

汽车

报告日期：2025年09月24日

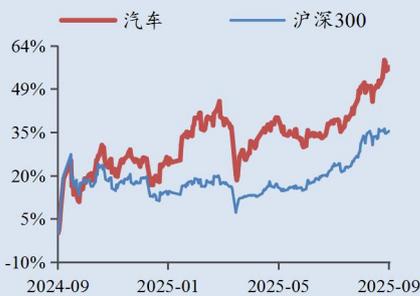
乘用车企拐点将至，关注汽零强势赛道&客户

——汽车行业2025年半年报综述

华龙证券研究所

投资评级：推荐（维持）

最近一年走势



分析师：杨阳

执业证书编号：S0230523110001

邮箱：yangy@hlzq.com

分析师：李浩洋

执业证书编号：S0230525080001

邮箱：lihy@hlzq.com

相关阅读

《上海发放 Robotaxi 运营牌照，关注产业链增量机会——汽车行业周报》
2025.07.28

《汽车“反内卷”政策有望逐步落地推进——汽车行业周报》
2025.07.21

《整合与出海并行，智驾与机器人齐飞——汽车行业 2025 年中期策略报告》
2025.07.06

摘要：

- **商用车基本面改善，人形机器人估值修复。**2025年初至8月，申万汽车板块涨跌幅+22.10%，跑赢沪深300指数7.83pct。商用车及汽车零部件板块取得超额收益。其中商用车主要系客车以及重卡销量同比表现转好，带动板块估值修复；基于汽车与人形机器人零部件的相似性和协同性，汽车零部件板块多家公司布局人形机器人业务，板块走势受到人形机器人产业进展影响。在特斯拉等头部厂商的量产指引、新品发布预期等消息的催化下，汽车零部件板块Q3走势较强。
- **价格战压制盈利能力，Q3板块拐点将至。**行业方面，2025Q2乘用车板块实现营收同环比+10.4%，高于并表销量端的同比+9.0%，营收增速高于销量端，主要系Q2自主车企高端车型上市销售拉动下，单车均价同比+0.20万元/辆；2025Q2乘用车板块扣非归母净利润88.4亿元，同比-19.6%，主要二季度价格战激烈，车型降价影响车企毛利率。个股方面，处于强产品周期以及产品高端化逐步推进的车企营收端同比表现较好；在新品拉动的销量增长以及内部成本控制优化等措施综合作用下，新势力车企虽然大多数仍未实现盈亏平衡，但单车盈利能力实现同比大幅改善。传统车企受到价格战影响，单车盈利能力普遍同比承压，其中赛力斯在问界M8&M9等高端车型拉动下，2025Q2单车归母净利润同比+0.53万元/辆至1.68万元/辆。展望2025年下半年，随着在政策调控和强力监管乘用车市场价格战缓和，乘用车企盈利空间有望上修，随着多个重磅车型陆续于Q3&Q4上市并放量，处于强新品周期的车企盈利有望迎来拐点
- **业绩分化明显，关注强势客户&赛道。**行业方面，2025Q2汽车零部件板块实现营收3572.9亿元，同比+7.6%；2025Q2汽车零部件板块实现扣非归母净利润198.4亿元，同比+7.2%，增速略低于营收端，主要系毛利率受年降影响以及研发费用率在终端新品开发节奏加快的影响下维持高位。个股方面，价格战&年降影响下业绩压力较大，优势赛道&高增长客户成为盈利能力提升关键。我们重点关注的汽零公司2025Q2多数实现业绩同比增长，我们认为主要原因有四：一是部分汽零公司布局优势赛道，如智驾域控龙头德赛西威；二是在下游高增长客户拉动下规模效应释放，如配套小米汽车等整车厂的无锡振华；三是汽车零部件公司提升效率，如均胜电子、银轮股份等通过改善海外工厂运营效率提高海外盈利能力；四是在汽车零部件公司全球化经营，2025Q2财务费

用率普遍因汇兑收益增加而降低。展望 2025 年下半年，从客户角度看，乘用车市场多款重磅新品预计于 2025H2 陆续发布&上量，有望拉动对应供应商业绩高增长；从赛道角度看，我们认为智驾平权仍为 2025 年主线，智能化底盘、域控和传感器等智驾产业链标的业绩增速有望超越市场平均值。

- **政策效果逐步显现，市场景气度回升可期。**客车方面，2025Q2 客车板块营收同比+4.3%，高于并表销量端的同比-4.4%，主要系单车收入同比+9.1%至 63.1 万元/辆。2025Q2 客车板块实现扣非归母净利润 10.5 亿元，同比+22.2%，主要系期间费用率下降增厚盈利能力。展望 2025 年下半年，国家政策刺激下旅游消费复苏可期，叠加公交车更新补贴接续托底，国内客车市场景气度有望持续，海外新能源客车替换需求维持高位，自主客车销量有望持续修复。**重卡方面**，2025Q2 重卡板块实现营收 1034.1 亿元，同比+1.0%，重卡售价下行。2025Q2 重卡板块实现扣非归母净利润 33.8 亿元，同比-16.0%，或系重卡市场竞争激烈影响。展望 2025 年下半年，外需在俄罗斯市场缩量后仍呈现一定韧性，内需在 2025 年 3 月营运车辆更新政策将国四重卡纳入补贴范围后有望企稳回升，新能源重卡或在政策支撑以及经济性优势下维持高景气。
- **投资建议：**展望 2025 年下半年，整车端，乘用车市场价格战缓和，乘用车企盈利空间有望修复；商用车市场有望在政策持续发力下持续上行。零部件端，下半年强势新品密集，有望拉动对应供应商业绩，叠加智驾系统渗透率有望进入快速上行区间，强势客户+增量赛道有望实现超行业均值增长，维持行业“推荐”评级。个股方面，建议关注：（1）处于强势新品周期的车企**长城汽车，赛力斯，上汽集团和小鹏汽车-W**等；（2）强势主机厂供应链+人形机器人/智驾等强势赛道标的**隆盛科技，均胜电子，德赛西威，华阳集团，贝斯特，北特科技，三花智控，拓普集团，银轮股份，伯特利**等；（3）商用车建议关注集中受益于行业景气度复苏的龙头**潍柴动力，宇通客车**等。
- **风险提示：**宏观经济波动风险；相关政策不及预期；原材料价格波动风险；地缘政治风险；重点车型销量不及预期；智能驾驶进展不及预期；人形机器人产业进展不及预期；第三方数据误差风险；重点关注公司业绩不及预期。

表：重点关注公司及盈利预测

股票代码	股票简称	2025/09/23	EPS (元)				PE				投资评级
		股价 (元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
601633.SH	长城汽车	24.50	1.48	1.69	1.97	2.26	16.5	14.5	12.4	10.8	买入
601127.SH	赛力斯	142.00	3.94	6.22	8.12	9.66	36.1	22.8	17.5	14.7	未评级
600104.SH	上汽集团	18.70	0.14	1.03	1.25	1.46	129.9	18.2	15.0	12.8	未评级
9868.HK	小鹏汽车-W	83.90	-3.06	-0.71	1.44	3.63	-	-	58.3	23.1	未评级
600699.SH	均胜电子	37.30	0.68	1.07	1.36	1.61	54.7	34.9	27.4	23.2	增持
300680.SZ	隆盛科技	64.01	0.97	1.44	1.82	2.12	65.9	44.5	35.2	30.2	买入
002920.SZ	德赛西威	139.03	3.61	4.87	6.16	7.70	38.5	28.6	22.6	18.1	未评级
002906.SZ	华阳集团	33.20	1.24	1.71	2.23	2.81	26.8	19.4	14.9	11.8	买入
300580.SZ	贝斯特	28.73	0.58	0.68	0.81	0.97	49.8	42.1	35.5	29.5	未评级
002050.SZ	三花智控	45.03	0.83	0.90	1.04	1.27	54.2	50.0	43.3	35.5	买入
601689.SH	拓普集团	76.84	1.78	1.95	2.43	2.96	43.2	39.5	31.7	26.0	未评级
002126.SZ	银轮股份	41.90	0.94	1.29	1.62	1.94	44.6	32.5	25.9	21.6	买入
603009.SH	北特科技	57.93	0.21	0.31	0.45	0.84	274.5	186.9	128.7	68.8	增持
603596.SH	伯特利	52.64	1.99	2.52	3.19	4.07	26.4	20.9	16.5	12.9	增持
000338.SZ	潍柴动力	14.14	1.31	1.44	1.65	1.81	10.8	9.8	8.6	7.8	未评级
600066.SH	宇通客车	29.78	1.86	1.47	1.83	2.84	16.0	20.3	16.3	10.5	买入

数据来源：Wind，华龙证券研究所；港股股价货币单位为港币，北特科技、宇通客车 2027 年 EPS 以及未评级标的 EPS 均来自 Wind 一致预测

内容目录

1 商用车基本面改善，人形机器人估值修复	1
2 乘用车：价格战压制盈利能力，Q3 板块拐点将至	3
2.1 行业总量：乘用车市场延续高景气，L2.5 及以上智驾渗透率快速提升.....	3
2.2 价格战压制盈利能力，乘用车企业绩表现分化.....	5
3 零部件：业绩分化明显，关注强势客户&赛道	9
3.1 行业总量：车企销量增速分化，原材料价格同比下行.....	9
3.2 零部件公司业绩分化，关注下半年强势车型供应商表现.....	11
4 商用车：政策效果逐步显现，市场景气度回升可期	14
4.1 客车：新能源客车&出口表现亮眼.....	14
4.2 重卡：内外需均具备韧性，政策刺激下销量修复.....	19
5 投资建议	22
6 风险提示	23

图目录

图 1：2025 年初至 8 月申万汽车及各细分板块行情.....	1
图 2：申万汽车板块 PE (TTM)	2
图 3：申万汽车各细分板块 PE (TTM)	2
图 4：我国乘用车市场批发销量.....	3
图 5：新能源乘用车市场批发销量.....	3
图 6：我国乘用车出口销量.....	3
图 7：乘用车市场平均批发价格与折扣率.....	4
图 8：传统能源乘用车市场平均批发价格与折扣率.....	4
图 9：新能源乘用车市场平均批发价格与折扣率.....	4
图 10：我国搭载 L2.5 及以上功能乘用车销量及渗透率.....	5
图 11：乘用车板块分季度营业收入.....	6
图 12：乘用车板块分季度业绩.....	6
图 13：乘用车板块分季度毛利率&期间费用率.....	6
图 14：乘用车板块分季度经营性现金流量净额（亿元）.....	6
图 15：乘用车板块各公司分季度并表销量.....	7
图 16：乘用车板块各公司分季度单车销售均价.....	8
图 17：乘用车板块各公司分季度单车归母净利润.....	9
图 18：我国汽车产量.....	10
图 19：我国乘用车产量.....	10
图 20：我国新能源乘用车产量.....	10
图 21：热轧板卷及聚丙烯价格（元/吨）.....	11
图 22：铝锭及浮法平板玻璃价格（元/吨）.....	11
图 23：汽车零部件板块分季度营业收入.....	12
图 24：汽车零部件板块分季度业绩.....	12
图 25：汽车零部件板块分季度毛利率&期间费用率.....	12
图 26：汽车零部件板块分季度经营性现金流量净额.....	12

图 27: 我国客车市场分季度销量	15
图 28: 我国大中型客车分季度销量	15
图 29: 我国大中型客车分季度出口量	15
图 30: 我国新能源客车分季度销量	15
图 31: 客车板块分季度营业收入	16
图 32: 客车板块分季度业绩	16
图 33: 客车板块分季度毛利率&期间费用率	16
图 34: 客车板块分季度经营性现金流量净额 (亿元)	16
图 35: 客车板块分季度单车均价	17
图 36: 客车板块分季度归母净利润	18
图 37: 客车板块分季度单车盈利	19
图 38: 我国分季度重卡批发销量	19
图 39: 我国分季度重卡出口量	19
图 40: 我国天然气重卡销量	20
图 41: 我国新能源重卡销量	20
图 42: 重卡板块分季度营业收入	20
图 43: 重卡板块分季度业绩	20
图 44: 重卡板块分季度毛利率&期间费用率	21
图 45: 重卡板块分季度经营性现金流量净额	21

表目录

表 1: 各细分行业成分股	2
表 2: 乘用车板块各公司分季度营收 (亿元)	7
表 3: 乘用车板块各公司分季度营收 (亿元)	8
表 4: 乘用车板块各公司分季度期间费用率等	9
表 5: 各车企分季度销量 (万辆)	10
表 6: 汽车零部件板块各公司分季度营业收入 (亿元)	13
表 7: 汽车零部件板块各公司分季度归母净利润	13
表 8: 汽车零部件板块各公司分季度毛利率&期间费用率	14
表 9: 客车板块分季度营业收入与大中型客车销量	17
表 10: 客车板块分季度毛利率和费用率	18
表 11: 重卡板块主要财务指标	21

