+0.17%，板块整体上涨但除了龙头宇通外二三线车企普遍震荡为主，宇通在七月后涨幅较好。

图：商用载客车指数及重点车企收盘价涨跌幅（相比2025年1月1日）



产批比较：25Q2行业整体同比下降，国内拖累

◆ 2025年二季度行业整体销量下滑。25Q2行业大中客销量同比-4%，宇通/金龙/中通大中客销量同比-10%/-15%/-1%，国内销量同比-26%，宇通/金龙/中通国内销量分别-25%/-45%/-42%，原因主要为25Q2国内公交景气度明显好于座位客车，而公交市场格局更差，导致头部企业相对行业整体跑输。

表：客车行业及重点车企产批数据 / 辆

		产量						销量						交强险（国内销量）					
		2024Q1	2024Q2	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比	2024Q1	2024Q2	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比	2024Q1	2024Q2	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
行业	大中客							20866	28770	22262	27649	-4%	24%	13007	17581	13068	13068	-26%	0%
	大型客车							13161	18198	13960	16505	-9%	18%	6373	9624	6834	5521	-43%	-19%
	中型客车	114207	127714	123345	138533	8%	12%	7705	10572	8302	11144	5%	34%	6634	7957	6234	6611	-17%	6%
	轻型客车							101412	99476	100733	109991	11%	9%	87959	114949	91898	113130	-2%	23%
宇通客车	大中客	7616	11399	6929	10576	-7%	53%	6967	11368	7261	10192	-10%	40%	5077	7510	5804	5661	-25%	-2%
	大型客车	5204	7464	4193	6693	-10%	60%	4595	7430	4532	6606	-11%	46%	2671	4204	3141	2891	-31%	-8%
	中型客车	2412	3935	2736	3883	-1%	42%	2372	3938	2729	3586	-9%	31%	2406	3306	2663	2770	-16%	4%
	轻型客车	745	1500	2005	1903	27%	-5%	764	1456	1750	2118	45%	21%	471	964	968	1644	71%	70%
金龙汽车	大中客	5378	7767	8676	6785	-13%	-22%	5585	7684	5715	6513	-15%	14%	3281	4499	2597	2453	-45%	-6%
	大型客车	3785	5536	4540	4712	-15%	4%	3768	5354	4184	4333	-19%	4%	2013	3056	1459	1254	-59%	-14%
	中型客车	1593	2231	4136	2073	-7%	-50%	1817	2330	1531	2180	-6%	42%	1268	1443	1138	1199	-17%	5%
	轻型客车	4415	5004	5093	6036	21%	19%	4294	5378	5329	4956	-8%	-7%	3019	3306	1508	1722	-48%	14%
中通客车	大中客	2759	3232	2670	3138	-3%	18%	2305	2869	2668	2844	-1%	7%	761	1188	1107	690	-42%	-38%
	大型客车	2305	1868	1657	2226	19%	34%	1919	1701	1733	1990	17%	15%	344	622	612	560	-10%	-8%
	中型客车	454	1364	1013	912	-33%	-10%	386	1168	935	854	-27%	-9%	417	566	495	130	-77%	-74%
	轻型客车	207	378	138	182	-52%	32%	209	320	98	229	-28%	134%	170	346	99	325	-6%	228%
安凯客车	大中客	865	838	1476	2004	139%	36%	818	1027	1234	1884	83%	53%	406	614	291	314	-49%	8%
	大型客车	385	435	700	1383	218%	98%	324	515	584	1273	147%	118%	129	242	78	91	-62%	17%
	中型客车	480	403	776	621	54%	-20%	494	512	650	611	19%	-6%	277	372	213	223	-40%	5%
	轻型客车	547	437	339	270	-38%	-20%	624	248	360	264	6%	-27%	150	71	230	174	145%	-24%

国内比较：整体下滑，公交优于座位客车

- ◆ **需求维度：**25Q2国内大中客总销量同环比-31%/-7%，公交销量优于座位客车（同比分别-8%/-40%），我们对公交全年增长仍旧保持信心，交付预计集中在下半年；座位客车由于过去两年增长较快，我们预计全年销量持平或微降。
- ◆ **格局维度：**25Q2宇通/金龙/中通市占率分别同比-25%/-45%/-42%，龙头宇通增速跑赢整体市场。

表：客车行业及重点车企国内销量数据 / 辆(市占率同环比单位均为pct)

