

整车主线周报： 本周SW载客车表现较好，多家车企发布业绩

证券分析师：黄细里
执业证书编号：S0600520010001
联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn
2026年3月29日

- **乘用车观点更新：**短期来看，行业补贴政策已落地，看好观望需求转化下26Q1乘用车景气度复苏，坚定看好乘用车板块。全年维度来看：国内选抗波动+出口选确定性。**国内关注高端电动化赛道中对政策扰动不敏感的个股江淮汽车，以及高端化有望放量的吉利汽车/长城汽车/北汽蓝谷/赛力斯/理想等；出口主线优先配置海外体系成熟、执行能力已验证的头部车企，优选比亚迪/长城汽车/奇瑞汽车，以及零跑/小鹏/上汽集团/长安汽车等。**
- **重卡观点更新：回顾2025：**25年全年批发114.4万，同比+26.8%，内销79.9万，同比+32.8%，出口34.1万，同比+17.2%，全年内销及出口超市场年初预期。25年初国四及以下营运重卡保有量69万辆，估算25年底淘汰至45-50万辆，25年全年淘汰21万辆，25年全年内销政策拉动+自然需求回升共振。**展望2026：**我们预计26年重卡内销有望兑现乐观情形的80-85万，同比+3%。**继续推荐中国重汽A/H+潍柴动力+福田汽车+一汽解放+中集车辆等重卡头部车企！**
- **客车观点更新：**2026年以旧换新政策落地，我们认为：1) 客车策略超预期，市场之前对于客车补贴力度做了和乘用车一样会退坡的预期，实际是延续的；2) 25年公交略低预期：25年公交车销量2.9万辆，同比-6%（24年公交车销量3万辆，同比+44%），两年增长下来距离合理更换中枢仍有差距（公交60万保有量，8-10年更换周期，销量中枢6万台）；3) 26年公交可以更乐观：考虑到八年以上待更新公交数量（10万台以上）以及销量中枢，我们认为26年公交在补贴下仍保持增长，我们保守预计26年公交4万台同比+40%。**推荐头部车企，重点推荐宇通客车/金龙汽车，建议关注中通客车。**
- **摩托车观点更新：**大排量+出口持续高景气，看好龙头车企。我们预测2026年行业总销量1938万辆，同比+14%，其中大排量126万辆，同比+31%。大排量：1) 内销：25H2大排量内销转弱，我们预计随26年国内新品供给推出，内销有望小幅增长，预计26年内销43万，同比+5%；2) 出口：欧洲+拉美中国品牌份额提升空间充足，我们预计26年出口83万，同比+50%。**看好大排量+出口持续增长，优选龙头车企。推荐春风动力+隆鑫通用。**
- **注：下文本周指3/23-3/29**
- ◆ **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。



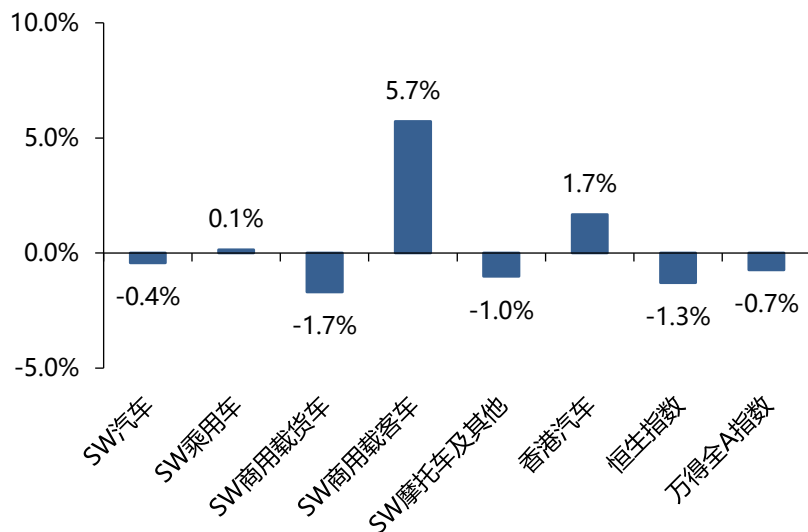
■ 本周（3/23-3/29）板块行情复盘

■ 板块边际变化跟踪

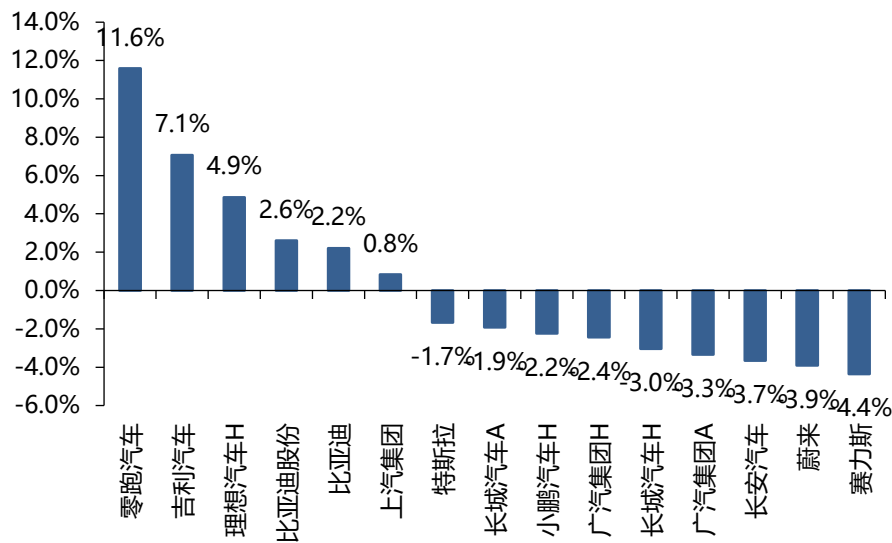
■ 投资建议与风险提示

- **整车各子板块：**本周SW商用载客车指数+5.7%，相对万得全A指数+6.4%，涨幅最大；本周SW商用载货车指数-1.7%，相对万得全A指数-1.0%，跌幅最大。
- **乘用车板块：**本周SW乘用车指数+0.1%，相对万得全A指数+0.9%，本周香港汽车指数+1.7%，相对恒生指数+3.0%。个股表现上，本周零跑汽车+11.6%，涨幅最大，本周赛力斯-4.4%，跌幅最大。