1 商用车基本面改善，人形机器人估值修复

2025年初至8月，申万汽车板块涨跌幅+22.10%，同期沪深300指数涨跌幅+14.28%，申万汽车板块跑赢7.83pct。乘用车/商用车/汽车零部件/汽车服务板块涨跌幅分别为+8.58%/+18.43%/+28.60%/+8.85%，商用车及汽车零部件板块取得超额收益。商用车Q1销量同比承压或低增长，随着国内政府财政逐步修复，海外非俄地区销量增长等多重因素推动下，客车以及重卡销量同比表现转好，带动板块估值修复；基于汽车与人形机器人零部件的相似性和协同性，汽车零部件板块多家公司布局人形机器人业务，板块走势受到人形机器人产业进展影响。在特斯拉等头部厂商的量产指引、新品发布预期等消息的催化下，汽车零部件板块Q3走势较强。

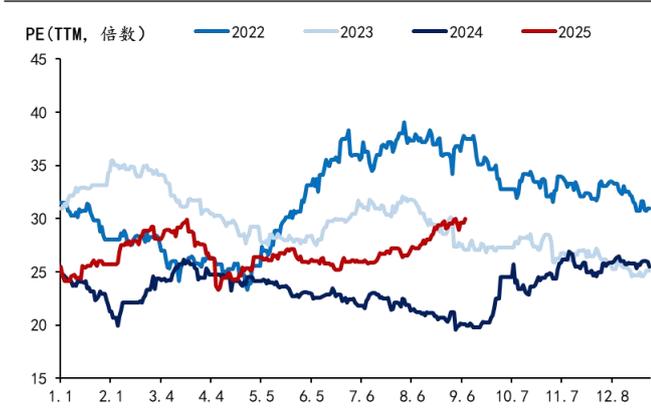
图1：2025年初至8月申万汽车及各细分板块行情



数据来源：证券日报之声，比亚迪汽车，中国汽车报，鸿蒙智行，机器人大讲堂，商务部，第一财经，皆电，车东西，中国机器人网，硅基研究室，第一电动汽车网，券商中国，证券时报，第一财经资讯，华龙证券研究所

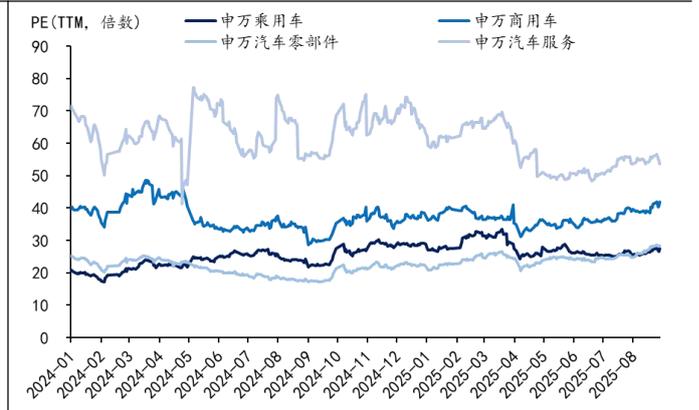
截至2025年8月31日，申万汽车板块PE（TTM）29.5倍，相较于年初的24.7倍上涨，位于近5年的46.29%分位点，人形机器人产业进展对汽车零部件板块以及整体汽车行业估值拔升作用明显。分行业来看，乘用车/商用车/汽车零部件/汽车服务板块PE（TTM）分别为27.4/41.9/28.4/53.7倍，分别位于近5年的40.35%/35.64%/63.20%/65.43%分位点。

图 2：申万汽车板块 PE (TTM)



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 3：申万汽车各细分板块 PE (TTM)



数据来源：Wind，华龙证券研究所

本报告基于申万汽车指数（2021）所包含成分股，按汽车板块中乘用车、汽车零部件、客车和重卡四个细分板块对 2025 年二季度上市公司表现进行梳理。

表 1：各细分行业成分股

乘用车		汽车零部件		客车		重卡	
证券代码	公司简称	证券代码	公司简称	证券代码	公司简称	证券代码	公司简称
600733.SH	北汽蓝谷	601799.SH	星宇股份	600066.SH	宇通客车	600166.SH	福田汽车
002594.SZ	比亚迪	603596.SH	伯特利	000957.SZ	中通客车	000800.SZ	一汽解放
601238.SH	广汽集团	601689.SH	拓普集团	600686.SH	金龙汽车	000951.SZ	中国重汽
600104.SH	上汽集团	002472.SZ	双环传动	000868.SZ	安凯客车	301039.SZ	中集车辆
600418.SH	江淮汽车	600933.SH	爱柯迪			000338.SZ	潍柴动力
601127.SH	赛力斯	603197.SH	保隆科技				
000625.SZ	长安汽车	002906.SZ	华阳集团				
601633.SH	长城汽车	603305.SH	旭升集团				
2015.HK	理想汽车-W	603786.SH	科博达				
9866.HK	蔚来-SW	300580.SZ	贝斯特				
9868.HK	小鹏汽车-W	605319.SH	无锡振华				
9863.HK	零跑汽车	300680.SZ	隆盛科技				
0175.HK	吉利汽车	603179.SH	新泉股份				
		002126.SZ	银轮股份				
		600699.SH	均胜电子				
		002920.SZ	德赛西威				
		等 213 家公司					

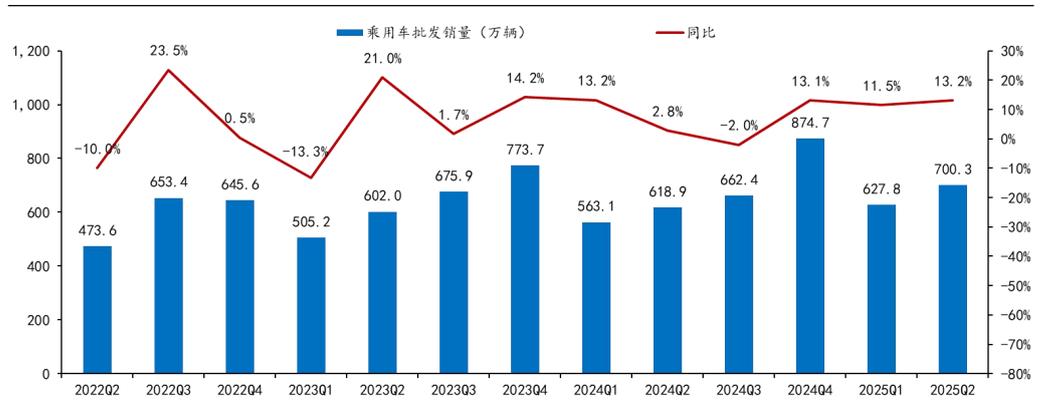
数据来源：Wind，华龙证券研究所

2 乘用车：价格战压制盈利能力，Q3 板块拐点将至

2.1 行业总量：乘用车市场延续高景气，L2.5 及以上智驾渗透率快速提升

2025Q2 我国乘用车批发销量 700.3 万辆，同环比+13.2%/11.6%，延续 2024Q4 以来较高的景气度，主要系国内汽车以旧换新政策及时接续，托底乘用车需求；海外自主车企产能&渠道逐步落地出口销量增长。2025Q2 新能源乘用车批发销量 359.0 万辆，同环比+34.8%/+26.1%，季度新能源批发渗透率 51.3%，同环比+8.2%/+5.9%，季度新能源批发渗透率首次突破 50%。

图 4：我国乘用车市场批发销量



数据来源：乘联分会，华龙证券研究所

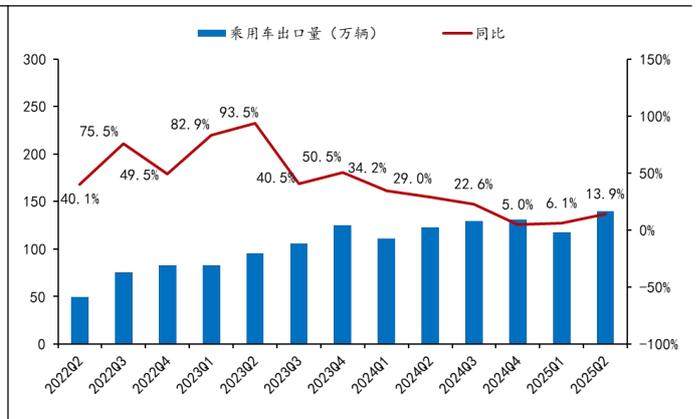
2025Q2 乘用车出口 140.1 万辆，同环比+13.9%/+19.1%，同比增速较 2025Q1 环比提升 7.8pct，我们认为主要系自主车企全球渠道布局逐步完善，海外产能及产业链零部件出海顺利，叠加自主车企电动化&智能化优势明显，销量增长加速。

图 5：新能源乘用车市场批发销量



数据来源：乘联分会，华龙证券研究所

图 6：我国乘用车出口销量

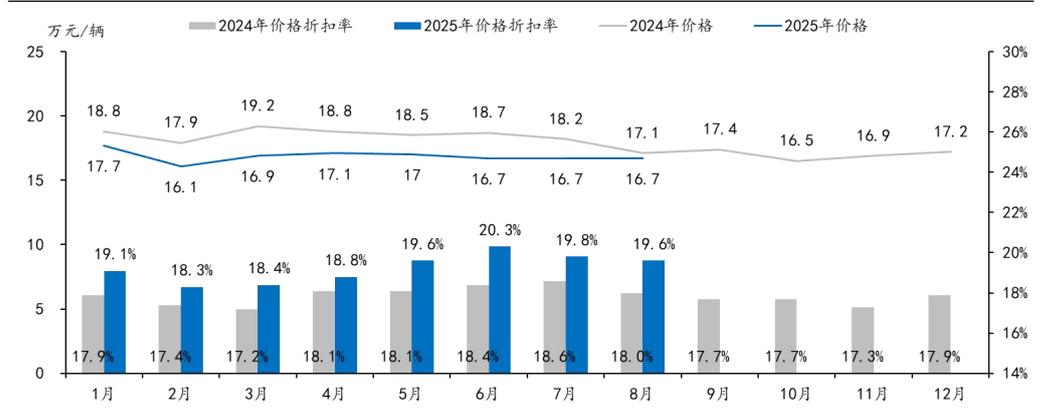


数据来源：乘联分会，华龙证券研究所

汽车反内卷落地，乘用车价格趋稳。从折扣率来看，2025Q2 国内新车价格折扣率环比提升明显，2025 年 6 月新车折扣率达 20.3%，较 3 月的

18.4%提升 1.9pct。从均价来看，2025Q2 新车均价极差由 Q1 的 0.8 万元缩小至 0.4 万元，但仍呈逐月下降趋势。进入三季度后，随着国家加大力度落实汽车行业反内卷政策，对各大车企进行调研与检查，乘用车市场折扣率逐步下降，新车均价趋稳，有助于消解消费者持币观望情绪。

图 7：乘用车市场平均批发价格与折扣率

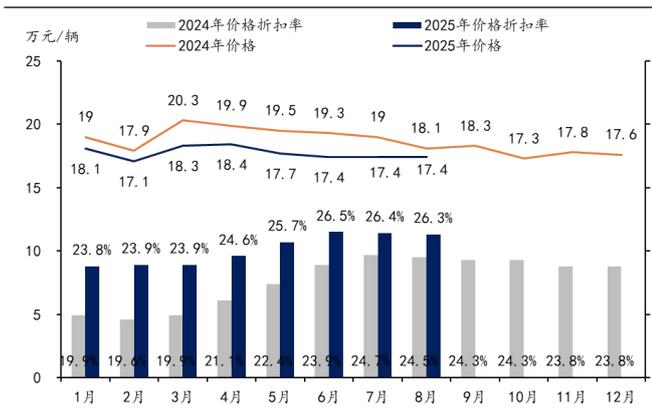


数据来源：大搜车智云，华龙证券研究所

分能源类型看，燃油车厂商在产品力相对较弱的影响下，销量普遍承压/增长乏力。撤销降价措施、落实“反内卷”政策的意愿较差，燃油车折扣率回落以及均价提升幅度均明显小于新能源。2025 年 8 月，燃油车/新能源车折扣率较 6 月分别下降 0.2/0.8pct，新车均价分别较 6 月持平/微增 0.2 万元。

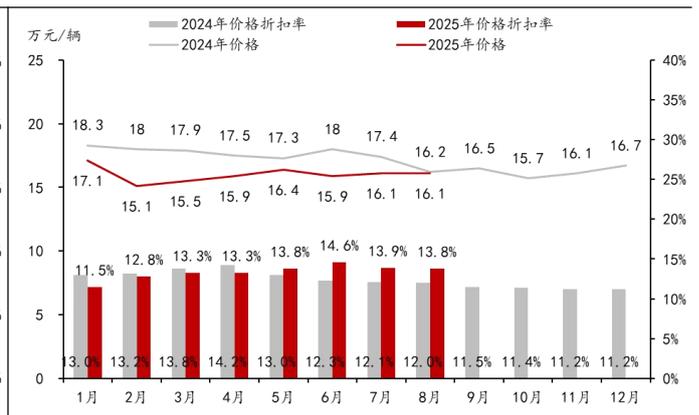
在价格战缓和的背景下，乘用车企间的竞争回归到新车周期以及产品力的对比。自主车企在产品力领先明显、新车储备丰富的优势下，有望持续提高市场占有率。