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
国内大中客	13007	17581	13787	28587	13068	12132	-31%	-7%
公交车	3424	3054	3909	19928	4384	2798	-8%	-36%
座位客车	8928	13681	8536	6987	7210	8268	-40%	15%
宇通销量	5077	7510	5426	8702	5804	5661	-25%	-2%
市占率	39%	43%	39%	30%	44%	47%	9%	5%
公交车	576	534	733	4348	1120	876	64%	-22%
座位客车	4275	6600	3933	3681	4018	4339	-34%	8%
金龙销量	3281	4499	2785	5795	2597	2453	-45%	-6%
市占率	25%	26%	20%	20%	20%	20%	-21%	2%
公交车	377	423	428	4214	956	566	34%	-41%
座位客车	2845	4014	2223	1511	1536	1809	-55%	18%
中通销量	761	1188	839	1371	1107	690	-42%	-38%
市占率	6%	7%	6%	5%	8%	6%	-16%	-33%
公交车	181	218	172	916	345	95	-56%	-72%
座位客车	526	929	569	431	659	781	-16%	19%

- ◆ **需求维度**：2023年以来出口及新能源出口均呈现良好向上趋势，新能源车增长趋势更强，25Q2出口大中客总销量同比+27%，25Q2新能源出口同比+67%。
- ◆ **格局维度**：25Q2宇通/金龙/中通出口大中客增速分别同比+4%/+26%/+1%，三者新能源出口增速分别+9%/+4%/+2027%，宇通出口销量增速受交付节奏影响跑输行业，预计下半年迎来出口旺季，中通25Q2受益于智利大单影响新能源出口增速极快。

表：客车行业及重点车企出口销量数据 / 辆

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
出口大中客	9169	12416	9875	12736	10805	15828	27%	46%
新能源出口	1651	2428	2687	4600	2489	4062	67%	63%
宇通销量	2621	3749	2586	4390	1987	3911	4%	97%
市占率	29%	30%	26%	34%	18%	25%	-5%	6%
新能源出口	444	730	320	1180	279	794	9%	185%
市占率	27%	30%	12%	26%	11%	20%	-11%	8%
金龙销量	2101	3269	3225	3640	3212	4132	26%	29%
市占率	23%	26%	33%	29%	30%	26%	0%	-4%
新能源出口	235	632	618	1346	527	660	4%	25%
市占率	14%	26%	23%	29%	21%		-26%	-21%
中通销量	1724	1764	1438	1144	1639	1775	1%	8%
市占率	19%	14%	15%	9%	15%	11%	-3%	-4%
新能源出口	60	41	230	82	364	872	2027%	140%
市占率	4%	2%	9%	2%	15%	21%	20%	7%

收入/ASP比较：收入增速分化，单车ASP整体向上

- ◆ **收入维度，三线车企增速跑赢。** 25Q2中通/安凯收入同比增速较快，二者在国内或者出口上都有大单斩获，销量层面跑赢行业。
- ◆ **单车售价维度，行业整体向上。** 25Q2由于行业整体出口增速优于内需，宇通/金龙/中通单车售价同比环比均提升，中通客车受新能源出口大幅增加影响提升显著。

表：重点车企收入（亿元）及单车均价（万元）

	营业收入/亿元							
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
宇通客车	66.16	97.20	77.39	131.43	64.18	97.12	-0.09%	51.32%
金龙客车	39.79	57.83	46.37	85.66	49.22	54.05	-6.54%	9.81%
中通客车	12.82	14.74	14.78	15.00	16.93	22.48	52.48%	32.75%
安凯客车	5.73	5.75	5.46	10.41	6.58	9.35	62.58%	42.08%
	单车售价/万元							
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
宇通客车	85.58	75.80	71.72	84.40	71.22	78.89	4.09%	10.77%
金龙客车	40.28	44.27	46.42	49.88	44.57	47.13	6.44%	5.74%
中通客车	50.99	46.22	52.08	52.30	61.21	73.14	58.23%	19.49%
安凯客车	39.74	45.10	49.41	51.59	41.28	43.52	-3.49%	5.43%

