

2025Q4&2026Q1业绩综述： 总体符合预期，出海&缺电是亮点

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5月6日

- **2026年汽车行业正处技术创新和需求两大周期同时切换阶段，板块投资主线依然呈现分散化特征。我们持续推荐【业绩驱动+估值驱动】两类品种**
 - **成长型估值驱动主线看好：AIDC缺电+L4智能化+机器人三大细分方向！**
 - **AIDC缺电主线优选【潍柴动力+银轮股份+天润工业】等**
 - **L4智能化主线优选【小鹏汽车+地平线+曹操+小马/文远+耐世特】等**
 - **机器人主线优选【拓普集团+均胜电子+星宇股份】等**
 - **低估值业绩驱动主线看好：出口带动各细分整车板块龙头公司业绩确定性！**
 - **电动化乘用车/零部件视角优选【比亚迪+吉利+长城+福耀】等**
 - **商用车/摩托车视角优选【宇通客车+中国重汽+春风动力】等**
- **站在2026Q2时点排序：AIDC缺电主线>出海主线>机器人&智驾主线。**
- **风险提示：**中东战争影响继续升级；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；特斯拉机器人&智驾进展不及预期等

整车：25Q4板块业绩低于我们预期，26Q1板块业绩略好于我们预期

- ◆ **行业整体：**1) **行情复盘：**2025年10月-2026年2月底乘用车零售同比转负，上游原材料价格上涨，乘用车指数持续下行。2026年3月至今油价上涨背景下市场开始关注新能源车出口叙事逻辑，同时26Q1行业出口数据超预期，出口逻辑得到数据验证，乘用车指数上行。2) **量—行业内需承压，出口表现亮眼。**2025Q4补贴退坡影响下行业同比负增长。2026Q1购置税减半征收&以旧换新补贴政策退坡影响下行业同比负增长。3) **结构—Q1出口均超预期。**核心原因：①海外市场在油价上涨与电动化加速的背景下需求提升，中国车企在新能源领域的成本与技术优势集中释放；②国内汽车需求走弱，车企重视出口市场，加大出口消化产能。
- **对比：**1) **ASP—整体而言多数车企ASP同比上行。**核心原因①反内卷监管，车企在售车型折扣行为相对克制；②出口销量占比上行，海外车型定价水平普遍显著高于国内；③梯度以旧换新补贴，影响部分小车销量。2) **毛利率—整体好于我们预期。**25Q4毛利率普遍环比回升，主因为环比销量增长/持续降本/行业折扣增加有限。26Q1毛利率普遍环比下滑，主因为Q1销量环比下滑较多，但整体仍好于我们预期，主因为原材料提价压力未完全反映（部分车企有提前备货）&出口提供毛利率重要支撑（多数车企）&小车销量占比受政策影响下滑（上汽集团）&品牌高端化效果显著（极氪）。3) **费用率—25Q4&26Q1车企汇兑损失较多，期间费用率同比普遍上行，**主要原因包括：部分品牌例如长城持续投入直营渠道的建设以及加快海外渠道铺设，以及在国内进行广宣持续投入；研发方面车企在对智驾/闪充/整车平台持续投入研发的同时，部分车企也对具身智能等创新业务持续进行投入（赛力斯）。4) **单车盈利—出口提供车企核心盈利支撑。**以奇瑞/吉利/上汽为例，出口增速较快，对冲了部分国内市场压力，海外市场车型定价高于国内、平均带电量低于国内市场、单车存储成本整体也较低，成本上涨压力较小，盈利水平远好于国内。此外产品高端化对车企盈利水平也有显著促进。
- **总结与展望：**25Q4乘用车整体业绩表现低于我们预期，核心为补贴退坡导致行业负增长。26Q1乘用车整体业绩表现略好于我们预期，核心为在原材料价格上涨/内需承压/人民币贬值情况下出口提供盈利支撑。26Q2我们预计内需同比仍相对承压，但出口增速可期，且季节性影响下环比增速预计较高；价方面由于原材料价格仍在上涨周期中，成本压力较大，但由于出口盈利水平高&环比规模效应影响下我们认为Q2量利均有望环比改善。

核心覆盖标的业绩汇总——2025Q4

分类	覆盖公司	2025Q4		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	北汽蓝谷	168%	54%	符合我们预期	——	营收/利润均下调
	蔚来汽车	76%	扭亏	符合我们预期	ES8盈利能力强；费控效果显著	——
	零跑汽车	56%	335%	符合我们预期	Q4公司销量创新高；碳积分交易带来约5亿元收入增加。	营收/利润均下调
	小鹏汽车	38%	扭亏	符合我们预期	首次实现扭亏为盈，其他收入8.4亿元（Q3为1.4亿，核心是政府补贴的收款）	营收/利润均下调
	长城汽车	16%	-46%	符合我们预期	受Q4报废税未确认/年终奖计提/直营开支较多影响(已发过业绩预告)	营收/利润均下调
	长安汽车	1%	-73%	符合我们预期	阿维塔亏损未显著缩窄	营收/利润均下调
	奇瑞汽车	-3%	60%	符合我们预期	——	保持
	上汽集团	-5%	138%	符合我们预期	——	营收/利润均下调
	理想汽车	-35%	-100%	符合我们预期	——	营收/利润均下调
	江淮汽车	58%	69%	略低于我们预期	尊界测算毛利率略低于预期	营收/利润均下调
	赛力斯	41%	-66%	略低于我们预期	员工激励提升&销售费用率相对刚性导致费用高&减值影响Q4业绩	营收/利润均下调
	吉利汽车	22%	-2%	略低于我们预期	费用率增长情况略高于我们预期：Q4提高研发费用化率；Q4发生召回事件，承担11e销售费用	营收/利润均上调
	广汽集团	-10%	-736%	略低于我们预期	25年对无形资产和存货的资产减值计提较上年同期有所增加；广本也存在进一步减值	营收/利润均下调
	比亚迪	-14%	-38%	略低于我们预期	公司调增研发资本化率；25Q4人民币兑美元/欧元均升值，造成较多汇兑损失	营收/利润均下调

注：图中所示利润均为归母净利润

核心覆盖标的业绩汇总——2026Q1

分类	覆盖公司	2026Q1		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	上汽集团	0%	0%	略超我们预期	毛利率同比+5pct，核心为出口销量占比提升&小车受政策干扰卖得少&材料方面提前有较多备料	保持
	奇瑞汽车	-3%	-10%	超我们预期	出口销量占比提升至67%，提供盈利支撑；汇兑损失-9e，好于我们预期（相较于其他车企）	保持
	吉利汽车	16%	-27%	符合我们预期	同比下滑主因26Q1汇兑损失3.8e，较25Q1汇兑收益21.9e变动较大；核心利润在出口和极氪贡献下+31%符合预期	保持
	比亚迪	-12%	-55%	基本符合我们预期	汇兑损失影响利润约20e+；研发开支资本化率调高，整体符合	保持
	北汽蓝谷	9%	9%	符合我们预期	——	保持
	广汽集团	2%	10%	符合我们预期	——	保持
	长安汽车	-4%	-74%	基本符合我们预期	受汇兑损益变动影响（25Q1汇兑收益8-10e，26Q1汇兑损失3-4e）	保持
	江淮汽车	17%	-172%	基本符合我们预期	尊界毛利率近似为25%，环比25Q4基本持平	保持
	长城汽车	13%	-46%	略低于我们预期	受汇兑损失影响（26Q1公司汇兑损失约0.5e，25Q1汇兑收益为10.5e）；直营渠道及广宣持续投入导致销售费用同比增长较多	营收/利润均下调
	赛力斯	35%	1%	扣非后低预期	创新业务研发投入较多使得研发费用率同比+1.5pct（同比+7e）；汇兑损失影响也比预期大；毛利率受销量结构/兜底购置税/原材料涨价影响下滑	营收/利润均下调

注：图中所示利润均为归母净利润

智能化零部件：行业盈利压力依旧存在，但是曙光乍现

- **复盘：**2025年以来智能化板块个股整体涨幅一般，港股优于A股但未形成板块性行情（只有25H1智驾平权存在板块性机会）；业绩层面有所分化，港股智能化零部件收入兑现程度较好，主要源自行业整体智能化渗透率大幅提升所致，但由于行业整体还在军备竞赛阶段短期还看不到利润贡献；A股智能化零部件整体毛利率存在压力，但期间费用率下降有所对冲，同时26Q1毛利率下降幅度已经有限，我们认为板块或呈现出业绩探底的趋势。
- **展望：**我们认为，2025年为智驾平权元年，2026年是智驾平权持续深化的一年，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。短期部分个股或存在业绩压力，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，26Q2或许是关键验证阶段，我们有望看到部分个股业绩呈现反弹趋势，建议重点挖掘智能化板块阿尔法机会。

传统+成长汽车零部件：业绩总体略低于我们预期，原材料涨价+人民币升值为普遍业绩扰动项

- **股价复盘：**我们选取17家汽车零部件公司构建指数池，25Q4-26Q1涨跌幅为-12.09%；选取12家汽车零部件公司构建成长指数池，25Q4-26Q1涨跌幅为-11.78%。其中，股价表现显著优于申万汽零的公司有：岱美股份、飞龙股份、银轮股份。具体来看，岱美股份属于机器人汽零范畴，25Q4-26Q1均出现强有力的边际变化，使得自身在机器人行业板块低迷的背景下跑出超额收益；飞龙股份属于液冷范畴，25Q4-26Q1超额收益受益于在手液冷订单数量增长；银轮属于机器人+液冷+ADIC缺电范畴，25Q4-26Q1超额收益得益于在缺电逻辑的大订单兑现。
- **业绩复盘：**板块25Q4和26Q1业绩基本均受到原材料涨价+人民币升值影响，进而导致毛利率下滑+汇兑损失同比增加。同时，26Q1下游乘用车市场需求同/环比的大幅下降使得汽零企业当期业绩压力加大。
 - 其中：1) 25Q4业绩表现较好的有福耀玻璃、星宇股份、松原安全、继峰股份、拓普集团、银轮股份、爱柯迪、双环传动；2) 26Q1业绩表现较好的有星宇股份、继峰股份、松原安全、旭升集团、亚普股份、瑞鹄模具。
 - 当期乘用车市场竞争激烈，下游客户销量波动对汽零企业业绩冲击较大，对于福耀、星宇、亚普等各自领域的龙头企业而言，整体业绩波动不大，头部份额集中趋势下业绩向上的稳健趋势不变，其余企业则需要通过降本+开拓客户+业务拓展来实现长期增长。
- **展望：**2026-2027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。对于布局新兴产业的成长零部件企业而言，业绩兑现时点即将到来：1) 机器人方面，Optimus V3将于年中亮相，7-8月开启量产，机器人即将迎来从1-10；2) 液冷方面，英伟达供应链开放，需关注谷歌等大厂的资本开支，国内厂商如飞龙股份等于国际客户达成合作，业绩成长基本盘明朗；3) AIDC缺电方面，需关注下游用户产能&增长指引变化，部分汽零如银轮股份已经取得大额订单，2026年业绩即将兑现。

智能化核心覆盖标的业绩汇总

覆盖公司	2025H2		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					
地平线机器人	39.9%	亏损持平	符合预期		收入上调，利润下调		
黑芝麻智能	125.2%	亏损收窄	符合预期		收入/利润上调		
耐世特	4.4%	-39.3%	低于预期	25H2北美减值	收入上调，利润维持		
小马智行	54.0%	亏损收窄	符合预期		保持		
文远知行	143.0%	亏损收窄	符合预期		保持		
如祺出行	115.3%	亏损收窄	符合预期		保持		
曹操出行	13.5%	亏损收窄	符合预期		基本保持		
禾赛科技	45.8%	1442.5%	符合预期		保持		
速腾聚创	47.8%	扭亏	符合预期		收入/利润上调		
希迪智驾	16.8%	亏损扩大	符合预期		收入/利润下调		
覆盖公司	25Q4		26Q1		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	营收YOY	利润YOY			
华域汽车	6.1%	13.0%	-1.0%	-2.6%	超预期	海外工厂盈利修复，毛利率提升超预期	收入上调，利润保持
德赛西威	18.2%	11.3%	-4.4%	-20.7%	符合预期		收入/利润下调
华阳集团	28.4%	18.0%	24.4%	6.6%	符合预期		收入保持，利润下调
中国汽研	16.1%	62.5%	-8.9%	-4.4%	符合预期		收入/利润下调
均胜电子	4.1%	1036.4%	-5.2%	18.1%	超预期	26Q1减值冲回/所得税减少贡献利润增量	收入/利润下调
沪光股份	11.3%	-75.7%	5.9%	-67.5%	低于预期	竞争加剧，影响收入和毛利率	收入/利润下调
伯特利	8.9%	-3.0%	1.4%	-0.6%	符合预期		收入保持，利润下调
保隆科技	35.1%	-72.8%	17.6%	-24.9%	低于预期	减值影响25年业绩，公允价值变动影响26Q1业绩	收入保持，利润下调

注：图中所示利润均为归母净利润

机器人&零部件核心覆盖标的业绩汇总

覆盖公司		25Q4		26Q1		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)
		营业收入YOY	归母净利润YOY	营业收入YOY	归母净利润YOY			
600660.SH	福耀玻璃	14.1%	11.4%	5.1%	-15.7%	符合预期		营收/归母净利润均下调
601799.SH	星宇股份	12.9%	12.1%	10.8%	10.3%	符合预期		营收/归母净利润均下调
603997.SH	继峰股份	24.3%	680.8%	23.9%	26.0%	符合预期		营收上调, 归母净利润维持
300893.SZ	松原安全	27.7%	48.3%	12.7%	2.3%	略低于预期	费用率增加+终端需求不及预期	营收上调, 归母净利润下调
301398.SZ	星源卓镁	13.2%	-96.1%	27.2%	-192.4%	低于预期	铝价上涨使得主业毛利率下滑+研发费用和产能爬坡费用增加	营收/归母净利润均下调
600933.SH	爱柯迪	18.7%	39.7%	15.4%	-14.9%	略低于预期	卓尔博并表贡献利润+主业因原材料涨价毛利下滑+汇兑损失	营收下调, 归母净利润维持
603730.SH	岱美股份	3.4%	20.0%	-3.4%	-10.8%	略低于预期	火灾损失对全年利润影响超1亿元, 主业毛利率出现下滑	营收/归母净利润均下调
002536.SZ	飞龙股份	6.5%	-52.1%	-3.4%	-52.8%	低于预期	非车业务毛利率下滑, 汇兑+关税+产能扩张费用影响利润	营收/归母净利润均下调(2027营收上调)
002997.SZ	瑞鹄模具	-1.5%	-62.3%	34.7%	9.6%	符合预期		营收/归母净利润均下调
002472.SZ	双环传动	29.8%	27.0%	1.5%	2.9%	符合预期		营收/归母净利润均下调
601689.SH	拓普集团	19.4%	6.0%	14.9%	-2.4%	略低于预期	研发投入加大+主业毛利率受原材料涨价出现下滑	营收/归母净利润均下调
603179.SH	新泉股份	12.4%	-33.9%	3.4%	-4.6%	略低于预期	费用率增加+毛利率下滑	营收上调, 归母净利润下调
603305.SH	旭升集团	7.9%	-30.0%	16.5%	30.9%	符合预期		营收略微上调, 归母净利润略微下调
002126.SZ	银轮股份	32.1%	59.2%	24.3%	0.8%	符合预期		营收略微上调, 归母净利润维持
000887.SZ	中鼎股份	20.3%	41.3%	-9.8%	-20.0%	略低于预期	汇兑损失影响业绩, 主业毛利率出现下滑	营收/归母净利润均下调
覆盖公司		25H2				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)
		营业收入YOY		归母净利润YOY				
0425.HK	敏实集团	11.6%		13.1%		符合预期		营收/归母净利润均维持

重卡：25Q4-26Q1行业内外销高景气，重卡股业绩整体表现良好

- **复盘：1) 销量：内销出口均高景气。** 25Q4行业批发/终端/出口同比分别+47.1%/+34.7%/+44.2%，26Q1行业批发/终端/出口分别+19.9%/+6.9%/+36.8%，25Q4内销在国四以旧换新政策刺激下同比高增，同时出口创新高，26Q1内销在政策空窗期依然同比增长，超我们预期，出口维持高增速，单月出口再创新高；**2) 股价：**25Q4重卡股价分化，龙头表现较好，重汽H/潍柴大幅跑赢大盘；26Q1重卡股整体表现较好，重汽A/H/潍柴/福田均相对大盘跑出超额；**3) 收入/利润：**重卡公司合计收入25Q4同环比分别+28.2%/+8.4%，26Q1同环比分别+19.6%/+6.9%，收入跟随销量明显增长；重卡公司合计归母净利润25Q4剔除潍柴影响后同环比分别+115.8%/+16.5%，26Q1同环比分别+3.1%/+20.7%，行业收入利润表现均较好；**4) 业绩：**受益行业高景气，25Q4-26Q1重卡股业绩整体表现较好，25Q4来看，重汽A/解放/福田业绩符合预期，重汽H/中集业绩超预期，潍柴业绩不及预期，26Q1来看，重汽A/潍柴业绩符合预期，福田业绩超预期，中集/解放业绩不及预期。
- **展望：看好重卡公司全年业绩强兑现。** 2026年国四政策延续，继续看好政策拉动行业内销增长；重卡出口自25H2开始加速增长，亚非拉出口高景气，内销+出口共振下，看好重卡公司全年业绩强兑现。

摩托车：内销承压出口向好，行业整体利润有所承压

- **复盘：1) 销量：25Q4-26Q1内销承压，出口持续增长。** 25Q4/26Q1内销同比分别-13.6%/-6.2%，其中大排量内销同比+5.8%/-28.9%；25Q4/26Q1出口同比分别+19.6%/+19.6%，其中大排量出口分别+10.4%/+5.9%，内销自25Q4起持续下滑，出口延续增长，大排量出口同比增速有所下滑；**2) 股价：**25Q4隆鑫/春风表现较好，跑赢大盘；26Q1至今摩托车股价整体表现平淡，跑输大盘；**3) 收入/利润：**收入与行业销量走势一致，受益于出口拉动，25Q4-26Q1行业销量收入整体增长，25Q4/26Q1行业收入同比分别+12%/+6.6%，25Q4/26Q1行业扣非归母净利润同比分别-55.1%/-11.6%，整体承压，其中25Q4主因头部公司受汇兑+关税+其他一次性影响（如售后维修等），费用率大幅抬升，净利润下滑，26Q1利润持续受关税+汇兑等影响；**4) 业绩：**25Q4整体承压，春风/隆鑫/钱江扣非归母均明显下滑，26Q1春风/隆鑫利润恢复明显，其中春风在汇兑+关税等压力下归母同比增长，超我们预期，钱江利润持续承压。
- **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——2025Q4&2026Q1

分类	覆盖公司	2025Q4/2025H2		2026Q1		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	营收YOY	利润YOY			
重卡	中国重汽A	52.1%	12.8%	52.3%	46.5%	25Q4/26Q1符合我们预期	收入利润随重卡内外销高景气而增长	利润下调
	中国重汽H	26.9%	40.1%			25H2超我们预期	重卡出口从25H2开启加速,	利润上调
	潍柴动力	14.0%	-31.6%	8.9%	13.8%	25Q4不及我们预期, 26Q1符合我们预期	25Q4不及预期主因发动机主业竞争激烈	营收/利润均上调
	福田汽车	32.4%	171.4%	6.6%	15.1%	25Q4符合我们预期, 26Q1超我们预期	26Q1超预期主因重卡及轻卡出口高增	上调
	一汽解放	41.9%	77.5%	30.9%	241.8%	25Q4符合我们预期, 26Q1不及我们预期		保持
	中集车辆	-0.2%	16.1%	1.2%	-12.1%	25Q4超我们预期, 26Q1不及我们预期		保持

分类	覆盖公司	2025Q4/2025H2		2026Q1		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	营收YOY	利润YOY			
摩托车	春风动力	35.15%	-33.41%	26.07%	1.81%	25Q4符合我们预期, 26Q1超我们预期	26Q1业绩超我们预期, 主因在汇兑+关税等压力下, 公司利润率超预期	利润下调
	隆鑫通用	-0.56%	-68.13%	-2.67%	-7.01%	25Q4/26Q1符合我们预期		利润下调

客车：25Q4/26Q1出口景气度强于内需，龙头业绩超预期兑现

- **复盘：**25年以来行业及个股股价整体上涨，龙头宇通跑出超额收益。业绩层面，行业整体业绩兑现，龙头业绩超预期兑现，主要受益于出口景气度持续超预期。宇通在出口销量及盈利能力超预期的前提下毛利率再上一个台阶，兑现量利齐升的逻辑，金龙受益于内部降本增效效果提升业绩同样超预期兑现。
- **展望：**2026年我们放低对于内需的景气度预期（25Q4/26Q1景气度一般），但看好出口景气持续及出口单车盈利的保持。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。

分类	覆盖公司	25Q4		26Q1		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	营收YOY	利润YOY			
客车	宇通客车	14.6%	34.3%	-7.9%	-12.7%	超预期	25Q4单车盈利超预期，出口单车盈利超预期	收入下调，利润上调
	金龙汽车	-4.1%	171.7%	17.0%	220.8%	符合预期		收入保持，利润上调

注：图中所示利润均为归母净利润



- 一、出口提供业绩核心支撑
- 二、零部件：整体韧性，趋势分化
- 三、重卡：行业高景气，重卡股业绩整体表现较好
- 四、客车：板块业绩整体超预期兑现
- 五、摩托车：销量收入增长，利润承压
- 六、风险提示

一、乘用车：出口提供业绩核心支撑

乘用车板块行情复盘：指数涨跌幅

- ◆ **2025年10月-2026年2月底乘用车整体行情：零售同比转负，上游原材料价格上涨，乘用车指数持续下行。** 2025年10月开始部分省市当年以旧换新补贴额度用完，乘用车月度零售同比转负；市场开始担忧26年新能源车购置税优惠退坡+以旧换新政策退坡对乘用车景气度影响，指数转跌。进入26年后Q1实际零售同比-17%，低于预期，指数继续震荡下行。此外铜/铝/碳酸锂/存储等上游原材料自25Q4起涨价明显，成本上行影响整车盈利预期。
- ◆ **2026年3月至今乘用车整体行情：出口数据超预期，乘用车指数上行。** 由于美伊战争影响，油价上涨背景下市场开始关注新能源车出口叙事逻辑，同时26Q1行业出口数据超预期，同比+63%，出口逻辑一定程度上得到数据验证，同时当时乘用车持仓水位低，在出口催化下乘用车指数上行。进入4月后，由于内需数据仍低于预期，指数出现震荡。

图：2024Q1-2026年4月乘用车&香港汽车/沪深300&恒生指数涨跌幅（%）



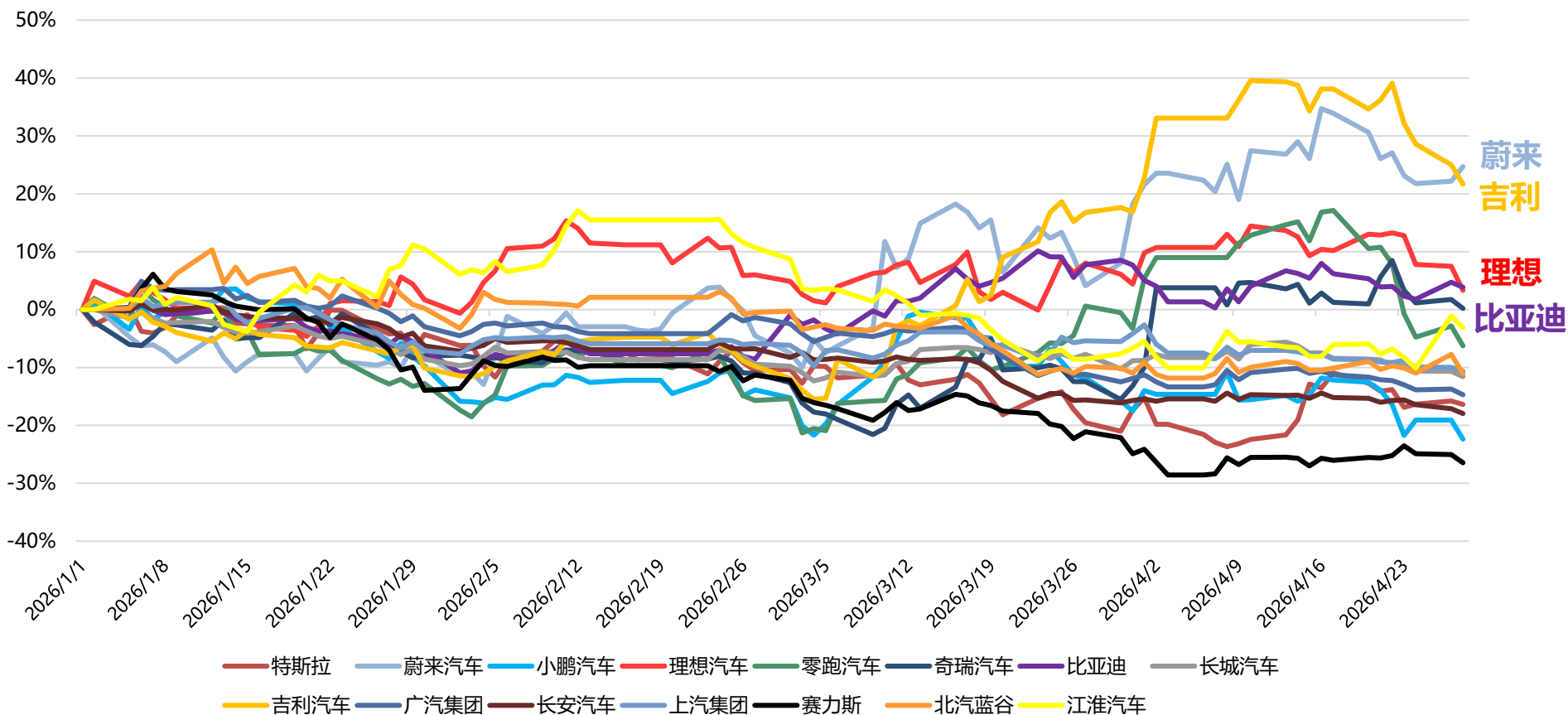
注：图中所列数据为以2023/12/29收盘价为基数计算的指数涨跌幅

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：2026年初至4月底仅有吉利汽车/蔚来录得10%以上正超额涨幅。吉利出口表现较佳，26Q1出口同比+126%，且公司9X订单/交付表现出色，高端化成果显著；蔚来26年3月公布财报，实现首次季度盈利，ES8交付表现较佳。**

图：2025年初至2026年4月底乘用车标的超额涨跌幅（%）



注：图中所列数据为以2025/12/27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：25Q4&26Q1内需承压，出口亮眼

- ◆ **2025Q3：行业同比增速放缓。**25Q3乘用车整体零售/出口/批发同比分别为+3%/+23%/+13%。行业批零同比增速放缓，核心原因为：1) 24Q3同期地方性补贴落地+国补金额翻倍，基数较高，25Q3部分地区出现补贴摇号现象；2) 行业反内卷监管下车企降价动作较少。行业出口同比表现出色，主要来自比亚迪/奇瑞贡献。库存方面行业整体仍加库但较克制，渠道库存仍处健康水平。
- ◆ **2025Q4：补贴退坡影响下行业同比负增长。**25Q4乘用车整体零售/出口/批发同比分别为-14%/+42%/-0.3%。行业批零同比下滑，核心原因为2025年10月起部分省市当年以旧换新补贴额度用完。行业出口增速创新高。行业加库较多，为23年以来加库最多季度。
- ◆ **2026Q1：购置税减半征收&以旧换新补贴政策退坡影响下行业同比负增长。**26Q1乘用车整体零售/出口/批发同比分别-17%/+63%/-7%，批发零售同比下滑核心原因为26年以旧换新政策设置梯度补贴额度&新能源征收5%购置税影响。行业出口增速再创新高，油价上涨背景下海外新能源车需求旺盛。