图：本周整车各子板块涨跌幅

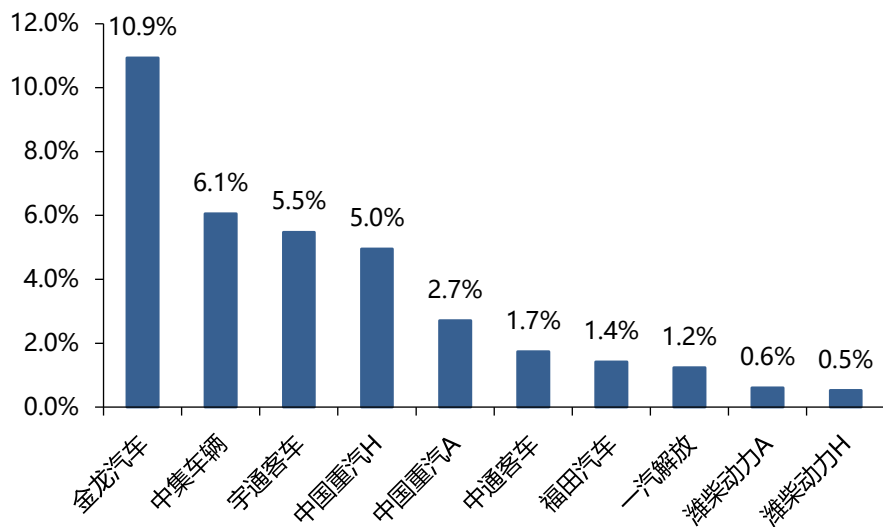


图：本周乘用车核心个股涨跌幅

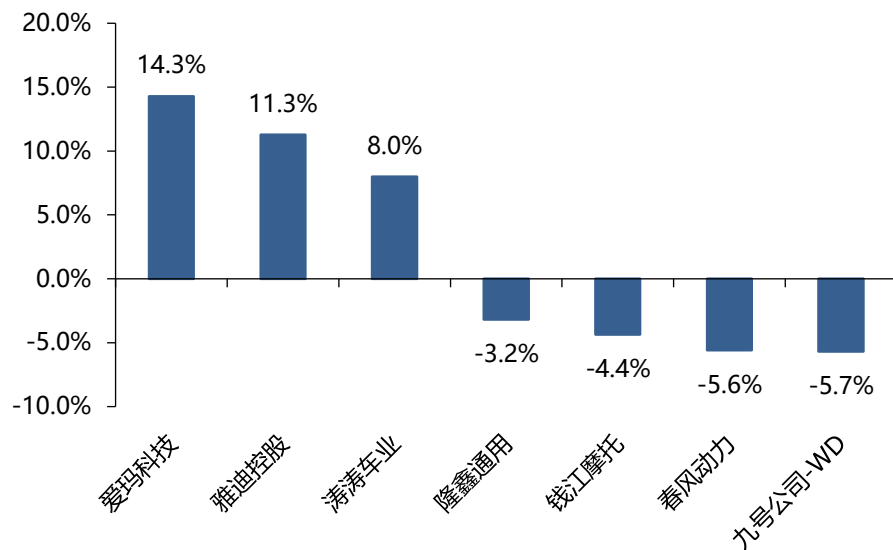


- **商用车板块：**本周SW商用载货车指数-1.7%，相对万得全A指数-1.0%，本周SW商用载客车指数+5.7%，相对万得全A指数+6.4%。个股表现上，本周金龙汽车+10.9%，涨幅最大，本周潍柴动力H+0.5%，涨幅最小。
- **两轮车板块：**本周SW摩托车及其他指数-1.0%，相对万得全A指数-0.3%。个股表现上，本周爱玛科技+14.3%，涨幅最大，本周九号公司-5.7%，跌幅最大。