毛利比较：销量结构优化驱动环比整体提升

◆ 25Q2毛利率整体表现良好，环比优化。25Q2宇通/金龙/中通毛利率均环比提升，受益于出口占比提升带来的销量结构优化，同比下降主要受会计准则调整影响。

表：重点车企毛利率及单车毛利（万元）（毛利率/费用率同环比单位均为pct）

	毛利率							
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
宇通客车	25%	26%	12%	26%	19%	23%	-3.16%	4.05%
金龙客车	13%	10%	9%	9%	11%	12%	1.47%	0.53%
中通客车	15%	16%	19%	24%	15%	16%	-0.56%	0.51%
安凯客车	9%	10%	11%	11%	9%	8%	-1.96%	-0.43%
	单车毛利/万元							
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
宇通客车	21.26	19.78	8.84	21.86	13.45	18.10	-8.51%	34.53%
金龙客车	5.10	4.58	4.33	4.72	5.03	5.57	21.58%	10.71%
中通客车	7.78	7.47	9.69	12.49	9.24	11.41	52.76%	23.54%
安凯客车	3.52	4.60	5.52	5.45	3.57	3.58	-22.02%	0.24%

费用率比较：整体费用率下降，龙头更明显

◆ 行业整体期间费用率下降：受益于出口带来的收入和人效提升，25Q2行业整体期间费用率下降，叠加本轮出口周期行业整体不需要额外资本开支，客车行业个股整体受益于规模效应。

表：重点车企期间费用率比较（费用率同环比单位均为pct）

	期间费用率					
	2024Q1	2024Q2	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
宇通客车	13.84%	14.85%	10.83%	9.79%	-5.06%	-1.04%
金龙客车	11.94%	10.11%	9.47%	9.33%	-0.77%	-0.13%
中通客车	11.49%	7.07%	8.22%	7.80%	0.73%	-0.41%
安凯客车	11.99%	14.12%	10.95%	8.11%	-6.01%	-2.84%

表：重点车企期间费用率比较（费用率同环比单位均为pct）

	销售费用率						管理费用率					
	2024Q1	2024Q2	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比	2024Q1	2024Q2	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
宇通客车	6.86%	8.30%	3.36%	2.95%	-5.36%	-0.42%	2.82%	2.28%	2.78%	2.33%	0.06%	-0.44%
金龙客车	5.60%	4.29%	4.01%	4.19%	-0.10%	0.18%	3.03%	2.29%	2.40%	2.50%	0.21%	0.10%
中通客车	6.56%	2.41%	4.30%	4.14%	1.72%	-0.16%	2.40%	2.19%	1.42%	1.23%	-0.96%	-0.19%
安凯客车	5.91%	7.07%	5.46%	3.35%	-3.73%	-2.11%	3.25%	3.09%	3.17%	2.28%	-0.81%	-0.89%
	研发费用率						财务费用率					
	2024Q1	2024Q2	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比	2024Q1	2024Q2	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
宇通客车	4.70%	4.41%	4.57%	4.66%	0.25%	0.09%	-0.53%	-0.14%	0.12%	-0.15%	-0.01%	0.27%
金龙客车	3.21%	3.54%	3.43%	3.33%	-0.21%	-0.10%	0.10%	-0.01%	-0.38%	-0.69%	-0.68%	-0.31%
中通客车	2.88%	3.35%	3.27%	3.09%	-0.26%	-0.19%	-0.35%	-0.87%	-0.78%	-0.65%	0.22%	0.13%
安凯客车	3.18%	4.70%	3.51%	2.60%	-2.10%	-0.91%	-0.34%	-0.74%	-1.18%	-0.12%	0.62%	1.07%

◆ 行业整体利润规模提升：

- 25Q2宇通/金龙/中通归母净利润同比分别+16%/+43%/+66%，行业整体利润增厚，二三线车企由于基数较低、出口增速跑赢行业驱动利润增速跑赢行业。

表：重点车企归母净利润（亿元）及单车净利（万元）

	归母净利润/亿元							
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
宇通客车	6.57	10.17	7.58	16.84	7.55	11.81	16.11%	56.36%
金龙客车	0.18	0.49	0.10	0.81	0.47	0.69	42.55%	48.57%
中通客车	0.42	0.69	0.84	0.54	0.77	1.14	66.09%	48.84%
安凯客车	0.05	0.02	-0.13	0.14	0.04	0.14	483.21%	220.93%
	单车净利/万元							
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
宇通客车	8.50	7.93	7.03	10.82	8.38	9.59	20.96%	14.46%
金龙客车	0.18	0.37	0.10	0.47	0.42	0.61	62.35%	43.07%
中通客车	1.69	2.15	2.97	1.89	2.77	3.71	72.36%	33.97%
安凯客车	0.34	0.19	-1.14	0.68	0.27	0.65	246.18%	138.16%