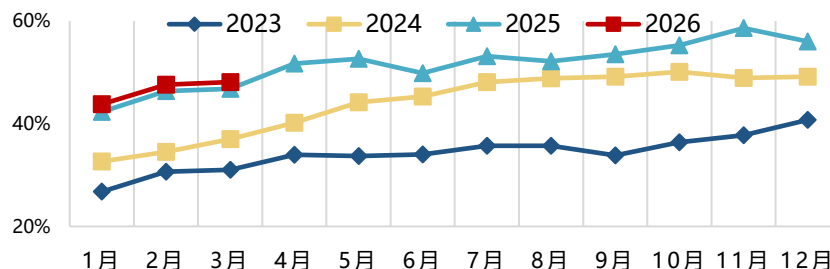
表：乘用车行业产批零/出口/库存情况（单位：万辆）

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
乘用车销量	475	488	580	734	489	557	595	633	406
YOY	17.0%	5.7%	5.7%	17.1%	4.9%	14.1%	2.6%	-13.8%	-16.9%
环比	-24.2%	2.7%	19.0%	26.4%	-33.4%	13.9%	6.9%	6.3%	-35.8%
乘用车出口量	106	117	122	124	112	135	150	176	183
YOY	37.5%	31.5%	22.8%	7.5%	5.8%	15.2%	22.7%	41.6%	63.0%
环比	-8.2%	10.8%	4.3%	1.4%	-9.8%	20.6%	11.2%	17.0%	3.9%
乘用车批发销量	557	615	662	875	628	699	748	872	587
YOY	10.3%	2.2%	-1.9%	13.2%	12.7%	13.6%	13.0%	-0.3%	-6.5%
环比	-27.9%	10.4%	7.7%	32.1%	-28.2%	11.3%	7.0%	16.5%	-32.7%
渠道库存总体	(23.4)	10.1	(40.3)	17.0	27.4	7.2	3.0	63.7	(1.9)

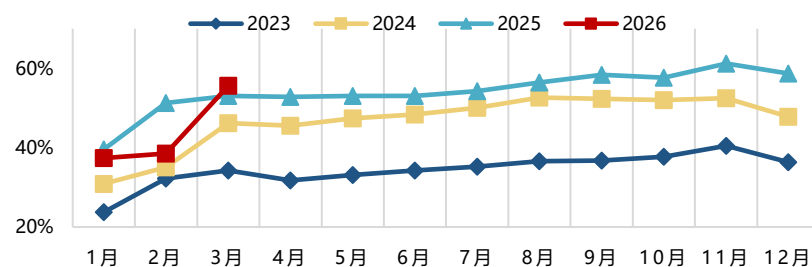
结构层面：新能源零售渗透率表现略低预期

- ◆ **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。
- ◆ **2025Q3**：新能源行业批零数据同环比增速同样放缓，主因与行业整体基本一致。新能源渗透率表现略低预期。
- ◆ **2025Q4&2026Q1**：25Q4新能源行业批零数据同环比增速再次放缓，26Q1同比转负。核心原因为：购置税政策影响&以旧换新梯度补贴政策影响入门级新能源车型需求。

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：%）



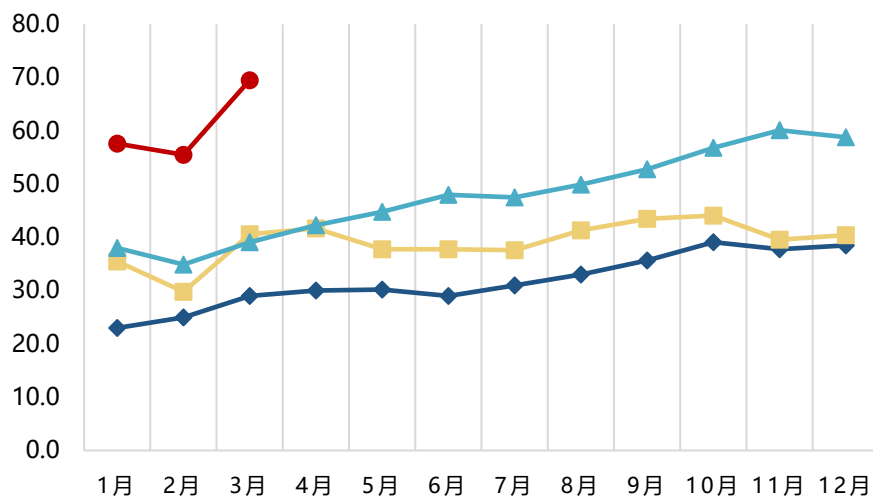
表：新能源批零/出口/库存情况（单位：万辆）

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
新能源乘用车销量	175	230	300	371	233	295	336	374	179
YOY	41.5%	34.4%	51.0%	55.9%	33.4%	28.2%	12.0%	0.7%	23.0%
环比	26.7%	31.7%	30.5%	23.7%	37.3%	26.6%	14.0%	11.2%	52.1%
渗透率	36.8%	47.2%	51.8%	50.6%	47.7%	53.0%	56.5%	59.1%	44.1%
新能源乘用车出口	29	29	30	32	40	59	63	81	90
YOY	31.8%	14.7%	15.2%	6.3%	36.1%	103.1%	12.2%	50.9%	26.0%
环比	3.0%	1.7%	2.4%	8.8%	24.2%	46.8%	7.0%	28.7%	1.9%
占比	27.8%	24.6%	24.2%	25.9%	35.7%	43.4%	41.8%	46.0%	49.5%
新能源批发销量	194	266	323	432	284	359	396	494	273
YOY	29.3%	30.5%	36.5%	45.7%	46.3%	34.8%	22.8%	14.4%	-3.7%
环比	34.6%	37.4%	21.2%	33.8%	34.3%	26.6%	10.4%	24.7%	44.7%
渗透率	34.8%	43.3%	48.7%	49.4%	45.2%	51.4%	53.0%	56.7%	46.5%
渠道库存新能源	(10.1)	7.5	(7.1)	28.2	10.6	5.3	(2.9)	39.2	3.4

- ◆ **Q1行业&新能源出口均超预期。** 2026Q1乘用车出口量183万辆，同环比分别+63%/4%；其中新能源车出口90万辆，同环比分别+126%/+12%。我们认为核心原因包括：①海外市场在油价上涨与电动化加速的背景下需求提升，中国车企在新能源领域的成本与技术优势集中释放；②国内汽车需求走弱，车企重视出口市场，加大出口消化产能。

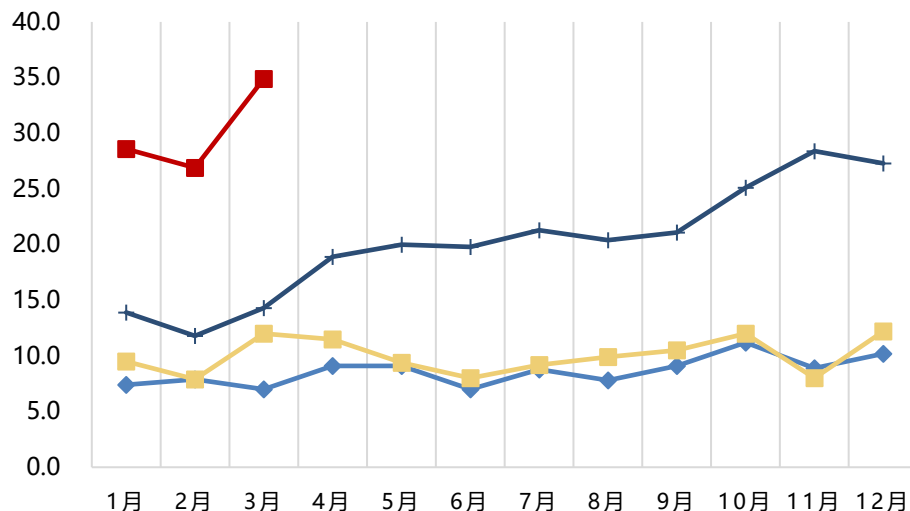
表：乘联会口径乘用车行业出口情况（万辆）

◆ 2023 ◆ 2024 ◆ 2025 ◆ 2026



表：乘联会口径新能源车出口情况（万辆）

◆ 2023 ◆ 2024 ◆ 2025 ◆ 2026



出口比较：零跑/特斯拉/吉利Q1出口增速较快

- ◆ 分车企比较，26Q1零跑/特斯拉（国内）/吉利汽车出口增速较快，其余车企增速表现也较为亮眼。
- 零跑：合作stellantis海外布局进展较快。截至2025年12月底，零跑国际已在海外建立了超过900家（环比Q3末新增200家）兼具销售与售后服务功能的网点，其中欧洲超过800家（Q3末为650家），在亚太市场超50家，南美市场（主要是巴西）超30家。同时公司积极推动本地化产能建设，西班牙CKD项目已完成立项，计划导入B10（预计26年10月投产）和B05车型（预计27年正式投产），与之配套的电池工厂也完成选址，处于工厂改造阶段，预计26年7月份量产。
- 吉利：重视出口，加快海外车型导入，26年出口目标75万台。运营模式已从总代模式调整为子公司模式，在全球设立14家子公司，渠道运营效率显著提升。采用油车、电车双网并进的策略，2026年目标建成超过1300家门店，重点突破欧洲市场，目前已覆盖110个核心市场，同时推进30个新兴市场从0到1的落地。海外产能方面，东南亚与宝腾协同；印尼、埃及、柬埔寨KD工厂正在推进；与雷诺成立巴西合资公司，预留10万台以上产能供吉利品牌使用。

表：乘联会口径分车企出口情况汇总/万辆

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	Q1同比	Q1环比
零跑汽车	1	1	2	3	4	442%	40%
特斯拉（国内）	4	6	7	5	10	164%	92%
新能源	40	59	63	81	93	133%	15%
吉利汽车	9	9	11	12	20	129%	64%
广汽集团	2	2	3	3	4	121%	25%
行业整体	112	135	150	176	183	63%	4%
比亚迪汽车	20	24	23	34	31	56%	-8%
奇瑞汽车	25	29	39	41	39	54%	-4%
小鹏汽车	1	1	1	2	1	52%	-24%
上汽集团	19	24	25	27	29	48%	6%
长城汽车	9	11	12	15	13	39%	-18%

注：出口数据来源为乘联会，可能与公司公告值有差异

批零比较：蔚来/问界同比表现较佳

◆ 2026Q1：Q1多数车企在购置税&以旧换新补贴退坡影响下批发/零售销量同比下滑。其中同比表现较佳的车企为蔚来（新ES8上市贡献）/问界（25年同期基数低&26Q1年新增M8贡献）；同比表现较差的车企为比亚迪（25年同期智驾版上新老车去库基数高&新能源车受购置税优惠退坡影响）/小鹏（25年同期MONA&/P7+在手订单较多基数高）。

图：主要整车公司产批零数据汇总（万辆）

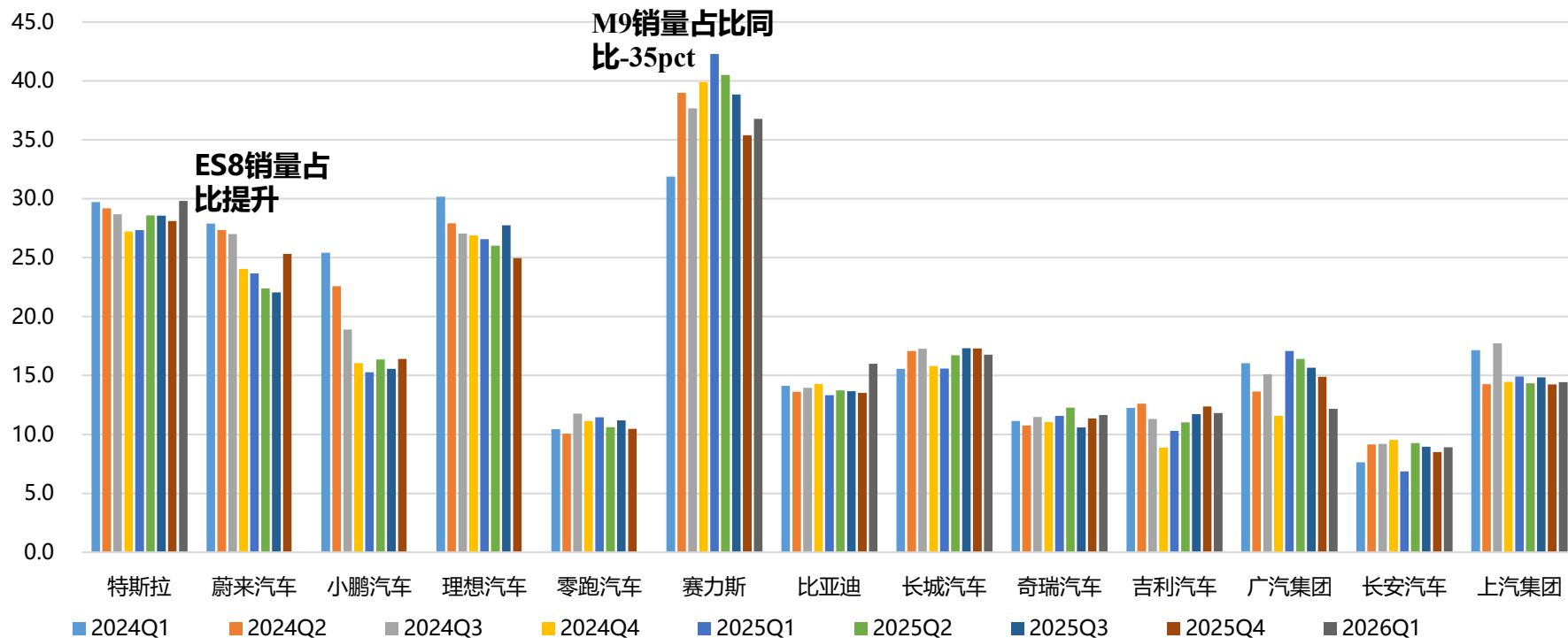
公司简称	批发销量汇总/万辆（乘联会口径）					零售汇总/万辆				
	2025Q3	2025Q4	2026Q1	Q1同比	Q1环比	2025Q3	2025Q4	2026Q1	Q1同比	Q1环比
行业	748	872	587	-7%	-33%	595	633	406	-17%	-36%
新能源	396	494	273	-4%	-45%	336	374	179	-23%	-52%
特斯拉（国内）	24	25	21	24%	-13%	17	19	11	-16%	-42%
小米汽车	11	15	8	7%	-44%	11	14	8	——	-43%
小鹏汽车	12	12	6	-33%	-46%	11	10	5	-44%	-49%
蔚来汽车	9	12	8	99%	-33%	9	12	9	91%	-29%
理想汽车	9	11	10	2%	-13%	9	11	9	1%	-12%
零跑汽车	17	20	11	26%	-45%	15	15	8	3%	-50%
问界汽车	12	15	7	55%	-55%	12	16	7	57%	-54%
奇瑞汽车	74	79	59	-3%	-25%	33	35	23	——	-36%
长城汽车	35	40	25	-3%	-38%	18	20	13	-6%	-32%
比亚迪汽车	111	134	70	-30%	-48%	91	92	38	-45%	-59%
吉利汽车	77	86	71	0%	-18%	66	71	45	-10%	-36%
长安汽车	69	82	49	-29%	-40%					
长安自主	55	61	36	-35%	-40%	33	33	23	-24%	-31%
长安福特	5	5	4	-23%	-25%	2	2	2	-34%	-27%
广汽集团	43	54	38	2%	-29%					
广汽本田	7	13	4	-57%	-69%	8	9	5	-40%	-45%
广汽丰田	20	21	17	7%	-19%	20	20	16	3%	-21%
广汽传祺	10	9	9	33%	7%	7	6	5	-28%	-20%
广汽埃安	7	11	7	57%	-32%	8	8	5	-34%	-41%
上汽集团	111	127	87	-5%	-32%					
上汽大众	26	27	19	-17%	-30%	26	25	22	-16%	-14%
上汽通用	13	15	12	11%	-21%	13	13	11	-5%	-16%
上汽乘用车	23	29	23	40%	-21%	8	12	7	14%	-39%
上汽通用五菱	35	34	18	-49%	-49%	24	27	11	-43%	-58%

数据来源：乘联会，交强险，中汽协，东吴证券研究所

ASP：反内卷&出口销量占比提升推动ASP同比上行

- ◆ 整体而言多数车企ASP同比上行。核心原因为：①反内卷监管：自2025年6月车企反内卷监管以来，车企在售车型折扣行为相对克制；②出口：出口销量占比上行，海外车型定价水平普遍显著高于国内；③梯度以旧换新补贴：26年根据车价对车型进行以旧换新补贴，影响部分小车销量。

表：重点车企单车均价（万元）

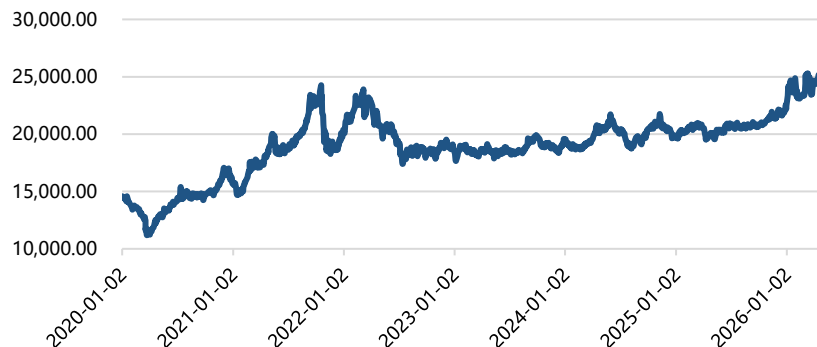


注：广汽集团/长安汽车表内单车售价均指自主品牌；赛力斯指aito品牌单车售价；其余均采取数据可得范围内的近似值。

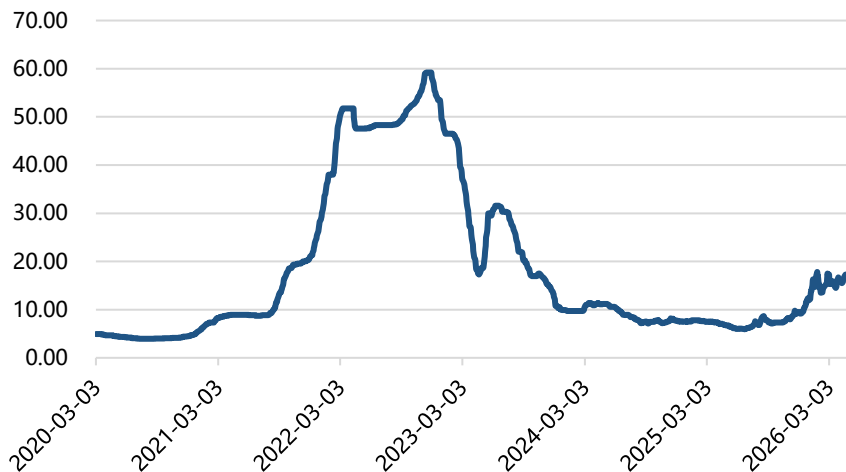
上游价格变化：25Q4&26Q1原材料价格上涨明显

- ◆ 本轮整车上游原材料涨价基本自25Q4开始，对25Q4&26Q1车企毛利率造成一定压力。1) 铝：本轮涨价周期自2025/9开启，截至2026/4/24涨幅为19.2%。最新一周铝价下跌0.5%。2) 碳酸锂：本轮涨价周期自2025/10开启，截至2026/4/24涨幅为135%。最新一周价格上涨2.4%。3) 铜：本轮涨价周期自2025/8开启，截至2026/4/24涨幅为34.1%。最新一周铜价上涨0.62%。4) 存储：本轮涨价周期自2025/9开启，截止2026/4/21涨幅为335.2%。最新一周存储价格维持稳定。

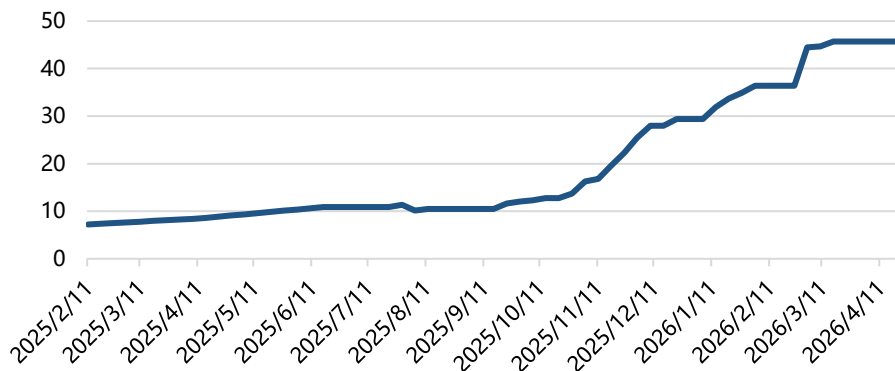
图：长江有色市场铝(A00)平均价



图：碳酸锂(电池级,99.5%,国产)平均价



图：存储价格指数变化



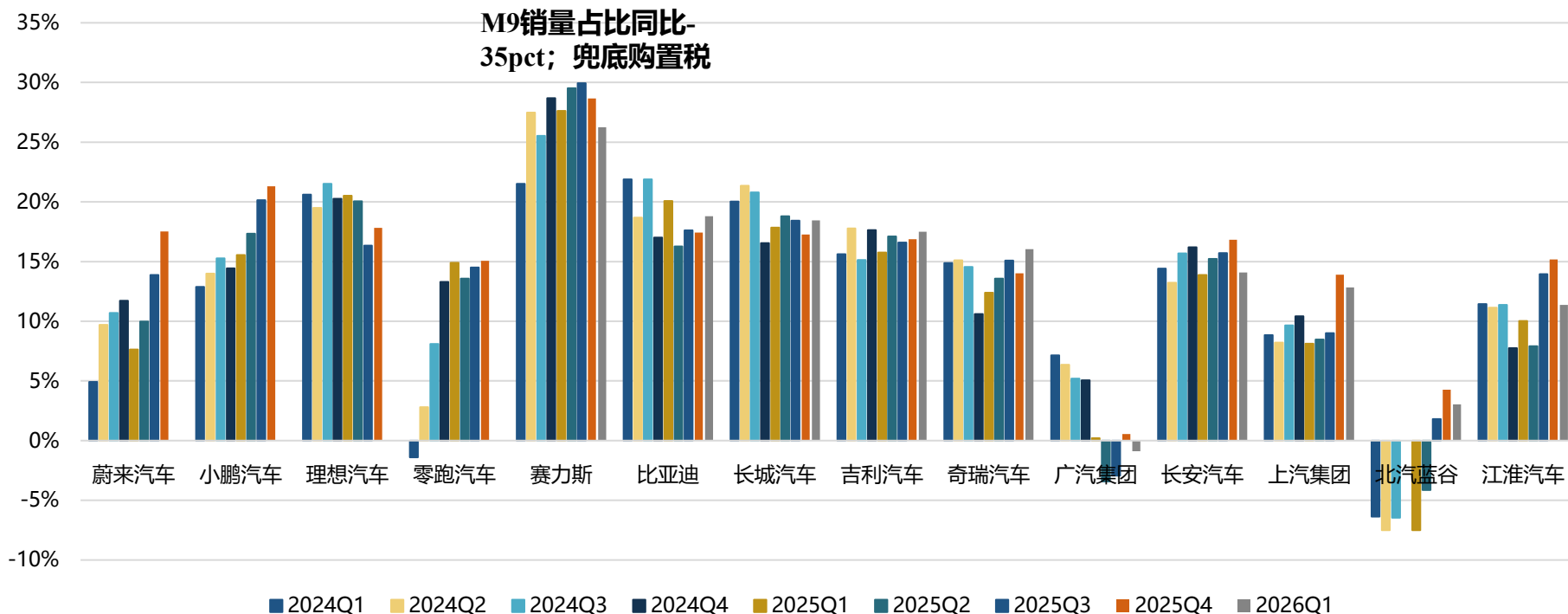
图：LME铜现货结算价



毛利率比较：出口提供支撑，Q1表现好于我们预期

- ◆ **25Q4毛利率普遍环比回升，主因为环比销量增长/持续降本/行业折扣增加有限。** 1) 毛利率上行主要原因有规模效应（多数车企）+产品结构变化（江淮汽车，S800开始贡献销量；蔚来，全新ES8贡献销量）； 2) 毛利率环比下行的车企主要原因有经销商红包支付（比亚迪）+产品结构变化（赛力斯）。
- ◆ **26Q1毛利率普遍环比下滑，主因为Q1销量环比下滑较多，但毛利率整体表现好于我们的预期，同比而言毛利率提升，主因为原材料提价压力未完全反映（部分车企有提前备货）&出口提供毛利率重要支撑（多数车企）&小车销量占比受政策影响下滑（上汽集团），品牌高端化效果显著（极氪）。**

表：重点车企毛利率（%）



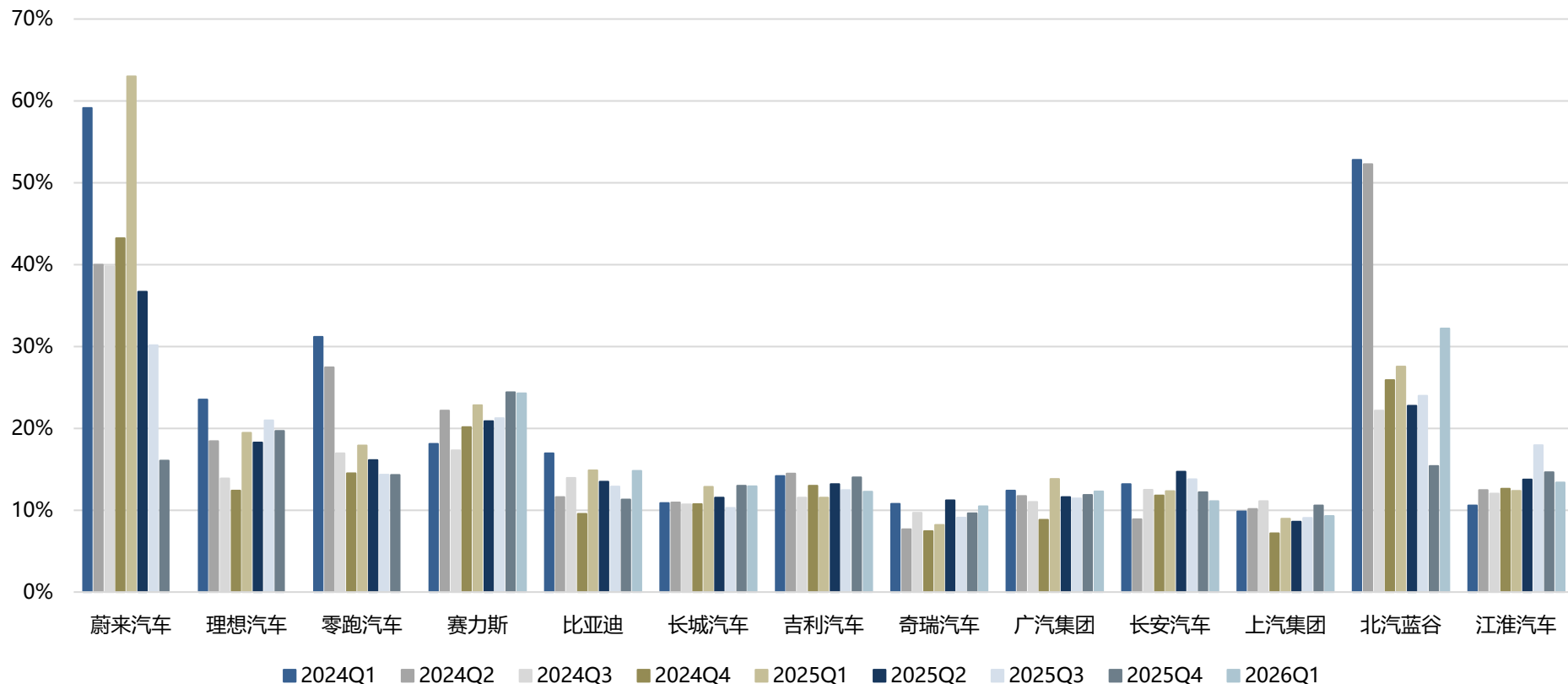
注：毛利率均指公司整体毛利率

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

费用率比较：普遍同比上行

- ◆ 25Q4&26Q1车企期间费用率同比普遍上行，具体看销售费用率/研发费用率普遍上行。主要原因包括：部分品牌例如长城持续投入直营渠道的建设以及加快海外渠道铺设，以及在国内进行广宣持续投入；研发方面车企在对智驾/闪充/整车平台持续投入研发的同时，部分车企也对具身智能等创新业务持续进行投入（赛力斯）。25Q4&26Q1部分车企对研发开支的资本化率进行调整。

表：重点车企期间费用率/%



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

汇率变化：25Q4&26Q1人民币升值

◆ 人民币升值背景下车企产生较多汇兑损失。

- **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%。
- **26Q1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