图：本周商用车核心个股涨跌幅

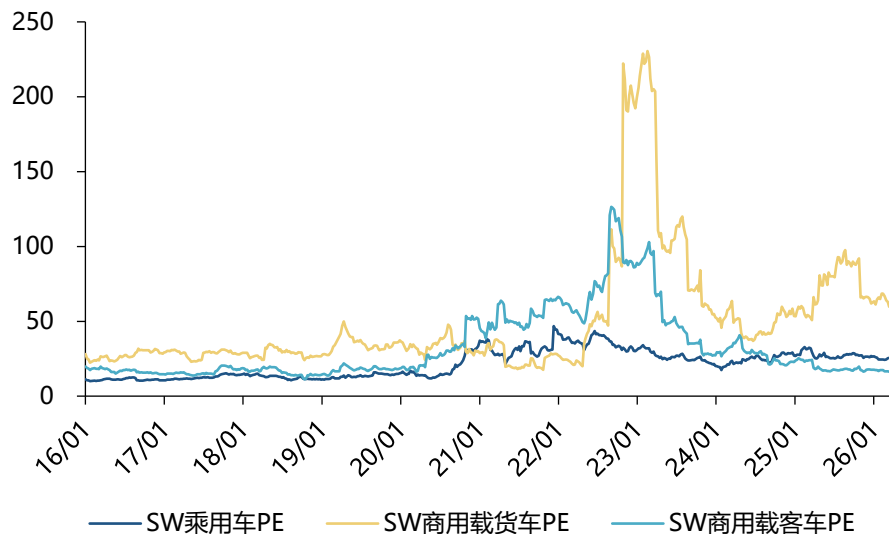


图：本周摩托车核心个股涨跌幅

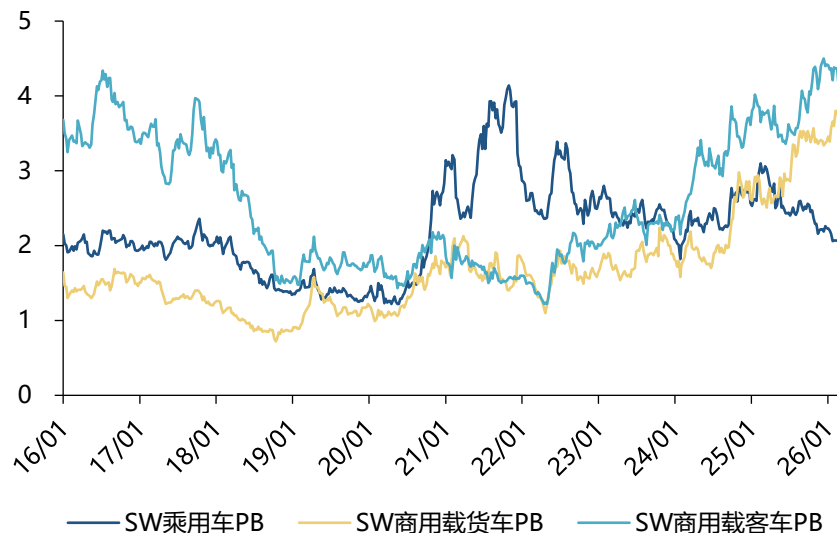


- 本周SW乘用车PB 2.2x, SW商用载货车PB 3.3x, SW商用载客车PB 4.3x; 分别处于16年至今的48.4%/93.6%/97.3%分位数。
- 本周SW乘用车PB 2.2x, SW商用载货车PB 3.3x, SW商用载客车PB 4.3x; 分别处于16年至今的48.4%/93.6%/97.3%分位数。

图：本周整车PE (TTM) 估值

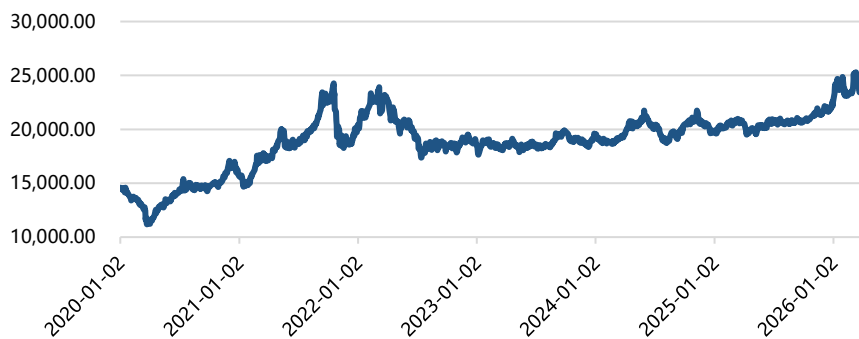


图：本周整车PB (TTM) 估值

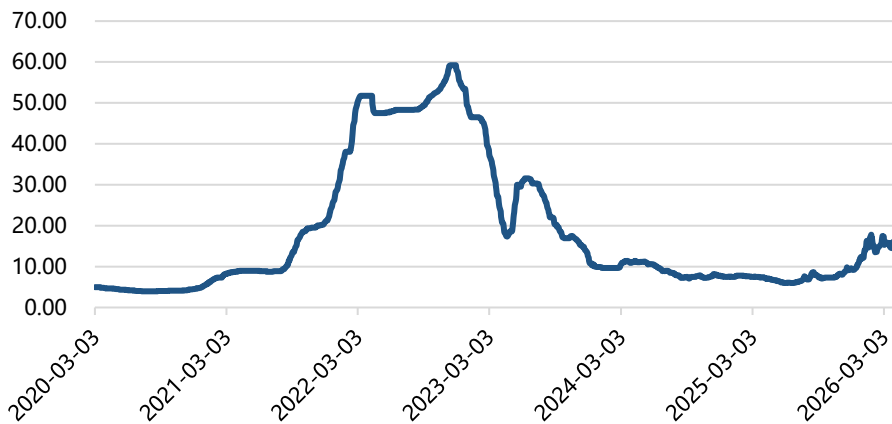


◆ **本轮整车上游原材料涨价基本自25Q4开始。**1) **铝**：本轮涨价周期自2025/9开启，2025/9/30至2026/3/27涨幅为15.1%。最新一周3/20至3/27铝价回落0.67%。2) **碳酸锂**：本轮涨价周期自2025/10开启，2025/10/30至2026/3/27涨幅为118%。最新一周3/20至3/27碳酸锂涨价8.4%。3) **铜**：本轮涨价周期自2025/8开启，2025/8/30至2026/3/27涨幅为22.9%。最新一周3/20至3/27铜价上涨0.2%。4) **存储**：本轮涨价周期自2025/9开启，2025/9/16至2026/3/27涨幅为335.2%。最新一周3/20至3/27存储价格维持稳定。