宇通客车：25Q2业绩符合预期，中期分红11亿元

◆25Q2年收入/利润符合我们预期。25Q2收入97亿元，同环比-0.1%/+51.3%，符合预期。单车ASP为79万元，同环比+4.1%/+10.8%（销量结构优化，出口比例提升）；25Q2毛利率为22.9%，同环比+1.2pct/+4.1pct，同环比提升，主要为销量结构优化；资产处置收益，25Q2为1.76亿，主要为处置了自持的员工住房，之前此科目几乎没有；25Q2归母净利润11.8亿元，同环比+16.1%/+56.4%。中期分红每股0.5元（总计11亿元），兑现了中期分红的承诺。

表：宇通客车核心财务指标拆分（未特殊标注单位为亿元，毛利率/销售净利率和费用率同环比单位为pct）

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
营业收入	66.16	97.20	77.39	131.43	64.18	97.12	-0.08%	51.33%
毛利率	21.48%	21.76%	20.65%	25.90%	18.89%	22.94%	1.18%	4.05%
期间费用率	10.48%	10.51%	10.99%	9.37%	10.83%	9.79%	-0.72%	-1.04%
销售费用率	3.49%	3.96%	3.59%	3.46%	3.36%	2.95%	-1.02%	-0.42%
管理费用率	2.82%	2.28%	2.11%	1.42%	2.78%	2.33%	0.06%	-0.44%
研发费用率	4.70%	4.41%	4.84%	5.13%	4.57%	4.66%	0.25%	0.09%
财务费用率	-0.53%	-0.14%	0.44%	-0.64%	0.12%	-0.15%	-0.01%	-0.27%
资产减值损失	-0.55	-1.15	0.10	-1.54	-0.37	-1.09	/	/
信用减值损失	0.86	-1.10	-0.22	-1.58	3.17	-0.59	/	/
资产处置收益	0.03	0.12	0.03	0.02	0.00	1.76	/	/
其他收益	0.87	2.03	0.90	1.24	0.81	1.05	/	/
公允价值变动净收益	0.15	0.66	0.23	2.24	0.18	0.19	/	/
归母净利润/亿元	6.57	10.17	7.58	16.84	7.55	11.81	16.11%	56.36%
归母净利率	9.9%	10.5%	9.8%	12.8%	11.8%	12.2%	1.70%	0.39%
扣非后归母净利润	5.71	8.61	6.39	13.97	6.42	9.08	5.42%	41.36%
扣非归母净利率	8.6%	8.9%	8.3%	10.6%	10.0%	9.3%	0.49%	-0.66%
经营性现金流	33.08	20.57	-8.29	26.75	14.17	2.97	/	/
客车总销量/辆	7731	12824	10791	15572	9011	12310	-4.01%	36.61%
大中客占比	90%	89%	87%	81%	81%	83%	-5.85%	2.22%
2.1出口/辆	2621	3749	2586	4849	2050	3960	5.63%	93.17%
出口占比	34%	29%	24%	31%	23%	32%	2.93%	9.42%
2.1.1新能源出口/辆	444	730	320	1180	290	800	9.59%	175.86%
新能源出口占比	17%	19%	12%	24%	14%	20%	0.73%	6.06%
2.2国内/辆	5110	9075	8205	10723	6961	8350	-7.99%	19.95%
单车收入/万元	85.58	75.79	71.72	84.40	71.22	78.89	4.09%	10.77%
扣非单车净利/万元	7.39	6.72	5.92	8.97	7.13	7.38	9.82%	3.48%

◆ 风险提示：国内外需求不及预期，地缘政治风险

金龙汽车：25Q2业绩符合预期

◆**25Q2业绩符合预期**。2025Q2营业收入54亿元，同环比-6.5%/+9.8%，主要受益于出口销量提升所致（25Q2同比+22%），毛利率11.8%，同环比+3.2pct/+0.5pct，管理层更换后降本落地生效，归母净利润为0.7亿元，同环比+43%/+49%，扣非归母净利润为0.2亿元，同环比扭亏。