图 8：传统能源乘用车市场平均批发价格与折扣率



数据来源：大搜车智云，华龙证券研究所

图 9：新能源乘用车市场平均批发价格与折扣率



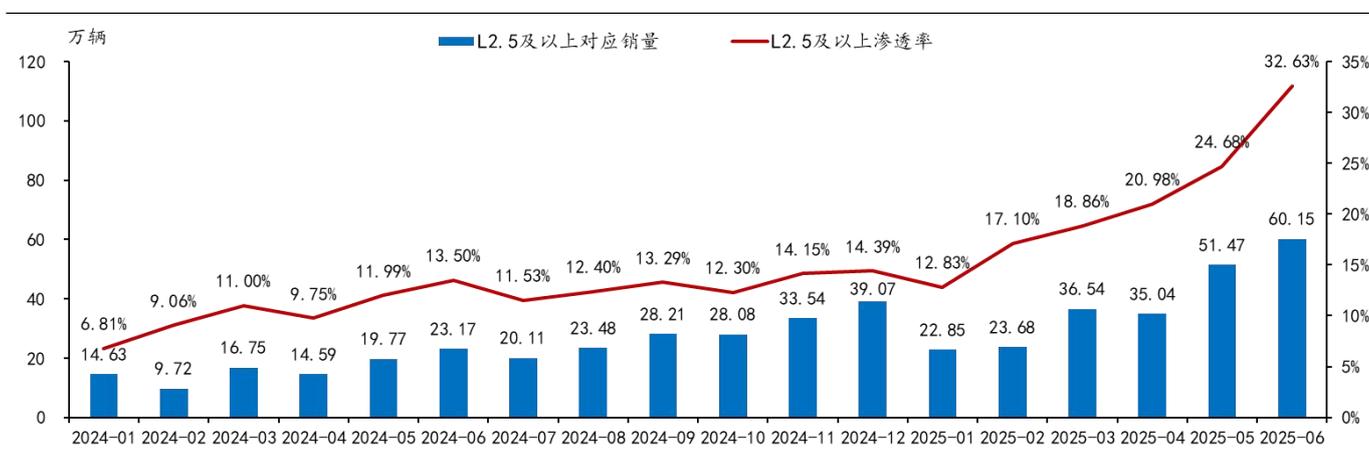
数据来源：大搜车智云，华龙证券研究所

内需&出海双重支撑 2025 年乘用车销量增长。展望 2025 年下半年，国内方面，在外部环境扰动下政府对内需重视程度提升，央行于 5 月 7 日宣布阶段性将汽车金融公司存款准备金率从 5%调降至 0%，加大对购车的金融支持；汽车反内卷落地，乘用车价格趋稳，有逐于消解消费者观望情

绪；海外方面，比亚迪、吉利汽车和长城汽车等传统自主车企以及零跑汽车等新势力车企加码全球拓展，海外渠道及本土产能建设加速，有望成为2025年车企销量增长的重要引擎。

2025年L2.5及以上智驾渗透率有望快速上行。据NE时代新能源数据，2025年上半年搭载L2.5及以上智驾系统乘用车累计销量229.73万辆，累计渗透率21.07%，其中Q1/Q2累计销量分别为83.07/146.66万辆，渗透率16.24%/25.35%。单月智驾渗透率已超过30%，2025年6月搭载L2.5及以上智驾系统乘用车渗透率达32.63%。长安汽车、比亚迪和吉利汽车等传统自主车企基本于2-3月召开智驾战略发布会，随着智驾车型逐步上市起量，渗透率有望持续上行，带来两方面影响，一是智驾高投入的特点使得头部&新势力车企优势进一步扩大；二是智驾产业链标的业绩有望在渗透率提升的拉动下快速增长。

图 10：我国搭载 L2.5 及以上功能乘用车销量及渗透率

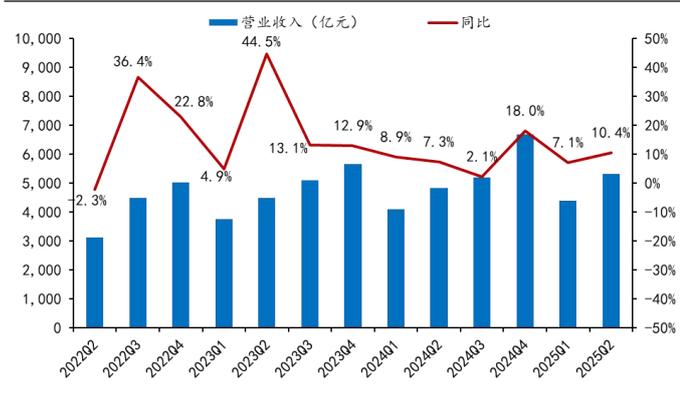


数据来源：NE 时代新能源，乘联分会，华龙证券研究所

2.2 价格战压制盈利能力，乘用车企业绩表现分化

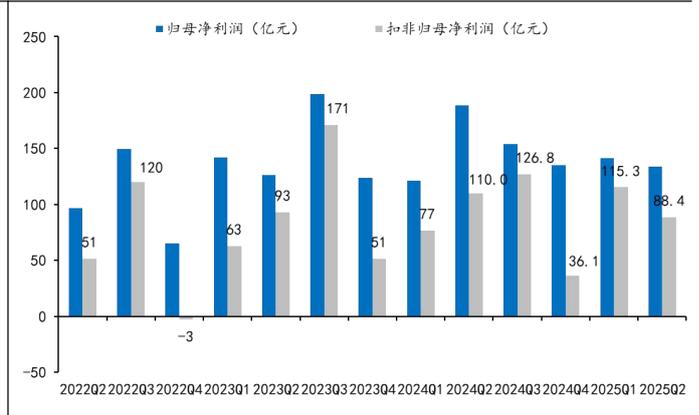
2025Q2 乘用车板块实现营收 5318 亿元，同环比+10.4%/+21.4%，对应并表销量 350.48 万辆，同环比+9.0%/+12.1%，营收增速高于销量端，其中环比增速差主要系 Q1 乘用车市场在节前优惠影响下均价处于年内低位；同比增速差主要系 Q2 自主车企高端车型上市销售拉动下，单车均价同比 +0.20 万元/辆。

图 11：乘用车板块分季度营业收入



数据来源：Wind，华龙证券研究所

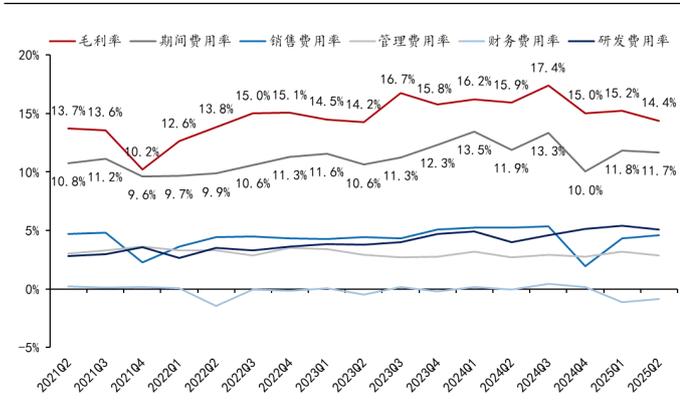
图 12：乘用车板块分季度业绩



数据来源：Wind，华龙证券研究所

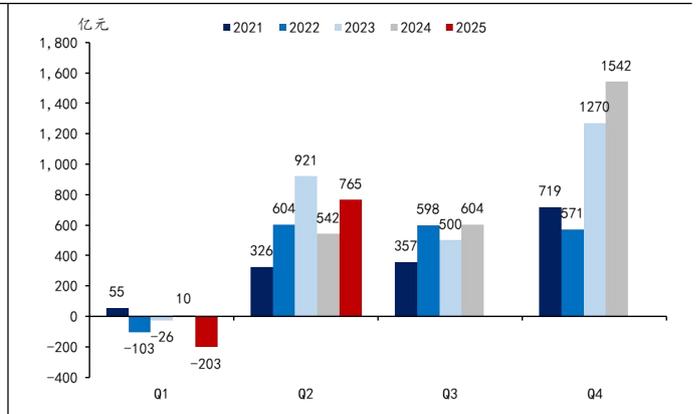
2025Q2 价格战下乘用车板块业绩承压。2025Q2 乘用车板块扣非归母净利润 88.4 亿元，同比-19.6%，主要二季度价格战激烈，车型降价影响车企毛利率。2025Q2 乘用车板块毛利率 14.4%，同环比-1.6/-0.8pct，创近 8 个季度新低；期间费用率 11.7%，同环比-0.2/-0.1pct，其中财务费用率同比-0.8pct，主要系汇兑收益增加；研发费用率在自主车企大幅缩短新车开发周期，持续丰富车型矩阵&储备车型的影响下维持高位，同比+1.1pct。2025Q2 乘用车板块经营性现金净流量 765 亿元，同比+41.2%，环比较 Q1 的净流出 203 亿元大幅增长 968 亿元，现金流改善明显。

图 13：乘用车板块分季度毛利率&期间费用率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 14：乘用车板块分季度经营性现金流量净额（亿元）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

新品上市+高端化成为乘用车企营收增长主要驱动力。个股方面，我们共统计 A 股&H 股共计 13 家乘用车企。9 家车企实现 2025Q2 营收同比增长，且亦均实现销量同比增长，其中 5 家实现单车收入同比提升。零跑汽车 2025Q2 营收同比+165.5%，其中销量/单车收入同比+151.7%/+5.5%，主要系零跑 B10 等新车上市驱动销量增长以及售价较低的 T03 占比下降；北汽蓝谷 2025Q2 营收同比+156.8%，其中销量/单车收入同比+120.5%/+16.5%，主要系北汽极狐 α S5 等改款新车上市后推动销量同比增长。小鹏汽车 2025Q2 销量同比增速达 241.6%，在 13 家车企中排名第一，在 MONA M03 等相对低价车型销量占比提升的影响下单车收入同比-34.0%。

4家车企2025Q2营收同比下滑，该4家车企也是13家上市车企中销量同比增速的后4名，我们认为新品上市驱动&产品结构高端化成为乘用车企营收增长的核心原因。

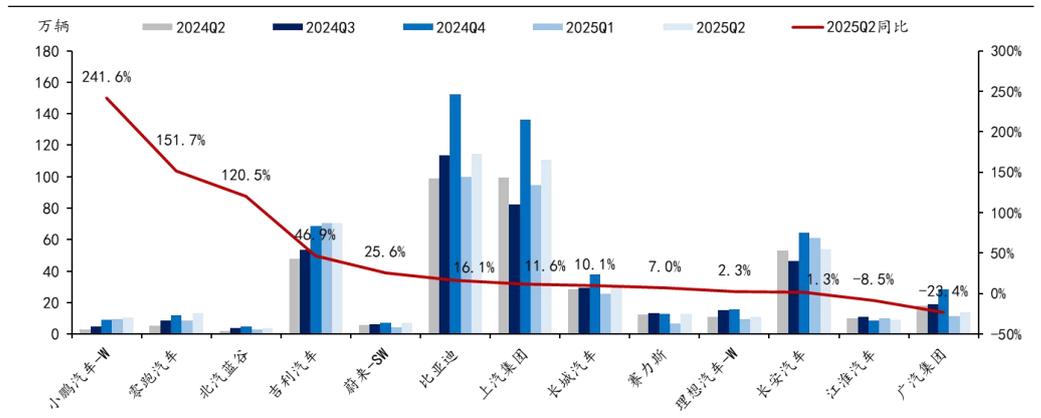
表 2：乘用车板块各公司分季度营收（亿元）

公司简称	2024Q2	2025Q1	2025Q2	2025Q2同比	2025Q2环比
零跑汽车	53.6	100.2	142.3	165.5%	42.0%
北汽蓝谷	22.4	37.7	57.4	156.8%	52.2%
小鹏汽车-W	81.1	158.1	182.7	125.3%	15.6%
吉利汽车	549.5	725.0	777.9	41.6%	7.3%
比亚迪	1761.8	1703.6	2009.2	14.0%	17.9%
赛力斯	384.8	191.5	432.5	12.4%	125.9%
上汽集团	1416.1	1408.6	1587.3	12.1%	12.7%
蔚来-SW	174.5	120.3	190.1	9.0%	57.9%
长城汽车	485.7	400.2	523.2	7.7%	30.7%
长安汽车	397.0	341.6	385.3	-2.9%	12.8%
理想汽车-W	316.8	259.3	302.5	-4.5%	16.7%
江淮汽车	100.6	98.2	95.8	-4.8%	-2.4%
广汽集团	246.9	198.8	227.3	-7.9%	14.4%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