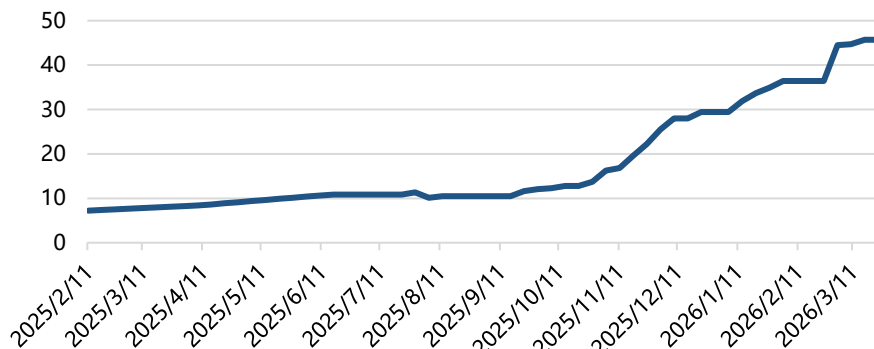
图：长江有色市场铝(A00)均价(元/吨)



图：碳酸锂(电池级,99.5%,国产)均价(万元/吨)



图：存储价格指数变化



图：LME铜现货结算价(美元/吨)



- ◆ **25Q4对卢布贬值，对美/欧元升值。** 汇率波动主要关注季度末截面数据，2025/9/30美元/欧元/100卢布兑人民币分别为7.1055/8.3351/8.64；2025/12/31美元/欧元/100卢布兑人民币分别为7.0288/8.2355/8.86，人民币对卢布贬值2.5%，对美元/欧元升值-1.1%/-1.2%。
- ◆ **26/3/27相较于25/12/31人民币兑美元/卢布/欧元均升值。**

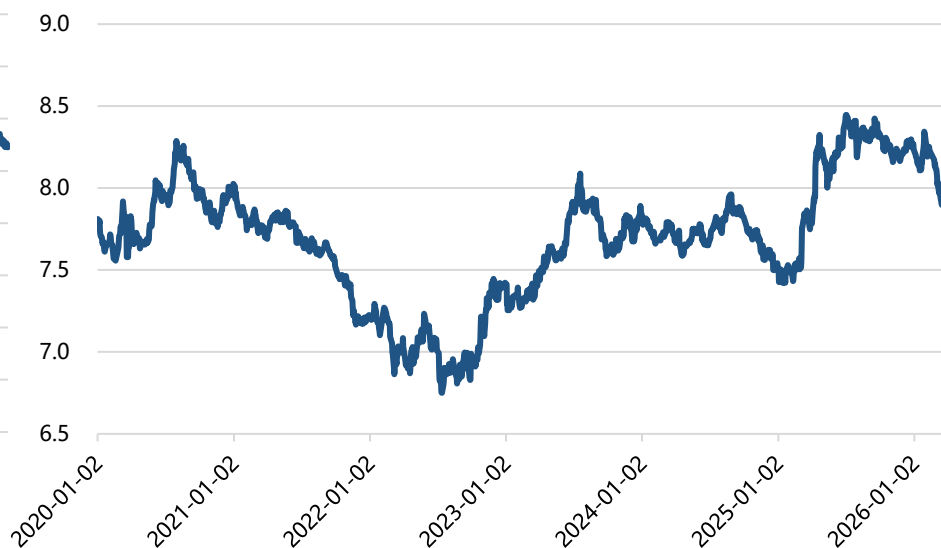
图：中间价:美元兑人民币



图：银联汇率:100俄罗斯卢布兑人民币



图：中间价:欧元兑人民币



- ◆ **定价：**全系售价区间6.58-8.68万元。低于星愿、元UP，性价比突出。
- ◆ **尺寸&外观&续航：**车身尺寸4270*1810*1635mm，轴距2605mm，定位小型SUV。提供CLTC纯电续航403/505km，搭载高性能油冷电驱，30%-80%快充最快仅需16分钟。
- ◆ **座舱&空间：**全系5门5座布局，整车空间得房率高达88.1%，配备1.55m²全景玻璃天幕，后备箱配备可冲洗独立储物格106L。标配8.88英寸全液晶仪表+14.6英寸2.5K悬浮式中控屏。搭载高通8295座舱芯片与全新Leapmotor OS交互系统。AI"超级小零"语音助手接入通义千问大模型，语音交互支持大模型赋能。
- ◆ **智驾：**505激光雷达版（最高配）打在高阶智驾系统，含1颗128线激光雷达+12颗超声波雷达，搭载高通8650智驾芯片，支持车位到车位全场景领航辅助驾驶、全场景自动泊车等核心功能；其余版本搭载基础智驾系统，具备车道保持辅助、定速巡航等基础驾驶辅助功能。

图：零跑A10



长城汽车公布2025年四季度业绩

- ◆ **公告要点：**2025Q4公司实现营收 692亿元，同环比+16%/+13%；实现归母净利润12.3亿元，同环比-46%/-46%；实现扣非后归母净利润5.8亿元，同环比分别-57%/-69%。
- ◆ **营收层面：**出口/魏牌销量占比同比提升，销量/ASP同比均改善。公司Q4批发销量合计40万辆，同环比分别+5%/+13%。销量结构上，高山系列热销下Q4魏牌销量占比环比+1pct。出口方面，公司Q4共出口17万辆，同环比分别+33%/+26%，主要为哈弗品牌出口量同环比提升。公司Q4 ASP 17.3万元，同比+9.5%。**毛利率：**Q4公司毛利率为17.3%，同环比分别+0.7/-1.2pct。**费用率：**Q4公司销管研费用率分别为4.8%/2.7%/5.5%，同比分别+2.2/-0.2/+0.3pct，环比分别0/+1.1/+1.6pct。25Q4确认年终奖且全年直营渠道投入较多，因此费用率较高。**最终公司Q4实现归母净利润12.3亿元，单车净利0.3万元。**