表：金龙汽车核心财务指标拆分（未特殊标注单位为亿元，毛利率/销售净利率和费用率同环比单位为pct）

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
营业收入	39.79	57.83	46.37	85.66	49.22	54.05	-6.54%	9.81%
毛利率	11.13%	8.61%	9.33%	9.46%	11.28%	11.81%	3.20%	0.53%
期间费用率	10.40%	10.11%	10.63%	7.83%	9.47%	9.33%	-0.77%	-0.13%
销售费用率	4.05%	4.29%	3.23%	2.85%	4.01%	4.19%	-0.10%	0.18%
管理费用率	3.03%	2.29%	3.17%	1.44%	2.40%	2.50%	0.21%	0.10%
研发费用率	3.21%	3.54%	3.97%	3.58%	3.43%	3.33%	-0.21%	-0.10%
财务费用率	0.10%	-0.01%	0.26%	-0.04%	-0.38%	-0.69%	-0.68%	-0.31%
资产减值损失	-0.07	-0.09	0.03	-1.20	-0.09	-0.01	——	——
信用减值损失	-0.52	0.40	0.26	0.24	-0.56	-0.55	——	——
其他收益	0.56	0.32	0.07	1.61	0.35	0.37	——	——
归母净利润/亿元	0.18	0.49	0.10	0.81	0.47	0.69	42.55%	48.57%
归母净利率	0.44%	0.84%	0.22%	0.95%	0.95%	1.29%	0.44%	0.34%
扣非后归母净利润	-0.33	-0.64	-0.45	-0.17	-0.10	0.22	——	——
客车总销量/辆	9879	13062	9990	17173	11044	11469	-12.20%	3.85%
大中客占比	57%	59%	58%	57%	52%	57%	-2.04%	5.04%
2.1出口/辆	3522	5712	5417	7899	7082	6993	22.43%	-1.26%
出口占比	36%	44%	54%	46%	64%	61%	17.24%	-3.15%
2.1.1新能源出口/辆	305	1075	1321	1641	950	1078	0.28%	13.47%
新能源出口占比	9%	19%	24%	21%	13%	15%	-3.40%	2.00%
2.2国内/辆	6357	7350	4573	9274	3962	4476	-39.10%	12.97%
单车净利/万元	0.18	0.37	0.10	0.47	0.42	0.61	62.35%	43.07%

◆ **风险提示**：国内外需求不及预期，地缘政治风险

五、摩托车：大排量+出口高景气，盈利分化

行业销量：25Q2行业出口高增，内销总量同比回落，大排量同比增长

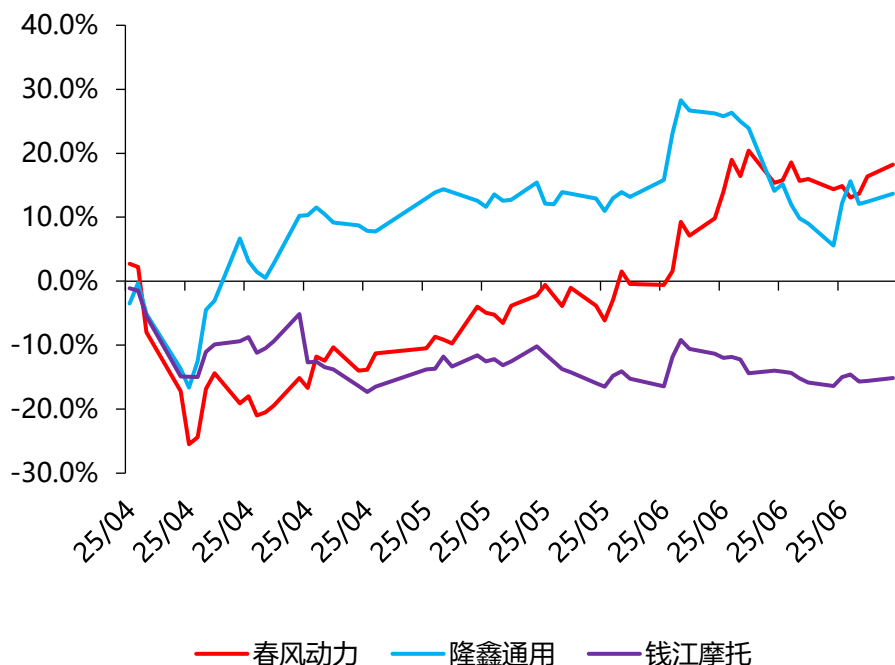
- 行业出口高增，内销总量同比回落，大排量同比增长。25Q2行业总销量456.3万辆，同环比分别+12.9%/+21.5%，其中250cc以上29.7万辆，同环比分别+23.9%/+45.1%，大排量景气度好于整体。
- 内销：25Q2同环比分别-6.2%/+20.7%，同比下滑，其中250cc以上同环比分别+8.1%/+76.1%。出口：25Q2出口同环比+22.0%/+21.8%，其中250cc以上同环比分别+45.9%/+22.8%。