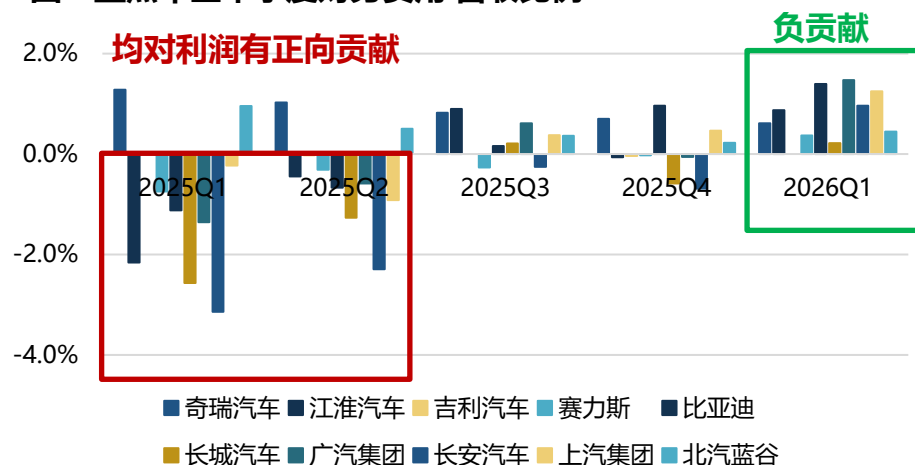
图：中间价:欧元兑人民币



汇兑影响：人民币升值带来较多汇兑损失

◆ 由于25Q4人民币兑美元/欧元升值，26Q1人民币兑欧元/美元/卢布均升值，车企25Q4/26Q1汇兑损失较多，而25Q1同期为大额汇兑收益。对车企利润产生较大负面影响。

图：重点车企单季度财务费用/营收比例



图：车企近似汇兑损益/亿元

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
赛力斯	-0.2	0.1	-0.3	-1.5	-3.2
比亚迪	19.4	12.1	-3.3	-20.5	-20.6
长城汽车	10.5	6.5	-1.1	0.3	-2.1
广汽集团	3.2	1.7	-1.1	4.6	-1.6
长安汽车	10.7	2.6	1.1	-6.6	-3.1
上汽集团	7.8	19.0	-3.7	-3.3	-13.9
江淮汽车	2.2	0.6	-0.8	0.2	-0.9

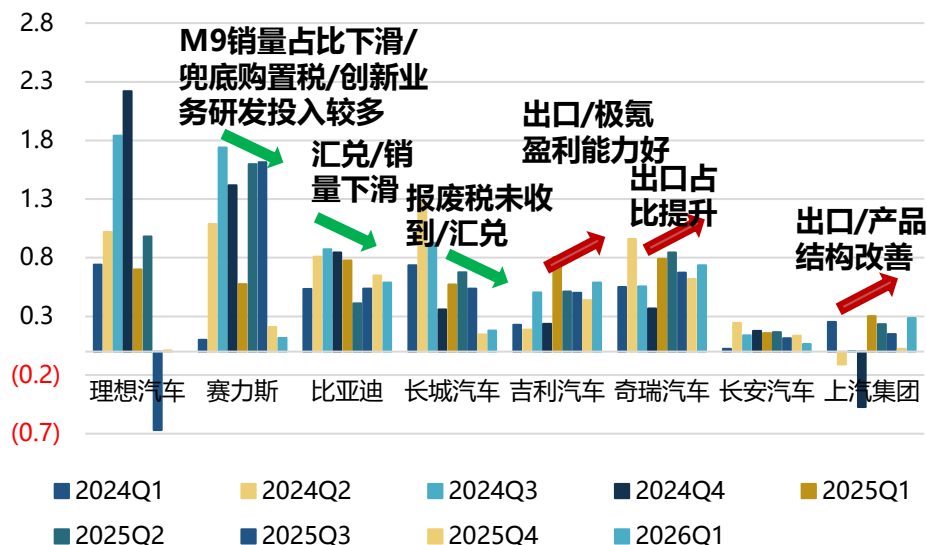
注：此处毁损损益为根据财务费用/利息收入/利息费用进行近似计算

净利润比较：单车净利表现分化

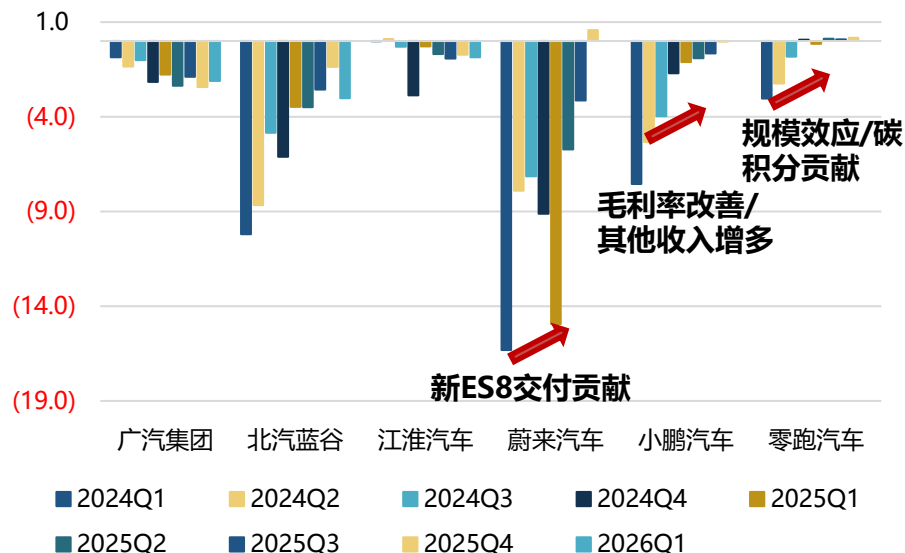
- ◆ **出口提供车企核心盈利支撑。** 车企单车净利走势表现分化，核心在于：①**产品结构调整方向不一**，以蔚来为例，25Q4为全新一代ES8开始交付季度，对公司盈利水平有显著的促进；赛力斯M9销量占比在25Q4开始下滑，影响公司单车盈利水平；吉利极氪9X交付表现较佳，带动整体盈利上行。②**出口提供核心盈利支撑**，以奇瑞/吉利/上汽为例，出口增速较快，对冲了部分国内市场压力，海外市场车型定价高于国内、平均带电量低于国内市场，单车存储成本整体也较低，盈利水平远好于国内。③**汇兑影响存在分化**，各车企外汇敞口及风险管理方式存在差别，比亚迪26Q1单季度汇兑损失超过20亿元（近似计算），以国内市场为主的车企盈利受汇率波动影响较小。

- ◆ **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）

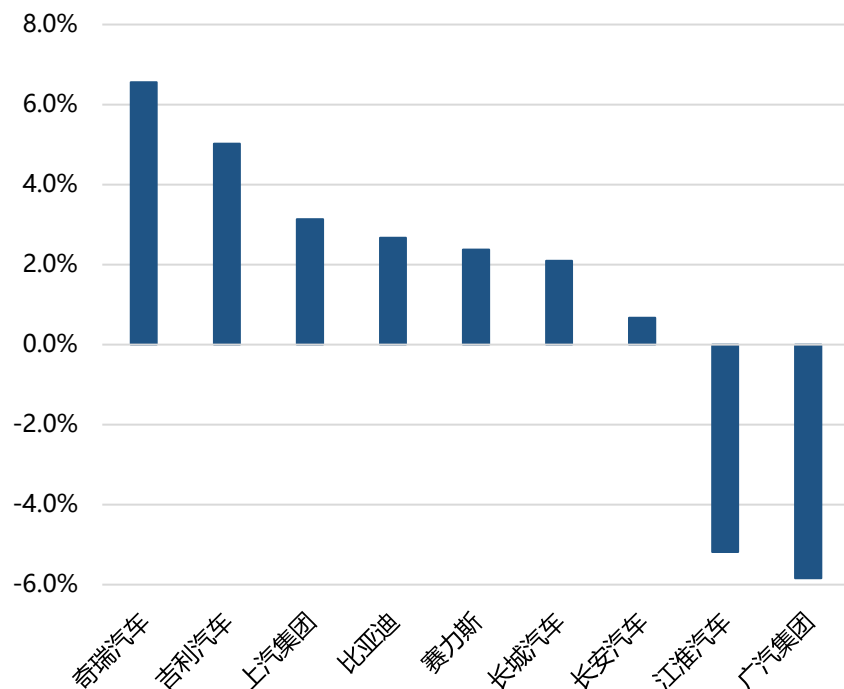


图：重点车企单车净利（万元）

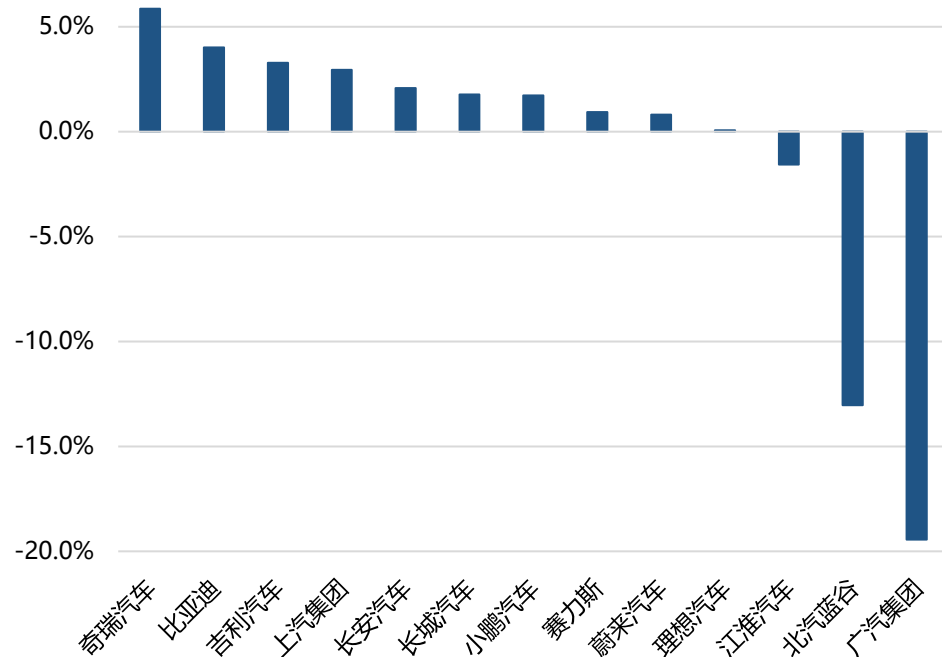


注：比亚迪单车盈利计算时扣除持股65.76%的比亚迪电子盈利，广汽集团/长安汽车/上汽集团单车净利计算均扣除投资收益（即计算自主品牌单车净利）。理想/特斯拉均为经调整利润/销量。上述车企单车盈利均为近似值。

图：2026Q1重点车企销售净利率/%



图：2025Q4重点车企销售净利率/%

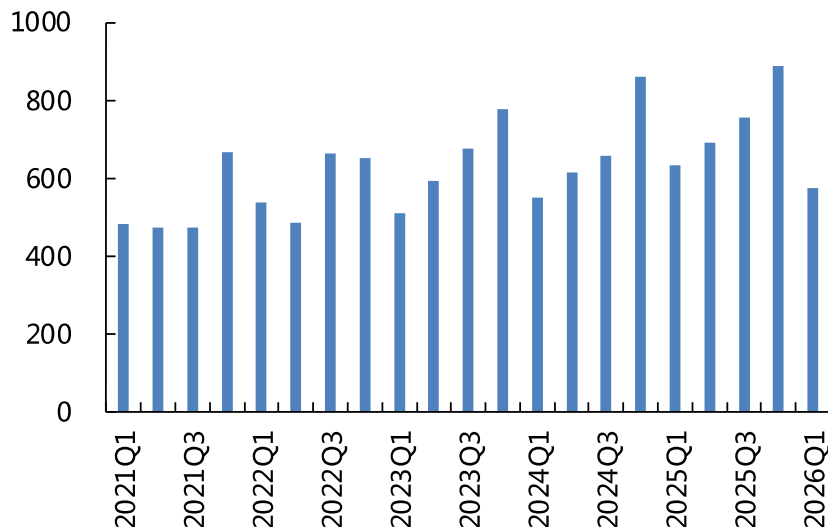


二、零部件：整体韧性，趋势分化

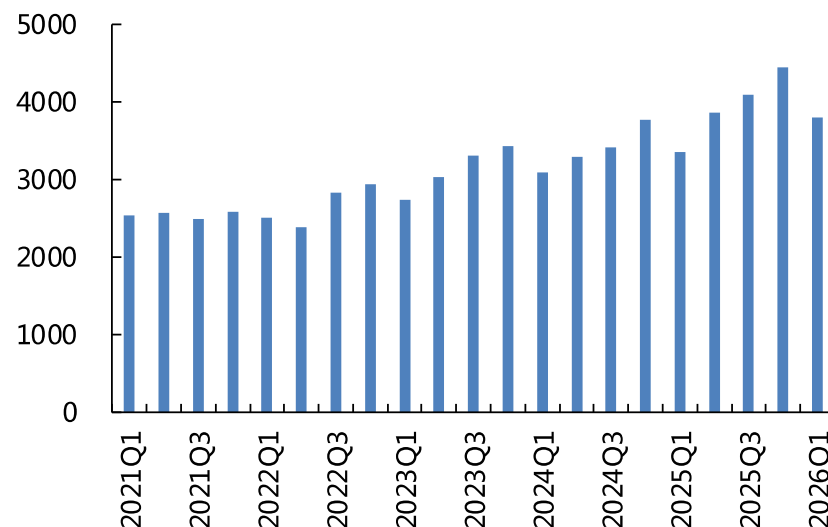
零部件板块2025Q4&2026Q1营收变化趋势与下游产量相匹配

- ◆ **国内狭义乘用车行业2025Q4产量同环比增长，2026Q1产量同环比下降。**国内狭义乘用车行业2025Q4实现产量888.39万辆，同比增长3.16%，环比增长17.70%；2026Q1实现产量573.92万辆，同比减少9.10%，环比减少35.40%；
- ◆ **申万零部件板块2025Q4&2026Q1营收环比变化与下游乘用车行业产量保持相同趋势。**2025Q4申万零部件板块营收4443.85亿元，环比增长8.55%；2026Q1营收3798.41亿元，环比减少14.52%。板块营收环比表现与下游狭义乘用车行业产量相匹配，较产量变化更平稳。

图：国内狭义乘用车季度产量（万辆）

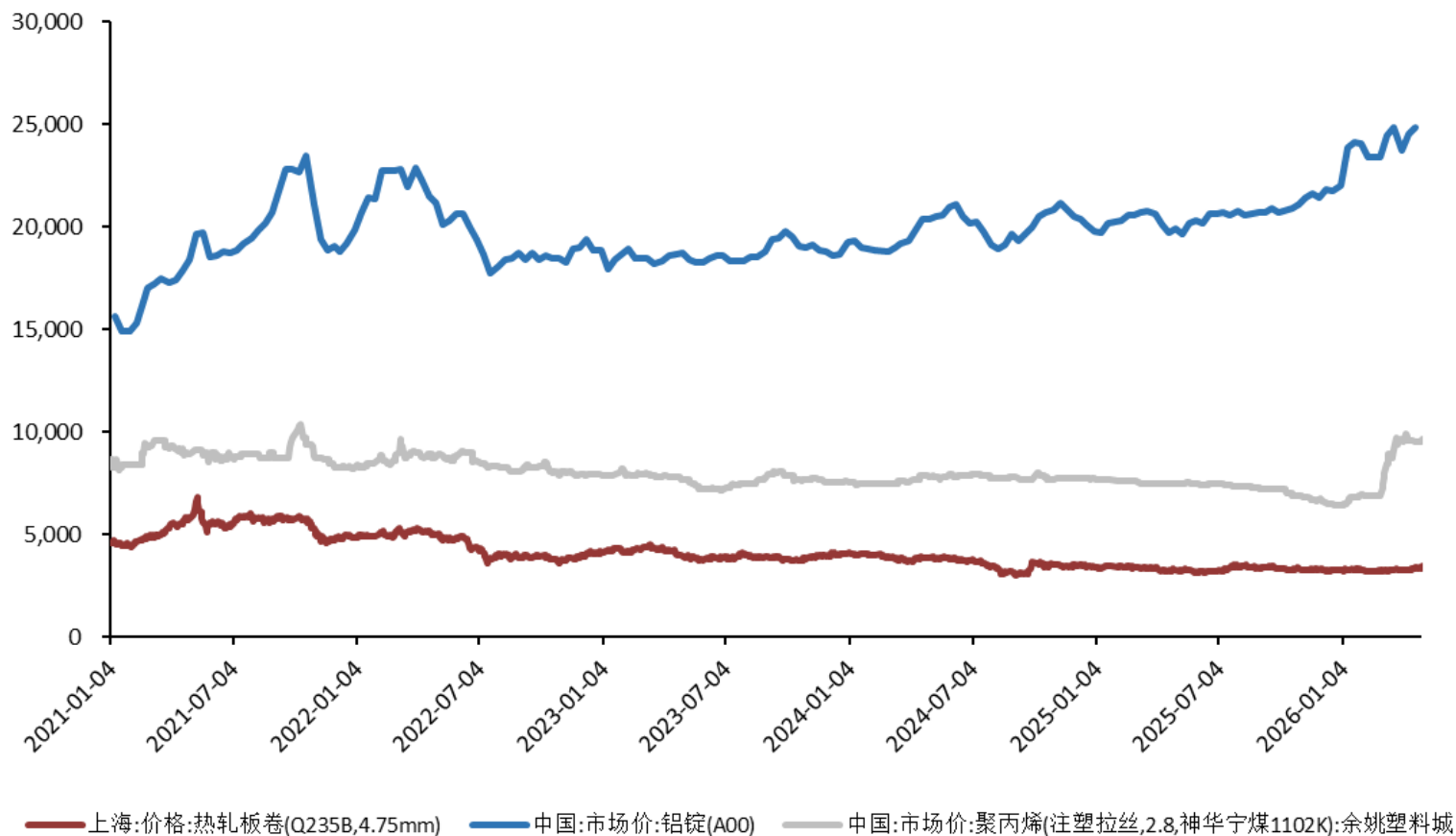


图：申万零部件板块季度营收汇总（亿元）



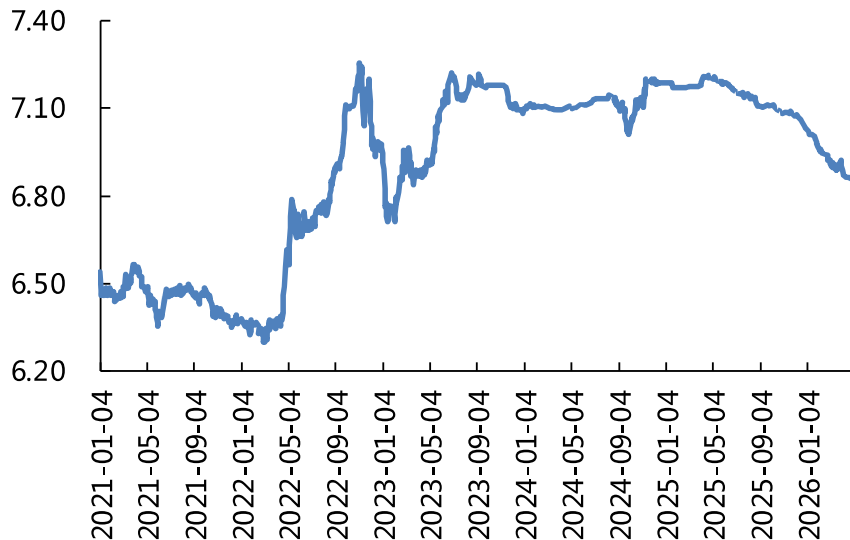
- ◆ **原材料价格:2025Q4整体稳定，2026Q1显著上行。**主要原材料方面，钢材价格2025Q4至2026Q1期间保持稳定；2026年3月31日，铝锭价格为23755元/吨，较2025年8月31日（20741.4元/吨）增长14.53%；聚丙烯价格为9600元/吨，较2025年8月31日（7300元/吨）增长31.51%。

图：汽车零部件上游主要原材料价格变化情况

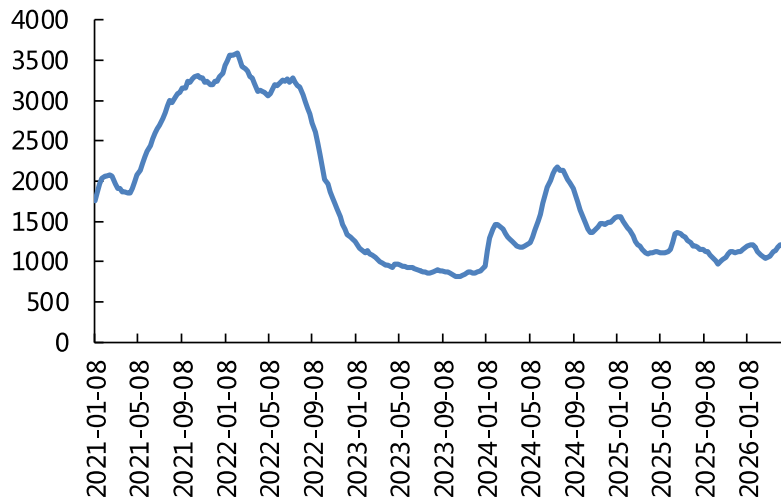


- ◆ **2025Q4&2026Q1海运价格区间震荡。** 海运价格方面，中国出口集装箱运价指数在2025年9月至2026年3月期间，最高价为1209.85，最低价为973.11，整体价格位于底部区间震荡。
- ◆ **美元兑人民币汇率小幅下行，欧元兑人民币下行明显。** 根据人民银行的数据，美元兑人民币中间价从2025年9月初7.107下降至2026年3月末的6.919，降幅达2.58%；欧元兑人民币中间价从2025年9月初8.313下降至2026年3月末的7.930，降幅达4.46%。

图：美元兑人民币中间价



图：中国出口集装箱运价指数

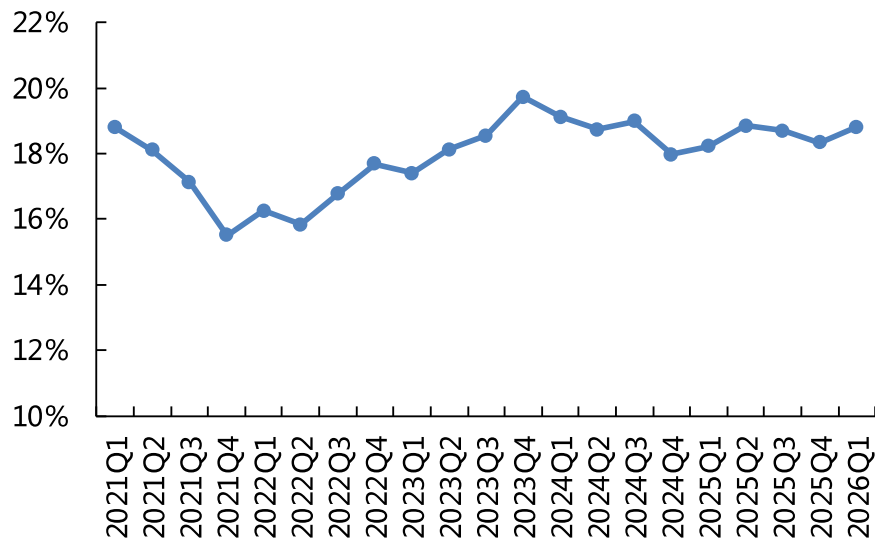


图：欧元兑人民币中间价

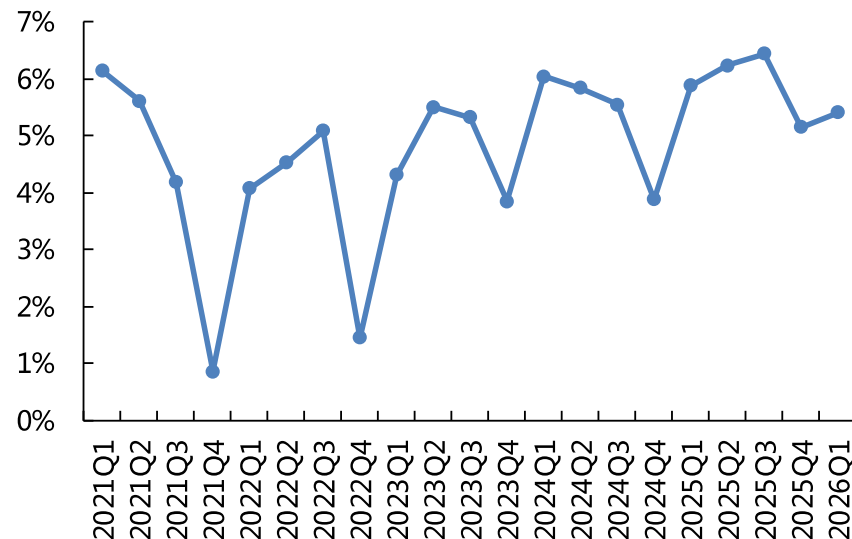


- ◆ **汽零板块2025Q4&2026Q1毛利率整体稳定。**毛利率方面，汽零板块2025Q4实现毛利率18.34%，同/环比分别+0.37/-0.36pct；2026Q1实现毛利率18.81%，同/环比分别+0.58/+0.47pct。
- ◆ **汽零板块2025Q4&2026Q1归母净利率小幅承压。**归母净利率方面，2025Q4汽零板块归母净利率为5.16%，同/环比分别+1.27/-1.28pct；2026Q1实现归母净利率5.41%，同/环比分别-0.48/+0.26pct。

图：汽零板块单季度毛利率情况

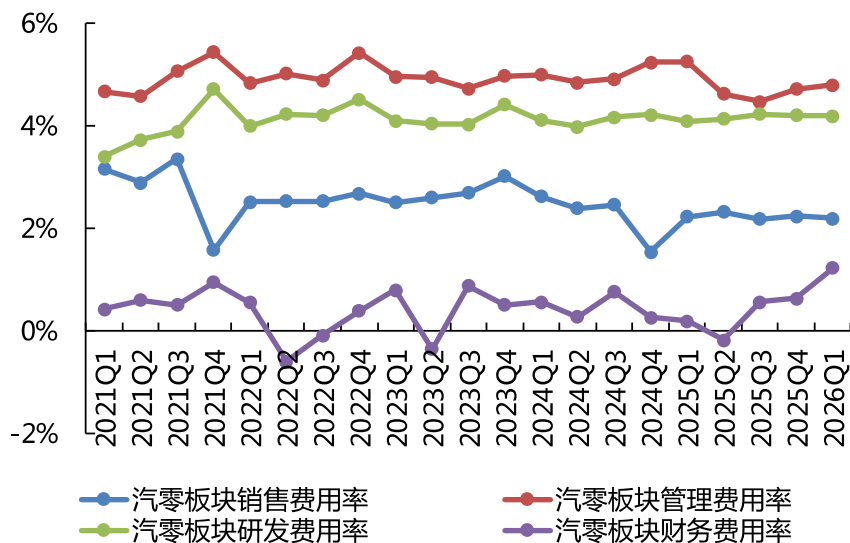


图：汽零板块单季度归母净利率情况

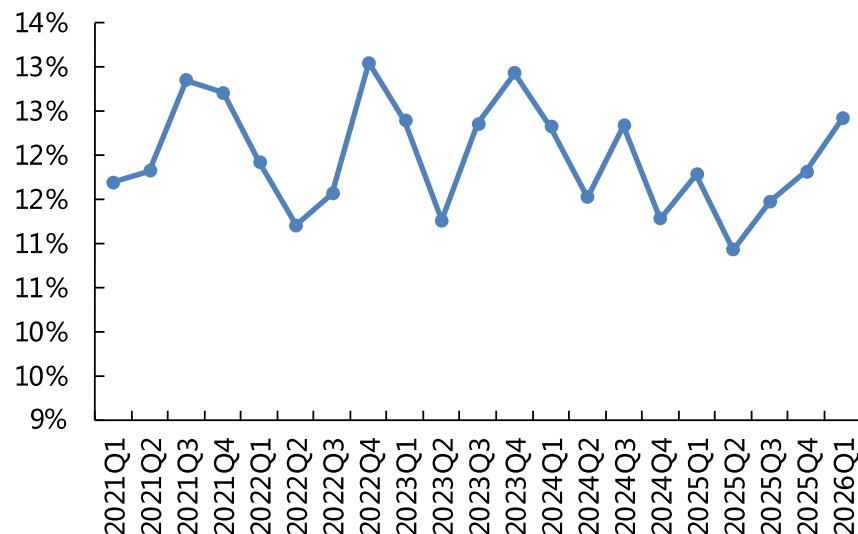


- ◆ **汽零板块2025Q4&2026Q1费用率同环比均上升。** 2025Q4汽零板块期间费用率为11.81%，同/环比分别+0.53/+0.34pct；2026Q1期间费用率为12.42%，同/环比分别+0.65/+0.61pct。
- ◆ **汽零板块费用率上行，汇兑损益影响明显。** 2025Q4费用率上升主要系管理费用率环比上升0.24pct+财务费用率环比上升0.07pct，2026Q1费用率上升主要系财务费用率环比上升0.60pct（2026Q1，美/欧元兑人民币贬值明显，部分公司汇兑损失增加）。