图：长城汽车业绩拆分

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	Q4同比	Q4环比
营业收入/亿元	429	486	508	599	400	523	612	692	16%	13%
营业成本	343	382	403	500	329	425	500	573	15%	15%
毛利率	20.0%	21.4%	20.8%	16.5%	17.8%	18.8%	18.4%	17.3%	0.7%	-1.2%
销售费用	17	21	24	16	23	27	29	33	109%	14%
管理费用	10	10	10	18	9	10	10	19	6%	88%
研发费用	20	22	20	31	19	23	24	38	23%	58%
财务费用	1	-3	4	-1	-10	-7	1	-4	——	——
销售费用率	4.0%	4.3%	4.8%	2.6%	5.7%	5.2%	4.8%	4.8%	2.2%	0.0%
管理费用率	2.3%	2.1%	2.0%	2.9%	2.3%	1.8%	1.6%	2.7%	-0.2%	1.1%
研发费用率	4.6%	4.6%	4.0%	5.1%	4.8%	4.5%	3.9%	5.5%	0.3%	1.6%
财务费用率	0.2%	-0.5%	0.8%	-0.2%	-2.6%	-1.3%	0.2%	-0.6%	-0.4%	-0.8%
归母净利润/亿元	32.3	38.5	33.5	22.6	17.5	45.9	23.0	12.3	-46%	-46%
扣非后归母净利润/亿元	20.2	36.3	27.2	13.6	14.7	21.1	18.9	5.8	-57%	-69%
非经常性损益/亿元	12.0	2.2	6.3	9.0	2.8	24.7	4.0	6.5	——	——
批发销量/万辆	27.5	28.4	29.4	37.9	25.7	31.3	35.4	40.0	5%	13%
单车收入近似/万元	15.6	17.1	17.3	15.8	15.6	16.7	17.3	17.3	9.5%	-0.1%
单车净利（扣非前）/万元	1.2	1.4	1.1	0.6	0.7	1.5	0.6	0.3	-48.5%	-53%
单车净利（扣非后）万元	0.7	1.3	0.9	0.4	0.6	0.7	0.5	0.1	-59.4%	-73%

比亚迪公布2025年四季度业绩

- ◆ **营收：**公司25Q4营收2377.0亿元，同环比分别为-13.5%/+21.9%。公司25Q4批发销量为134 万辆，同环比分别为-13%/+21%。其中出口表现亮眼，单季度出口达34.9万辆，同环比分别+208/+50%，出口销量占比提升至26%（环比+5pct）。25Q4国内批发销量为99.3万辆，同环比分别-30%/+13%。25Q4单车均价为13.5万元，同环比分别 -5%/-1%。
- ◆ **毛利率：**Q4毛利率为17.4%，同环比分别-2.2/-0.2pct，毛利率同比下滑的主要原因为：销量同比下滑/比亚迪电子低毛利影响/经销商红包影响。剔除比亚迪电子后公司25Q4毛利率为21.6%，同环比分别-1.5/+1pct。环比来看在销量规模改善/出口占比环比提升作用下毛利率有所提升。
- ◆ **费用：**公司25Q4费用管控整体平稳，销/管/研费用率分别为3.2%/2.1%/6.0%。其中研发费用率同环比下滑较多，公司在2025H2提高研发资本化率至12.8%（25H1为4.2%）。此外25Q4人民币兑美元/欧元均升值，预计造成较多汇兑损失。
- ◆ **盈利：**25Q4归母净利润 92.9 亿元，同环比分别为-38%/+19%，在比电/汇兑/经销商返利影响下略低于我们预期。剔除比亚迪电子影响后，汽车业务单车净利为 0.67 万元，同环比分别-27%/+9%。

图：比亚迪业绩拆分

	2024Q1 (已重列)	2024Q2 (已重列)	2024Q3 (已重列)	2024Q4 (已重列)	2025Q1 (新准则)	2025Q2 (新准则)	2025Q3 (新准则)	2025Q4 (新准则)	Q4同比	Q4环比
营业收入/亿元	1249.4	1761.8	2011.2	2748.5	1703.6	2009.2	1949.8	2377.0	-13.5%	21.9%
比亚迪电子营业收入/亿元	364.8	421.0	435.5	551.8	368.8	437.3	426.8	561.9	1.8%	31.7%
营业成本	990.7	1455.0	1606.5	2208.1	1361.8	1682.4	1606.4	1962.5		
毛利率	20.7%	17.4%	20.1%	19.7%	20.1%	16.3%	17.6%	17.4%	-2.2%	-0.2%
销售费用	53.3	52.7	60.4	74.4	61.8	62.3	61.0	76.8	3.1%	25.9%
管理费用	37.7	39.3	47.1	62.4	49.1	54.8	48.8	49.3	-20.9%	1.0%
研发费用	106.1	90.1	137.0	198.8	142.2	153.7	141.5	142.3	-28.4%	0.5%
财务费用	-1.9	2.6	9.6	1.9	-19.1	-13.4	3.1	22.9	——	——
销售费用率	4.3%	3.0%	3.0%	2.7%	3.6%	3.1%	3.1%	3.2%	0.5%	0.1%
管理费用率	3.0%	2.2%	2.3%	2.3%	2.9%	2.7%	2.5%	2.1%	-0.2%	-0.4%
研发费用率	8.5%	5.1%	6.8%	7.2%	8.3%	7.7%	7.3%	6.0%	-1.2%	-1.3%
财务费用率	-0.2%	0.1%	0.5%	0.1%	-1.1%	-0.7%	0.2%	1.0%	0.9%	0.8%
归母净利润/亿元	45.7	90.6	116.1	150.2	91.5	63.6	78.2	92.9	-38.2%	18.7%
销售净利率	3.8%	5.3%	6.0%	5.6%	5.5%	3.3%	4.2%	4.0%	-1.6%	-0.2%
扣非后归母净利润/亿元	37.5	85.6	108.8	137.9	81.7	54.3	68.9	89.6	-35.1%	30.0%