图：摩托车行业销量表现（万辆）

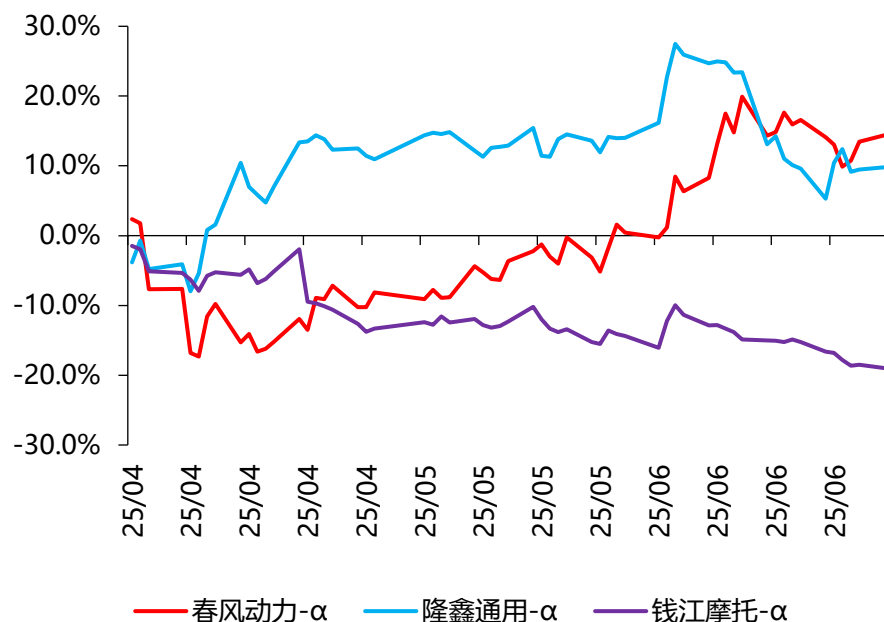
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	Q2同比	Q2环比
行业总量								
油摩总销量	312.1	404.2	405.9	382.0	375.4	456.3	12.9%	21.5%
> 250cc	11.5	24.0	21.8	18.4	20.5	29.7	23.9%	45.1%
≤250cc	300.6	380.2	384.1	363.6	354.9	426.6	12.2%	20.2%
> 200cc	24.3	42.9	40.5	31.4	33.1	44.3	3.3%	33.7%
≤150cc	266.3	328.3	331.6	314.7	310.6	373.4	13.7%	20.2%
行业内销								
油摩总销量	100.8	129.8	123.0	110.6	100.9	121.8	-6.2%	20.7%
> 250cc	6.0	14.0	12.4	7.3	8.6	15.1	8.1%	76.1%
≤250cc	94.9	115.9	110.6	103.3	92.3	106.6	-8.0%	15.6%
> 200cc	10.8	22.2	21.2	10.6	12.2	20.5	-7.7%	68.0%
≤150cc	87.9	101.5	96.5	95.6	85.6	97.3	-4.1%	13.7%
行业出口								
油摩总销量	211.3	274.3	282.8	271.3	274.6	334.5	22.0%	21.8%
> 250cc	5.6	10.0	9.3	11.0	11.9	14.6	45.9%	22.8%
≤250cc	205.7	264.3	273.5	260.3	262.7	319.9	21.0%	21.8%
> 200cc	13.5	20.7	19.3	20.8	20.9	23.8	15.1%	13.7%
≤150cc	178.4	226.8	235.1	219.1	225.0	276.1	21.7%	22.7%

- **25Q2春风/隆鑫超额为正（相对万得全A）**：春风/隆鑫/钱江涨跌幅为+18.2%/+13.7%/-15.1%，超额涨跌幅为+14.4%/+9.8%/-19.0%。
- **春风4月下跌主因中美关税冲击，后续上涨主因Q1业绩表现较好+内销大排量景气度超预期+关税影响缓和+极核销量超预期带来估值修复；隆鑫4月上涨主因Q1业绩表现较好，6月下跌主因通路车低价车型砍单造成销量下滑影响。**