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



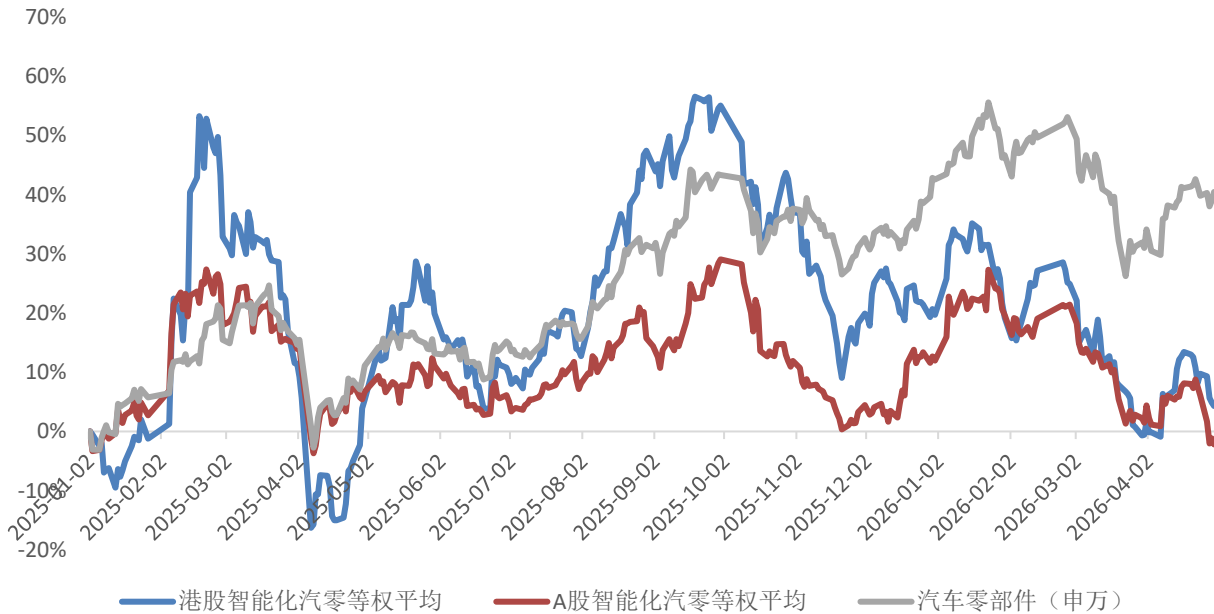
2.1 智能化零部件复盘

◆ **2025年初至今智能化汽零接近平收，港股强于A股。**我们分别选取港股和A股智能化汽零标的复盘，2025年初至2026/4/30港股智能化汽零等权+4.3%，A股智能化汽零等权-2.2%，板块涨跌幅整体处于水面以上但涨幅并不大。结构来看，港股智能化汽零中地平线机器人/耐世特/禾赛科技等涨幅较大，L4标的小马智行/文远知行/如祺出行/曹操出行普遍收跌；A股智能化汽零整体比较平淡，经纬恒润/伯特利涨幅较大。

表：2025年及26Q1智能化汽车零部件个股股价复盘（截至2026/4/30）

港股智能化汽零等权平均	4.3%
地平线机器人-W	106.0%
黑芝麻智能	-34.4%
耐世特	53.7%
禾赛科技	40.6%
文远知行	-45.6%
小马智行	-35.0%
如祺出行	-41.3%
曹操出行	-34.2%
速腾聚创	14.0%
希迪智驾	18.9%
A股智能化汽零等权平均	-2.2%
德赛西威	-0.1%
华阳集团	2.7%
经纬恒润-W	12.5%
中国汽研	-3.5%
伯特利	6.4%
保隆科技	-4.9%
沪光股份	-28.6%

图：2025年及26Q1智能化汽车零部件股价复盘（截至2026/4/30）



◆ 行业智能化渗透率高增，驱动智能化汽配收入同比高增长。

- 我们测算2025年新能源乘用车中城市NOA渗透率从2024年的11%提升到28%，智驾平权驱动城市NOA渗透率高增。
- 反映到个股层面，芯片标的（地平线机器人/黑芝麻智能）2025年收入增速同比+50%以上，激光雷达标的（禾赛科技/速腾聚创）2025年收入同比为+46%/+18%，域控制器标的（德赛西威）2025年收入同比+18%。

表：智能化渗透率核心预测

备注：L3（城市NOA），L2+（高速NOA），L2（LCC/ACC等）		2024	2025	2026E	2027E
国内乘用车销量（万辆）-交强险口径		2240	2273	2100	2200
新能源乘用车渗透率	47.6%	54.5%	60.0%	70.0%	
国内新能源乘用车销量/万辆		1065	1238	1260	1540
YOY	47%	16%	2%	22%	
国内新能源乘用车城市NOA智驾销量/万辆		118	343	655	1080
YOY	163%	189%	91%	65%	
英伟达芯片/万辆	74	196	355	555	
特斯拉FSD/万辆		55	60	70	
国产-华为/万辆	45	74	100	130	
国产芯片及车企自研/万辆		18	140	325	
国内新能源乘用车城市NOA智驾渗透率/%	11%	28%	52%	70%	
英伟达芯片渗透率	62%	57%	54%	51%	
特斯拉FSD渗透率		16%	9%	6%	
国产-华为渗透率	38%	22%	15%	12%	
国产芯片及车企自研渗透率	0%	5%	21%	30%	

表：核心受益于智能化渗透率的公司的营业收入（亿元）

	2023	2024	2025	2025年同比
地平线机器人-W	15.5	23.8	37.6	58%
黑芝麻智能	3.1	4.7	8.2	73%
禾赛科技	18.8	20.8	30.3	46%
速腾聚创	11.2	16.5	19.4	18%
德赛西威	219.1	276.2	325.6	18%

- ◆ **智能化汽零25Q4普遍环比增长，26Q1同比增速分化。** 25Q4下游乘用车景气度普遍较高，其中小米/蔚来/赛力斯销量环比增速较高，智能化零部件普遍实现较大的收入增长；26Q1乘用车内需承压，蔚来/赛力斯销量增速较高，其它车企销量表现平平，智能化零部件公司华阳集团（收入同比+24%）受益于新产品放量/保隆科技（收入同比+18%）受益于蔚来放量收入跑赢板块。

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）	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2025Q4环比	2026Q1同比
德赛西威	67.92	78.52	76.92	102.21	64.95	32.87%	-4.37%
理想	9.29	11.11	9.32	10.92	9.51	17.15%	2.41%
小米	7.59	8.20	10.88	14.51	8.09	33.38%	6.57%
奇瑞汽车	60.01	61.38	71.58	76.80	58.18	7.30%	-3.05%
吉利汽车	70.38	70.39	76.10	85.44	70.94	12.27%	0.79%
华阳集团	24.89	28.22	34.80	42.57	30.96	22.34%	24.37%
长城汽车	20.68	26.67	31.34	35.46	22.11	13.14%	6.95%
长安汽车	44.46	39.33	45.96	49.71	32.87	8.15%	-26.06%
奇瑞汽车	60.01	61.38	71.58	76.80	58.18	7.30%	-3.05%
吉利汽车	70.38	70.39	76.10	85.44	70.94	12.27%	0.79%
赛力斯	5.35	11.07	12.40	15.41	7.02	24.26%	31.22%
保隆科技	19.05	20.45	20.98	27.00	22.40	28.69%	17.57%
理想	9.29	11.11	9.32	10.92	9.51	17.15%	2.41%
蔚来汽车	4.21	7.21	8.67	12.48	8.35	43.99%	98.28%
伯特利	26.38	25.26	31.93	36.57	26.74	14.51%	1.38%
奇瑞汽车	60.01	61.38	71.58	76.80	58.18	7.30%	-3.05%
吉利汽车	70.38	70.39	76.10	85.44	70.94	12.27%	0.79%
长安汽车	44.46	39.33	45.96	49.71	32.87	8.15%	-26.06%
沪光股份	15.43	20.87	22.09	26.52	16.34	20.07%	5.90%
上汽大众	22.82	26.40	26.03	27.16	18.99	4.35%	-16.75%
特斯拉	17.28	19.17	24.19	24.54	21.34	1.44%	23.49%
赛力斯	5.35	11.07	12.40	15.41	7.02	24.26%	31.22%

- ◆ 25H2港股标的毛利率普遍稳中有升：25H2港股标的中黑芝麻智能/如祺出行/希迪智驾毛利率提升较多，其他标的毛利率基本稳定，港股标的收入释放普遍发生在下半年，规模效应等原因导致盈利中枢比较稳健
- ◆ 25Q4/26Q1 A股智能化零部件毛利率普遍承压。
 - 25Q4仅有华域汽车（海外业务利润率提升）及经纬恒润（规模效应）实现毛利率环比提升，其他公司仍受到下游客户竞争
 - 26Q1德赛西威、中国汽研、保隆科技、沪光股份实现毛利率环比提升，但板块整体毛利率还处于历史中枢以下。**根据我们观察，多数公司毛利率出现企稳趋势，预计26Q2或出现毛利率拐点。**

图：重点覆盖标的毛利率变化情况（环比单位为pct）

毛利率	2025H1		2025H2		2026Q1	25H2环比	
地平线机器人	65.36%		63.96%		/		-0.01
黑芝麻智能	24.79%		48.19%				0.23
耐世特	11.55%		11.28%				0.00
小马智行	16.31%		15.36%				-0.01
文远知行	30.59%		30.06%				-0.01
如祺出行	2.23%		16.36%				0.14
曹操出行	8.42%		10.19%				0.02
禾赛科技	42.20%		41.51%				-0.01
速腾聚创	25.94%		26.86%				0.01
希迪智驾	17.08%		25.10%				0.08
毛利率	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	25Q4环比	26Q1环比
华域汽车	10.83%	11.88%	12.63%	13.49%	12.13%	0.86	-1.36
德赛西威	20.52%	20.16%	18.51%	17.69%	18.60%	-0.82	0.91
华阳集团	18.19%	19.50%	18.93%	17.23%	16.52%	-1.70	-0.71
经纬恒润	21.39%	24.64%	22.13%	24.53%	16.27%	2.40	-8.26
中国汽研	45.58%	45.19%	47.47%	45.46%	45.97%	-2.01	0.51
保隆科技	23.25%	20.48%	21.34%	19.81%	22.09%	-1.52	2.28
伯特利	17.97%	19.19%	20.55%	20.39%	19.43%	-0.16	-0.96
均胜电子	17.90%	18.39%	18.62%	18.26%	17.67%	-0.37	-0.59
沪光股份	14.38%	16.63%	15.45%	11.61%	12.50%	-3.84	0.89

- ◆ 25H2港股智能化公司期间费用率普遍下降，主要受益于收入增加规模效应所致。
- ◆ 25Q4/26Q1 A股智能化零部件公司费用率趋势分化。
- 2025Q4费用率环比普遍下降，其中经纬恒润/德赛西威/保隆科技环比下降较大。
- 2026Q1费用率环比普遍提升，主要为相关公司收入增速放缓但费用较为刚性所致。

图：重点覆盖标的2025年-2026Q1期间费用率变化情况（环比单位为pct）

销管研费用率	2025H1		2025H2		2026Q1	25H2环比		
地平线机器人	183.77%		165.75%		/	-0.18		
黑芝麻智能	332.07%		169.27%			-1.63		
耐世特	7.47%		8.54%			0.01		
小马智行	347.38%		278.42%			-0.69		
文远知行	478.00%		227.71%			-2.50		
如祺出行	10.62%		21.13%			0.11		
曹操出行	14.91%		11.27%			-0.04		
禾赛科技	48.16%		38.12%			-0.10		
速腾聚创	56.68%		43.09%			-0.14		
希迪智驾	96.87%		126.53%			0.30		
期间费用率	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	25Q4环比	26Q1环比	
华域汽车	8.95%	8.52%	9.07%	8.83%	9.59%	-0.24	0.76	
德赛西威	13.27%	11.26%	12.04%	8.71%	12.53%	-3.32	3.82	
华阳集团	12.58%	12.19%	11.39%	10.42%	12.82%	-0.97	2.40	
经纬恒润	33.18%	22.06%	23.37%	14.68%	34.15%	-8.68	19.47	
中国汽研	16.54%	16.78%	20.19%	21.17%	18.49%	0.97	-2.68	
保隆科技	16.24%	16.18%	16.57%	15.27%	15.94%	-1.29	0.67	
伯特利	7.39%	8.85%	8.43%	7.91%	10.04%	-0.52	2.13	
均胜电子	13.74%	13.55%	14.59%	13.93%	13.85%	-0.65	-0.08	
沪光股份	8.06%	6.70%	7.53%	8.60%	9.85%	1.07	1.26	

- ◆ 25H2港股智能化公司净利率普遍提升，主要为25H2收入集中释放及盈利中枢上移所致。
- ◆ 25Q4/26Q1 A股智能化零部件公司归母净利润率普遍承压。
- 2025Q4经纬恒润/华域汽车归母净利润率环比提升较大，其他公司主要因为下游客户竞争压力传导影响净利率普遍下降。
- 2026Q1行业归母净利润率表现优于2025Q4，其中保隆科技/均胜电子/德赛西威/华阳集团/中国汽研实现归母净利润率的环比增长，我们认为26Q1在乘用车内需承压、大宗商品及存储等上游材料涨价的背景下智能化零部件板块盈利保持相对坚韧，板块整体盈利下行空间已经不大，预计Q2或出现盈利拐点。

图：重点覆盖标的2025年-2026Q1期间归母净利润率变化情况（环比单位为pct）

归母净利润	2025H1		2025H2		2026Q1	25H2环比	
地平线机器人	-333.99%		-238.93%		/	0.95	
黑芝麻智能	-301.47%		-116.31%			1.85	
耐世特	2.83%		1.64%			-0.01	
小马智行	-271.17%		-69.42%			2.02	
文远知行	-396.52%		-178.03%			2.18	
如祺出行	-7.45%		-4.66%			0.03	
曹操出行	-5.23%		-1.31%			0.04	
禾赛科技	2.15%		22.79%			0.21	
速腾聚创	-19.28%		0.44%			0.20	
希迪智驾	-111.38%		-118.55%			-0.07	
归母净利润	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	25Q4环比	26Q1环比
华域汽车	3.15%	3.64%	3.91%	4.74%	3.10%	0.83	-1.65
德赛西威	8.57%	8.15%	7.35%	6.51%	7.11%	-0.83	0.59
华阳集团	6.25%	6.59%	6.32%	5.17%	5.35%	-1.15	0.18
经纬恒润	-9.03%	2.09%	0.77%	7.35%	-15.16%	6.59	-22.51
中国汽研	20.07%	22.52%	23.12%	20.16%	20.33%	-2.96	0.17
保隆科技	5.00%	1.93%	3.02%	0.54%	3.19%	-2.47	2.65
伯特利	10.25%	9.98%	11.56%	11.43%	10.04%	-0.13	-1.38
均胜电子	2.34%	2.33%	2.66%	1.41%	2.91%	-1.26	1.50
沪光股份	6.03%	8.79%	6.72%	2.13%	1.85%	-4.59	-0.27

地平线机器人：2025年收入略超预期，业绩符合预期

- 2025年公司实现收入37.6亿元，同比+57.7%，其中授权及解决方案业务19.35亿元，同比+17.5%（超我们预期）。
- 综合毛利率从2024年的77.2%下降至2025年的64.5%，主要因毛利率相对较低的产品解决方案收入占比从2024年27.9%大幅提升至2025年43.2%所致，产品解决方案业务毛利率从2024年46%下降至2025年35%，该业务调整后2025年毛利率为42.5%（25年临时交付部分域控元器件）
- 高阶芯片出货占比大幅提高：2025年全年，车载处理硬件总出货量达401万套，同比增长38.8%；其中，支持中高阶智能驾驶的硬件出货量同比+380%达到180万套。旗舰级全场景城市场景NOA解决方案HSD于2025年11月成功量产，一个多月内交付超2.2万套，累计获10家OEM品牌20余款车型定点。公司在20万元以下主流车型高阶智驾市场份额达44.2%，位列第一。

表：地平线机器人核心财务指标拆分（金额单位为亿元，毛利率/销售净利率和费用率同比单位为pct）

9660.hk	2024	2025	2025同比	24H1	24H2	25H1	25H2
营业收入	23.84	37.58	57.63%	9.35	14.49	15.67	21.91
产品解决方案	6.64	16.22	144.28%	2.22	4.42	7.78	8.44
芯片出货/万片	289	401	38.80%	96	192.90	198	203.00
芯片单价/元	230	404	75.99%	232	229	393	416
高速NOA出货/万片	38	180	380.00%	16	21.59	98	82.45
HSD销量/万套		2.20					
授权及服务	16.47	19.35	17.49%	6.91	9.56	7.39	11.97
非车解决方案	0.72	2.01	179.17%	0.22	0.50	0.50	1.51
毛利率	77.22%	64.53%	-12.70%	78.77%	76.23%	65.36%	63.94%
产品解决方案	46.40%	34.52%	-11.88%	41.70%	48.77%	45.60%	24.31%
授权及服务	92.00%	94.52%	2.52%	93.00%	91.28%	89.70%	97.50%
优先股交易负债公允价值变动	46.77	-66.64	/	-40.13	86.90	-34.07	-32.57
期间费用	38.28	61.22	59.93%	16.50	21.78	27.42	33.80
销售费用	4.10	6.32	54.15%	1.98	2.12	2.72	3.60
管理费用	6.38	7.26	13.79%	2.43	3.95	3.07	4.19
研发费用	31.56	51.54	63.31%	14.20	17.36	23.00	28.54
财务费用	-3.76	-3.90	3.72%	-2.11	-1.65	-1.37	-2.53
期间费用率	160.57%	162.91%	2.34%	176.52%	150.28%	175.02%	154.24%
销售费用率	17.20%	16.82%	-0.38%	21.22%	14.60%	17.36%	16.43%
管理费用率	26.76%	19.32%	-7.44%	26.00%	27.25%	19.59%	19.12%
研发费用率	132.38%	137.15%	4.76%	151.83%	119.83%	146.80%	130.25%
财务费用率	-15.77%	-10.38%	5.39%	-22.54%	-11.40%	-8.73%	-11.56%
归母净利润(不含少数股东权益)	23.47	-104.69	/	-50.98	74.45	-52.33	-52.36
归母净利润率	98.45%	-278.58%	/	-545.25%	513.81%	-334.00%	-238.95%
经调整净利润	-16.81	-28.12	/	-8.04	-8.77	-13.33	-14.79

◆ 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

- **2025年业绩低于预期：** 2025年收入稳健增长，亚太与EMEASO成核心增长引擎。毛利率与EBITDA率双改善，EMEASO盈利弹性突出。1) 2025年公司毛利率为11.4%，同比+0.9pct；25H2毛利率为11.3%，同环比+0.4pct/-0.2pct。2) 2025年公司经调整EBITDA率为10.3%，同比+0.4pct。25H2归母净利润为0.4亿美元，当期客户项目取消导致成本增加0.24亿美元，拉低公司业绩。

表：耐世特核心财务指标拆分（金额单位为亿元，毛利率/销售净利率和费用率同比单位为pct）

	2024H1	2024H2	2025H1	2025H2	25H2同比	2024	2025	2025同比
营业收入	20.99	21.77	22.42	23.42	7.6%	42.76	45.84	7.2%
北美洲	11.19	10.74	11.38	11.51	7.2%	21.93	22.89	4.4%
亚太区	5.95	7.43	6.87	7.82	5.2%	13.38	14.68	9.8%
欧洲、中东、非洲、南美洲	3.66	3.51	4.01	3.98	13.6%	7.17	7.99	11.4%
营业成本	18.88	19.40	19.83	20.78	7.1%	38.28	40.61	6.1%
毛利率	10.0%	10.9%	11.5%	11.3%	0.4%	10.5%	11.4%	0.9%
期间费用率	8.3%	7.8%	7.4%	8.3%	0.5%	8.0%	7.9%	-0.1%
工程及产品开发费用	0.89	0.91	0.75	0.99	9.0%	1.80	1.75	-2.8%
销售费用	0.11	0.10	0.11	0.12	11.7%	0.21	0.22	5.3%
管理费用	0.72	0.75	0.81	0.89	18.4%	1.47	1.70	16.1%
财务费用	0.02	-0.07	-0.01	-0.05	-	-0.05	-0.06	-
经调整EBITDA	1.97	2.27	2.30	2.42	6.3%	4.24	4.72	11.2%
北美洲	0.87	0.91	0.86	0.88	-3.1%	1.78	1.74	-2.3%
亚太区	1.05	1.25	1.16	1.28	1.9%	2.30	2.43	5.8%
欧洲、中东、非洲、南美洲	0.07	0.28	0.35	0.34	18.7%	0.36	0.69	92.0%
经调整EBITDA率	9.4%	10.4%	10.3%	10.3%	-1.1%	9.9%	10.3%	0.4%
北美洲	7.8%	8.5%	7.6%	7.7%	-9.6%	8.1%	7.6%	-6.4%
亚太区	17.6%	16.9%	16.9%	16.3%	-3.2%	17.2%	16.6%	-3.6%
欧洲、中东、非洲、南美洲	2.0%	8.1%	8.8%	8.5%	4.5%	5.0%	8.6%	72.3%
税前利润	0.15	1.02	0.96	0.72	-29.2%	1.17	1.68	43.2%
所得税	0.18	0.24	0.27	0.29	/	0.42	0.55	31.3%
所得税率	116.0%	23.9%	27.9%	39.7%	15.8%	35.9%	33.0%	-3.0%
归母净利润	0.16	0.46	0.63	0.39	-16.3%	0.62	1.02	65.3%
归母净利率	0.75%	2.11%	2.83%	1.64%	-0.5%	1.44%	2.23%	0.8%

◆ 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

- **小马智行2025年业绩符合预期：**2025年Robotaxi业务收入实现翻倍以上增长，2026年我们预计Robotaxi运营数量实现翻倍以上增长
- **文远知行2025年业绩符合预期：**2025年Robotaxi业务收入同比增长210%，2026年我们预计Robotaxi运营数量实现翻倍以上增长

表：小马智行核心财务指标拆分（金额单位为亿元，毛利率/销售净利率和费用率同比单位为pct）

PONY.O	2024	2025	2025 1-3Q	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4
营业收入	0.75	0.90	0.61	0.14	0.21	0.26	0.29
机器人出租车服务	0.07	0.17	0.10	0.02	0.02	0.07	0.07
机器人卡车服务	0.40	0.41	0.27	0.08	0.10	0.10	0.13
许可和应用	0.27	0.33	0.23	0.04	0.10	0.09	0.09
毛利	0.11	0.14	0.10	0.02	0.03	0.05	0.04
毛利率	14.7%	15.8%	16.4%	16.5%	16.1%	18.4%	14.5%
期间费用	-2.97	-2.75	-1.98	-0.58	-0.65	-0.74	-0.77
研发费用	-2.40	-2.17	-1.57	-0.47	-0.49	-0.60	-0.60
SG&A费用	-0.57	-0.58	-0.41	-0.11	-0.16	-0.14	-0.17
归母净利润	-2.74	-1.34	-1.57	-0.37	-0.53	-0.62	0.23
归母净利率	-365.21%	-148.84%	-257.38%	-267.14%	-248.43%	-241.14%	79.45%
Non-GAAP 净利润	-1.31	-1.79	-1.30	-0.28	-0.46	-0.55	-0.49

表：文远知行核心财务指标拆分（金额单位为亿元，毛利率/销售净利率和费用率同比单位为pct）

亿元	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	24全年	25全年
营业收入	0.72	1.27	1.71	3.14	3.61	6.846
同比增长	2%	61%	144%	123%	-10%	90%
Robotaxi业务	0.16	0.46	0.35	0.51	0.48	1.48
同比增长	90%	837%	761%	67%		210%
营业成本	0.47	0.91	1.15	2.25	2.50	4.78
毛利率	35%	28%	32.9%	28.5%	31%	30%
研发费用	3.26	3.19	3.16	4.11	10.91	13.72
占比	450%	251%	185%	131%	302%	200%
销售及管理费用	1.39	1.71	1.22	2.55	12.21	6.86
占比	191%	134%	71%	81%	338%	100%
归母净利润	-3.85	-4.06	-3.07	-5.56	-25.17	-16.549
归母净利率	-532%	-320%	-180%	-177%	-697%	-242%
货币资金	41.77	38.36	34.52	66.66	42.68	66.66
资产负债率	8%	10%	11%	12%	8%	12%

◆ 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

- **2025年营业收入符合预期：**营收端，2025全年公司实现营业收入8.85亿元，同比增长115.78%；毛利率方面，公司2025年毛利率为21.40%，同比下降3.34个百分点，主要系无人矿卡整车销售比例上升。期间费用率方面，公司2025年期间费用为11.36亿元，期间费用高于营业收入，主要系股份支付6.21亿元。但期间费用率改善明显，同比下降39.64个百分点；销售/管理/研发/财务费用率分别为15.02%/55.50%/42.33%/15.54%，同比分别-0.69/-17.84/-4.78/-16.32个百分点。盈利能力方面，公司2025年实现归母净利润为-10.20亿元；全年调整后净亏损为2.42亿元，同比下降3.5个百分点。

	2024H1	2024全年	2025H1	2025全年	2025同比
营业收入	258.46	410.04	408.04	884.79	115.78%
自动驾驶汽车	156.04	254.89	378.36	842.99	230.73%
高性能感知	28.18	53.56	20.49	25.66	-52.09%
V2X产品及解决方案	74.24	101.59	9.18	16.14	-84.11%
毛利率	17.17%	24.74%	17.08%	21.40%	-3.34%
自动驾驶汽车	16.11%	23.10%	15.59%	20.74%	-2.36%
高性能感知	47.95%	47.93%	42.03%	42.00%	-5.93%
V2X产品及解决方案	7.71%	16.63%	23.05%	23.00%	6.37%
期间费用	178.27	688.99	466.54	1136.01	64.88%
销售费用	23.61	64.44	44.29	132.92	106.27%
管理费用	56.07	300.72	199.68	491.06	63.29%
研发费用	35.34	193.18	151.32	374.55	93.88%
财务费用	63.25	130.65	71.25	137.49	5.23%
期间费用率	68.97%	168.03%	114.34%	128.39%	-39.64%
销售费用率	9.14%	15.72%	10.85%	15.02%	-0.69%
管理费用率	21.69%	73.34%	48.94%	55.50%	-17.84%
研发费用率	13.67%	47.11%	37.08%	42.33%	-4.78%
财务费用率	24.47%	31.86%	17.46%	15.54%	-16.32%
归母净利润	-122.57	-580.71	-454.49	-1019.69	-
归母净利率	-	-	-	-	-
扣非归母净利润	-122.57	-580.71	-454.49	-1019.74	-
扣非归母净利率	-	-	-	-	-

◆ 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

德赛西威：2025年/26Q1业绩符合预期

- **2025年业绩符合预期：**公司两大主营业务板块均呈现正向增长。其中，智能座舱业务实现营收205.85亿元，同比增长12.92%；智能驾驶业务营收达97.0亿元，同比增长32.63%。从盈利能力看，智能座舱毛利率为18.83%，同比降低0.28%；智能驾驶毛利率16.36%，同比降低3.55个百分点，我们预计因部分新势力客户代工模式压制毛利率。
- **26Q1业绩符合预期：**26Q1营收同比-4.4%，根据我们测算智驾业务同比增长，座舱业务我们预计下滑；26Q1毛利率同比-2pct，我们预计主要是年降/存储涨价等因素影响；归母净利率同比-1.5pct；扣非归母净利率同比+0.01pct保持稳定。