广汽集团公布2025年四季度业绩

- ◆ **公告要点:** 2025Q4公司营收为296.1亿元，同环比分别-10%/+22%，归母净利润为-44.7亿元（2024Q4为7.0亿元，2025Q3为-17.7亿元），扣非后归母净利润为-50.9亿元（2024Q4为-24.8亿元，2025Q3为-18.3亿元）。
- ◆ **营收层面:** 公司Q4营收环比改善。广汽乘用车/广汽埃安Q4批发销量分别为9.2/10.7万辆，同比分别-33%/-28%，环比分别+14%/+43%；广汽自主Q4 ASP为14.9万元，同环比分别+4%/-5%。**毛利率:** 公司Q4销售毛利率为0.6%，同环比为-5/+3pct。毛利率转正主要系销量环比修复，叠加公司持续推进降本增效所致。**费用率:** Q4公司销售/管理/研发费用率分别为6.8%/3.0%/2.1%，同比分别+4/-1/0pct,环比分别+1/-2/+1pct。**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Q4销量分别为13.6/21.9万辆，同比分别-16%/+0%，环比分别+121%/+14%。广本/广丰25H2利润分别为-15.6/17.9亿元，单车盈利分别为-0.8/0.4万元。25Q4公司计提了大额资产减值损失22.4亿元。**最终公司Q4实现归母净利润为-44.7亿元（2024Q4为+7.0亿元，2025Q3为-17.7亿元）。**

图：广汽集团业绩拆分

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	Q4同比	Q4环比
营业总收入	215.7	246.9	284.9	330.4	198.8	227.3	243.2	296.1	-10%	22%
毛利率	7.1%	6.3%	5.2%	5.1%	0.2%	-3.4%	-2.9%	0.6%	-5%	3%
销售费用	12.8	15.5	16.4	9.5	12.5	13.5	12.9	20.0	111%	55%
管理费用	10.2	10.4	11.5	11.9	11.2	9.6	12.0	8.9	-25%	-26%
研发费用	3.8	3.1	3.5	7.8	3.8	3.3	3.0	6.3	-19%	112%
财务费用	-0.5	-1.8	5.2	-1.3	-2.7	-1.3	1.5	-0.2	——	——
期间费用率	12.2%	11.0%	12.9%	8.4%	12.5%	11.0%	12.1%	11.8%	3%	0%
销售费用率	5.9%	6.3%	5.7%	2.9%	6.3%	5.9%	5.3%	6.8%	4%	1%
管理费用率	4.7%	4.2%	4.0%	3.6%	5.6%	4.2%	4.9%	3.0%	-1%	-2%
研发费用率	1.7%	1.2%	1.2%	2.4%	1.9%	1.4%	1.2%	2.1%	0%	1%
财务费用率	-0.2%	-0.7%	1.8%	-0.4%	-1.4%	-0.6%	0.6%	-0.1%	0%	-1%
其他收益	6.7	5.9	1.9	12.7	2.1	2.3	1.9	5.9	-53%	219%
投资收益	18.4	14.1	3.9	36.7	11.7	12.3	11.0	(2.4)	——	——
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	9.5	(3.9)	——	——
扣非归母净利润-投资收益	-11.6	-24.4	-19.2	-61.6	-20.7	-32.8	-29.3	-48.5	——	——
资产减值损失	0.0	-0.3	-1.3	-17.4	-0.2	-5.0	0.2	-22.4	——	——
归母净利润	12.2	3.0	-14.0	7.0	-7.3	-18.1	-17.7	-44.7	——	——
扣非后归母净利润	6.9	-10.3	-15.3	-24.8	-8.9	-20.5	-18.3	-50.9	——	——

潍柴动力公布2025年四季度业绩

- ◆ **公司公告：**公司2025Q4单季度营收612.4亿元，同环比分别+14.0%/+6.7%；归母净利润20.5亿元，同环比-31.6%/-36.5%。
- ◆ **1) 营收：**公司2025Q4单季度营收612.4亿元，同环比分别+14.0%/+6.7%。**2) 毛利率：**2025Q4毛利率为20.3%，同环比分别-3.9/-1.1pct。**3) 费用率：**25Q4销售/管理/研发/财务费用率分别为6.0%/4.5%/3.4%/0.2%，同比分别-0.2/-0.5/-0.5/+0.5pct，环比分别+0.3/+0.3/-0.1/+0.4pct。**4) 归母净利润：**25Q4归母净利润约为20.5亿元，同比-31.6%，环比-36.5%。归母净利率3.4%，同比-2.23pct，环比-2.28pct。