强产品周期车企销量表现较好。从销量表现来看，处于强产品周期的车企表现较好。除零跑汽车、北汽蓝谷和小鹏汽车外，吉利汽车2025Q2实现销量70.5万辆，同比+46.9%，主要系相较于去年同期，吉利银河品牌旗下星愿、星舰7EM-i和E5等新车热销，带动集团销量增长，其中吉利星愿为2025年以来乘用车全车型销量第一名；蔚来汽车2025Q2销量同比+25.6%，主要系同比新增的乐道及萤火虫等子品牌销量拉动；比亚迪2025Q2实现销量114.5万辆，同比+16.1%，主要系海外及出口销量同比+144.7%至25.8万辆拉动。上汽集团在自主板块以及上汽通用销量修复的拉动下，2025Q2销量同比+11.6%至110.8万辆。

图 15：乘用车板块各公司分季度并表销量

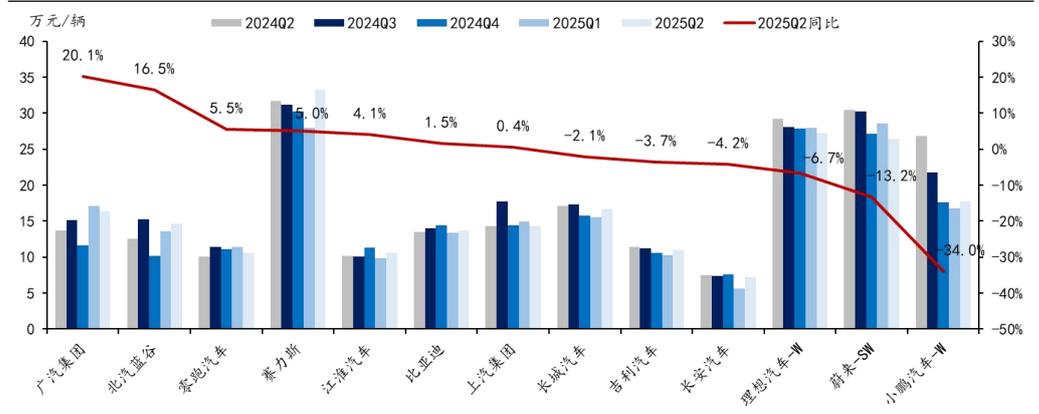


数据来源：Wind，华龙证券研究所

价格战&产品高端化综合作用下车企单车收入分化。我们统计的13家乘用车企中，广汽集团/北汽蓝谷/零跑汽车/赛力斯/江淮汽车/比亚迪/上汽集团7家2025Q2单车营收实现同比增长，增速分别为+20.1%/+16.5%/

+5.5%/+5.0%/+4.1%/+1.5%/+0.4%。在价格战仍较为激烈的二季度，单车收入实现逆势增长，我们认为主要系乘用车企产品高端化推动。

图 16：乘用车板块各公司分季度单车销售均价



数据来源：Wind，华龙证券研究所

规模效应驱动车企毛利率同比改善。在价格战影响下乘用车企 2025Q2 毛利率面临下行压力，零跑汽车/北汽蓝谷/小鹏汽车等车企在销量同比高增的支撑下，规模效应释放，带动 2025Q2 毛利率同比+10.7/+3.4/+3.3pct。此外，零跑汽车和赛力斯等车企产品结构同比改善明显，相对高端车型销量占比提升，拉动毛利率同比增长。比亚迪/长城汽车/江淮汽车/广汽集团等则受到价格战影响，同时 2025Q2 销量增长放缓或下降，毛利率承压，分别同比-2.4/-2.6/-3.2/-9.8pct。

表 3：乘用车板块各公司分季度营收 (亿元)

公司简称	2024Q2	2025Q1	2025Q2	2025Q2 同比	2025Q2 环比
零跑汽车	2.8%	14.9%	13.5%	10.7%	-1.4%
北汽蓝谷	-7.5%	-7.5%	-4.1%	3.4%	3.4%
小鹏汽车-W	14.0%	15.6%	17.3%	3.3%	1.8%
赛力斯	27.5%	27.6%	29.5%	2.0%	1.9%
长安汽车	13.2%	13.9%	15.2%	2.0%	1.3%
理想汽车-W	19.5%	20.5%	20.1%	0.6%	-0.5%
蔚来-SW	9.7%	7.6%	10.0%	0.3%	2.3%
上汽集团	8.2%	8.1%	8.5%	0.3%	0.3%
比亚迪	18.7%	20.1%	16.3%	-2.4%	-3.8%
长城汽车	21.4%	17.8%	18.8%	-2.6%	1.0%
江淮汽车	11.1%	10.0%	7.9%	-3.2%	-2.1%
广汽集团	6.3%	0.2%	-3.4%	-9.8%	-3.6%
吉利汽车		15.8%	17.1%	-	1.3%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

研发费用率维持高位，车企加速降本增效。乘用车企 2025Q2 期间费用率分化，A 股 8 家公司中 4 家实现同比下降，4 家同比提升。分子项来看，销售费用率同比下降的有 6 家，而研发费用率同比下降的仅有 4 家，反映乘用车企在当前激烈的市场竞争下重视技术投入与新车迭代，为未来长期发展做好技术&新品储备。

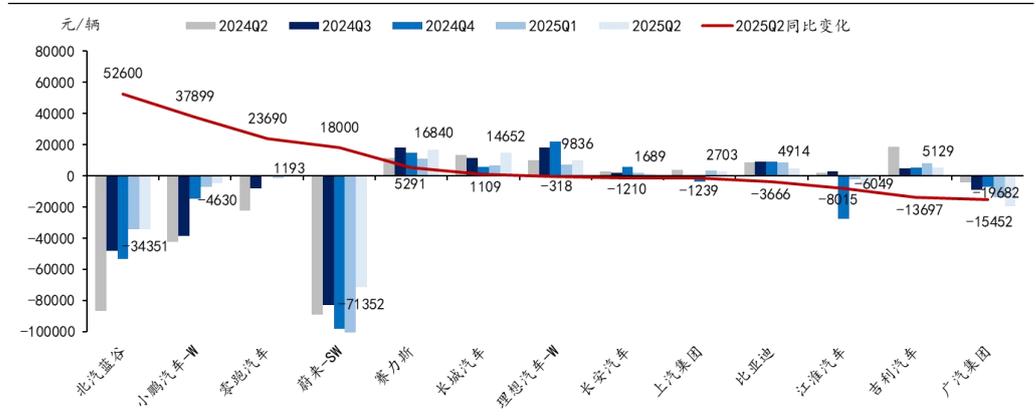
表 4：乘用车板块各公司分季度期间费用率等

指标	公司简称	2024Q2	2025Q1	2025Q2	2025Q2同比	2025Q2环比	指标	公司简称	2024Q2	2025Q1	2025Q2	2025Q2同比	2025Q2环比	
期间费用率	北汽蓝谷	1	56.4%	28.5%	23.3%	-33.2%	-5.2%	北汽蓝谷	1	10.7%	5.5%	3.7%	-7.0%	-1.8%
	上汽集团	2	10.4%	8.7%	7.7%	-2.7%	-1.1%	上汽集团	2	4.2%	5.6%	4.2%	0.0%	-1.4%
	赛力斯	3	22.1%	22.1%	20.6%	-1.5%	-1.5%	赛力斯	3	2.9%	3.0%	3.1%	0.2%	0.1%
	长城汽车	4	10.4%	10.3%	10.3%	-0.2%	0.0%	长城汽车	4	3.7%	5.7%	5.9%	2.2%	0.2%
	广汽集团	5	11.0%	12.5%	11.0%	0.0%	-1.4%	广汽集团	5	1.9%	3.4%	2.0%	0.1%	-1.4%
	比亚迪	6	11.8%	13.7%	12.8%	1.1%	-0.9%	比亚迪	6	3.2%	3.2%	3.2%	-0.1%	0.0%
	江淮汽车	7	10.8%	10.2%	13.3%	2.5%	3.1%	江淮汽车	7	2.1%	2.3%	1.8%	-0.2%	-0.5%
	长安汽车	8	8.1%	9.2%	12.4%	4.3%	3.2%	长安汽车	8	2.2%	2.9%	2.7%	0.5%	-0.2%
销售费用率	北汽蓝谷	1	26.3%	9.2%	8.8%	-17.5%	-0.4%	北汽蓝谷	1	15.3%	12.8%	10.2%	-5.0%	-2.6%
	上汽集团	2	6.3%	6.3%	5.9%	-0.4%	-0.4%	上汽集团	2	1.2%	1.9%	1.4%	0.2%	-0.4%
	赛力斯	3	2.6%	4.9%	7.0%	4.4%	2.0%	赛力斯	3	4.6%	4.8%	4.5%	-0.1%	-0.3%
	长城汽车	4	4.3%	5.7%	5.2%	0.9%	-0.5%	长城汽车	4	4.4%	3.4%	3.7%	-0.7%	0.3%
	广汽集团	5	15.4%	13.9%	14.5%	-0.9%	0.6%	广汽集团	5	2.6%	2.8%	2.7%	0.1%	-0.1%
	比亚迪	6	4.3%	3.6%	3.1%	-1.2%	-0.5%	比亚迪	6	5.1%	8.3%	7.7%	2.5%	-0.7%
	江淮汽车	7	4.4%	3.3%	4.2%	-0.2%	0.9%	江淮汽车	7	3.4%	4.4%	4.6%	1.2%	0.2%
	长安汽车	8	4.3%	3.0%	2.7%	-1.6%	-0.3%	长安汽车	8	4.9%	5.5%	4.3%	-0.5%	-1.1%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

新势力单车盈利普遍大幅改善，传统车企普遍承压。在新品拉动的销量增长以及内部成本控制优化等措施综合作用下，新势力车企虽然大多数仍未实现盈亏平衡，但单车盈利能力实现同比大幅改善。北汽蓝谷/小鹏汽车/零跑汽车/蔚来 2025Q2 单车归母净利润分别同比+5.26/+3.79/+2.37/+1.80 万元/辆，其中零跑汽车第二次实现单季度盈利，2025Q2 单车归母净利润 1193 元/辆。传统车企受到价格战影响，单车盈利能力普遍同比承压，其中赛力斯在问界 M8&M9 等高端车型拉动下，2025Q2 单车归母净利润同比+0.53 万元/辆至 1.68 万元/辆。

图 17：乘用车板块各公司分季度单车归母净利润



数据来源：Wind，华龙证券研究所

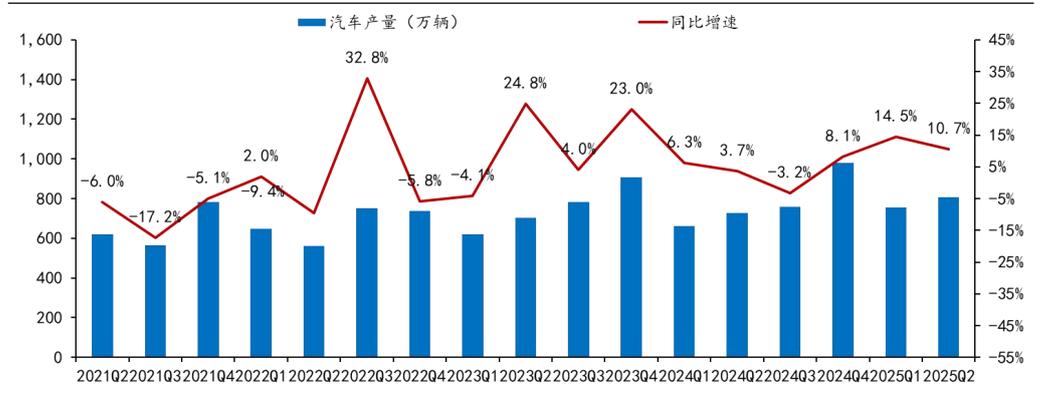
3 零部件：业绩分化明显，关注强势客户&赛道

3.1 行业总量：车企销量增速分化，原材料价格同比下行

2025Q2 我国汽车实现产量 806.1 万辆，同比+10.7%；2025Q2 乘用车实现产量 691.4 万辆，同比+13.0%，均实现 2 位数增长；2025Q2 新能源乘用车实现产量 351.8 万辆，同比+50.9%，季度新能源渗透率 50.9%，同比

+8.1pct，生产端渗透率首次超过 50%。在内需政策刺激和海外加速拓展双重推动下乘用车行业产销两旺。

图 18：我国汽车产量



数据来源：中国汽车工业协会，华龙证券研究所

图 19：我国乘用车产量



数据来源：乘联分会，华龙证券研究所

图 20：我国新能源乘用车产量



数据来源：乘联分会，华龙证券研究所

车企销量分化明显。乘用车企销量同比增速三梯队层次明显，第一梯队为基数较少，在新品拉动下销量同比实现翻倍或更高增长的新势力车企，如零跑汽车、小鹏汽车和小米汽车等；第二梯队是传统车企，除吉利汽车在强新品周期拉动下实现较高增速外，其他传统自主车企、部分新势力车企以及大众、丰田等转型较快的合资车企，同比增速基本与大盘保持相近水平；第三梯队是合资&外资车企，2025Q2 销量同比下滑明显。