表：德赛西威核心财务指标拆分（金额单位为亿元，毛利率/销售净利率和费用率同比单位为pct）

002920.SZ	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2025全年	2025同比
营业收入	67.92	78.52	76.92	102.21	64.95	325.57	17.88%
智能座舱	94.59		111.26			205.85	12.92%
智能驾驶	41.47		55.53			97.00	32.63%
网联服务及其它						22.72	9.52%
营业成本	53.98	62.69	62.69	84.13	52.87	263.49	19.07%
智能座舱	75.91		91.18			167.09	13.31%
智能驾驶	33.28		47.85			81.13	38.51%
网联服务及其它							
毛利率	20.52%	20.16%	18.51%	17.69%	18.60%	19.07%	-0.81%
智能座舱	19.75%		18.05%			18.83%	-0.28%
智能驾驶	19.74%		13.84%			16.36%	-3.55%
资产减值损失	-0.57	-0.75	-0.41	-2.30	-0.43	-4.03	/
信用减值损失	0.55	-0.25	0.15	-0.73	1.53	-0.28	/
投资收益	0.80	-0.01	0.05	0.07	0.11	0.91	/
公允价值变动净收益	0.04	-0.15	0.00	-0.21	-0.52	-0.32	/
期间费用	9.01	8.84	9.26	8.91	8.14	36.02	13.09%
销售费用	0.71	0.99	0.85	0.14	0.63	2.68	12.79%
管理费用	1.47	1.15	1.57	2.51	1.35	6.70	25.57%
研发费用	6.55	6.71	6.76	6.39	6.07	26.42	17.12%
财务费用	0.28	-0.01	0.08	-0.14	0.10	0.21	/
期间费用率	13.27%	11.26%	12.04%	8.71%	12.53%	11.06%	-0.47%
销售费用率	1.04%	1.26%	1.11%	0.13%	0.97%	0.82%	-0.04%
管理费用率	2.17%	1.47%	2.04%	2.46%	2.07%	2.06%	0.13%
研发费用率	9.65%	8.55%	8.79%	6.26%	9.34%	8.12%	-0.05%
财务费用率	0.41%	-0.01%	0.11%	-0.14%	0.15%	0.06%	-0.51%
归母净利润	5.82	6.40	5.65	6.66	4.61	24.54	22.38%
归母净利润率	8.57%	8.15%	7.35%	6.51%	7.11%	7.54%	0.28%
扣非归母净利润	4.97	6.56	5.71	6.90	4.76	24.14	24.05%
扣非归母净利润率	7.31%	8.35%	7.43%	6.75%	7.33%	7.41%	0.37%

◆ 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

中国汽研：2025/26Q1业绩符合预期

- **2025/26Q1业绩符合预期**：2025年新能源及智能网联业务收入同比+45%（大幅跑赢技术服务业务的同比+11%）
- 华东总部基地（本轮资本开支的重点方向，同时也是智驾检测业务落地的重要依托）投入试运营，我们预计今年贡献收入。26Q1收入同比-8.8%，我们预计是项目确收节奏影响，我们预计Q2开始智能化检测业务有望贡献增量。

表：中国汽研核心财务指标拆分，毛利率/销售净利率和费用率同比单位为pct

单位：亿元	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025全年	2025同比
营业收入	8.87	10.24	11.14	19.42	8.10	-8.77%	-58.32%	49.67	5.75%
汽车技术服务业务	7.94	9.22	10.33	18.33	7.31	-7.93%	-60.11%	45.82	11.07%
汽车技术服务业务占比	89.5%	90.1%	92.8%	94.3%	90.3%	0.91%	-4.29%	92.2%	5.03%
其中：新能源及智能网联业务	3.10		7.68			/	/	10.78	45.21%
毛利率	45.58%	45.19%	47.47%	45.46%	45.97%	0.39%	0.51%	45.88%	1.36%
费用	1.47	1.72	2.25	4.11	1.50	1.99%	-63.59%	9.54	11.29%
销售费用	0.26	0.35	0.36	0.93	0.30	15.22%	-67.86%	1.89	2.17%
管理费用	0.63	0.74	0.81	1.83	0.65	3.90%	-64.22%	4.00	0.36%
研发费用	0.58	0.60	0.97	1.31	0.45	-21.69%	-65.37%	3.47	24.74%
财务费用	0.00	0.03	0.11	0.05	0.09	/	/	0.18	/
费用率	16.54%	16.78%	20.19%	21.17%	18.49%	1.95%	-2.68%	19.22%	0.96%
销售费用率	2.92%	3.37%	3.24%	4.78%	3.69%	0.77%	-1.09%	3.81%	-0.13%
管理费用率	7.09%	7.22%	7.25%	9.40%	8.07%	0.98%	-1.33%	8.06%	-0.43%
研发费用率	6.53%	5.90%	8.73%	6.75%	5.60%	-0.92%	-1.14%	6.98%	1.06%
财务费用率	0.00%	0.29%	0.97%	0.24%	1.13%	1.12%	0.89%	0.37%	0.46%
归母净利润	1.78	2.31	2.57	3.92	1.65	-7.58%	-57.97%	10.58	16.51%
归母净利率	20.1%	22.5%	23.1%	20.2%	20.3%	0.26%	0.17%	21.3%	1.97%
扣非后归母净利润	1.66	2.24	2.25	3.88	1.49	-9.95%	-61.51%	10.02	15.39%
扣非归母净利率	18.7%	21.9%	20.2%	20.0%	18.4%	-0.24%	-1.53%	20.2%	1.69%

注：由于发生收购，公司报表做出追溯调整，24Q3业绩按照公司季报实际披露数字呈现

◆ **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

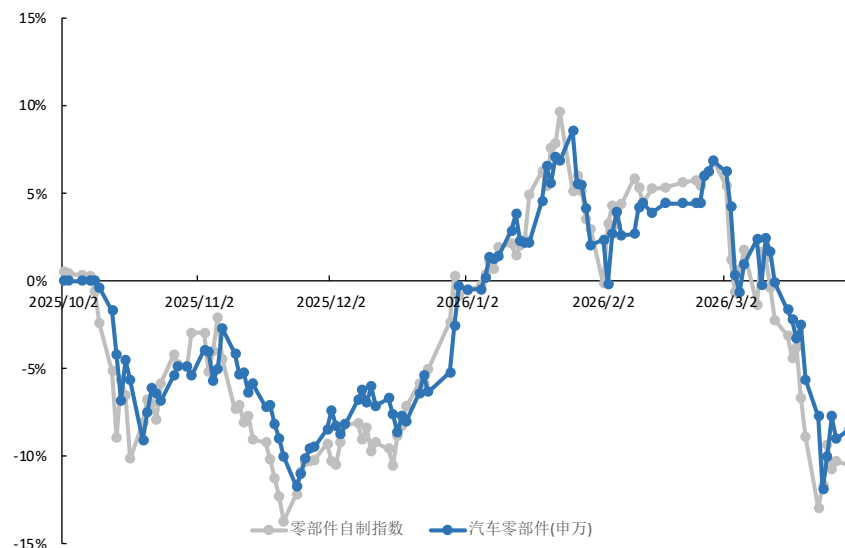
2.2 传统汽零+成长汽零复盘

- ◆ 针对汽车零部件板块，我们选取17家零部件企业进行重点分析。包括5家传统汽零公司：福耀玻璃、星宇股份、继峰股份、松原安全、星源卓镁；12家成长型公司（机器人&液冷&数据中心电源）：爱柯迪、岱美股份、飞龙股份、敏实集团、瑞鹄模具、双环传动、拓普集团、新泉股份、旭升集团、亚普股份、银轮股份、中鼎股份。
- ◆ 以2025/10/01-2026/03/31股价来看，申万汽零指数整体下跌8.58%，我们构建的零部件自制指数（17家企业涨跌幅等权）下跌12.09%。其中，股价表现显著跑赢行业的公司有：岱美股份、飞龙股份、银轮股份。

图：重点公司25Q4&26Q1涨跌幅

	标的	25Q4累计	26Q1累计	25Q4超额	26Q1超额
传统汽零	福耀玻璃	-10.6%	-12.0%	-10.1%	-3.9%
	星宇股份	-8.4%	-1.1%	-7.9%	7.0%
	继峰股份	4.7%	-15.4%	5.3%	-7.3%
	松原安全	-17.1%	-11.6%	-16.5%	-3.5%
	星源卓镁	4.7%	-12.6%	5.2%	-4.5%
成长赛道	爱柯迪	-11.6%	-16.1%	-11.1%	-8.0%
	岱美股份	48.5%	1.6%	49.0%	9.7%
	飞龙股份	21.9%	-7.5%	22.4%	0.6%
	敏实集团	-6.2%	2.3%	-5.7%	10.4%
	瑞鹄模具	-4.8%	-21.1%	-4.3%	-13.0%
	双环传动	-4.4%	-24.0%	-3.9%	-15.9%
	拓普集团	-4.7%	-26.4%	-4.2%	-18.3%
	新泉股份	-11.0%	-11.9%	-10.5%	-3.8%
	旭升集团	-10.9%	-9.6%	-10.3%	-1.5%
	亚普股份	-4.9%	-23.1%	-4.4%	-15.0%
	银轮股份	-8.6%	12.5%	-8.1%	20.6%
	中鼎股份	-6.6%	-22.6%	-6.1%	-14.5%
指数	零部件自制指数	-0.9%	-11.3%	-0.4%	-3.2%
	汽车零部件(申万)	-0.5%	-8.1%	0.0%	0.0%

图：申万汽车零部件指数及重点公司指数涨跌幅（相较于2025年9月30日）



传统汽零复盘

- 覆盖标的（传统汽零）2025Q4营收同/环比均增长，2026Q1营收同比增长，环比下降。
- 25Q4营收表现较好的有松原安全、继峰股份，同/环比小幅增长的有福耀玻璃；26Q1营收表现较好的有继峰股份、星源卓镁，环比下降显著的有松原安全、星宇股份。整体来看，近两个季度，继峰股份营收表现最佳，星源卓镁其次。
- 25Q4&26Q1业绩的变动主要为结构性因素：继峰股份主要受益于乘用车座椅业务放量；星源卓镁主要受益于新能源汽车零部件订单放量；松原安全受益于国产替代，新能源车订单放量。

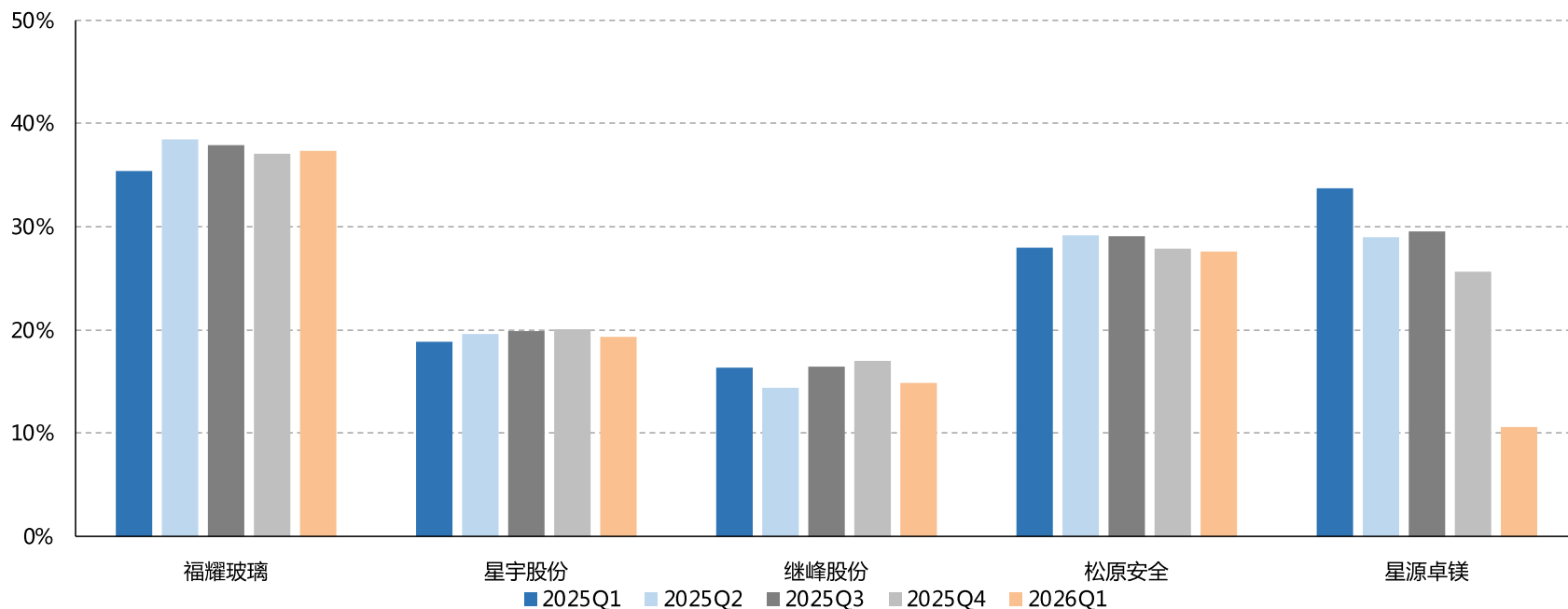
表：重点覆盖标的（传统汽零）营收指标（单位：亿元）

营业收入/亿元	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q4同比	25Q4环比	26Q1同比	26Q1环比
福耀玻璃	109.38	99.10	115.37	118.55	124.86	104.13	14.15%	5.32%	5.08%	-16.60%
星宇股份	40.27	30.95	36.63	39.53	45.47	34.30	12.89%	15.03%	10.84%	-24.56%
继峰股份	53.49	50.37	54.86	56.08	66.51	62.42	24.34%	18.60%	23.92%	-6.16%
松原安全	6.61	5.36	6.12	6.86	8.44	6.03	27.75%	23.05%	12.65%	-28.54%
星源卓镁	1.21	0.88	0.95	1.09	1.37	1.12	13.24%	25.66%	27.21%	-17.72%

覆盖标的（传统汽零）毛利率变化趋势

- ◆ 整体上看，近两季度汽零公司毛利率承压：2025Q4传统汽零公司毛利率整体稳定，但存在分化；2026Q1毛利率小幅下降，主要系原材料价格上涨导致。
- **毛利率整体表现较好：**福耀玻璃（高附加值产品占比持续提升）；星宇股份（降本增效+高毛利控制器产品占比提升）。
- **毛利率整体表现较差：**星源卓镁（新工厂折旧但还未形成收入）。

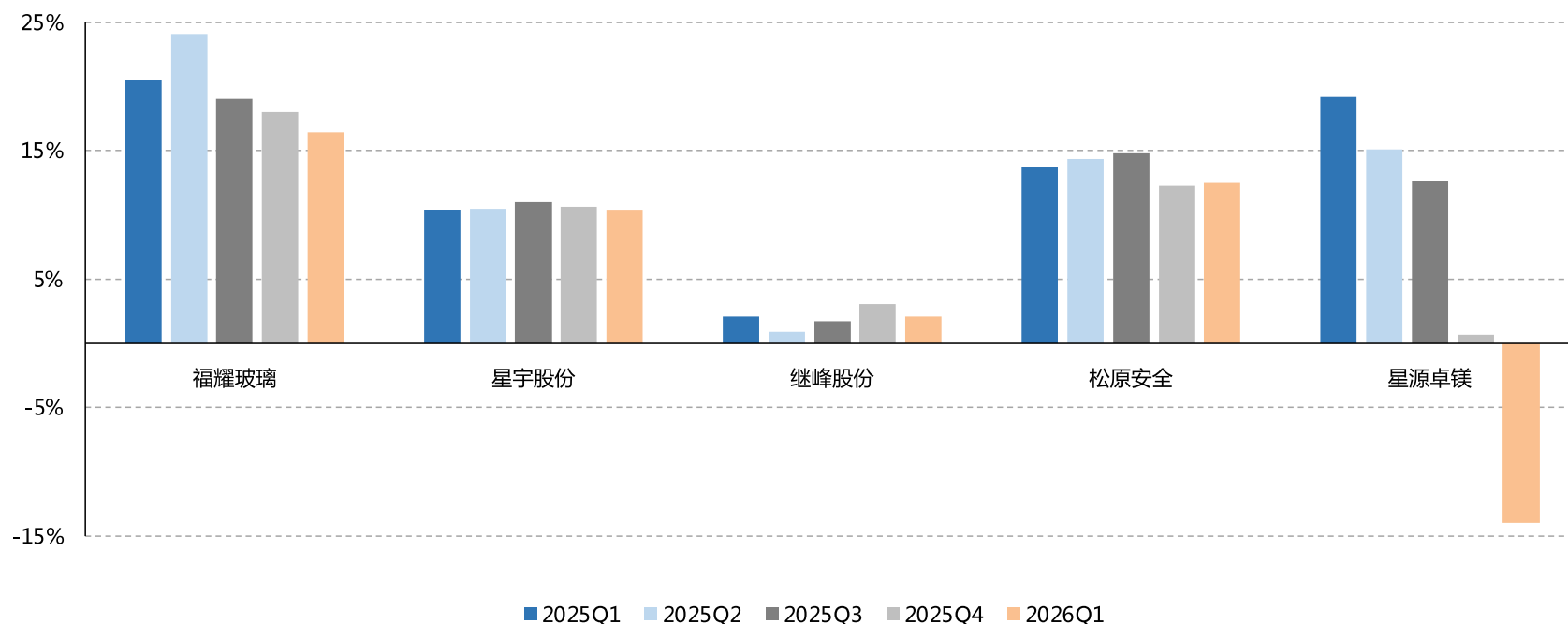
图：重点覆盖标的（传统汽零）2025Q4&2026Q1毛利率变化情况



覆盖标的（传统汽零）期间费用率变化情况

- ◆ 受人民币升值带来汇兑损失影响，大部分零部件公司2026Q1期间费用率环比上升。
- **费用率增加较多：**星源卓镁（25Q4/26Q1财务费用率同比分别+2.85/+4.32pct）；福耀玻璃（汇兑损失导致财务费用同比增加）。
- **费用率增加较少/下降：**继峰股份（格拉默经营改善）。

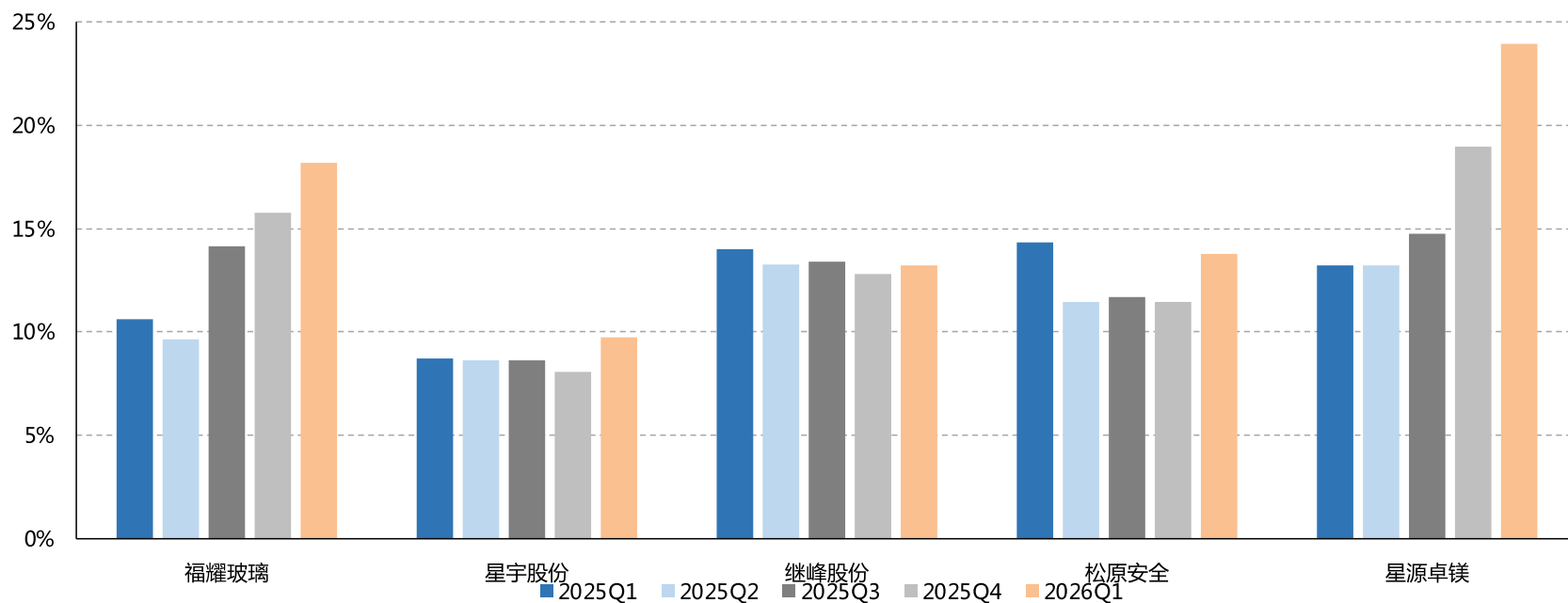
图：重点覆盖标的（传统汽零） 2025Q4&26Q1期间费用率变化情况



覆盖标的（传统汽零）归母净利率变化情况

- ◆ 重点覆盖零部件公司2025Q4&2026Q1归母净利率变化趋势分化。
- **归母净利率表现较好：**星宇股份（降本增效+高毛利控制器产品带动）。
- **归母净利率表现较差：**福耀玻璃（汇兑损失）；星源卓镁（新项目量产爬坡费用投入增加+人员储备增加+研发投入加大）；继峰股份（格拉默经营影响）。

图：重点覆盖标的（传统汽零） 2025Q4&2026Q1归母净利率变化情况



- **25Q4业绩**：1) 营收为124.86亿元，同/环比分别+14.15%/+5.32%；2) 归母净利润为22.48亿元，同/环比分别+11.35%/-0.47%；3) 扣非归母净利润为22.43亿元，同/环比分别+18.34%/+1.27%。
- **26Q1业绩**：1) 营收为104.13亿元，同/环比分别+5.08%/-16.60%；2) 归母净利润为17.12亿元，同/环比分别-15.68%/-23.88%；3) 扣非归母净利润为16.43亿元，同/环比分别-17.32%/-26.76%。
- **业绩点评**：1) 25Q4&26Q1业绩均受汇兑损失增加影响；2) ASP方面，公司2025年汽车玻璃每平方米单价为247.60元，同比提升8.07%；2026Q1汽车玻璃每平方米单价同比提升11.01%，主要系汽车玻璃产品持续升级，公司高附加值产品收入占比不断提升；3) 公司正处于第三轮资本开支周期，后续产能释放+份额提升+ASP增长将成为公司向上发展的强劲动力。
- **盈利预测**：预计2026-2028年归母净利润分别为101.29/110.70/121.33亿元。
- **风险提示**：原材料价格、能源价格以及海运费上涨超预期；汽车行业销量不及预期；新建产能爬坡不及预期。

表：福耀玻璃25Q4&26Q1核心财务指标拆分

福耀玻璃	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	25Q4同比	25Q4环比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比
营业收入 (亿元)	109.38	99.10	115.37	118.55	124.86	14.15%	5.32%	104.13	5.08%	-16.60%
营业成本 (亿元)	74.24	64.02	70.97	73.62	78.62	5.90%	6.79%	65.21	1.86%	-17.06%
毛利率	32.12%	35.40%	38.49%	37.90%	37.03%	4.91pct	-0.87pct	37.38%	1.98pct	0.35pct
销售费用 (亿元)	-0.36	2.99	3.26	3.21	3.82	1154.36%	19.12%	3.24	8.29%	-15.25%
管理费用 (亿元)	8.05	6.83	8.50	8.96	9.75	21.10%	8.80%	8.06	17.97%	-17.33%
研发费用 (亿元)	4.63	4.23	4.60	5.10	5.20	12.25%	1.87%	5.06	19.59%	-2.68%
财务费用 (亿元)	(2.03)	(3.50)	(5.25)	(0.48)	0.92	145.25%	292.71%	2.59	173.82%	181.07%
销售费用率	-0.33%	3.02%	2.83%	2.70%	3.06%	3.39pct	0.35pct	3.11%	0.09pct	0.05pct
管理费用率	7.36%	6.89%	7.36%	7.56%	7.81%	0.45pct	0.25pct	7.74%	0.85pct	-0.07pct
研发费用率	4.23%	4.27%	3.99%	4.31%	4.16%	-0.07pct	-0.14pct	4.86%	0.59pct	0.7pct
财务费用率	-1.86%	-3.53%	-4.55%	-0.40%	0.74%	2.6pct	1.14pct	2.48%	6.02pct	1.75pct
归母净利润 (亿元)	20.19	20.30	27.75	22.59	22.48	11.35%	-0.47%	17.12	-15.68%	-23.88%
扣非归母净利润 (亿元)	18.95	19.87	27.20	22.15	22.43	18.34%	1.27%	16.43	-17.32%	-26.76%
归母净利率	18.46%	20.48%	24.05%	19.06%	18.01%	-0.45pct	-1.05pct	16.44%	-4.05pct	-1.57pct

- **25Q4业绩**：1) 营收为45.47亿元，同/环比分别+12.89%/+15.03%；2) 归母净利润为4.83亿元，同/环比分别+12.06%/+11.15%；3) 扣非归母净利润为4.69亿元，同/环比分别+8.53%/+9.89%。
- **26Q1业绩**：1) 营收为34.30亿元，同/环比分别+10.84%/-24.56%；2) 归母净利润为3.55亿元，同/环比分别+10.26%/-26.48%；3) 扣非归母净利润为3.47亿元，同/环比分别+10.94%/-25.96%。
- **业绩点评**：1) 26Q1财务费用同/环比分别增加1103/1378万元；2) 公司ADB前照灯/DLP大灯已经实现了对客户的配套和量产，长期看好公司产品结构向上升级；3) 公司塞尔维亚工厂产能逐步释放，并注册成立了墨西哥星宇和美国星宇，公司将持续推进全球化布局，拓展海外市场。
- **盈利预测**：预计2026-2028年归母净利润分别为18.53/22.15/25.39亿元。
- **风险提示**：乘用车行业销量不及预期；车灯产品升级速度不及预期；新客户开拓不及预期。

表：星宇股份25Q4&26Q1核心财务指标拆分

星宇股份	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	25Q4同比	25Q4环比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比
营业收入 (亿元)	40.27	30.95	36.63	39.53	45.47	12.89%	15.03%	34.30	10.84%	-24.56%
营业成本 (亿元)	33.18	25.12	29.43	31.68	36.36	9.58%	14.79%	27.67	10.16%	-23.91%
毛利率	17.61%	18.83%	19.64%	19.86%	20.03%	2.42pct	0.17pct	19.33%	0.5pct	-0.69pct
销售费用 (亿元)	-0.78	0.11	0.15	0.21	0.16	120.15%	23.45%	0.11	-5.04%	-31.62%
管理费用 (亿元)	0.99	0.70	0.89	0.87	1.07	8.47%	23.79%	0.80	15.24%	-25.15%
研发费用 (亿元)	1.92	1.86	2.24	2.30	2.43	26.36%	5.55%	2.29	23.14%	-5.81%
财务费用 (亿元)	0.08	0.03	(0.12)	0.03	0.01	-93.09%	-81.10%	0.14	330.99%	2357.61%
销售费用率	-1.94%	0.37%	0.41%	0.52%	0.35%	2.28pct	-0.17pct	0.31%	-0.05pct	-0.03pct
管理费用率	2.46%	2.25%	2.43%	2.19%	2.36%	-0.1pct	0.17pct	2.34%	0.09pct	-0.02pct
研发费用率	4.78%	6.01%	6.12%	5.83%	5.35%	0.57pct	-0.48pct	6.68%	0.67pct	1.33pct
财务费用率	0.21%	0.11%	-0.33%	0.08%	0.01%	-0.2pct	-0.07pct	0.42%	0.31pct	0.41pct
归母净利润 (亿元)	4.31	3.22	3.84	4.35	4.83	12.06%	11.15%	3.55	10.26%	-26.48%
扣非归母净利润 (亿元)	4.32	3.13	3.75	4.27	4.69	8.53%	9.89%	3.47	10.94%	-25.96%
归母净利率	10.70%	10.41%	10.49%	10.99%	10.62%	-0.08pct	-0.37pct	10.35%	-0.05pct	-0.27pct

- **25Q4业绩**：1) 营收为66.51亿元，同比+24.34%/环比+18.60%；2) 归母净利润2.02亿元，同比+680.78%/环比+108.22%；3) 扣非归母净利润1.41亿元同比+1790.35%/环比+72.81%。
- **26Q1业绩**：1) 营收为62.42亿元，同/环比分别+23.92%/-6.16%；2) 归母净利润为1.32亿元，同/环比分别+26.04%/-34.99%；3) 扣非归母净利润为1.12亿元，同/环比分别+25.96%/-20.94%。
- **业绩点评**：1) 继峰本部收入82.78亿元，同比+28.72%；归母净利3.41亿元，同比+22.39%；2) 格拉默收入148.98亿元，同比-7.49%；归母净利1.78亿元，同比扭亏（24年-6.25亿元）；3) 商用车座椅增利，毛利率同比+6.28pct+乘用车座椅增收，收入同比+76.65%；4) 至2025年12月31日，公司累计乘用车座椅在手项目定点共 27 个，全生命周期总销售额预计超千亿元。
- **盈利预测**：预计2026-2028年归母净利润分别为9.07/12.40/15.05亿元。
- **风险提示**：下游整车销量不及预期；新业务拓展不及预期；海外整合不及预期。