图：潍柴动力业绩拆分

单位：亿元	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	Q4同比	Q4环比
营业收入	563.8	561.1	494.6	537.4	574.6	556.9	574.2	612.4	14.0%	6.7%
营业成本	441.6	438.6	385.2	407.6	446.9	433.6	451.5	488.3	19.8%	8.2%
毛利	122.2	122.5	109.4	129.8	127.7	123.2	122.7	124.1	-4.4%	1.1%
毛利率	21.7%	21.8%	22.1%	24.2%	22.2%	22.1%	21.4%	20.3%	-3.9pct	-1.1pct
销售费用	30.3	31.0	30.1	33.5	32.4	33.9	33.0	36.9	10.2%	12.0%
管理费用	26.1	24.8	24.4	27.2	40.9	26.9	24.3	27.9	2.4%	14.4%
研发费用	20.9	22.1	19.0	20.9	20.4	21.0	20.4	21.1	0.7%	3.4%
财务费用	1.1	-0.7	3.6	-1.6	-2.1	-2.6	-1.2	1.4	-	-
销管研费用率合计	13.7%	13.9%	14.9%	15.2%	16.3%	14.7%	13.5%	14.0%	-1.2pct	0.5pct
销售费用率	5.4%	5.5%	6.1%	6.2%	5.6%	6.1%	5.7%	6.0%	-0.2pct	0.3pct
管理费用率	4.6%	4.4%	4.9%	5.1%	7.1%	4.8%	4.2%	4.5%	-0.5pct	0.3pct
研发费用率	3.7%	3.9%	3.8%	3.9%	3.5%	3.8%	3.6%	3.4%	-0.5pct	-0.1pct
财务费用率	0.2%	-0.1%	0.7%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.2%	0.2%	0.5pct	0.4pct
归母净利润	26.0	33.0	25.0	30.0	27.1	29.3	32.3	20.5	-31.6%	-36.5%
归母净利率	4.6%	5.9%	5.0%	5.6%	4.7%	5.3%	5.6%	3.4%	-2.23pct	-2.28pct
非经	2.6	1.7	2.7	1.8	2.3	2.7	4.1	3.7		
扣非后归母净利润	23.4	31.3	22.3	28.2	24.8	26.6	28.3	16.9	-40.12%	-40.32%

中国重汽A公布2025年四季度业绩

- ◆ **公告要点：**公司2025Q4单季度营收172.47亿元，同环比分别+52.1%/+20.4%；归母净利润6.16亿元，同环比+12.8%/+61.3%。
- ◆ **1) 营收：**公司H2重卡整车实现总销量9.29万台，同环比分别+48.8%/+14.7%；车桥公司H2收入60.3亿元，同环比分别+77.1%/+43.1%。**2) 毛利率：**2025Q4毛利率为8.81%，同环比分别-2.7/+1.7pct。**3) 费用率：**25Q4销售/管理/研发/财务费用率分别为0.9%/0.5%/1.5%/-0.4%，同比分别-0.18/-0.1/-0.3/0.3pct，环比分别0.2/0.0/-0.3/0.1pct。**4) 归母净利润：**25Q4归母净利润约为6.16亿元，同环比+12.8%/+61.3%；25H2车桥公司净利润约为9.8亿元，同环比分别+196.8%/+82.9%，盈利能力同环比改善显著。

图：中国重汽A业绩拆分

单位：亿元	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	Q4同比	Q4环比
营业收入	114.27	129.74	91.86	113.42	129.08	132.53	143.29	172.47	52.1%	20.4%
营业成本	105.37	120.35	84.24	100.33	119.98	122.02	133.09	157.27	56.8%	18.2%
毛利率	7.79%	7.24%	8.30%	11.54%	7.05%	7.94%	7.12%	8.81%	-2.7pct	1.7pct
销售费用	0.93	0.90	0.73	1.19	0.93	0.87	0.91	1.51	26.5%	65.6%
管理费用	0.92	1.00	0.73	0.62	0.77	1.07	0.67	0.78	25.0%	17.0%
研发费用	2.03	2.00	1.97	2.00	1.99	1.89	2.52	2.60	30.2%	3.1%
财务费用	(0.67)	(0.56)	(0.48)	(0.81)	(0.60)	(0.58)	(0.73)	(0.76)	-	-
期间费用率	2.81%	2.57%	3.21%	2.65%	2.39%	2.44%	2.35%	2.39%	-0.26pct	0.0pct
销售费用率	0.8%	0.7%	0.8%	1.1%	0.7%	0.7%	0.6%	0.9%	-0.18pct	0.2pct
管理费用率	0.8%	0.8%	0.8%	0.5%	0.6%	0.8%	0.5%	0.5%	-0.10pct	0.0pct
研发费用率	1.8%	1.5%	2.1%	1.8%	1.5%	1.4%	1.8%	1.5%	-0.3pct	-0.3pct
财务费用率	-0.6%	-0.4%	-0.5%	-0.7%	-0.5%	-0.4%	-0.5%	-0.4%	0.3pct	0.1pct
归母净利润	2.74	3.44	3.15	5.46	3.10	3.58	3.82	6.16	12.8%	61.3%
扣非后归母净利润	2.63	3.19	2.74	4.70	2.92	3.35	3.59	5.72	21.7%	59.5%
销售净利率	3.2%	3.7%	4.4%	5.5%	3.3%	3.8%	3.8%	5.3%	-0.2pct	1.5pct
重卡整车销量/万辆	7.05		6.24		8.10		9.29		48.8%	14.7%
母公司净利润-投资收益	2.3		5.6		2.8		4.3		-24.5%	54.6%
单车净利	3245		9035		3402		4586		-49.2%	34.8%
车桥公司收入	38.0		34.0		42.1		60.3		77.1%	43.1%
车桥公司净利润	4.5		3.3		5.4		9.8		196.8%	82.9%
车桥公司净利率	12%		10%		13%		16%			
后市场净利润	1.7		1.3		1.3		0.5		-61.7%	-61.2%

中国重汽H公布2025年业绩

- ◆ **公告要点：**公司2025H2营收586.6亿元，同环比分别+26.9%/+15.3%，全年营收1095.4亿元，同比+15.2%；H2归母净利润35.9亿元，同环比+40.1%/+4.8%，全年归母净利润70.2亿元，同比+19.8%，创历史同期最高纪录。
- ◆ **1) 营收：**公司H2总销量15.6万台，同环比分别+31.4%/+14.0%，其中国内销量7.1万辆，同环比分别+35.0%/+5.5%，出口销量8.4万辆，同环比+28.6%/+22.3%；轻卡H2销量6.0万辆，同环比+38.3%/-4.0%；以汽车融资销售的卡车H2销量4.3万辆，同环比+46.0%/32.1%。**2) 毛利率：**2025H2毛利率为15.1%，同环比分别-1.6/+0.0pct。**3) 费用率：**25H2销售/管理费用率分别为4.3%/4.7%，同比分别+0.1/-1.0pct，环比分别+0.8/+0.1pct。**4) 归母净利润：**25H2归母净利润约为35.9亿元，同环比分别+40.1%/+4.8%。