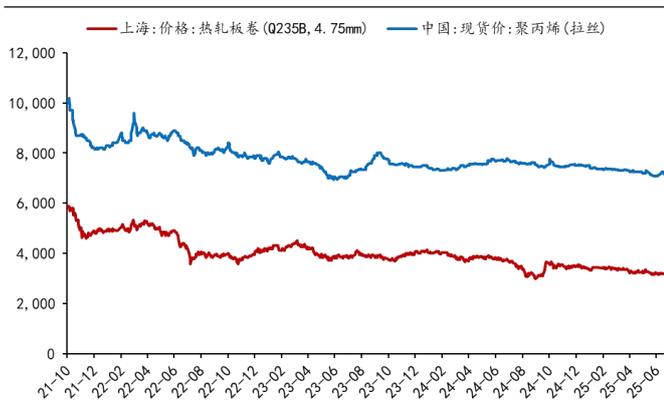
表 5：各车企分季度销量（万辆）

车企	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q2 同比
比亚迪	62.6	98.7	113.5	152.4	100.1	114.5	16.1%
上汽自主	47.5	61.5	50.9	83.1	60.8	70.8	15.1%
吉利汽车	47.6	48.0	53.4	68.7	70.4	70.5	46.9%
奇瑞汽车	53.0	57.1	65.2	84.8	62.0	64.0	12.1%
长安汽车	58.9	53.3	46.3	64.2	61.1	54.0	1.3%
大众	50.9	42.2	52.9	67.0	45.1	48.4	14.6%

丰田	31.6	36.8	42.1	47.2	33.0	40.5	10.3%
长城汽车	27.5	28.4	29.4	37.9	25.7	31.3	10.1%
本田	21.1	21.4	17.4	25.6	15.5	16.4	-23.5%
宝马	17.9	18.3	14.7	18.7	13.6	15.6	-14.8%
奔驰	16.9	18.0	18.2	17.9	14.9	14.7	-18.5%
奥迪	17.5	15.5	16.2	17.1	14.0	14.1	-9.0%
广汽集团	13.4	18.1	18.9	28.6	11.6	13.9	-23.4%
零跑汽车	3.3	5.3	8.6	12.1	8.8	13.4	151.7%
赛力斯	11.4	12.2	13.4	12.8	6.8	13.0	7.0%
特斯拉	13.5	14.6	18.5	19.8	13.5	13.0	-11.2%
理想汽车-W	8.0	10.9	15.3	15.9	9.3	11.1	2.3%
小鹏汽车-W	2.2	3.0	4.7	9.2	9.4	10.3	241.6%
小米汽车	0.03	2.7	4.0	7.0	7.6	8.2	201.5%
蔚来-SW	3.0	5.7	6.2	7.3	4.2	7.2	25.6%

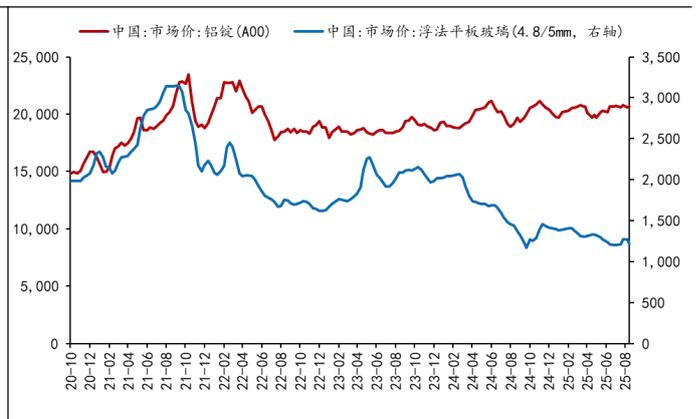
数据来源：Wind，华龙证券研究所；注大众、丰田等合资车企以及特斯拉等外资车企销量数据均指其中国销量
主要汽车原材料价格 2025Q2 价格呈现同比下行趋势。原材料价格方面，2025Q2 铝锭、钢、聚丙烯和玻璃等汽车主要原材料价格均呈现下行趋势。

图 21：热轧板卷及聚丙烯价格（元/吨）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 22：铝锭及浮法平板玻璃价格（元/吨）

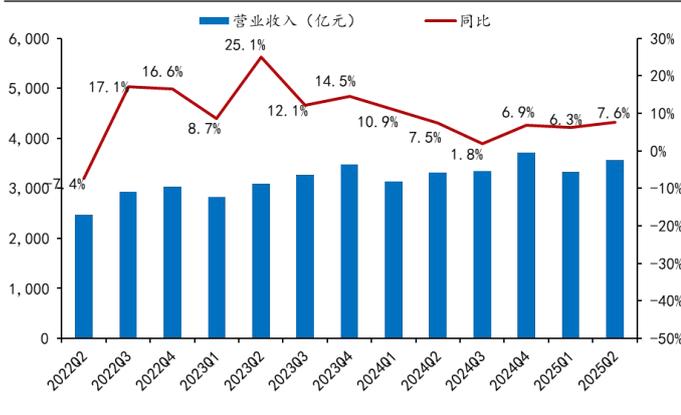


数据来源：Wind，华龙证券研究所

3.2 零部件公司业绩分化，关注下半年强势车型供应商表现

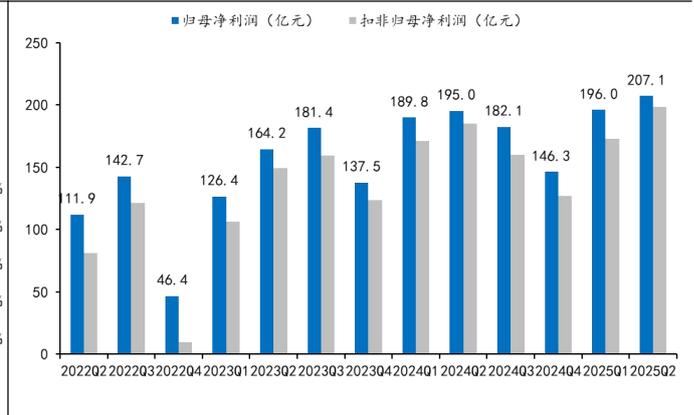
2025Q2 汽车零部件板块实现营收 3572.9 亿元，同环比+7.6%/+7.2%，同比增速略低于汽车产量的+10.7%，我们认为主要系终端价格战压力传导下年降所致。

图 23：汽车零部件板块分季度营业收入



数据来源：Wind，华龙证券研究所

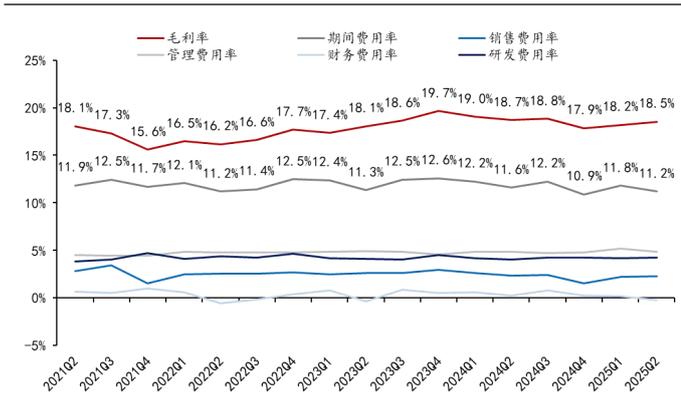
图 24：汽车零部件板块分季度业绩



数据来源：Wind，华龙证券研究所

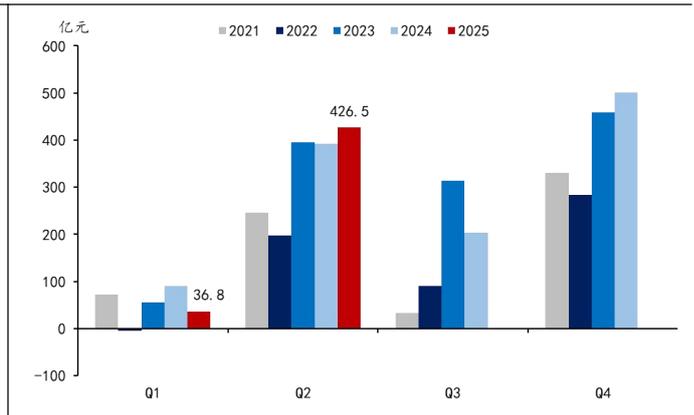
2025Q2 汽车零部件板块实现归母净利润 207.1 亿元，同比+6.2%；实现扣非归母净利润 198.4 亿元，同比+7.2%，与营收端基本持平，其中毛利率 18.5%，同环比-0.2/+0.4pct，同比主要受年降影响，环比主要系 Q1 为乘用车淡季，出货量相对较低；期间费用率 11.2%，同环比-0.4/-0.6pct，其中研发费用率同环比均录得正增长，主要系主机厂新车节奏加快，零部件厂商配合研发投入增长以及新品研发投入。2025Q2 汽车零部件板块经营性现金净流入 426.5 亿元，同比+8.8%。中汽协 9 月 15 日发布《汽车整车企业供应商账款支付规范倡议》，围绕订单确认、交付与验收、支付与结算、合同期限等关键环节，对整车企业与供应商企业采购合同中相关内容作出规范倡议。作为汽车反内卷的重要环节，供应商账款有望在政策法规和行业倡导等的推动下进一步得到保障，汽车零部件公司现金流状况有望进一步改善。

图 25：汽车零部件板块分季度毛利率&期间费用率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 26：汽车零部件板块分季度经营性现金流量净额



数据来源：Wind，华龙证券研究所

车市高景气度拉动多数汽车零部件公司营收增长。在终端产销高增拉动下，我们统计的 213 家汽车零部件公司中，仅 57 家 2025Q2 营收同比下降，156 家实现营收同比正增长。我们重点关注的 17 家公司中，德赛西威/华阳集团/新泉股份/科博达 2025Q2 营收同比+29.9%/+28.1%/+26.4%/+26.2%，其中德赛西威作为头部智能驾驶及智能座舱域控厂商，充分受益

于智驾渗透率提升，2025Q2 智能驾驶业务同比+55.49%至 41.47 亿元。

表 6：汽车零部件板块各公司分季度营业收入（亿元）

公司简称	2024Q2	2025Q1	2025Q2	2025Q2同比	2025Q2环比	主要产品/板块	主要配套主机厂
德赛西威	60.4	67.9	78.5	29.9%	15.6%	域控制器	理想汽车、奇瑞汽车、吉利汽车等
华阳集团	22.0	24.9	28.2	28.1%	13.4%	HUD、域控	长城汽车、长安汽车、奇瑞汽车和赛力斯等
新泉股份	31.2	35.2	39.4	26.4%	12.0%	内饰	特斯拉、吉利汽车、奇瑞汽车、理想汽车等
科博达	13.3	13.7	16.7	26.2%	21.7%	灯光、域控	宝马、奥迪、长安汽车、理想汽车等
隆盛科技	4.9	6.1	6.2	25.0%	2.1%	EGR&铁芯	特斯拉、比亚迪、赛力斯、小米汽车等
福耀玻璃	95.0	99.1	115.4	21.4%	16.4%	汽车玻璃	全球主流车企
保隆科技	17.0	19.0	20.4	20.2%	7.3%	智能化底盘	丰田、大众、上汽集团、理想汽车等
伯特利	21.1	26.4	25.3	19.7%	-4.2%	智能化底盘	奇瑞汽车、通用、吉利汽车、长安汽车等
银轮股份	31.8	34.2	37.5	17.9%	9.8%	热管理	特斯拉、国内主流乘用车厂商等
均胜电子	138.0	145.8	157.7	14.3%	8.2%	被动安全	大众、宝马、丰田、吉利汽车、长安汽车等
爱柯迪	16.1	16.7	17.8	11.0%	7.1%	轻量化	法雷奥、博世等Tier1厂商、理想汽车等
星宇股份	33.0	30.9	36.6	10.8%	18.4%	灯光	一汽大众等一汽合资厂商、奇瑞汽车等
拓普集团	65.3	57.7	71.7	9.7%	24.3%	智能化底盘	特斯拉、吉利汽车、比亚迪、赛力斯等
无锡振华	6.3	6.0	6.9	9.5%	14.4%	冲压件	上汽大众、上汽通用、特斯拉、理想汽车等
旭升集团	10.1	10.5	10.5	3.9%	0.3%	轻量化	特斯拉、蔚来汽车、理想汽车等
贝斯特	3.5	3.5	3.7	3.6%	4.9%	精密零部件	盖瑞特、康明斯等涡轮增压器企业等
双环传动	22.5	20.6	21.6	-3.7%	4.8%	齿轮	丰田、大众、比亚迪、广汽集团等