表：继峰股份25Q4&26Q1核心财务指标拆分

继峰股份	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	25Q4同比	25Q4环比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比
营业收入 (亿元)	53.49	50.37	54.86	56.08	66.51	24.34%	18.60%	62.42	23.92%	-6.16%
营业成本 (亿元)	46.54	42.15	46.97	46.84	55.22	18.65%	17.89%	53.13	26.05%	-3.78%
毛利率	13.00%	16.32%	14.39%	16.48%	16.98%	3.98pct	0.5pct	14.88%	-1.44pct	-2.1pct
销售费用 (亿元)	0.71	0.77	0.77	0.75	0.88	25.04%	17.93%	0.74	-4.14%	-16.52%
管理费用 (亿元)	3.99	4.05	4.34	3.74	4.90	22.79%	31.12%	4.78	17.82%	-2.48%
研发费用 (亿元)	1.40	1.56	1.83	2.09	1.44	3.27%	-30.92%	1.61	3.12%	11.72%
财务费用 (亿元)	0.40	0.68	0.34	0.95	1.30	222.98%	36.96%	1.13	66.07%	12.78%
销售费用率	1.32%	1.53%	1.40%	1.33%	1.33%	0.01pct	-0.01pct	1.18%	-0.35pct	-0.15pct
管理费用率	7.46%	8.05%	7.92%	6.66%	7.36%	-0.09pct	0.7pct	7.65%	-0.4pct	0.29pct
研发费用率	2.61%	3.10%	3.34%	3.72%	2.17%	-0.44pct	-1.55pct	2.58%	-0.52pct	0.41pct
财务费用率	0.75%	1.35%	0.62%	1.69%	1.95%	1.2pct	0.26pct	1.81%	0.46pct	-0.14pct
归母净利润 (亿元)	-0.35	1.04	0.49	0.97	2.02	680.78%	108.22%	1.32	26.04%	-34.99%
扣非归母净利润 (亿元)	-0.08	0.89	1.00	0.82	1.41	1790.35%	72.81%	1.12	25.96%	-20.94%
归母净利率	-0.65%	2.07%	0.90%	1.73%	3.04%	3.7pct	1.31pct	2.11%	0.04pct	-0.94pct

- **25Q4业绩**：1) 营收8.44亿元，同/环比分别+27.75%/+23.05%；2) 归母净利润为1.03亿元，同/环比分别+48.29%/+1.59%；3) 扣非归母净利为1.04亿元，同/环比分别+58.67%/+2.54%。
- **26Q1业绩**：1) 营收为6.03亿元，同/环比分别+12.65%/-28.54%；2) 归母净利润为0.75亿元，同/环比分别+2.32%/-27.20%；3) 扣非归母净利润为0.74亿元，同/环比分别+17.97%/-28.48%。
- **业绩点评**：1) 2025研发费用2025全年研发费用增加6873万元，25Q4同/环比分别增加2284/1067万元；2) 新产品交付在即：市场上尺寸最小的遮阳板气囊预计于27年上市量产+第一款远端气囊产品于25H2实现量产；3) 马来西亚基地于25Q3投产，公司获批进入Perodua（马来西亚最大的整车制造商）供应商名录；4) 26年股权激励目标：收入35~38亿元；净利润4.8~5.5亿元。
- **盈利预测**：预计2026-2028年归母净利润分别为4.87/6.44/7.90亿元。
- **风险提示**：乘用车销量不及预期；新产品开拓不及预期；原材料价格波动。

表：松原安全25Q4&26Q1核心财务指标拆分

松原安全	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	25Q4同比	25Q4环比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比
营业收入（亿元）	6.61	5.36	6.12	6.86	8.44	27.75%	23.05%	6.03	12.65%	-28.54%
营业成本（亿元）	4.85	3.86	4.34	4.87	6.09	25.47%	25.14%	4.37	13.24%	-28.23%
毛利率	26.56%	27.94%	29.15%	29.08%	27.87%	1.31pct	-1.21pct	27.57%	-0.38pct	-0.31pct
销售费用（亿元）	0.10	0.07	0.09	0.08	0.10	-3.22%	13.98%	0.08	17.78%	-16.94%
管理费用（亿元）	0.20	0.25	0.20	0.24	0.30	49.27%	28.22%	0.26	4.17%	-15.07%
研发费用（亿元）	0.29	0.39	0.35	0.41	0.52	79.26%	26.04%	0.43	10.12%	-15.96%
财务费用（亿元）	0.06	0.06	0.06	0.07	0.06	-1.84%	-23.03%	0.06	0.45%	10.92%
销售费用率	1.49%	1.26%	1.49%	1.22%	1.13%	-0.36pct	-0.09pct	1.31%	0.06pct	0.18pct
管理费用率	3.06%	4.60%	3.29%	3.43%	3.58%	0.52pct	0.14pct	4.25%	-0.35pct	0.67pct
研发费用率	4.36%	7.36%	5.64%	5.97%	6.12%	1.76pct	0.15pct	7.20%	-0.17pct	1.08pct
财务费用率	0.86%	1.15%	1.03%	1.05%	0.66%	-0.2pct	-0.39pct	1.02%	-0.12pct	0.36pct
归母净利润（亿元）	0.70	0.74	0.88	1.02	1.03	48.29%	1.59%	0.75	2.32%	-27.20%
扣非归母净利润（亿元）	0.65	0.63	0.87	1.01	1.04	58.67%	2.54%	0.74	17.97%	-28.48%
归母净利率	10.54%	13.72%	14.35%	14.82%	12.24%	1.7pct	-2.58pct	12.47%	-1.26pct	0.23pct

数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **25Q4业绩**：1) 营收1.37亿元，同/环比分别+13.24%/+25.66%；2) 归母净利润0.01亿元，同/环比分别-96.15%/-93.19%；3) 扣非归母净利润-0.01亿元，同/环比分别-102.33%/-104.32%
- **26Q1业绩**：1) 营收1.12亿元，同/环比分别+27.21%/-17.72%；2) 归母净利润-0.16亿元，同/环比分别-192.40%/-1774.87%；3) 扣非归母净利润-0.17亿元，同/环比分别-206.29%/-3081.42%。
- **业绩点评**：1) 25Q4&26Q1受产能爬坡费用加大+研发投入加大+人员储备增加影响；2) 公司2025年公开披露获得的镁合金动力总成壳体相关项目定点总额已达33.84亿元，预计2026年开始陆续量产，增长趋势不变；3) 公司2026年3月宣布拟对泰国项目增资至2.5亿元。公司将以泰国基地为依托，重点开拓东南亚、欧洲市场。
- **盈利预测**：预计2026-2028年归母净利润分别为1.03/1.60/2.53亿元。
- **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。

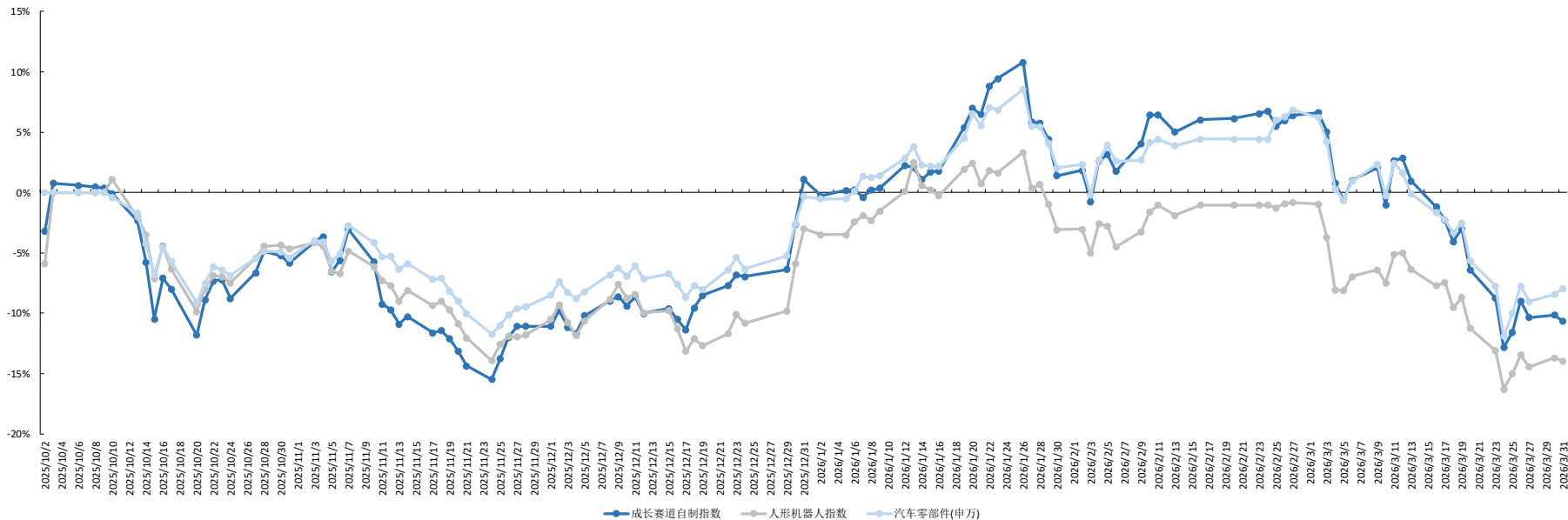
表：星源卓镁25Q4&26Q1核心财务指标拆分

星源卓镁	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	25Q4同比	25Q4环比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比
营业收入 (亿元)	1.21	0.88	0.95	1.09	1.37	13.24%	25.66%	1.12	27.21%	-17.72%
营业成本 (亿元)	0.71	0.59	0.68	0.77	1.02	43.42%	32.67%	1.00	71.55%	-1.09%
毛利率	41.29%	33.71%	28.96%	29.57%	25.64%	-15.65pct	-3.93pct	10.61%	-23.1pct	-15.03pct
销售费用 (亿元)	0.06	0.02	0.02	0.02	0.04	-33.86%	69.51%	0.03	20.05%	-22.28%
管理费用 (亿元)	0.08	0.05	0.06	0.08	0.09	19.11%	24.13%	0.12	127.41%	30.07%
研发费用 (亿元)	0.06	0.06	0.06	0.07	0.11	76.37%	68.32%	0.09	60.45%	14.92%
财务费用 (亿元)	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.00)	0.02	195.56%	701.30%	0.02	222.76%	33.61%
销售费用率	4.58%	2.68%	2.30%	1.98%	2.67%	-1.9pct	0.69pct	2.53%	-0.15pct	-0.15pct
管理费用率	6.56%	6.10%	6.70%	6.98%	6.90%	0.34pct	-0.09pct	10.91%	4.8pct	4.01pct
研发费用率	5.21%	6.65%	5.86%	6.06%	8.11%	2.9pct	2.06pct	8.39%	1.74pct	0.28pct
财务费用率	-1.55%	-2.20%	-1.61%	-0.27%	1.31%	2.85pct	1.58pct	2.12%	4.32pct	0.82pct
归母净利润 (亿元)	0.24	0.17	0.14	0.14	0.01	-96.15%	-93.19%	-0.16	-192.40%	-1774.87%
扣非归母净利润 (亿元)	0.23	0.16	0.12	0.12	-0.01	-102.33%	-104.32%	-0.17	-206.29%	-3081.42%
归母净利率	20.11%	19.18%	15.12%	12.63%	0.68%	-19.42pct	-11.95pct	-13.93%	-33.1pct	-14.61pct

成长板块复盘（机器人&液冷&缺电）

- 针对成长板块，我们选取主业涵盖机器人+液冷+AIDC缺电三大新兴产业的12家零部件企业：爱柯迪（轻量化）、岱美股份（电子皮肤）、瑞鹄模具、双环传动（减速器）、拓普集团（总成）、新泉股份、旭升集团（轻量化）、亚普股份、银轮股份（机器人+液冷+AIDC缺电）、中鼎股份（本体）、敏实集团（液冷+机器人）、飞龙股份（液冷）。
- 以始末股价来看，2025Q4&2026Q1申万汽零指数整体下跌8.58%、人形机器人指数整体下跌14.47%、我们构建的成长板块指数（12家企业涨跌幅等权）下跌11.78%。26Q1由于美伊战争+情绪双重因素导致大盘承压，叠加26Q1汽车销量下滑，汽车零部件板块表现不佳。其中，股价表现大幅跑赢汽零+人形机器人指数的公司有岱美股份、新泉股份、银轮股份。
- 具体来看（涨幅前三）：岱美股份/飞龙股份/银轮股份25Q4&26Q1较申万汽零指数超额收益分别为+59.43%/21.34%/11.36%。

图：25Q4&26Q1申万汽车零部件指数+人形机器人指数以及成长板块自制指数收盘价涨跌幅（相较于2025年9月30日）



- 覆盖标的（A股成长板块）整体：2025Q4同比+17.33%，环比+9.66%；2026Q1同比+7.87%，环比-13.81%。
- 由于当前大部分汽配企业机器人/液冷相关收入占比较小，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。
- 25Q4营收表现较好的有银轮股份、双环传动、中鼎股份，同/环比小幅增长的有拓普集团与爱柯迪；26Q1营收表现较好的有瑞鹄模具、银轮股份、旭升集团，同/环比小幅下降的有中鼎股份、岱美股份与飞龙股份。整体来看，近两个季度，银轮股份营收表现最佳，爱柯迪其次。
- 25Q4&26Q1业绩的变动主要为结构性因素：银轮股份主要受益于数字能源业务放量；爱柯迪主要受益于欧洲市场的良好表现；双环传动主要受益于海外订单放量（匈牙利工厂）；拓普集团受益于汽车电子业务放量。

表：重点覆盖标的（成长板块）营收指标和25Q4&26Q1同/环比变化

营业收入/亿元	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q4同比	25Q4环比	26Q1同比	26Q1环比
A股成长赛道合计	296.10	277.58	307.69	316.82	347.42	299.43	17.33%	9.66%	7.87%	-13.81%
爱柯迪	17.72	16.66	17.84	18.60	21.03	19.22	18.70%	13.05%	15.40%	-8.61%
岱美股份	15.73	15.93	15.82	16.20	16.27	15.39	3.42%	0.47%	-3.36%	-5.40%
飞龙股份	12.28	11.10	10.52	10.76	13.08	10.72	6.51%	21.52%	-3.37%	-17.99%
瑞鹄模具	6.98	7.47	9.15	9.42	6.88	10.06	-1.51%	-26.99%	34.69%	46.31%
双环传动	20.39	20.65	21.64	22.37	26.46	20.95	29.77%	18.26%	1.49%	-20.80%
拓普集团	72.48	57.68	71.67	79.94	86.53	66.28	19.38%	8.25%	14.92%	-23.40%
新泉股份	36.59	35.19	39.40	39.54	41.11	36.39	12.36%	3.97%	3.42%	-11.48%
旭升集团	11.35	10.46	10.50	11.30	12.24	12.19	7.87%	8.34%	16.45%	-0.43%
亚普股份	24.02	19.75	23.70	22.71	25.17	21.96	4.77%	10.82%	11.23%	-12.73%
银轮股份	34.97	34.16	37.51	38.90	46.20	42.45	32.13%	18.78%	24.27%	-8.12%
中鼎股份	43.59	48.54	49.92	47.08	52.45	43.79	20.33%	11.39%	-9.78%	-16.50%
营业收入/亿元	24H2		25H1		25H2		25H2同比		25H2环比	
敏实集团	120.57		122.87		134.50		11.56%		9.47%	

覆盖标的（成长板块）盈利能力分析

- 覆盖标的（A股成长板块）整体：25Q4毛利率同/环比平均-1.40pct/-2.83pct，25Q4归母净利率同/环比平均-1.30pct/-2.37pct；26Q1毛利率同/环比平均-0.12pct/+2.36pct，25Q4归母净利率同/环比平均-1.37pct/+1.26pct。
- 毛利率方面，25Q4同/环比表现均较好的有新泉股份（座椅业务带动），瑞鹄模具毛利率同/环比表现较差；26Q1同/环比均表现较好的有旭升集团、亚普股份。
- 归母净利率方面，25Q4同/环比表现均较好的有岱美股份，瑞鹄模具同/环比表现较差；26Q1同/环比均表现较好的有旭升集团、亚普股份。

表：重点覆盖标的（成长板块）盈利能力指标和25Q4&26Q1同/环比变化

		24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q4同比(pct)	25Q4环比(pct)	26Q1同比(pct)	26Q1环比(pct)
毛利率	A股成长赛道公司平均	21.87%	22.95%	23.05%	23.31%	20.48%	22.84%	-1.40	-2.83	-0.12	2.36
	爱柯迪	23.72%	28.73%	29.74%	32.59%	28.13%	27.36%	4.41	-4.46	-1.37	-0.77
	岱美股份	22.48%	27.68%	28.56%	27.90%	20.59%	27.02%	-1.89	-7.30	-0.66	6.43
	飞龙股份	21.89%	25.33%	25.72%	26.28%	19.47%	23.44%	-2.42	-6.81	-1.88	3.97
	瑞鹄模具	26.81%	25.00%	26.35%	25.99%	17.84%	22.08%	-8.97	-8.14	-2.91	4.24
	双环传动	31.04%	26.82%	27.29%	26.84%	28.20%	27.55%	-2.84	1.36	0.73	-0.65
	拓普集团	19.82%	19.89%	19.28%	18.64%	19.97%	19.26%	0.16	1.33	-0.64	-0.71
	新泉股份	17.48%	19.50%	16.84%	15.64%	20.12%	20.23%	2.64	4.48	0.73	0.11
	旭升集团	17.55%	20.80%	22.75%	21.45%	16.86%	22.91%	-0.70	-4.59	2.11	6.05
	亚普股份	15.04%	15.63%	14.41%	15.87%	14.63%	16.99%	-0.41	-1.23	1.35	2.35
	银轮股份	20.24%	19.79%	18.75%	19.39%	19.08%	18.59%	-1.16	-0.32	-1.20	-0.49
	中鼎股份	24.52%	23.32%	23.83%	25.78%	20.33%	25.78%	-4.19	-5.44	2.45	5.44
归母净利率	A股成长赛道公司平均	8.86%	10.19%	9.34%	9.93%	7.56%	8.82%	-1.30	-2.37	-1.37	1.26
	爱柯迪	11.16%	15.45%	17.70%	17.32%	13.13%	11.39%	1.97	-4.19	-4.05	-1.74
	岱美股份	11.39%	13.12%	2.04%	12.56%	13.22%	12.11%	1.83	0.66	-1.01	-1.10
	飞龙股份	5.13%	11.05%	8.35%	7.09%	2.31%	5.39%	-2.82	-4.78	-5.66	3.09
	瑞鹄模具	14.00%	13.04%	14.15%	13.59%	5.36%	10.61%	-8.64	-8.23	-2.43	5.25
	双环传动	14.02%	13.37%	13.91%	14.36%	13.72%	13.56%	-0.30	-0.63	0.19	-0.17
	拓普集团	10.58%	9.80%	10.18%	8.40%	9.39%	8.33%	-1.19	0.99	-1.48	-1.06
	新泉股份	7.96%	6.06%	5.30%	5.07%	4.68%	5.59%	-3.27	-0.39	-0.47	0.91
	旭升集团	8.22%	9.14%	10.00%	8.78%	5.33%	10.27%	-2.89	-3.45	1.13	4.94
	亚普股份	5.26%	6.54%	6.66%	5.73%	4.42%	7.37%	-0.84	-1.31	0.83	2.96
	银轮股份	5.13%	6.22%	6.10%	5.92%	6.18%	5.04%	1.05	0.25	-1.17	-1.14
	中鼎股份	4.58%	8.29%	8.31%	10.40%	5.38%	7.35%	0.80	-5.02	-0.94	1.97
		24H2		25H1		25H2		25H2同比(pct)		25H2环比(pct)	
毛利率	敏实集团	29.33%		28.27%		27.76%		-1.57		-0.51	
归母净利率		10.38%		10.39%		10.52%		0.15		0.14	

费用率：25Q4同环比变动不大，26Q1财务费用高增

- 覆盖标的（成长板块）整体：25Q4&26Q1销管研合计费用率同/环比平均微增，26Q1财务费用高增。
- 财务费用率方面，25Q4岱美股份财务费用率同比增加；26Q1岱美股份/爱柯迪/飞龙股份/拓普集团财务费用率同/环比增加；板块财务费用率同/环比增加，主要系26Q1人民币升值，公司汇兑损失同比增加。
- 销管研合计费用率方面，综合两个季度来看，新泉股份/爱柯迪同比均增加，银轮股份/岱美股份同比均下降，爱柯迪环比均增加。

表：重点覆盖标的（成长板块）费用率情况和25Q4&26Q1同/环比变化

		24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q4同比(pct)	25Q4环比(pct)	26Q1同比(pct)	26Q1环比(pct)
财务费用率	A股成长赛道公司平均	0.00	0.00	-0.01	0.01	0.01	0.01	0.59	-0.10	1.26	0.65
	爱柯迪	1.16%	-0.34%	-4.19%	1.08%	-0.33%	2.62%	-1.48	-1.41	2.96	2.95
	岱美股份	-2.96%	-0.21%	0.02%	2.08%	1.56%	2.83%	4.52	-0.53	3.04	1.28
	飞龙股份	-0.07%	-0.93%	-1.41%	-0.11%	0.14%	1.45%	0.21	0.25	2.38	1.31
	瑞鹄模具	0.30%	-0.05%	-0.04%	-0.13%	0.18%	0.37%	-0.11	0.31	0.41	0.18
	双环传动	0.03%	0.44%	0.12%	1.02%	0.48%	0.89%	0.45	-0.54	0.46	0.42
	拓普集团	0.65%	0.10%	-0.20%	0.51%	0.89%	1.45%	0.24	0.38	1.36	0.56
	新泉股份	-0.06%	0.59%	-0.07%	0.59%	0.52%	1.44%	0.58	-0.07	0.85	0.92
	旭升集团	2.39%	1.47%	-1.61%	2.72%	3.46%	1.56%	1.07	0.74	0.09	-1.90
	亚普股份	-0.93%	-0.63%	-0.74%	-0.35%	-0.50%	-0.18%	0.42	-0.16	0.45	0.33
	银轮股份	0.35%	0.10%	-0.01%	0.62%	0.17%	1.23%	-0.18	-0.45	1.13	1.06
	中鼎股份	0.87%	0.92%	-0.33%	1.19%	1.60%	1.59%	0.73	0.41	0.67	-0.01
销管研合计	A股成长赛道公司平均	0.10	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.94	0.00	0.14	0.05
	爱柯迪	8.29%	11.73%	11.88%	11.02%	11.51%	12.04%	3.22	0.48	0.31	0.53
	岱美股份	7.74%	11.70%	12.34%	10.45%	7.53%	10.74%	-0.22	-2.92	-0.96	3.22
	飞龙股份	17.37%	13.67%	16.05%	17.60%	16.09%	15.58%	-1.28	-1.51	1.91	-0.51
	瑞鹄模具	9.65%	8.47%	8.29%	9.17%	12.55%	7.83%	2.90	3.38	-0.64	-4.72
	双环传动	13.10%	10.21%	10.92%	10.89%	10.73%	11.51%	-2.37	-0.16	1.30	0.77
	拓普集团	7.71%	10.42%	8.57%	8.18%	7.77%	9.66%	0.06	-0.42	-0.76	1.89
	新泉股份	8.27%	12.07%	10.05%	10.18%	13.48%	12.54%	5.21	3.30	0.47	-0.94
	旭升集团	7.07%	9.71%	10.07%	9.09%	10.98%	8.97%	3.90	1.89	-0.74	-2.01
	亚普股份	7.86%	7.21%	6.84%	8.11%	8.78%	7.67%	0.92	0.67	0.46	-1.11
	银轮股份	10.92%	10.65%	10.43%	10.49%	9.80%	9.98%	-1.12	-0.69	-0.67	0.18
	中鼎股份	11.42%	12.92%	12.96%	14.47%	10.46%	13.72%	-0.96	-4.01	0.80	3.26
		24H2		25H1		25H2		25H2同比(pct)		25H2环比(pct)	
财务费用率	敏实集团	1.91%		1.45%		1.09%		-0.82		-0.36	
销管研合计		17.81%		16.63%		17.46%		-0.35		0.84	

- **25Q4业绩**：1) 营收为86.53亿元，同/环比分别+19.38%/+8.25%；2) 归母净利润为8.13亿元，同/环比分别+6.00%/+20.98%；3) 扣非归母净利润为7.95亿元，同/环比分别+12.71%/+21.35%
- **26Q1业绩**：1) 营收为66.98亿元，同/环比分别+14.92%/-23.40%；2) 归母净利润为5.52亿元，同/环比分别-2.42%/-32.09%；3) 扣非归母净利润为4.73亿元，同/环比分别-2.77%/-40.46%。
- **业绩点评**：1) 25年核心增量来源于汽车电子，收入23.12亿元，同比+57.67%，智能门驱系统放量明显；2) 26Q1财务费用同比增加约9075万元；3) 公司后续将加大研发投入，研发费用率均值预计在5%左右；4) 泰国一期工厂将于26H1投产，墨西哥二期已经开始筹划；5) 机器人+液冷持续推进，静待新兴业务兑现业绩。
- **盈利预测**：预计2026-2028年归母净利润分别为32.76/40.70/47.46亿元。
- **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25Q4&26Q1核心财务指标拆分

拓普集团	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	25Q4同比	25Q4环比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比
营业收入 (亿元)	72.48	57.68	71.67	79.94	86.53	19.38%	8.25%	66.28	14.92%	-23.40%
营业成本 (亿元)	58.12	46.20	57.86	65.03	69.25	19.15%	6.49%	53.52	15.83%	-22.72%
毛利率	19.82%	19.89%	19.28%	18.64%	19.97%	0.16pct	1.33pct	19.26%	-0.64pct	-0.71pct
销售费用 (亿元)	0.46	0.69	0.63	0.69	0.76	66.46%	10.69%	0.64	-5.93%	-15.43%
管理费用 (亿元)	1.49	1.90	1.88	2.06	1.84	24.05%	-10.33%	2.08	9.59%	12.92%
研发费用 (亿元)	3.64	3.42	3.63	3.80	4.11	12.95%	8.38%	3.68	7.40%	-10.67%
财务费用 (亿元)	0.47	0.06	(0.15)	0.41	0.77	63.17%	89.11%	0.96	1596.45%	24.88%
销售费用率	0.63%	1.19%	0.88%	0.86%	0.88%	0.25pct	0.02pct	0.97%	-0.22pct	0.09pct
管理费用率	2.05%	3.30%	2.62%	2.57%	2.13%	0.08pct	-0.44pct	3.14%	-0.15pct	1.01pct
研发费用率	5.03%	5.93%	5.06%	4.75%	4.75%	-0.27pct	0.01pct	5.54%	-0.39pct	0.79pct
财务费用率	0.65%	0.10%	-0.20%	0.51%	0.89%	0.24pct	0.38pct	1.45%	1.36pct	0.56pct
归母净利润 (亿元)	7.67	5.65	7.29	6.72	8.13	6.00%	20.98%	5.52	-2.42%	-32.09%
扣非归母净利润 (亿元)	7.05	4.87	6.75	6.55	7.95	12.71%	21.35%	4.73	-2.77%	-40.46%
归母净利率	10.58%	9.80%	10.18%	8.40%	9.39%	-1.19pct	0.99pct	8.33%	-1.48pct	-1.06pct

- **25Q4业绩**：1) 营收41.11亿元，同/环比分别+12.36%/+3.97%；2) 归母净利润为1.92亿元，同/环比分别-33.87%/-3.97%；3) 扣非归母净利润为1.93亿元，同/环比分别-37.07%/-3.53%。
- **26Q1业绩**：1) 营收36.39亿元，同/环比分别+3.42%/-11.48%；2) 归母净利润为2.03亿元，同/环比分别-4.57%/+5.73%；3) 扣非归母净利润为2.00亿元，同/环比分别-4.29%/+3.67%。
- **业绩点评**：1) Q4费用率增加影响全年业绩；Q1财务费用同比增加3171万元；2) 25全年座椅业务高增，营收同比+317.69%；2026年4月29日公告设立全资子公司芜湖新泉座椅；3) 2025年12月，公司设立常州新泉智能机器人有限公司，切入机器人赛道；4) 拟发行H股，全球化战略加速，2026年1月已递交申请。
- **盈利预测**：预计2026-2028年归母净利润分别为10.69/13.74/16.17亿元。
- **风险提示**：乘用车行业销量不及预期；新客户开拓不及预期；原材料价格波动影响。