图：摩托车板块核心公司2025Q2股价涨跌幅



图：摩托车板块核心公司2025Q2股价超额涨跌幅



- **行业收入同环比上行，与销量上行趋势一致，车企间较为分化。** 25Q2行业收入同环比分别+15.8%/+21.7%，其中春风/隆鑫同环比增长，钱江销量同比下滑，主因钱江份额下滑，Q2销量同比下降。
- **利润表现分化，春风/隆鑫表现较好。** 25Q2行业毛利率同环比分别-1.6/+0.4pct，其中春风受关税影响下滑较多；25Q2行业归母净利润同环比分别+37.4%/+32.5%，主要由春风/隆鑫贡献。
- **行业费用变动受个股内外因扰动较多：** 25Q2行业销管研费用率同环比分别-3.4/-0.5pct，其中春风/隆鑫分别因美国促销收窄/公司控费加严而费用率同比大幅下行。

图：摩托车板块核心公司核心财务指标比较

		2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
收入 (亿元)	摩托车公司合计	77.0	107.5	101.4	93.0	102.3	124.5	15.8%	21.7%
	春风动力	30.6	44.7	39.2	35.9	42.5	56.0	25.5%	31.9%
	隆鑫通用	33.0	43.7	45.5	46.0	46.5	51.1	16.8%	9.9%
	钱江摩托	13.5	19.1	16.6	11.1	13.3	17.4	-9.2%	30.3%
归母净利润 (亿元)	摩托车公司合计	6.7	9.7	8.0	8.2	10.1	13.4	37.4%	32.5%
	春风动力	2.8	4.3	3.7	3.9	4.2	5.9	36.0%	41.3%
	隆鑫通用	2.6	3.3	3.1	2.2	5.1	5.7	71.0%	11.9%
	钱江摩托	1.4	2.1	1.2	2.1	0.9	1.8	-12.8%	110.6%
毛利率	摩托车公司合计	25.1%	25.9%	24.3%	20.3%	23.9%	24.3%	-1.6%	0.4%
	春风动力	32.5%	30.8%	31.6%	25.4%	29.7%	27.3%	-3.5%	-2.4%
	隆鑫通用	17.7%	19.4%	17.6%	15.7%	18.1%	19.7%	0.3%	1.6%
	钱江摩托	26.4%	29.2%	25.2%	23.1%	25.4%	28.0%	-1.1%	2.6%
销管研费用率	摩托车公司合计	14.9%	14.0%	13.5%	10.5%	11.1%	10.6%	-3.4%	-0.5%
	春风动力	21.8%	19.9%	18.7%	14.0%	15.9%	14.7%	-5.2%	-1.2%
	隆鑫通用	9.4%	8.7%	9.3%	5.9%	5.5%	5.4%	-3.2%	-0.1%
	钱江摩托	12.7%	12.6%	12.7%	18.0%	15.1%	12.6%	0.1%	-2.5%

- 25Q2业绩符合预期：收入同比大幅增长，全地形车产品周期上行带来销量持续提升，摩托车结构改善ASP提升弥补外销下行拖累，整体收入增长，极核业务新品频发+以旧换新政策刺激下销量大幅提升。25Q2收入56.05亿，同比+25.5%，环比+31.9%
- 毛利率同环比下滑略低于预期，主因关税影响；净利率同环比提升，业绩同环比高增，主因美国促销费用减少等带来费用率大幅下行。25Q2毛利率27.3%，同比-2.0pct，环比-2.4pct；净利率11.0%，同比+1pct，环比+1.1pct。归母净利润5.87亿，同比+36.0%，环比+41.3%，扣非归母净利润5.41亿，同比+30.2%，环比+31.7%。