数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

价格战&年降影响下业绩压力较大，优势赛道&高增长客户成为盈利能力提升关键。2025Q2 汽车零部件公司业绩分化，我们统计的 213 家汽车零部件公司中，117 家 2025Q2 实现归母净利润同比增长、减亏或扭亏为盈，96 家业绩同比下滑，业绩端同比表现显著劣于营收端，我们认为主要系终端价格战传导以及年降下汽车零部件公司业绩压力较大。

表 7：汽车零部件板块各公司分季度归母净利润

指标	公司简称	2024Q2	2025Q1	2025Q2	2025Q2同比	2025Q2环比
归母净利润 (亿元)	科博达	1.53	2.06	2.45	60.7%	19.0%
	爱柯迪	2.18	2.57	3.16	44.9%	22.8%
	德赛西威	4.54	5.82	6.40	41.1%	10.0%
	无锡振华	0.81	0.95	1.07	31.9%	13.0%
	福耀玻璃	21.11	20.30	27.75	31.5%	36.7%
	华阳集团	1.45	1.55	1.86	28.5%	19.6%
	双环传动	2.52	2.76	3.01	19.7%	9.1%
	均胜电子	3.30	3.40	3.67	11.2%	7.9%
	星宇股份	3.51	3.22	3.84	9.3%	19.3%
	银轮股份	2.11	2.12	2.29	8.3%	7.8%
	贝斯特	0.74	0.69	0.79	6.2%	13.9%
	伯特利	2.48	2.70	2.52	1.8%	-6.8%
	新泉股份	2.06	2.13	2.09	1.2%	-2.0%
	旭升集团	1.08	0.96	1.05	-2.4%	9.8%
	隆盛科技	0.51	0.59	0.46	-9.0%	-21.5%
拓普集团	8.11	5.65	7.29	-10.0%	29.0%	
保隆科技	0.80	0.95	0.40	-50.8%	-58.5%	

数据来源：Wind，华龙证券研究所

我们重点关注的 17 家汽车零部件公司中 13 家 2025Q2 实现归母净利润正增长，我们认为主要原因有四：一是部分汽零公司布局优势赛道，对应业务增长迅速拉动业绩提升，如智驾域控龙头德赛西威；二是在下游高速增长客户拉动下出货量提升，规模效应释放，如配套小米汽车等整车厂的

无锡振华；三是汽车零部件公司提升效率，降本增效，如均胜电子、银轮股份等通过改善海外工厂运营效率提高海外盈利能力；四是在汽车零部件公司全球化经营，2025Q2 财务费用率普遍因汇兑收益增加而降低。

除此之外，铝锭价格同比略降助力爱柯迪、无锡振华等轻量化赛道公司实现 2025Q2 业绩同比增长。

表 8：汽车零部件板块各公司分季度毛利率&期间费用率

指标	公司简称	2024Q2	2025Q1	2025Q2	2025Q2同比	2025Q2环比	指标	公司简称	2024Q2	2025Q1	2025Q2	2025Q2同比	2025Q2环比
毛 利 率	无锡振华	23.7%	28.1%	29.9%	6.2%	1.8%	期 间 费 用 率	爱柯迪	12.5%	11.4%	7.6%	-4.8%	-3.8%
	四环传动	22.8%	26.8%	27.3%	4.5%	0.5%		保隆科技	20.4%	16.2%	16.4%	-4.0%	0.1%
	均胜电子	15.5%	17.9%	18.4%	2.9%	0.5%		科博达	13.8%	10.3%	10.3%	-3.5%	0.0%
	爱柯迪	27.7%	28.7%	29.7%	2.1%	1.0%		福耀玻璃	13.0%	10.6%	9.5%	-3.5%	-1.1%
	旭升集团	21.6%	20.8%	22.7%	1.1%	1.9%		旭升集团	11.3%	11.2%	8.3%	-3.0%	-2.8%
	科博达	26.1%	27.0%	27.2%	1.1%	0.2%		银轮股份	13.0%	10.7%	10.7%	-2.2%	0.0%
	贝斯特	34.2%	34.2%	35.2%	1.0%	1.0%		华阳集团	14.0%	12.6%	12.3%	-1.7%	-0.3%
	福耀玻璃	37.7%	35.4%	38.5%	0.8%	3.1%		新泉股份	12.4%	12.7%	10.9%	-1.4%	-1.7%
	星宇股份	20.4%	18.8%	19.6%	-0.7%	0.8%		无锡振华	8.5%	7.7%	7.6%	-0.9%	-0.1%
	德赛西威	21.3%	20.5%	20.2%	-1.1%	-0.4%		伯特利	8.9%	7.4%	8.1%	-0.8%	0.7%
	拓普集团	20.4%	19.9%	19.3%	-1.1%	-0.6%		德赛西威	12.6%	13.3%	12.1%	-0.5%	-1.2%
	隆盛科技	19.5%	18.1%	18.0%	-1.5%	-0.1%		隆盛科技	9.7%	9.1%	9.3%	-0.5%	0.2%
	银轮股份	20.9%	19.8%	18.8%	-2.2%	-1.0%		星宇股份	8.9%	8.7%	8.5%	-0.4%	-0.2%
	伯特利	21.4%	18.0%	19.2%	-2.2%	1.2%		拓普集团	8.5%	10.5%	9.1%	0.6%	-1.5%
	华阳集团	21.9%	18.2%	19.5%	-2.4%	1.3%		贝斯特	12.7%	14.6%	13.5%	0.9%	-1.1%
	新泉股份	19.9%	19.5%	16.8%	-3.0%	-2.7%		四环传动	9.5%	10.6%	10.8%	1.2%	0.1%
保隆科技	25.1%	23.2%	20.5%	-4.6%	-2.8%	均胜电子	11.0%	13.7%	13.4%	2.3%	-0.4%		

数据来源：Wind，华龙证券研究所

展望 2025 年下半年，从客户角度看，乘用车市场多款重磅新品预计于 2025H2 陆续发布&上量，包括特斯拉旗下 Model YL、赛力斯旗下新问界 M7 和上汽集团旗下尚界 H5 等，有望拉动对应主机厂供应链核心供应商业绩高增长；从赛道角度看，我们认为智驾平权仍为 2025 年主线，智能化底盘、域控和传感器等智驾产业链标的业绩增速有望超越市场平均值。

4 商用车：政策效果逐步显现，市场景气度回升可期

4.1 客车：新能源客车&出口表现亮眼

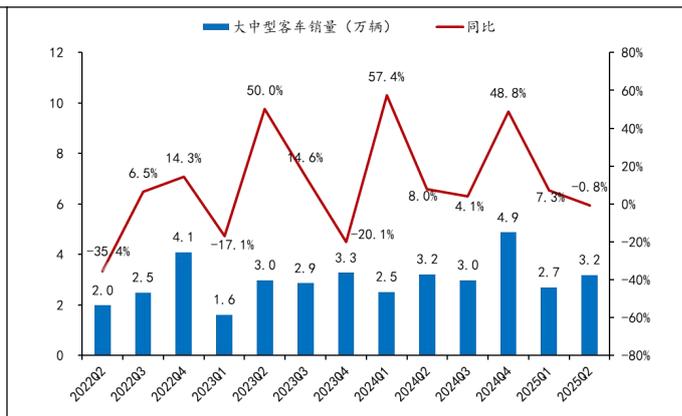
2025Q2 我国客车市场实现销量 14.0 万辆，同比+7.6%，其中大中型客车实现销量 3.2 万辆，同比-0.8%，新能源客车实现销量 4.6 万辆，同比+57.3%，同比增速明显高于整体客车市场，我们认为主要原因有二：一是 2024Q3 发布的公交汽车更新补贴政策效果延续；二是在超长期国债及地方化债措施支持下，地方财政稳中偏积极，地方公交车更新意愿&能力提升。

图 27：我国客车市场分季度销量



数据来源：Wind，华龙证券研究所

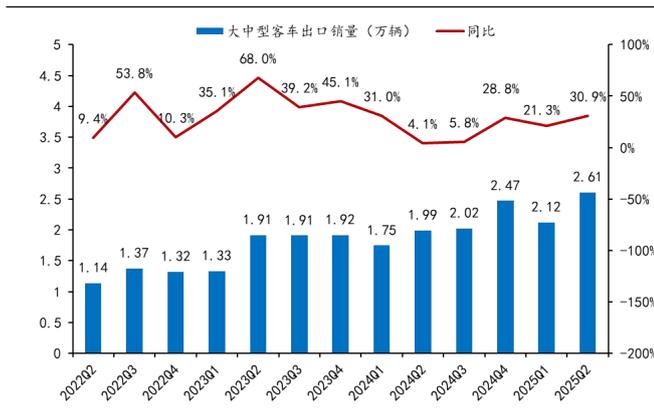
图 28：我国大中型客车分季度销量



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2025Q2 出口大中型客车 2.61 万辆，同比+30.9%，海外需求整体优于内需，主要系欧洲、南美和东南亚等地区新能源客车替换需求高企叠加中国车企产品力及品牌力提升。

图 29：我国大中型客车分季度出口量



数据来源：海关总署，华龙证券研究所

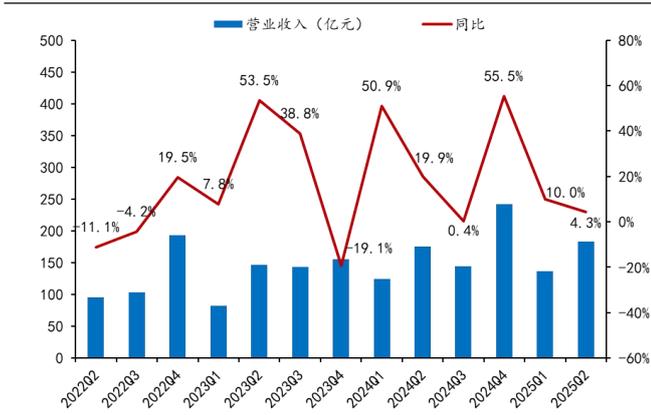
图 30：我国新能源客车分季度销量



数据来源：Wind，华龙证券研究所

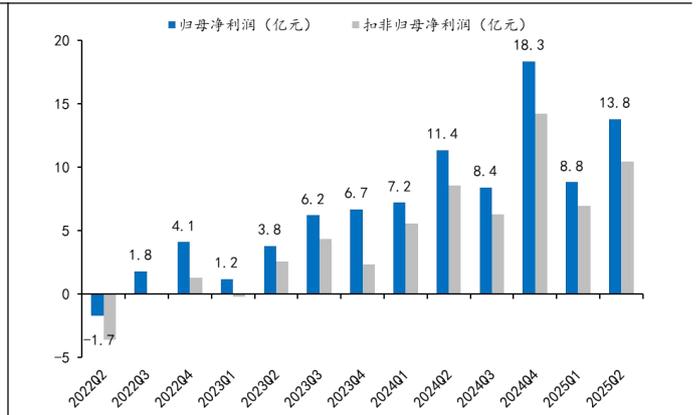
费用控制优秀增厚业绩。2025Q2 客车板块实现营收 183.0 亿元，同比+4.3%，上市客车公司 2025Q2 并表销量 2.9 万辆，同比-4.4%，营收端增速高于销量端，主要系单车收入同比+9.1%至 63.1 万元/辆。

图 31：客车板块分季度营业收入



数据来源：Wind，华龙证券研究所

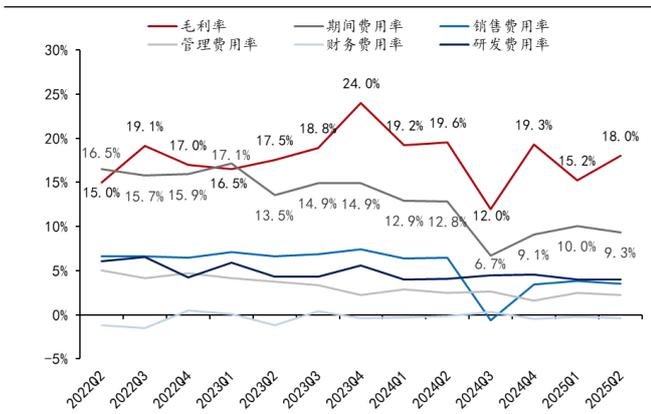
图 32：客车板块分季度业绩



数据来源：Wind，华龙证券研究所

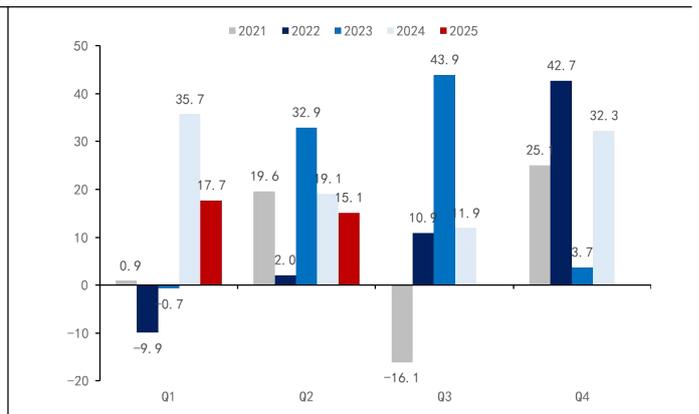
2025Q2 客车板块实现扣非归母净利润 10.5 亿元，同比+22.2%，主要系期间费用率下降增厚盈利能力。2025Q2 客车板块毛利率同比-1.5pct 至 18.0%；期间费用率同比-3.5pct 至 9.3%，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比-3.0/-0.3/-0.2/-0.1pct。2025Q2 客车板块经营性现金净流入 15.1 亿元，同比-20.8%。