表：新泉股份25Q4&26Q1核心财务指标拆分

新泉股份	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	25Q4同比	25Q4环比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比
营业收入 (亿元)	36.59	35.19	39.40	39.54	41.11	12.36%	3.97%	36.39	3.42%	-11.48%
营业成本 (亿元)	30.19	28.33	32.77	33.36	32.84	8.76%	-1.56%	29.03	2.48%	-11.60%
毛利率	17.48%	19.50%	16.84%	15.64%	20.12%	2.64pct	4.48pct	20.23%	0.73pct	0.11pct
销售费用 (亿元)	-0.91	0.23	0.25	0.26	0.27	129.45%	4.64%	0.26	14.67%	-3.08%
管理费用 (亿元)	2.49	2.35	2.01	2.11	3.40	36.89%	61.03%	2.44	3.73%	-28.41%
研发费用 (亿元)	1.45	1.67	1.70	1.66	1.87	29.31%	12.86%	1.87	11.81%	-0.12%
财务费用 (亿元)	(0.02)	0.21	(0.03)	0.23	0.21	1036.99%	-7.83%	0.52	153.00%	145.60%
销售费用率	-2.48%	0.64%	0.62%	0.65%	0.65%	3.13pct	0pct	0.71%	0.07pct	0.06pct
管理费用率	6.80%	6.68%	5.10%	5.35%	8.28%	1.48pct	2.93pct	6.70%	0.02pct	-1.58pct
研发费用率	3.95%	4.75%	4.33%	4.19%	4.55%	0.6pct	0.36pct	5.13%	0.39pct	0.58pct
财务费用率	-0.06%	0.59%	-0.07%	0.59%	0.52%	0.58pct	-0.07pct	1.44%	0.85pct	0.92pct
归母净利润 (亿元)	2.91	2.13	2.09	2.00	1.92	-33.87%	-3.97%	2.03	-4.57%	5.73%
扣非归母净利润 (亿元)	3.07	2.09	2.06	2.00	1.93	-37.07%	-3.53%	2.00	-4.29%	3.67%
归母净利率	7.96%	6.06%	5.30%	5.07%	4.68%	-3.27pct	-0.39pct	5.59%	-0.47pct	0.91pct

- **2025年业绩：**1) 营收为257.37亿元，同比+11.19%；归母净利润为26.92亿元，同比+16.08%。
- **盈利能力&费用情况：**1) 2025年毛利率为28.00%，同比-0.93pct；2) 归母净利率10.46%，同比+0.44pct；3) 销售/管理/研发费用率同比分别-0.52/+0.14/-0.43pct。
- **业绩点评：**1) 电池盒25年增量显著，2025年收入75.29亿元，同比+41.06%；毛利率为23.91%，同比+2.48pct；2) 海外把握欧洲电动化机遇，2025年海外收入163.32亿元，同比+18.1%，得益于公司在欧洲电动车市场的快速扩张，包括对欧洲丰田结构件业务、欧洲雷诺保险杠总成业务的突破；3) 新兴产业方面，机器人产品2025年已经完成对多个客户的小批量供货；与低空经济龙头亿航智能签署战略合作协议并获得量产订单；液冷产品已获得中国台湾地区客户订单并于2025年开始批量交付。
- **盈利预测：**预计2026-2028年归母净利润分别为32.57/38.78/46.60亿元。
- **风险提示：**地缘政治动荡，原材料上涨超预期，市场竞争加剧，新兴产业进度不及预期。

表：敏实集团2025年核心财务指标拆分

敏实集团	2022年	2023年	2024年	2025年	2025同比
营业收入 (亿元)	173.06	205.24	231.47	257.37	11.2%
营业成本 (亿元)	125.22	149.02	164.49	185.30	12.7%
毛利率	27.64%	27.39%	28.94%	28.00%	-0.93pct
销售费用 (亿元)	8.68	7.92	10.48	10.31	-1.6%
管理费用 (亿元)	12.92	14.49	16.38	18.59	13.5%
研发费用 (亿元)	11.72	13.97	14.49	15.02	3.6%
销售费用率	5.02%	3.86%	4.53%	4.01%	-0.52pct
管理费用率	7.47%	7.06%	7.08%	7.22%	0.14pct
研发费用率	6.77%	6.80%	6.26%	5.83%	-0.43pct
归母净利润 (亿元)	15.01	19.03	23.19	26.92	16.1%
归母净利率	8.67%	9.27%	10.02%	10.46%	0.44pct

- **25Q4业绩**：1) 营收为12.24亿元，同/环比分别+7.87%/+8.34%；2) 归母净利润为0.65亿元，同/环比分别-30.02%/-34.20%；3) 扣非归母净利润为0.51亿元，同/环比分别-31.06%/-43.84%。
- **26Q1业绩**：1) 营收为12.19亿元，同/环比分别+16.45%/-0.43%；2) 归母净利润为1.25亿元，同/环比分别+30.87%/+91.75%；3) 扣非归母净利润为1.14亿元，同/环比分别+39.94%/+123.50%。
- **业绩点评**：1) 25Q4财务费用同/环比分别增加1537/1167万元；研发费用同/环比分别增加2636/1181万元；销售费用同比增加2305万元；2) 储能业务量利齐升，2025年收入为5.69亿元，同比+96.47%，毛利率为40.28%，同比+11.68pct；3) 泰国工厂于25年7月正式破土动工，加码机器人&主业产能布局。
- **盈利预测**：预计2026-2028年归母净利润分别为5.23/6.47/7.45亿元。
- **风险提示**：乘用车行业销量不及预期；新兴产业进展不及预期；原材料价格波动影响。

表：旭升集团25Q4&26Q1核心财务指标拆分

旭升集团	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	25Q4同比	25Q4环比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比
营业收入 (亿元)	11.35	10.46	10.50	11.30	12.24	7.87%	8.34%	12.19	16.45%	-0.43%
营业成本 (亿元)	9.35	8.29	8.11	8.87	10.18	8.78%	14.67%	9.39	13.35%	-7.67%
毛利率	17.55%	20.80%	22.75%	21.45%	16.86%	-0.7pct	-4.59pct	22.91%	2.11pct	6.05pct
销售费用 (亿元)	-0.13	0.03	0.04	0.04	0.10	173.13%	136.25%	0.04	59.33%	-54.86%
管理费用 (亿元)	0.57	0.49	0.43	0.47	0.61	8.25%	30.32%	0.52	6.04%	-15.89%
研发费用 (亿元)	0.37	0.50	0.59	0.51	0.63	71.47%	22.97%	0.53	6.20%	-15.78%
财务费用 (亿元)	0.27	0.15	(0.17)	0.31	0.42	56.02%	38.04%	0.19	23.73%	-55.01%
销售费用率	-1.17%	0.26%	0.38%	0.36%	0.80%	1.97pct	0.43pct	0.36%	0.1pct	-0.43pct
管理费用率	5.00%	4.65%	4.06%	4.17%	5.01%	0.02pct	0.85pct	4.24%	-0.42pct	-0.78pct
研发费用率	3.25%	4.79%	5.63%	4.55%	5.17%	1.92pct	0.61pct	4.37%	-0.42pct	-0.8pct
财务费用率	2.39%	1.47%	-1.61%	2.72%	3.46%	1.07pct	0.74pct	1.56%	0.09pct	-1.9pct
归母净利润 (亿元)	0.93	0.96	1.05	0.99	0.65	-30.02%	-34.20%	1.25	30.87%	91.75%
扣非归母净利润 (亿元)	0.74	0.81	0.96	0.91	0.51	-31.06%	-43.84%	1.14	39.94%	123.50%
归母净利率	8.22%	9.14%	10.00%	8.78%	5.33%	-2.89pct	-3.45pct	10.27%	1.13pct	4.94pct

数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **25Q4业绩**： 1) 营收46.20亿元， 同/环比分别+32.13%/+18.78%； 2) 归母净利润为2.85亿元， 同/环比分别+59.20%/+23.88%； 3) 扣非归母净利为2.55亿元， 同/环比分别+90.47%/+16.26%。
- **26Q1业绩**： 1) 营收42.45亿元， 同/环比分别+24.27%/-8.12%； 2) 归母净利2.14亿元， 同/环比分别+0.79%/-25.03%； 3) 扣非归母净利2.05亿元， 同/环比-1.65%/-19.56%。 Q1财务费用同比增长4899万元。
- **业绩点评**： 1) 2025数字能源实现高增， 全年营收达14.67亿元， 同比+42.89%。 公司已明确数据中心液冷模组零部件供应商的定位； 2) 发电业务获大额订单， 预计26Q4开始供货， 年销售额为1.31亿美元， 业绩兑现在即； 3) 具身业务已产生营收， 2025年多个品类获得客户定点， 部分品类进入小批量生产。
- **盈利预测**： 预计2026-2028年归母净利润分别为12.18/15.35/19.77亿元。
- **风险提示**： 新能源乘用车行业销量不及预期； 新兴产业进展不及预期； 原材料价格波动影响。

表： 银轮股份25Q4&26Q1核心财务指标拆分

银轮股份	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	25Q4同比	25Q4环比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比
营业收入 (亿元)	34.97	34.16	37.51	38.90	46.20	32.13%	18.78%	42.45	24.27%	-8.12%
营业成本 (亿元)	27.89	27.40	30.48	31.35	37.39	34.05%	19.25%	34.56	26.12%	-7.57%
毛利率	20.24%	19.79%	18.75%	19.39%	19.08%	-1.16pct	-0.32pct	18.59%	-1.2pct	-0.49pct
销售费用 (亿元)	0.54	0.48	0.68	0.62	0.33	-38.54%	-46.52%	0.61	26.92%	81.95%
管理费用 (亿元)	1.88	1.79	1.83	1.87	2.47	31.78%	32.05%	2.11	17.60%	-14.80%
研发费用 (亿元)	1.40	1.37	1.40	1.59	1.72	23.15%	8.71%	1.52	11.37%	-11.61%
财务费用 (亿元)	0.12	0.03	(0.00)	0.24	0.08	-35.58%	-67.05%	0.52	1470.50%	561.00%
销售费用率	1.55%	1.40%	1.80%	1.60%	0.72%	-0.83pct	-0.88pct	1.43%	0.03pct	0.71pct
管理费用率	5.37%	5.25%	4.89%	4.82%	5.35%	-0.01pct	0.54pct	4.96%	-0.28pct	-0.39pct
研发费用率	4.00%	4.00%	3.74%	4.07%	3.73%	-0.27pct	-0.35pct	3.59%	-0.42pct	-0.14pct
财务费用率	0.35%	0.10%	-0.01%	0.62%	0.17%	-0.18pct	-0.45pct	1.23%	1.13pct	1.06pct
归母净利润 (亿元)	1.79	2.12	2.29	2.30	2.85	59.20%	23.88%	2.14	0.79%	-25.03%
扣非归母净利润 (亿元)	1.34	2.08	2.16	2.19	2.55	90.47%	16.26%	2.05	-1.65%	-19.56%
归母净利率	5.13%	6.22%	6.10%	5.92%	6.18%	1.05pct	0.25pct	5.04%	-1.17pct	-1.14pct

- **25Q4业绩**：1) 营收为21.03亿元，同/环比分别+18.70%/+13.05%；2) 归母净利润为2.76亿元，同/环比分别+39.66%/-14.31%；3) 扣非归母净利为2.67亿元，同/环比分别+34.58%/-9.98%。
- **26Q1业绩**：1) 营收19.22亿元，同/环比分别+15.40%/-8.61%；2) 归母净利2.19亿元，同/环比分别-14.89%/-20.71%；3) 扣非归母净利1.94亿元，同/环比分别-17.78%/-27.29%。财务费用同比增长5609万元。
- **业绩点评**：1) 2025全年汇兑同比多影响8371万元，全年获取全生命周期项目销售订单金额达 166.97 亿元；2) 卓尔博业绩承诺达标，2025年实现扣非净利2.06亿元，超出承诺0.65亿元；3) 锌合金业务已经成功进入光模块领域，订单集中在400G/800G产品；4) 机器人结构件已获小批量订单。
- **盈利预测**：预计2026-2028年归母净利润分别为14.86/17.78/19.77亿元。
- **风险提示**：乘用车行业销量不及预期；新兴产业进展不及预期；原材料价格波动影响。

表：爱柯迪25Q4&26Q1核心财务指标拆分

爱柯迪	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	25Q4同比	25Q4环比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比
营业收入 (亿元)	17.72	16.66	17.84	18.60	21.03	18.70%	13.05%	19.22	15.40%	-8.61%
营业成本 (亿元)	13.52	11.87	12.53	12.54	15.12	11.84%	20.53%	13.96	17.62%	-7.63%
毛利率	23.72%	28.73%	29.74%	32.59%	28.13%	4.41pct	-4.46pct	27.36%	-1.37pct	-0.77pct
销售费用 (亿元)	-0.05	0.11	0.12	0.12	0.06	226.78%	-44.02%	0.15	37.95%	129.59%
管理费用 (亿元)	0.73	1.00	1.15	1.03	1.24	71.03%	20.07%	1.19	18.97%	4.57%
研发费用 (亿元)	0.79	0.85	0.85	0.90	1.11	40.44%	23.51%	0.98	15.42%	-11.92%
财务费用 (亿元)	0.20	(0.06)	(0.75)	0.20	(0.07)	-133.74%	-134.38%	0.50	984.74%	829.35%
销售费用率	-0.29%	0.64%	0.65%	0.62%	0.31%	0.59pct	-0.31pct	0.77%	0.13pct	0.46pct
管理费用率	4.10%	5.98%	6.46%	5.56%	5.91%	1.81pct	0.35pct	6.17%	0.19pct	0.26pct
研发费用率	4.47%	5.10%	4.77%	4.84%	5.29%	0.82pct	0.45pct	5.10%	0pct	-0.19pct
财务费用率	1.16%	-0.34%	-4.19%	1.08%	-0.33%	-1.48pct	-1.41pct	2.62%	2.96pct	2.95pct
归母净利润 (亿元)	1.98	2.57	3.16	3.22	2.76	39.66%	-14.31%	2.19	-14.89%	-20.71%
扣非归母净利润 (亿元)	1.98	2.36	3.17	2.97	2.67	34.58%	-9.98%	1.94	-17.78%	-27.29%
归母净利率	11.16%	15.45%	17.70%	17.32%	13.13%	1.97pct	-4.19pct	11.39%	-4.05pct	-1.74pct

- **25Q4业绩**：1) 营收为6.88亿元，同/环比分别-1.51%/-26.99%；2) 归母净利润为0.37亿元，同/环比分别-62.28%/-71.19%；3) 扣非归母净利为0.29亿元，同/环比分别-68.86%/-76.51%。
- **26Q1业绩**：1) 营收10.06亿元，同/环比分别+34.69%/+46.31%；2) 归母净利润1.07亿元，同/环比分别+9.55%/+189.52%；3) 扣非归母净利1.02亿元，同/环比分别+10.64%/+248.29%。
- **业绩点评**：1) 设备业务25年收入同比+30.36%，毛利率同比+0.31pct；截至2025年，在手订单 47.72 亿元，同比+ 23.76%；2) 新能源汽车轻量化车身部件项目一期已完成投产，公司预计二期2026Q2投产；3) 海外客户新增斯堪尼亚（瑞典）、巴西 CAOA 等客户；4) 与安川合作开发工业机器人。
- **盈利预测**：预计2026-2028年归母净利润分别为5.21/6.25/7.20亿元。
- **风险提示**：乘用车行业销量不及预期，核心客户放量不及预期；原材料价格波动影响。

表：瑞鹄模具25Q4&26Q1核心财务指标拆分

瑞鹄模具	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	25Q4同比	25Q4环比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比
营业收入 (亿元)	6.98	7.47	9.15	9.42	6.88	-1.51%	-26.99%	10.06	34.69%	46.31%
营业成本 (亿元)	5.11	5.60	6.74	6.97	5.65	10.56%	-18.96%	7.84	39.93%	38.76%
毛利率	26.81%	25.00%	26.35%	25.99%	17.84%	-8.97pct	-8.14pct	22.08%	-2.91pct	4.24pct
销售费用 (亿元)	0.12	0.05	0.07	0.08	0.14	14.16%	73.02%	0.09	64.72%	-36.99%
管理费用 (亿元)	0.23	0.29	0.34	0.36	0.32	36.47%	-10.68%	0.33	13.53%	2.61%
研发费用 (亿元)	0.32	0.29	0.35	0.43	0.41	27.26%	-4.63%	0.38	28.32%	-8.08%
财务费用 (亿元)	0.02	(0.00)	(0.00)	(0.01)	0.01	-38.69%	204.22%	0.04	1174.03%	190.84%
销售费用率	1.70%	0.69%	0.77%	0.83%	1.97%	0.27pct	1.14pct	0.85%	0.15pct	-1.12pct
管理费用率	3.33%	3.84%	3.67%	3.78%	4.62%	1.29pct	0.84pct	3.24%	-0.6pct	-1.38pct
研发费用率	4.61%	3.93%	3.85%	4.56%	5.96%	1.35pct	1.4pct	3.74%	-0.19pct	-2.22pct
财务费用率	0.30%	-0.05%	-0.04%	-0.13%	0.18%	-0.11pct	0.31pct	0.37%	0.41pct	0.18pct
归母净利润 (亿元)	0.98	0.97	1.30	1.28	0.37	-62.28%	-71.19%	1.07	9.55%	189.52%
扣非归母净利润 (亿元)	0.94	0.93	1.24	1.25	0.29	-68.86%	-76.51%	1.02	10.64%	248.29%
归母净利率	14.00%	13.04%	14.15%	13.59%	5.36%	-8.64pct	-8.23pct	10.61%	-2.43pct	5.25pct

- **25Q4业绩**：1) 营收为52.45亿元，同/环比分别+20.33%/+11.39%；2) 归母净利2.82亿元，同/环比分别+41.27%/-42.38%；3) 扣非归母净利-0.58亿元，同/环比分别-145.88%/-116.22%。Q4商誉计提3.3亿元。
- **26Q1业绩**：1) 营收为43.79亿元，同/环比分别-9.78%/-16.50%；2) 归母净利为3.22亿元，同/环比分别-20.01%/+14.08%；3) 扣非归母净利为3.61亿元，同/环比分别-1.57%/+720.04%。
- **业绩点评**：1) 空悬系统+轻量化底盘贡献2025主要增量，同比均实现两位数增长；2) 谐波减速器获得众擎、傅利叶等定点，当前订单约30万颗（年产能15万颗）；3) 力传感器取得傅利叶等两家客户的定点，年产能20万颗；4) 与逐际动力合作开展本体代工，一期产线投产，26M3首台已下线；5) 已获得多个冷板式及浸没式液冷相关产品订单，总产值达3800万元。
- **盈利预测**：预计2026-2028年归母净利润分别为17.51/20.69/23.35亿元。
- **风险提示**：乘用车行业销量不及预期，新兴产业进展不及预期；原材料价格波动影响。

表：中鼎股份25Q4&26Q1核心财务指标拆分

中鼎股份	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	25Q4同比	25Q4环比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比
营业收入（亿元）	43.59	48.54	49.92	47.08	52.45	20.33%	11.39%	43.79	-9.78%	-16.50%
营业成本（亿元）	32.90	37.22	38.03	34.95	41.78	27.01%	19.57%	32.51	-12.66%	-22.21%
毛利率	24.52%	23.32%	23.83%	25.78%	20.33%	-4.19pct	-5.44pct	25.78%	2.45pct	5.44pct
销售费用（亿元）	0.67	1.15	1.16	1.18	1.06	58.00%	-9.89%	0.94	-18.03%	-11.18%
管理费用（亿元）	2.57	2.67	2.85	3.05	2.56	-0.49%	-16.26%	2.90	8.41%	13.43%
研发费用（亿元）	1.74	2.45	2.45	2.58	1.87	7.53%	-27.66%	2.17	-11.40%	16.04%
财务费用（亿元）	0.38	0.45	(0.16)	0.56	0.84	122.01%	49.85%	0.70	55.88%	-17.08%
销售费用率	1.54%	2.37%	2.33%	2.50%	2.03%	0.48pct	-0.48pct	2.16%	-0.22pct	0.13pct
管理费用率	5.89%	5.51%	5.71%	6.48%	4.87%	-1.02pct	-1.61pct	6.62%	1.11pct	1.75pct
研发费用率	3.98%	5.04%	4.91%	5.48%	3.56%	-0.42pct	-1.92pct	4.95%	-0.09pct	1.39pct
财务费用率	0.87%	0.92%	-0.33%	1.19%	1.60%	0.73pct	0.41pct	1.59%	0.67pct	-0.01pct
归母净利润（亿元）	2.00	4.03	4.15	4.90	2.82	41.27%	-42.38%	3.22	-20.01%	14.08%
扣非归母净利润（亿元）	1.27	3.67	4.14	3.59	-0.58	-145.88%	-116.22%	3.61	-1.57%	720.04%
归母净利率	4.58%	8.29%	8.31%	10.40%	5.38%	0.8pct	-5.02pct	7.35%	-0.94pct	1.97pct

- **25Q4业绩**：1) 营收为26.46亿元，同/环比分别+29.77%/+18.26%；2) 归母净利润为3.63亿元，同/环比分别+27.02%/+13.04%；3) 扣非归母净利3.57亿元，同/环比分别+23.03%/+22.29%。
- **26Q1业绩**：1) 营收为20.95亿元，同/环比分别+1.49%/-20.80%；2) 归母净利润为2.84亿元，同/环比分别+2.93%/-21.77%；3) 扣非归母净利2.58亿元，同/环比分别-4.04%/-27.75%。
- **业绩点评**：1) 新能源汽车齿轮2025年营收41.02亿元，同比增长 21.72%，主要受益终端市场格局变革，齿轮外包趋势显现；2) 2025年海外收入20.75亿元，同比+58.88%，子公司EVORING匈牙利工厂与2026M2正式投产，有望带动海外业务占比进一步提升；3) 机器人方面，公司控股子公司环动科技在工业机器人减速器领域积累深厚，精准对接产业需求。
- **盈利预测**：预计2026-2028年归母净利润分别为14.46/16.82/19.43亿元。
- **风险提示**：乘用车行业销量不及预期，新兴产业进展不及预期；原材料价格波动影响。

表：双环传动25Q4&26Q1核心财务指标拆分

双环传动	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	25Q4同比	25Q4环比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比
营业收入 (亿元)	20.39	20.65	21.64	22.37	26.46	29.77%	18.26%	20.95	1.49%	-20.80%
营业成本 (亿元)	14.06	15.11	15.74	16.37	19.00	35.12%	16.07%	15.18	0.48%	-20.08%
毛利率	31.04%	26.82%	27.29%	26.84%	28.20%	-2.84pct	1.36pct	27.55%	0.73pct	-0.65pct
销售费用 (亿元)	0.21	0.21	0.25	0.26	0.27	27.14%	4.38%	0.22	5.65%	-19.82%
管理费用 (亿元)	1.13	0.78	0.84	1.02	1.21	6.98%	18.91%	1.07	37.12%	-12.11%
研发费用 (亿元)	1.32	1.12	1.27	1.16	1.35	2.36%	17.17%	1.13	0.26%	-16.83%
财务费用 (亿元)	0.01	0.09	0.03	0.23	0.13	1903.14%	-44.79%	0.19	107.64%	48.41%
销售费用率	1.05%	1.00%	1.17%	1.17%	1.03%	-0.02pct	-0.14pct	1.04%	0.04pct	0.01pct
管理费用率	5.56%	3.77%	3.87%	4.56%	4.58%	-0.98pct	0.02pct	5.09%	1.32pct	0.5pct
研发费用率	6.49%	5.44%	5.87%	5.17%	5.12%	-1.37pct	-0.05pct	5.38%	-0.07pct	0.26pct
财务费用率	0.03%	0.44%	0.12%	1.02%	0.48%	0.45pct	-0.54pct	0.89%	0.46pct	0.42pct
归母净利润 (亿元)	2.86	2.76	3.01	3.21	3.63	27.02%	13.04%	2.84	2.93%	-21.77%
扣非归母净利润 (亿元)	2.90	2.69	2.86	2.92	3.57	23.03%	22.29%	2.58	-4.04%	-27.75%
归母净利率	14.02%	13.37%	13.91%	14.36%	13.72%	-0.3pct	-0.63pct	13.56%	0.19pct	-0.17pct

- **25Q4业绩**：1) 营收为16.27亿元，同/环比分别+3.42%/+0.47%；2) 归母净利为2.15亿元，同/环比分别+20.03%/+5.73%；3) 扣非归母净利为1.65元，同/环比分别-7.52%/-16.74%。
- **26Q1业绩**：1) 营收为15.39亿元，同/环比分别-3.36%/-5.40%；2) 归母净利为1.86亿元，同/环比分别-10.79%/-13.30%；3) 扣非归母净利为1.82亿元，同/环比分别-11.76%/+10.50%
- **业绩点评**：1) 25Q4和26Q1均受汇兑损失同比增加影响；2) 25年全额计提因火灾导致的2.42亿元损失，25年款项冲回后对当期利润实际影响值为1.34亿元。我们预计剩余保险款项将于2026年到账，并对公司当期利润产生正面影响；3) 2025M12成立全资子公司岱美智创机器人，布局电子皮肤等机器人相关零部件。
- **盈利预测**：预计2026-2028年归母净利润分别为9.96/10.63/12.23亿元。
- **风险提示**：乘用车行业销量不及预期；公司新产品拓展不及预期；相关赔付到账不及预期。

表：岱美股份25Q4&26Q1核心财务指标拆分

岱美股份	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	25Q4同比	25Q4环比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比
营业收入 (亿元)	15.73	15.93	15.82	16.20	16.27	3.42%	0.47%	15.39	-3.36%	-5.40%
营业成本 (亿元)	12.20	11.52	11.30	11.68	12.92	5.93%	10.64%	11.23	-2.48%	-13.06%
毛利率	22.48%	27.68%	28.56%	27.90%	20.59%	-1.89pct	-7.3pct	27.02%	-0.66pct	6.43pct
销售费用 (亿元)	0.12	0.29	0.28	0.27	0.12	3.15%	-54.57%	0.25	-12.73%	103.81%
管理费用 (亿元)	0.52	1.07	1.13	0.89	0.43	-15.93%	-51.15%	0.95	-11.75%	118.31%
研发费用 (亿元)	0.58	0.50	0.54	0.53	0.67	14.61%	25.25%	0.46	-9.45%	-31.80%
财务费用 (亿元)	(0.47)	(0.03)	0.00	0.34	0.25	154.28%	-24.92%	0.44	1418.29%	72.16%
销售费用率	0.76%	1.80%	1.79%	1.67%	0.76%	0pct	-0.92pct	1.63%	-0.17pct	0.87pct
管理费用率	3.28%	6.74%	7.15%	5.49%	2.67%	-0.61pct	-2.82pct	6.16%	-0.59pct	3.49pct
研发费用率	3.70%	3.16%	3.40%	3.29%	4.10%	0.4pct	0.81pct	2.96%	-0.2pct	-1.15pct
财务费用率	-2.96%	-0.21%	0.02%	2.08%	1.56%	4.52pct	-0.53pct	2.83%	3.04pct	1.28pct
归母净利润 (亿元)	1.79	2.09	0.32	2.03	2.15	20.03%	5.73%	1.86	-10.79%	-13.30%
扣非归母净利润 (亿元)	1.78	2.06	1.96	1.98	1.65	-7.52%	-16.74%	1.82	-11.76%	10.50%
归母净利率	11.39%	13.12%	2.04%	12.56%	13.22%	1.83pct	0.66pct	12.11%	-1.01pct	-1.1pct

- **25Q4业绩**：1) 营收为13.08亿元，同/环比分别+6.51%/+21.52%；2) 归母净利润为0.30亿元，同/环比分别-52.07%/-60.44%；3) 扣非归母净利润为0.22亿元，同/环比分别-75.85%/-74.91%。
- **26Q1业绩**：1) 营收10.72亿元，同/环比分别-3.37%/-17.99%；2) 归母净利润为0.58亿元，同/环比分别-52.84%/+91.61%；3) 非归母净利润为0.56亿元，同/环比分别-54.20%/+160.56%。
- **业绩点评**：1) 25Q4业绩受毛利率下滑影响；2) 26Q1汇兑损失同比影响约2500万元；美国关税问题同比影响约1000万元；泰国基地扩产费用同比影响1000万元；3) 2025年新能源车及民用液冷领域收入6.73亿元，同比+28.10%，全资子公司航逸科技深耕液冷泵，截至2025年，公司液冷领域有超120个项目正在进行中。
- **盈利预测**：预计2026-2028年归母净利润分别为4.20/5.56/7.26亿元。
- **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25Q4&26Q1核心财务指标拆分