图：中国重汽H业绩拆分

	2024H1	2024H2	2025H1	2025H2	H2同比	H2环比	2024年	2025年	2025年同比
营业收入/亿元	488.2	462.4	508.8	586.6	26.9%	15.3%	950.6	1095.4	15.2%
分产品收入（仅外销）：									
重卡及发动机收入/亿元	423.3	415.3	441.8	524.8	26.3%	18.8%	838.7	966.6	15.3%
轻卡及其他收入/亿元	58.0	40.4	61.6	59.8	48.2%	-2.8%	98.4	121.4	23.4%
金融业务收入/亿元	6.9	6.7	5.4	2.0	-69.6%	-62.5%	13.5	7.4	-45.3%
营业成本/亿元	416.6	385.3	432.2	498.1	29.3%	15.2%	802.0	930.2	16.0%
毛利润/亿元	71.6	77.1	76.6	88.6	14.9%	15.6%	148.7	165.2	11.1%
毛利率	14.7%	16.7%	15.1%	15.1%	-1.6pct	0.0pct	15.6%	15.1%	-0.6pct
销售费用/亿元	15.2	19.2	17.4	25.0	30.3%	43.3%	34.4	42.4	23.2%
管理费用（含研发）/亿元	23.5	26.3	23.7	27.6	5.1%	16.6%	49.7	51.2	3.0%
销售费用率	3.1%	4.1%	3.4%	4.3%	0.1pct	0.8pct	3.6%	3.9%	0.2pct
管理费用率	4.8%	5.7%	4.7%	4.7%	-1.0pct	0.1pct	5.2%	4.7%	-0.6pct
归母净利润/亿元	32.9	25.6	34.3	35.9	40.1%	4.8%	58.6	70.2	19.8%
归母净利润率	6.7%	5.5%	6.7%	6.1%	0.6pct	-0.6pct	6.2%	6.4%	0.2pct
分产品销量/万辆：									
重卡销量/万辆	12.5	11.8	13.7	15.6	31.4%	14.0%	24.3	29.2	20.0%
重卡国内销量/万辆	5.7	5.3	6.8	7.1	35.0%	5.5%	10.9	13.9	26.9%
重卡出口销量/万辆	6.8	6.6	6.9	8.4	28.6%	22.3%	13.4	15.3	14.4%
轻卡销量/万辆	5.7	4.4	6.3	6.0	38.3%	-4.0%	10.1	12.3	22.5%
以汽车融资销售的卡车销量/万辆	3.6	2.9	3.3	4.3	46.0%	32.1%	6.6	7.6	15.1%

■ 乘用车观点更新：

■ 投资建议：

- 短期来看，行业补贴政策已落地，看好观望需求转化下26Q1乘用车景气度复苏，坚定看好乘用车板块。全年维度来看：国内选抗波动+出口选确定性。国内关注高端电动化赛道中对政策扰动不敏感的个股江淮汽车，以及高端化有望放量的吉利汽车/长城汽车/北汽蓝谷/赛力斯/理想等；出口主线优先配置海外体系成熟、执行能力已验证的头部车企，优选比亚迪/长城汽车/奇瑞汽车，以及零跑/小鹏/上汽集团/长安汽车等。

■ 摩托车观点更新：

- **大排量+出口持续高景气，看好龙头车企。**我们预测2026年行业总销量1938万辆，同比+14%，其中大排量126万辆，同比+31%。大排量：1) 内销：25H2大排量内销转弱，我们预计随26年国内新品供给推出，内销有望小幅增长，预计26年内销43万，同比+5%；2) 出口：欧洲+拉美中国品牌份额提升空间充足，我们预计26年出口83万，同比+50%。
- **投资建议：**看好大排量+出口持续增长，优选龙头车企。推荐春风动力+隆鑫通用。

■ 重卡观点更新：

- **回顾2025：**25年全年批发114.4万辆，同比+26.8%，内销79.9万辆，同比+32.8%，出口34.1万辆，同比+17.2%，全年内销及出口超市场年初预期。25年初国四及以下营运重卡保有量69万辆，估算25年底淘汰至45-50万辆，25年全年淘汰21万辆，25年全年内销政策拉动+自然需求回升共振。
- **展望2026：**我们预计26年重卡内销有望兑现乐观情形的80-85万辆，同比+3%。
- **投资建议：**政策落地全面利好重卡板块，继续推荐中国重汽A/H+潍柴动力+福田汽车+一汽解放+中集车辆等重卡头部车企！

■ 客车观点更新：

- 2026年以旧换新政策落地，客车政策略超预期。我们认为：1) 略超预期，市场之前对于客车补贴力度做了和乘用车一样会退坡的预期，实际是延续的；2) 25年公交略低预期：25年公交车销量2.9万辆，同比-6%（24年公交车销量3万辆，同比+44%），两年增长下来距离合理更换中枢仍有差距（公交60万保有量，8-10年更换周期，销量中枢6万台）；3) 26年公交可以更乐观：考虑到八年以上待更新公交数量（10万台以上）以及销量中枢，我们认为26年公交在补贴下仍保持增长，我们保守预计26年公交4万台同比+40%。
- **投资建议：**推荐头部车企，重点推荐宇通客车/金龙汽车，建议关注中通客车。

- ◆ **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。

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