图 33：客车板块分季度毛利率&期间费用率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 34：客车板块分季度经营性现金流量净额（亿元）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

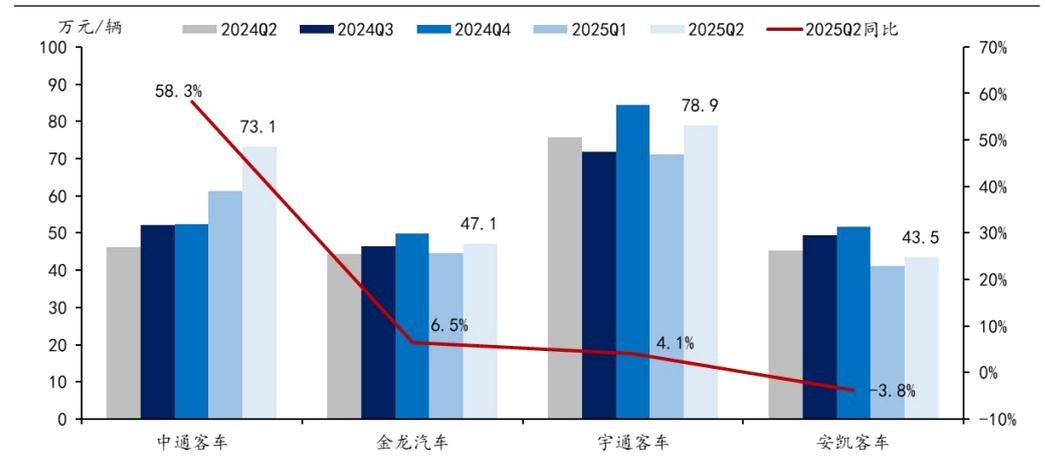
销量结构改善提振客车公司单车收入。客车板块 4 家上市公司营收端同比分化，安凯客车/中通客车/宇通客车/金龙汽车 2025Q2 营收同比+62.5%/+52.5%/-0.1%/-6.5%。除安凯客车外，客车板块 3 家客车公司 2025Q2 销量均同比下降，销量结构改善带来的单车收入提升成为拉动营收增速的主要动力。其中中通客车 2025Q2 大型客车销量同比+17.0%，大型客车销量占比同比+11.4pct 至 64.8%，带动单车均价同比+58.3%至 73.1 万元。宇通客车 2025Q2 客车销量同比-4.0%，均价较高的出口客车销量同比+2.9%，出口占比同比+2.2pct 至 32.2%，带动单车均价同比+4.1%至 78.9 万元/辆。

表 9：客车板块分季度营业收入与大中型客车销量

指标	公司简称	2024Q2	2025Q1	2025Q2	2025Q2同比	2025Q2环比
营业收入 (亿元)	安凯客车	5.8	6.6	9.3	62.5%	42.2%
	中通客车	14.7	16.9	22.5	52.5%	32.7%
	宇通客车	97.2	64.2	97.1	-0.1%	51.3%
	金龙汽车	57.8	49.2	54.0	-6.5%	9.8%
客车销量 (辆)	安凯客车	1272	1594	2148	68.9%	34.8%
	中通客车	3189	2766	3073	-3.6%	11.1%
	宇通客车	12824	9011	12310	-4.0%	36.6%
	金龙汽车	13062	11044	11466	-12.2%	3.8%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

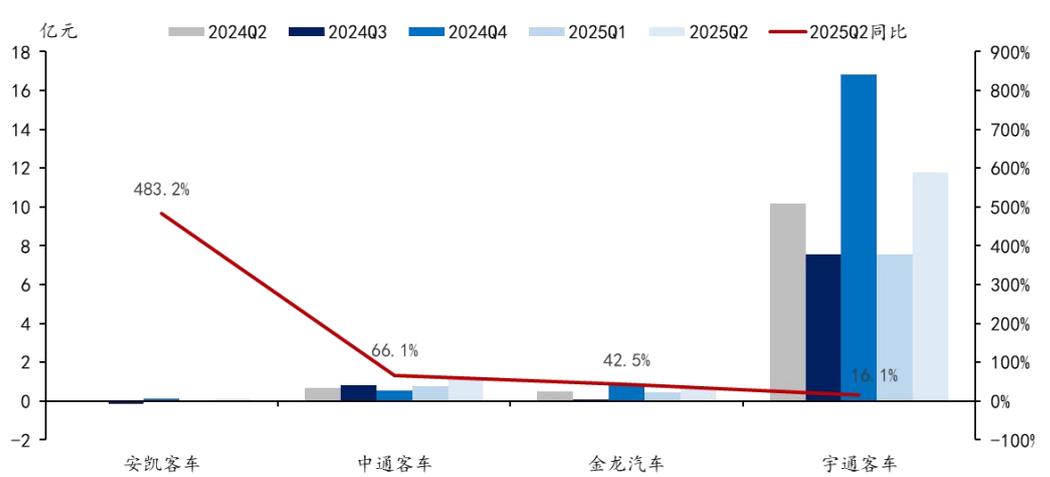
图 35：客车板块分季度单车均价



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2025Q2 客车板块公司归母净利润同比普增。2025Q2 客车板块 4 家公司业绩均录得正增长，安凯客车/中通客车/金龙汽车/宇通客车 2025Q2 归母净利润同比+483.2%/+66.1%/+42.3%/+16.1%，其中安凯客车同比高增主要系去年同期低基数效应；中通客车主要系去年同期计提 0.43 亿元信用减值损失，较 2025Q2 的 0.14 亿元多 0.29 亿元。宇通客车盈利能力增强主要系 2025Q2 期间费用率同比-5.4pct。

图 36：客车板块分季度归母净利润



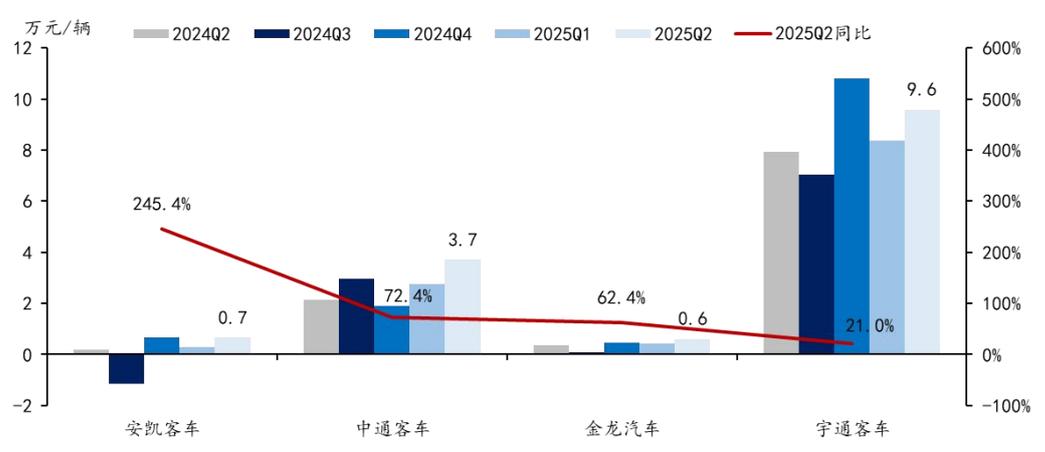
数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 10：客车板块分季度毛利率和费用率

指标	公司简称	2024Q2	2025Q1	2025Q2	2025Q2同比	2025Q2环比
毛利率	宇通客车	26.1%	18.9%	22.9%	-3.2%	4.1%
	中通客车	16.2%	15.1%	15.6%	-0.6%	0.5%
	金龙汽车	10.3%	11.3%	11.8%	1.5%	0.5%
	安凯客车	10.2%	8.7%	8.2%	-2.0%	-0.4%
期间费用率	宇通客车	15.2%	10.8%	9.8%	-5.4%	-1.0%
	中通客车	7.0%	8.2%	7.8%	0.8%	-0.4%
	金龙汽车	10.3%	9.5%	9.3%	-0.9%	-0.1%
	安凯客车	13.4%	10.9%	8.1%	-5.3%	-2.8%
销售费用率	宇通客车	8.3%	3.4%	2.9%	-5.4%	-0.4%
	中通客车	2.4%	4.3%	4.1%	1.7%	-0.2%
	金龙汽车	4.3%	4.0%	4.2%	-0.1%	0.2%
	安凯客车	7.1%	5.5%	3.3%	-3.7%	-2.1%
管理费用率	宇通客车	2.6%	2.8%	2.3%	-0.3%	-0.4%
	中通客车	2.1%	1.4%	1.2%	-0.8%	-0.2%
	金龙汽车	2.5%	2.4%	2.5%	0.0%	0.1%
	安凯客车	2.4%	3.2%	2.3%	-0.1%	-0.9%
研发费用率	宇通客车	4.4%	4.6%	4.7%	0.2%	0.1%
	中通客车	3.3%	3.3%	3.1%	-0.3%	-0.2%
	金龙汽车	3.5%	3.4%	3.3%	-0.2%	-0.1%
	安凯客车	4.7%	3.5%	2.6%	-2.1%	-0.9%
财务费用率	宇通客车	-0.1%	0.1%	-0.2%	0.0%	-0.3%
	中通客车	-0.9%	-0.8%	-0.7%	0.2%	0.1%
	金龙汽车	0.0%	-0.4%	-0.7%	-0.7%	-0.3%
	安凯客车	-0.7%	-1.2%	-0.1%	0.6%	1.1%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 37：客车板块分季度单车盈利



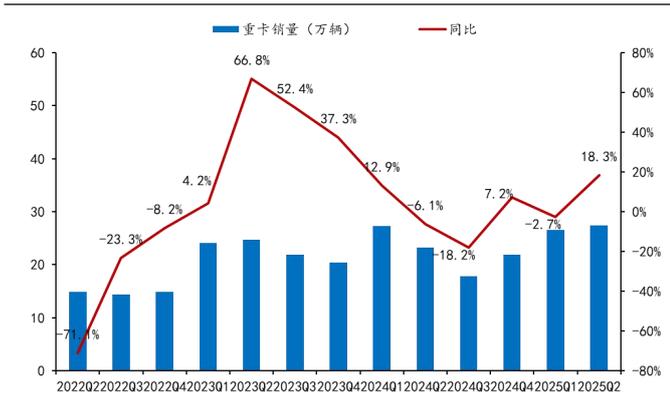
数据来源：Wind，华龙证券研究所

展望 2025 年下半年，商务部等 9 部门于 2025 年 9 月 16 日发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》，增加优质服务供给，旅游消费复苏可期，叠加公交车更新补贴接续托底，国内客车市场景气度有望持续，海外新能源客车替换需求维持高位，自主客车销量有望持续修复。

4.2 重卡：内外需均具备韧性，政策刺激下销量修复

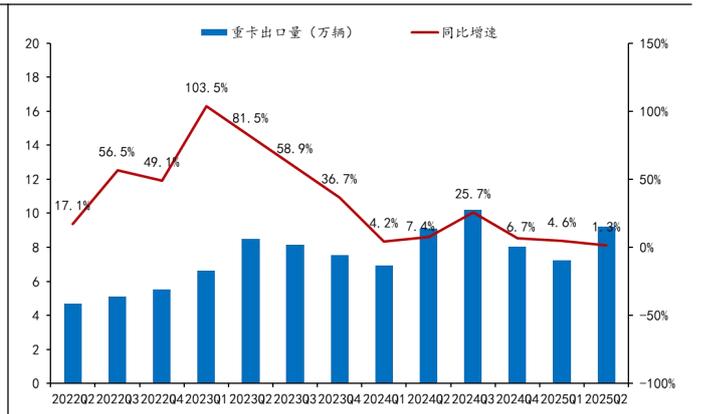
2025Q2 重卡批发销量 27.4 万辆，同比+18.3%，其中出口销量 9.2 万辆，同比+1.3%，国内外销量均实现正增长。分能源类型看，天然气重卡实现销量 4.5 万辆，同比-29.8%，主要系 2024 年同期高基数效应。新能源重卡实现销量 4.9 万辆，同比+192.8%，渗透率同环比+10.6/+6.4pct 至 17.7%。