图：春风动力25Q2季报核心财务指标拆分（亿元）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

注：分业务收入/销量/ASP为半年度数值，对应25H1同环比（同比基数为24H1，环比基数为24H2），其余指标为25Q2同环比

	2024Q1 (调整后)	2024Q2 (调整后)	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2/H1同比	25Q2/H1环比
营业总收入/亿元	30.61	44.68	39.21	35.88	42.50	56.05	25.5%	31.9%
全地形车收入	35.3		36.8		47.3		33.9%	28.6%
摩托收入	32.5		27.9		33.5		3.0%	20.0%
摩托外销收入	18.0		11.4		16.5		-8.5%	44.5%
摩托内销收入	14.5		16.5		17.0		17.4%	3.0%
极核收入	1.2		2.8		8.7		651.7%	210.3%
合计销量/万辆	25.6		30.6		50.3		96.6%	64.4%
合计ASP/万元	2.70		2.21		1.78		-34.0%	-19.3%
销售毛利率	31.5%	29.4%	31.6%	25.4%	29.7%	27.3%	-2.0%	-2.4%
资产减值损失	-0.01	-0.22	-0.01	-0.51	-0.07	-0.07	——	——
信用减值损失	-0.02	-0.03	0.06	-0.86	0.01	0.54	——	——
费用	5.71	7.48	7.60	3.12	6.30	7.60	——	——
销售费用	2.9	3.5	3.3	-0.1	2.3	3.0	——	——
管理费用	1.6	2.1	1.3	2.2	2.0	2.3	——	——
研发费用	1.9	2.7	2.7	3.0	2.5	3.0	——	——
财务费用	-0.7	-0.8	0.3	-1.9	-0.5	-0.7	——	——
期间费用率	18.7%	16.8%	19.4%	8.7%	14.8%	13.6%	-3.2%	-1.3%
销售费用率	9.4%	7.8%	8.5%	-0.2%	5.3%	5.3%	-2.4%	0.0%
管理费用率	5.2%	4.7%	3.3%	6.0%	4.8%	4.0%	-0.6%	-0.8%
研发费用率	6.2%	6.0%	7.0%	8.2%	5.8%	5.4%	-0.7%	-0.5%
财务费用率	-2.1%	-1.7%	0.6%	-5.3%	-1.1%	-1.2%	0.6%	-0.1%
归母净利润	2.78	4.31	3.73	3.90	4.15	5.87	36.0%	41.3%
扣非归母净利润	2.72	4.15	3.63	3.92	4.11	5.41	30.2%	31.7%
销售净利率	9.5%	10.1%	9.7%	10.3%	9.9%	11.0%	1.0%	1.1%

- **25Q2业绩符合预期：Q2收入大幅增长，摩托车出口+全地形车出口+通机出口均大幅增长。** 25Q2收入51.1亿元，同比+16.8%，环比+10%。
- **毛利率同环比提升，主因高毛利的无极+全地形车业务占比提升。** 25Q2毛利率19.7%，同比+0.3pct，环比+1.6pct。**费用率大幅下行，主因公司股权整合落地后大力推行控本降费。** 25Q2公司销售/管理/研发费用率分别1.1%/2.4%/1.9%，同比分别-0.9/-1.1/-1.3pct，环比分别+0.1/-0.1/-0.1pct，费用率进一步下行，销售净利率11.1%，同比+3.67pct，环比+0.27pct。25Q2公司归母净利润5.67亿元，同比+71%，环比+12%。

图：隆鑫通用25Q2季报核心财务指标拆分（亿元）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2同比	Q2环比
营业收入	32.96	43.70	45.52	46.04	46.46	51.06	16.8%	9.9%
营业成本	27.12	35.22	37.49	38.81	38.06	40.99	16.4%	7.7%
毛利率	17.71%	19.42%	17.64%	15.70%	18.09%	19.71%	0.3%	1.6%
销售费用	0.60	0.85	0.83	0.45	0.47	0.55	-36.2%	16.5%
管理费用	1.45	1.54	1.73	1.23	1.16	1.25	-19.0%	7.2%
研发费用	1.06	1.40	1.66	1.01	0.94	0.98	-29.6%	4.9%
财务费用	-0.33	-0.48	0.02	-0.79	-0.34	-0.35	-	-
销售费用率	1.8%	2.0%	1.8%	1.0%	1.0%	1.1%	-0.9%	0.1%
管理费用率	4.4%	3.5%	3.8%	2.7%	2.5%	2.4%	-1.1%	-0.1%
研发费用率	3.2%	3.2%	3.6%	2.2%	2.0%	1.9%	-1.3%	-0.1%
财务费用率	-1.0%	-1.1%	0.0%	-1.7%	-0.7%	-0.7%	-	-
归母净利润	2.58	3.32	3.09	2.23	5.07	5.67	71.0%	11.9%
扣非后归母净利润	2.47	3.20	2.76	2.53	4.84	5.52	72.6%	14.1%

六、风险提示

- ◆ **贸易战升级进一步超出预期。** 如果贸易战升级进一步超出预期，将会影响我国汽车产业出海。
- ◆ **全球经济复苏力度低于预期。** 如果全球经济复苏不及预期，将影响汽车终端需求。
- ◆ **L3-L4智能化技术创新低于预期。** 如果智能化技术创新不及预期，将会影响智能化技术的应用和相关产业链。
- ◆ **全球新能源渗透率低于预期。** 如果全球新能源渗透率不及预期，将会影响我国汽车产业出海。
- ◆ **地缘政治不确定性风险增大。**

免责声明

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

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

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

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

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

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园