图 38：我国分季度重卡批发销量



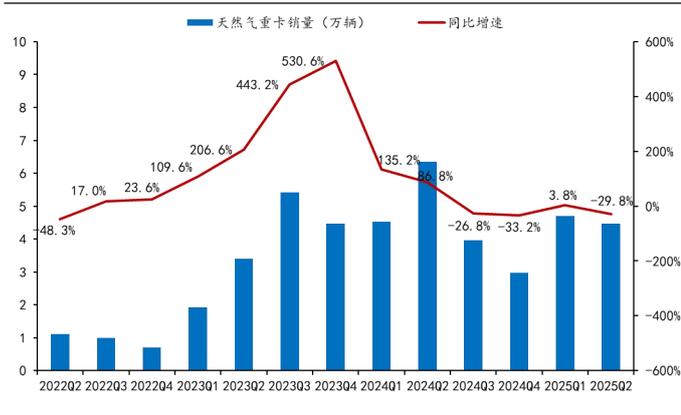
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 39：我国分季度重卡出口量



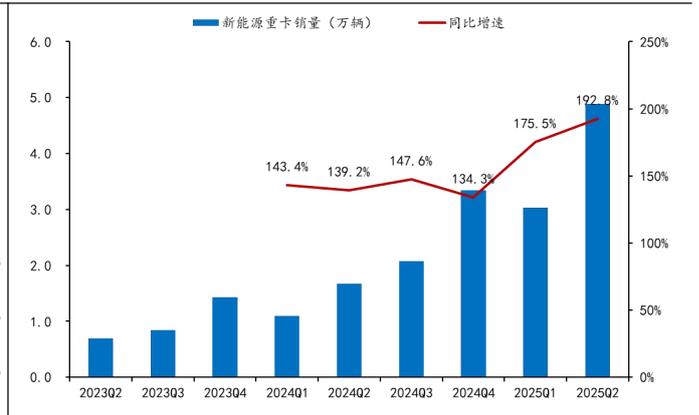
数据来源：海关总署，华龙证券研究所

图 40：我国天然气重卡销量



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 41：我国新能源重卡销量



数据来源：Wind，华龙证券研究所

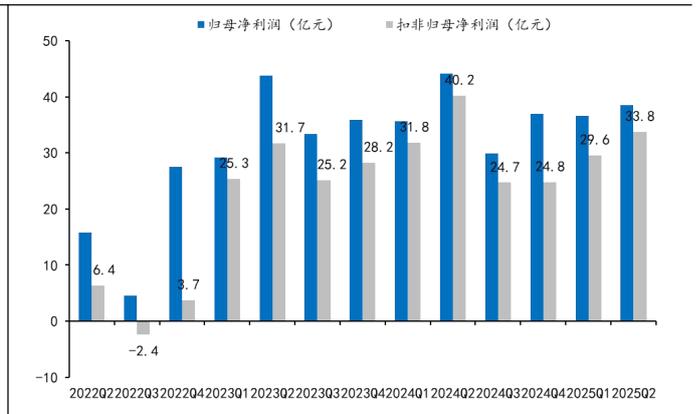
2025Q2 重卡板块实现营收 1034.1 亿元，同比+1.0%，低于重卡批发销量，或系重卡市场竞争激烈，重卡售价下行。2025Q2 重卡板块实现扣非归母净利润 33.8 亿元，同比-16.0%。板块毛利率 15.9%，同比-0.2pct，期间费用率 10.6%，同比+0.2pct。2025Q2 重卡板块经营性现金流量净流入 217.1 亿元，较 2025Q1 的净流出 50.6 亿元经营情况大幅改善。

图 42：重卡板块分季度营业收入



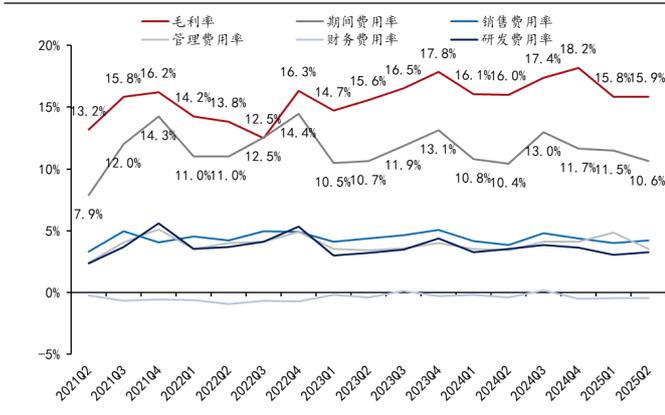
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 43：重卡板块分季度业绩



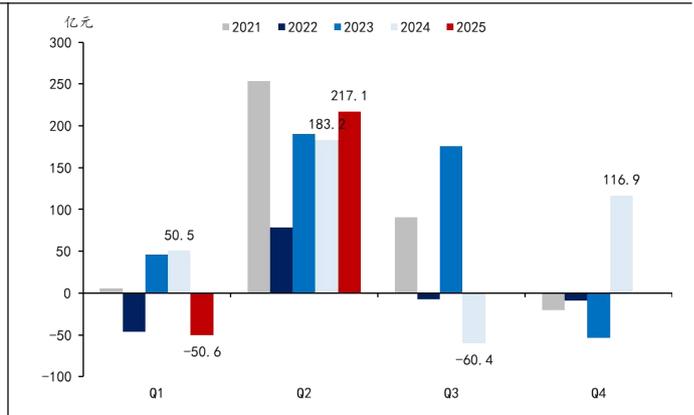
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 44：重卡板块分季度毛利率&期间费用率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 45：重卡板块分季度经营性现金流量净额



数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 11：重卡板块主要财务指标

指标	公司简称	2023Q4	2024Q2	2025Q1	2025Q2	2025Q2同比	2025Q2环比
营业收入 (亿元)	福田汽车	131.5	128.7	119.4	148.0	15.0%	24.0%
	中国重汽	113.1	114.3	113.4	129.1	13.0%	13.8%
	潍柴动力	535.8	563.8	537.4	574.6	1.9%	6.9%
	中集车辆	55.2	51.5	51.7	45.9	-10.9%	-11.3%
	一汽解放	157.8	189.8	134.5	143.4	-24.4%	6.7%
归母净利润 (亿元)	福田汽车	1.2	2.6	-3.5	4.4	70.1%	-223.9%
	中国重汽	4.2	2.7	5.5	3.1	13.3%	-43.1%
	潍柴动力	25.1	26.0	30.0	27.1	4.3%	-9.7%
	中集车辆	1.8	2.6	2.4	1.8	-32.6%	-26.4%
	一汽解放	3.5	1.7	2.6	0.3	-82.8%	-88.8%
毛利率	潍柴动力	23.7%	22.1%	24.2%	22.2%	0.1%	-1.9%
	福田汽车	9.3%	11.6%	12.8%	10.9%	-0.7%	-1.9%
	中国重汽	9.4%	7.9%	11.5%	7.1%	-0.8%	-4.5%
	中集车辆	19.5%	15.3%	18.0%	14.3%	-1.0%	-3.7%
	一汽解放	10.7%	6.3%	4.8%	3.8%	-2.5%	-1.0%
期间费用率	福田汽车	10.7%	10.6%	10.5%	9.0%	-1.6%	-1.6%
	一汽解放	12.1%	6.1%	8.4%	5.5%	-0.6%	-2.9%
	中国重汽	2.7%	2.9%	2.6%	2.4%	-0.5%	-0.3%
	中集车辆	13.0%	7.7%	8.7%	8.4%	0.7%	-0.3%
	潍柴动力	16.3%	14.3%	14.9%	15.9%	1.6%	1.0%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

2025Q2 重卡板块 5 家公司营收&归母净利润均分化，其中营收端福田汽车/中国重汽/潍柴动力/中集车辆/一汽解放 2025Q2 分别同比+15.0%/+13.0%/+1.9%/-10.9%/-24.4%；归母净利润端福田汽车/中国重汽/潍柴动力/中集车辆/一汽解放 2025Q2 分别同比+70.1%/+13.3%/+4.3%/-32.6%/-82.8%。

展望 2025 年下半年，外需在俄罗斯市场缩量后仍呈现一定韧性，内需 2025 年 3 月营运车辆更新政策将国四重卡纳入补贴范围后有望企稳回升，新能源重卡或在政策支撑以及经济性优势下维持高景气。

5 投资建议

展望 2025 年下半年，整车端，乘用车市场价格战缓和，乘用车企盈利空间有望修复；商用车市场有望在政策持续发力下持续上行。零部件端，下半年强势新品密集，有望拉动对应供应商业绩，叠加智驾系统渗透率有望进入快速上行区间，强势客户+增量赛道有望实现超行业均值增长，维持行业“推荐”评级。个股方面，建议关注：（1）处于强势新品周期的车企长城汽车，赛力斯，上汽集团和小鹏汽车-W 等；（2）强势主机厂供应链+人形机器人/智驾等强势赛道标的隆盛科技，均胜电子，德赛西威，华阳集团，贝斯特，北特科技，三花智控，拓普集团，银轮股份，伯特利等；（3）商用车建议关注集中受益于行业景气度复苏的龙头潍柴动力，宇通客车等。

表：重点关注公司及盈利预测

股票代码	股票简称	2025/09/23	EPS (元)				PE				投资评级
		股价 (元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
601633.SH	长城汽车	24.50	1.48	1.69	1.97	2.26	16.5	14.5	12.4	10.8	买入
601127.SH	赛力斯	142.00	3.94	6.22	8.12	9.66	36.1	22.8	17.5	14.7	未评级
600104.SH	上汽集团	18.70	0.14	1.03	1.25	1.46	129.9	18.2	15.0	12.8	未评级
9868.HK	小鹏汽车-W	83.90	-3.06	-0.71	1.44	3.63	-	-	58.3	23.1	未评级
600699.SH	均胜电子	37.30	0.68	1.07	1.36	1.61	54.7	34.9	27.4	23.2	增持
300680.SZ	隆盛科技	64.01	0.97	1.44	1.82	2.12	65.9	44.5	35.2	30.2	买入
002920.SZ	德赛西威	139.03	3.61	4.87	6.16	7.70	38.5	28.6	22.6	18.1	未评级
002906.SZ	华阳集团	33.20	1.24	1.71	2.23	2.81	26.8	19.4	14.9	11.8	买入
300580.SZ	贝斯特	28.73	0.58	0.68	0.81	0.97	49.8	42.1	35.5	29.5	未评级
002050.SZ	三花智控	45.03	0.83	0.90	1.04	1.27	54.2	50.0	43.3	35.5	买入
601689.SH	拓普集团	76.84	1.78	1.95	2.43	2.96	43.2	39.5	31.7	26.0	未评级
002126.SZ	银轮股份	41.90	0.94	1.29	1.62	1.94	44.6	32.5	25.9	21.6	买入
603009.SH	北特科技	57.93	0.21	0.31	0.45	0.84	274.5	186.9	128.7	68.8	增持
603596.SH	伯特利	52.64	1.99	2.52	3.19	4.07	26.4	20.9	16.5	12.9	增持
000338.SZ	潍柴动力	14.14	1.31	1.44	1.65	1.81	10.8	9.8	8.6	7.8	未评级
600066.SH	宇通客车	29.78	1.86	1.47	1.83	2.84	16.0	20.3	16.3	10.5	买入

数据来源：Wind，华龙证券研究所；港股股价货币单位为港币，北特科技、宇通客车 2027 年 EPS 以及未评级标的 EPS 均来自 Wind 一致预测

6 风险提示

(1) 宏观经济波动风险。宏观经济恢复不及预期可能导致消费者可支配收入不足，影响市场规模及行业盈利能力；

(2) 相关政策不及预期。汽车登记、补贴和智驾等相关政策的出台、力度等不及预期可能影响行业整体发展；

(3) 原材料价格波动风险。上游原材料价格上涨则将影响汽车产业链整体盈利能力以及相关公司盈利增长；

(4) 地缘政治风险。我国与汽车出口目的地及相关国家地缘政治关系影响汽车出海的准入、关税等环节，进而影响行业出口销量及盈利能力；

(5) 重点车型销量不及预期。重点车型销量不及预期将影响车企整体销量增长，固定成本难以摊薄，对企业盈利能力产生不利影响；

(6) 智能驾驶进展不及预期。若智能驾驶技术迭代、商业化落地等不及预期，车企销量增长或受阻，进而影响车企销量与盈利能力；

(7) 人形机器人产业进展不及预期。汽车零部件板块众多公司以及部分汽车整车公司均布局人形机器人业务，若人形机器人产业进展不及预期，将影响上述公司未来业绩增长。

(8) 第三方数据误差风险。本报告使用数据资料均来自公开来源，其准确性对分析结果造成影响；

(9) 重点关注公司业绩不及预期。推荐关注公司可能因行业或公司原因业绩低于预测值。

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告的风险等级评定为R4，仅供符合华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（C4及以上风险等级）参考使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046