飞龙股份	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	25Q4同比	25Q4环比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比
营业收入 (亿元)	12.28	11.10	10.52	10.76	13.08	6.5%	21.5%	10.72	-3.4%	-18.0%
营业成本 (亿元)	9.59	8.29	7.81	7.93	10.53	9.8%	32.7%	8.21	-0.9%	-22.0%
毛利率	21.89%	25.33%	25.72%	26.28%	19.47%	-2.42pct	-6.81pct	23.44%	-1.88pct	3.97pct
销售费用 (亿元)	0.22	0.21	0.36	0.37	-0.05	-124.7%	-114.9%	0.22	5.8%	502.7%
管理费用 (亿元)	1.34	0.63	0.67	0.70	1.34	-0.1%	91.2%	0.70	12.2%	-47.6%
研发费用 (亿元)	0.57	0.68	0.66	0.83	0.82	43.8%	-0.8%	0.75	9.6%	-8.8%
财务费用 (亿元)	(0.01)	(0.10)	(0.15)	(0.01)	0.02	324.4%	264.4%	0.16	251.9%	724.6%
销售费用率	1.81%	1.88%	3.40%	3.41%	-0.42%	-2.23pct	-3.83pct	2.06%	0.18pct	2.48pct
管理费用率	10.92%	5.64%	6.38%	6.51%	10.24%	-0.68pct	3.73pct	6.55%	0.91pct	-3.69pct
研发费用率	4.65%	6.15%	6.27%	7.68%	6.27%	1.62pct	-1.41pct	6.97%	0.83pct	0.7pct
财务费用率	-0.07%	-0.93%	-1.41%	-0.11%	0.14%	0.21pct	0.25pct	1.45%	2.38pct	1.31pct
归母净利润 (亿元)	0.63	1.23	0.88	0.76	0.30	-52.1%	-60.4%	0.58	-52.8%	91.6%
扣非归母净利润 (亿元)	0.89	1.23	0.95	0.86	0.22	-75.8%	-74.9%	0.56	-54.2%	160.6%
归母净利率	5.13%	11.05%	8.35%	7.09%	2.31%	-2.82pct	-4.78pct	5.39%	-5.66pct	3.09pct

三、重卡：行业高景气，重卡股业绩整体表现较好

行业销量：25Q4-26Q1内外销维持高景气度

- **25Q4-26Q1重卡行业内销维持较好景气度，出口持续超预期。** **25Q4：**行业批发销量32.2万辆，同环比分别+47.1%/+14.2%；终端销量23.1万辆，同环比分别+34.7%/+7.8%，国四以旧换新政策刺激下内销高增长；出口销量9.9万辆，同环比分别+44.2%/+15.8%，出口超预期。 **26Q1：**行业批发销量31.8万辆，同环比+19.9%/-1.3%；终端销量16.4万辆，同环比分别+6.9%/-28.8%，其中天然气重卡渗透率31.4%，表现较好，国四政策空窗期内销表现良好；出口10.1万辆，同环比+36.8%/+2.0%，出口延续高景气。

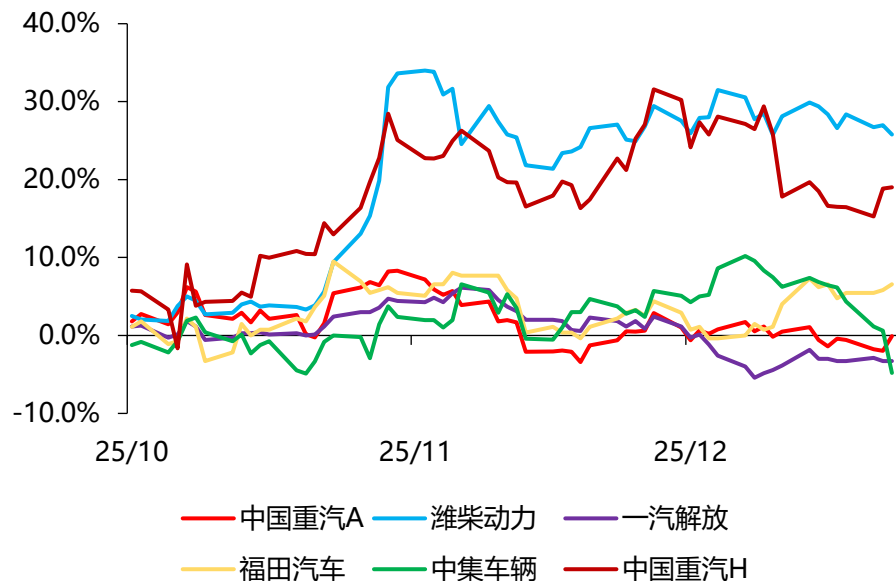
图：重卡行业销量表现（万辆）

	25M10	25M11	25M12	26M1	26M2	26M3	2025Q4	2026Q1
批发/万辆	10.6	11.3	10.3	10.5	7.4	13.9	32.2	31.8
Yoy	60.0%	65.4%	22.0%	46.0%	-9.6%	24.6%	47.1%	19.9%
Mom/Qoq	0.6%	6.6%	-9.3%	2.6%	30.2%	88.9%	14.2%	-1.3%
上险/万辆	7.0	7.7	8.4	4.8	2.8	8.7	23.1	16.4
Yoy	56.6%	34.3%	21.0%	43.5%	-41.0%	21.8%	34.7%	6.9%
Mom/Qoq	-15.9%	9.6%	9.5%	-42.4%	-41.2%	207.9%	7.8%	-28.8%
其中：天然气重卡	2.1	1.9	1.3	1.1	0.9	3.2	5.3	5.2
Yoy	137.6%	70.6%	31.0%	42.8%	-51.0%	47.7%	77.9%	9.7%
Mom/Qoq	-10.0%	-8.1%	-35.4%	-12.4%	-20.9%	268.4%	-2.1%	-2.7%
天然气渗透率	30.1%	25.3%	14.9%	22.7%	30.5%	36.5%	23.0%	31.4%
其中：柴油类重卡	2.9	3.0	3.1	2.2	1.2	3.6	9.0	6.9
Yoy	8.3%	-15.7%	-31.2%	13.2%	-45.0%	-1.0%	-16.1%	-10.3%
Mom/Qoq	-19.6%	3.0%	2.0%	-29.8%	-42.5%	187.1%	-12.3%	-22.7%
其中：电动重卡	2.0	2.7	4.1	1.6	0.7	2.0	8.8	4.3
Yoy	157.6%	187.8%	180.8%	126.4%	-7.9%	40.1%	177.2%	47.7%
Mom/Qoq	-16.0%	38.2%	49.7%	-61.1%	-53.6%	171.6%	53.1%	-50.7%
纯电渗透率	28.2%	35.5%	48.6%	32.8%	25.9%	22.9%	38.0%	26.3%
出口/万辆	3.3	3.3	3.3	3.0	3.0	4.2	9.9	10.1
Yoy	43.8%	44.0%	44.8%	23.9%	33.4%	50.8%	44.2%	36.8%
Mom/Qoq	4.8%	0.7%	0.2%	-10.8%	1.3%	38.7%	15.8%	2.0%
渠道库存变动值	0.3	0.3	-1.5	2.7	1.5	1.0	-0.8	5.2

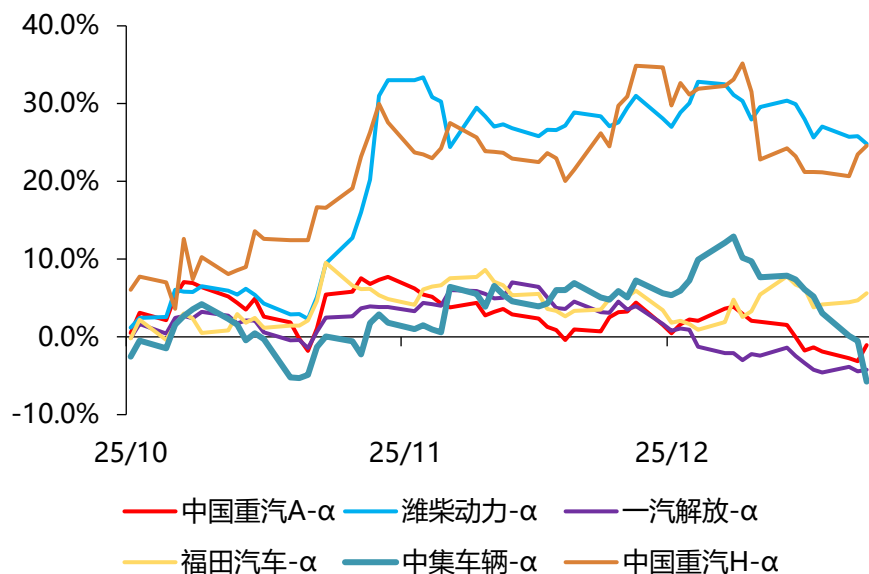
股价：25Q4重卡股价分化，潍柴/重汽H表现较好

- 25/10/1-25/12/31潍柴/重汽H股价表现较好，相对大盘跑出明显超额，其余个股中福田表现相对较好。重汽A/重汽H/潍柴/解放/福田/中集期间涨跌幅为-0.1%/+19.0%/+25.8%/-3.3%/+6.6%/-4.8%，相对万得全A/恒生指数期间超额涨跌幅为-1.1%/+24.6%/+24.8%/-4.2%/+5.6%/-5.8%。
- 重汽H 10月上涨主因市场风格切换+重卡出口销量持续超预期；潍柴动力上涨主因SOFC业务取得明显进展，市场逐步定价其电力能源业务。

图：重卡板块核心公司2025Q4至今股价涨跌幅



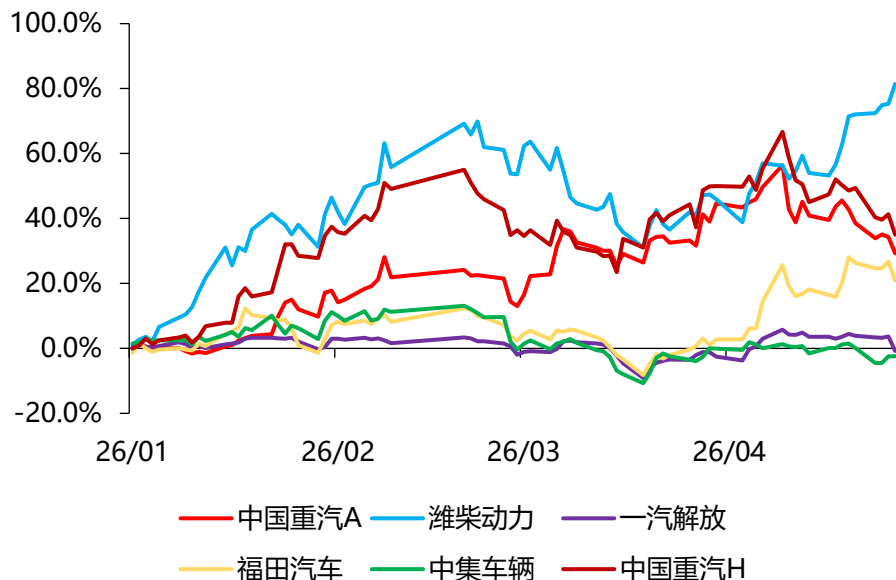
图：重卡板块核心公司2025Q4至今股价超额涨跌幅



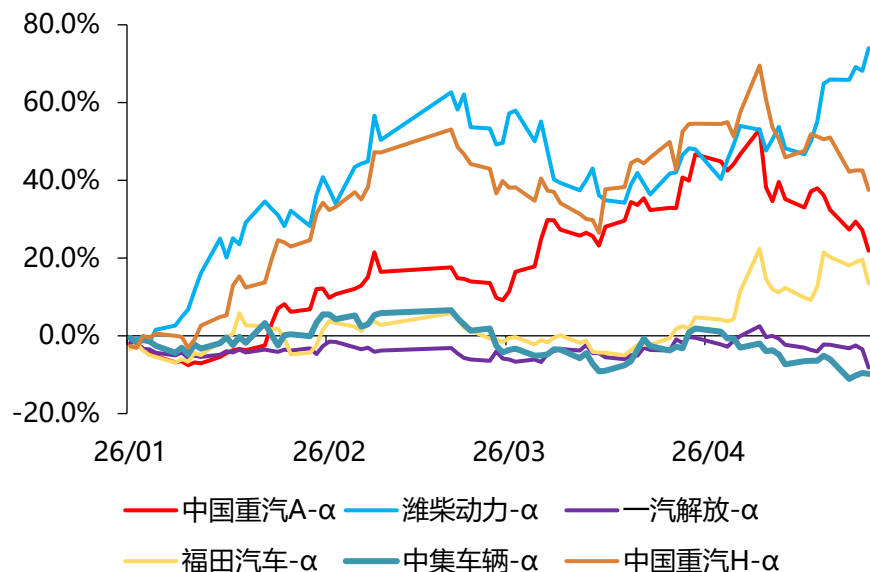
股价：26Q1表现较好，重汽A/H/潍柴/福田跑出超额

- 26/1/1-26/4/30潍柴股价表现亮眼，重汽A/H/福田也相对大盘跑出明显超额。重汽A/重汽H/潍柴/解放/福田/中集涨跌幅为+29.3%/+35.0%/+81.4%/-0.7%/+20.9%/-2.4%，相对万得全A/恒生指数期间超额涨跌幅为+21.9%/+37.5%/+74.0%/-8.2%/+13.5%/-9.8%。
- 潍柴动力年初至今大幅上涨主因AIDC缺电背景下公司电力能源业务价值重估，重汽A/H/福田上涨主因重卡出口持续超预期。

图：重卡板块核心公司2026Q1至今股价涨跌幅



图：重卡板块核心公司2026Q1至今股价超额涨跌幅



收入&利润：25Q4-26Q1行业收入利润均随销量增长

- **25Q4**：行业批发销量同环比分别+47.1%/+14.2%，重卡公司合计收入925.8亿元，同环比分别+28.2%/+8.4%，收入跟随销量明显增长；合计归母净利润32.7亿元，同环比下滑主要受潍柴Q4利润下滑较多影响，剔除潍柴来看，行业利润同环比分别+115.8%/+16.5%。
- **26Q1**：行业批发销量同环比分别+19.9%/-1.3%；重卡公司合计收入989.7亿元，同环比分别+19.6%/+6.9%；合计归母净利润39.5亿元，同环比分别+3.1%/+20.7%，行业收入/利润均跟随销量明显增长。

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

		2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	Q4同比	Q4环比	2026Q1	Q1同比	Q1环比
收入 (亿元)	重卡公司合计	827.6	812.1	854.0	925.8	28.2%	8.4%	989.7	19.6%	6.9%
	中国重汽-A	129.1	132.5	143.3	172.5	52.1%	20.4%	196.6	52.3%	14.0%
	潍柴动力 (剔除KION)	361.2	334.9	348.1	356.9	17.8%	2.5%	401.1	11.0%	12.4%
	福田汽车	148.0	155.7	150.8	158.0	32.4%	4.8%	157.8	6.6%	-0.1%
	一汽解放	143.4	137.4	159.2	186.8	38.9%	17.4%	187.8	30.9%	0.5%
	中集车辆	45.9	51.6	52.6	51.7	-0.2%	-1.8%	46.4	1.2%	10.1%
销量 (万台)	行业批发	26.5	27.4	28.2	32.2	47.1%	14.2%	31.8	19.9%	-1.3%
	中国重汽-A	3.9	4.3	4.5	4.9	38.6%	9.0%	5.0	30.0%	3.2%
	福田汽车 (中重卡销量)	3.6	3.7	3.9	3.9	80.3%	0.0%	4.0	12.3%	1.6%
	一汽解放 (重卡销量)	5.4	4.4	5.4	6.3	34.9%	18.0%	5.8	6.4%	-9.0%
	潍柴动力 (发动机销量)	21.7	14.5	17.4	20.7	26.2%	19.0%	22.0	1.4%	6.3%
ASP (万元)	中国重汽-A	33.5	31.2	32.2	35.6	9.7%	10.4%	39.3	17.2%	10.5%
	福田汽车 (并表ASP)	10.1	11.7	12.0	13.0	82.9%	8.3%	14.0	38.7%	7.7%
	一汽解放 (重卡ASP)	26.5	31.0	29.7	29.5	3.0%	-0.5%	32.6	23.0%	10.4%
归母净利润 (亿元)	重卡公司合计	38.3	34.9	40.6	32.7	-0.7%	19.4%	39.5	3.1%	20.7%
	中国重汽-A	3.1	3.6	3.8	6.2	12.8%	61.3%	4.5	46.5%	26.1%
	潍柴动力 (剔除KION)	28.8	25.7	27.7	17.7	31.8%	36.1%	27.4	-4.9%	54.6%
	福田汽车	4.4	3.4	3.4	2.5	-	25.2%	5.0	15.1%	99.6%
	一汽解放	0.3	-0.1	3.5	3.5	36.2%	0.0%	1.0	241.8%	71.8%
	中集车辆	1.8	2.2	2.2	2.8	16.1%	28.7%	1.6	12.1%	44.3%

- 行业平均：25Q4行业平均毛利率同环比分别-0.8/+1.4pct，归母净利率同环比分别+0.1/-0.4pct；26Q1毛利率同环比分别-0.1/-1.7pct，归母净利率同环比分别-0.2/-0.2pct。
- 重汽A：25Q4毛利率环比提升/同比下滑，26Q1毛利率/归母净利率同环比均下滑，盈利承压。潍柴：25Q4毛利率/归母净利率同环比明显下降，主因行业竞争加剧影响，26Q1毛利率/归母净利率环比回升、同比仍承压。中集：25Q4毛利率同环比分别持平/+2.5pct，归母净利率同环比均提升；26Q1毛利率和归母净利率均环比明显回落，盈利能力较Q4高点回落。解放：25Q4毛利率同环比大幅提升，26Q1毛利率环比大幅回落，归母净利率同环比均下滑，盈利波动较大。福田：25Q4毛利率同环比下滑，归母净利率环比下滑；26Q1毛利率环比明显回升、同比持平，归母净利率同环比均提升，Q1盈利能力修复明显。

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

		2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	Q4同比	Q4环比	2026Q1	Q1同比	Q1环比
毛利率	重卡公司平均	11.4%	11.6%	11.7%	13.1%	-0.8%	1.4%	11.4%	-0.1%	-1.7%
	中国重汽-A	7.1%	7.9%	7.1%	8.8%	-2.7%	1.7%	6.7%	-0.4%	-2.2%
	潍柴动力 (剔除KION)	21.1%	19.8%	19.1%	18.3%	-3.8%	-0.7%	18.9%	-2.2%	0.6%
	福田汽车	10.9%	9.8%	9.9%	9.4%	-3.4%	-0.4%	10.9%	0.0%	1.5%
	一汽解放	3.8%	5.1%	7.1%	10.9%	6.1%	3.8%	5.3%	1.5%	-5.6%
	中集车辆	14.3%	15.7%	15.5%	18.0%	0.0%	2.5%	15.0%	0.7%	-2.9%
归母净利率	重卡公司平均	3.5%	3.4%	3.8%	3.5%	0.1%	-0.4%	3.2%	-0.2%	-0.2%
	中国重汽-A	2.4%	2.7%	2.7%	3.6%	-1.2%	0.9%	2.3%	-0.1%	-1.3%
	潍柴动力 (剔除KION)	8.0%	7.7%	8.0%	5.0%	-3.6%	-3.0%	6.8%	-1.1%	1.9%
	福田汽车	2.9%	2.2%	2.2%	1.6%	4.5%	-0.6%	3.2%	0.2%	1.6%
	一汽解放	0.2%	-0.1%	2.2%	1.9%	0.0%	-0.3%	0.5%	0.3%	-1.4%
	中集车辆	3.9%	4.3%	4.2%	5.5%	0.8%	1.3%	3.4%	-0.5%	-2.1%

费用：25Q4-26Q1销管研费用率同比下行

- **25Q4**：行业销管研费用同环比分别+11.5%/+24.7%，增长较为明显；销管研费用率同环比分别-0.3/+1.0pct，收入高增长下费用率同比小幅下降，但环比回升，其中解放/重机费用率环比明显回升。
- **26Q1**：行业销管研费用同环比分别-10.4%/-14.0%，同环比大幅压降；销管研费用率同环比分别-1.1/-1.7pct，大幅下降，26Q1行业收入增长叠加费用收缩，经营杠杆释放。

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

		2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	Q4同比	Q4环比	2026Q1	Q1同比	Q1环比
销管研合计 (费用率, %)	重卡公司平均	8.8%	8.6%	8.4%	9.4%	-0.3%	1.0%	7.7%	-1.1%	-1.7%
	中国重汽-A	2.9%	2.9%	2.9%	2.8%	-0.5%	0.0%	2.0%	-0.9%	-0.8%
	潍柴动力	16.3%	14.7%	13.5%	14.0%	-1.2%	0.5%	12.6%	-3.7%	-1.4%
	福田汽车	9.1%	8.9%	9.3%	8.6%	-1.4%	-0.7%	8.8%	-0.3%	0.2%
	一汽解放	6.6%	7.4%	7.1%	10.5%	0.2%	3.4%	5.4%	-1.2%	-5.1%
	中集车辆	9.0%	9.2%	9.2%	11.0%	1.1%	1.8%	9.5%	0.5%	-1.5%
销管研合计 (费用值, 亿元)	重卡公司平均	24.9	21.2	20.8	25.9	11.5%	24.7%	22.3	-10.4%	-14.0%
	中国重汽-A	3.7	3.8	4.1	4.9	28.2%	19.3%	4.0	7.0%	-19.2%
	潍柴动力	93.7	73.4	69.7	85.9	5.2%	23.2%	79.0	-15.7%	-8.1%
	福田汽车	13.5	13.9	14.0	13.5	14.1%	-3.0%	13.9	3.3%	2.6%
	一汽解放	9.5	10.1	11.3	19.6	42.0%	73.6%	10.2	7.3%	-48.0%
	中集车辆	4.1	4.7	4.8	5.7	11.4%	17.4%	4.4	7.2%	-22.0%

重汽A：25Q4&26Q1业绩符合预期

- **25Q4业绩符合我们预期：**25Q4实现收入172.47亿元，同环比分别+52.1%/+20.4%，实现归母净利润6.16亿元，同环比分别+12.8%/+61.3%，25Q4毛利率为8.8%，同环比分别-2.7/+1.7pct。
- **26Q1业绩符合我们预期：**26Q1实现收入196.60亿元，同环比分别+52.3%/+14.0%，实现归母净利润4.55亿元，同环比分别+46.5%/-26.1%，26Q1毛利率为6.7%，同环比分别-0.4/-2.2pct。
- **收入端，25Q4-26Q1重卡行业内外销高增长，收入随行业高增；利润端，25Q4因规模效应+车桥公司减税等，净利率环比大幅提升，26Q4毛利率有所下滑。**

图：中国重汽A 25Q4&26Q1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

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	Q4同比	Q4环比	2026Q1	Q1同比	Q1环比
营业收入	129.08	132.53	143.29	172.47	52.1%	20.4%	196.60	52.3%	14.0%
营业成本	119.98	122.02	133.09	157.27	56.8%	18.2%	183.50	52.9%	16.7%
毛利率	7.05%	7.94%	7.12%	8.81%	-2.7%	1.7%	6.66%	-0.4%	-2.2%
销售费用	0.93	0.87	0.91	1.51	26.5%	65.6%	1.18	27.0%	-21.6%
管理费用	0.77	1.07	0.67	0.78	25.0%	17.0%	0.56	-26.6%	-27.5%
研发费用	1.99	1.89	2.52	2.60	30.2%	3.1%	2.20	10.6%	-15.3%
财务费用	(0.60)	(0.58)	(0.73)	(0.76)	-	-	(0.96)	-	-
期间费用率	2.39%	2.44%	2.35%	2.39%	-0.3%	0.0%	1.52%	-0.9%	-0.9%
销售费用率	0.7%	0.7%	0.6%	0.9%	-0.2%	0.2%	0.6%	-0.1%	-0.3%
管理费用率	0.6%	0.8%	0.5%	0.5%	-0.1%	0.0%	0.3%	-0.3%	-0.2%
研发费用率	1.5%	1.4%	1.8%	1.5%	-0.3%	-0.3%	1.1%	-0.4%	-0.4%
财务费用率	-0.5%	-0.4%	-0.5%	-0.4%	0.3%	0.1%	-0.5%	0.0%	0.0%
净利润	4.30	5.10	5.45	9.13	47.6%	67.4%	7.29	69.5%	-20.1%
归母净利润	3.10	3.58	3.82	6.16	12.8%	61.3%	4.55	46.5%	-26.1%
扣非后归母净利润	2.92	3.35	3.59	5.72	21.7%	59.5%	4.36	49.4%	-23.8%
销售净利率	3.3%	3.8%	3.8%	5.3%	-0.2%	1.5%	3.7%	0.4%	-1.6%

- **25H2业绩超我们预期**：25H2实现收入586.6亿元，同环比分别+26.9%/+15.3%，实现归母净利润35.9亿元，同环比分别+40.1%/+4.8%，25H2毛利率为15.1%，同环比分别-1.6/+0.04pct。
- **收入端，25H2重卡行业内销+出口高增长，收入随行业高增；利润端，25H2毛利率环比持平，同比下滑，主因利润率较低的电动重卡销量占比增长，费用率持续压降，归母净利率同环比分别+0.6/-0.6pct。**

图：中国重汽H 25H2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

	2024H1	2024H2	2025H1	2025H2	H2同比	H2环比
营业收入/亿元	488.2	462.4	508.8	586.6	26.9%	15.3%
分产品收入（仅外销）：						
重卡及发动机收入	423.3	415.3	441.8	524.8	26.3%	18.8%
轻卡及其他收入	58.0	40.4	61.6	59.8	48.2%	-2.8%
金融业务收入	6.9	6.7	5.4	2.0	-69.6%	-62.5%
营业成本/亿元	416.6	385.3	432.2	498.1	29.3%	15.2%
毛利润/亿元	71.6	77.1	76.6	88.6	14.9%	15.6%
毛利率	14.7%	16.7%	15.1%	15.1%	-1.6%	0.0%
销售费用	15.2	19.2	17.4	25.0	30.3%	43.3%
管理费用（含研发）	23.5	26.3	23.7	27.6	5.1%	16.6%
销售费用率	3.1%	4.1%	3.4%	4.3%	0.1%	0.8%
管理费用率	4.8%	5.7%	4.7%	4.7%	-1.0%	0.1%
归母净利润/亿元	32.9	25.6	34.3	35.9	40.1%	4.8%
归母净利率	6.7%	5.5%	6.7%	6.1%	0.6%	-0.6%
分产品销量（万辆）：						
重卡销量	12.5	11.8	13.7	15.6	31.4%	14.0%
重卡国内销量	5.7	5.3	6.8	7.1	35.0%	5.5%
重卡出口销量	6.8	6.6	6.9	8.4	28.6%	22.3%
轻卡销量	5.7	4.4	6.3	6.0	38.3%	-4.0%
以汽车融资销售的卡车销量	3.6	2.9	3.3	4.3	46.0%	32.1%
分产品营业利润率：						
重卡及发动机经营利润率	7.6%	5.3%	7.7%	7.8%	2.4%	0.0%
轻卡及其他经营利润率	-1.9%	-2.0%	-2.4%	-0.6%	1.5%	1.8%
金融业务经营利润率	46.4%	63.0%	49.8%	-	-	-

潍柴：25Q4业绩不及预期，26Q1业绩符合预期

- **25Q4业绩不及我们预期：** 25Q4实现收入612.4亿元，同环比分别+14.0%/+6.7%，归母净利润20.5亿元，同环比分别-31.6%/-36.5%。**25Q4业绩不及预期，主因发动机主业受竞争压力，单价及利润率有所下滑，且Q4返利较多，**25Q4毛利率为20.3%，同环比分别-3.9/-1.1pct。
- **26Q1业绩符合我们预期：** 26Q1实现收入625.6亿元，同环比分别+8.9%/+2.2%，归母净利润30.9亿元，同环比分别+13.8%/+50.3%，26Q1毛利率为21.4%，同环比分别-0.8/+1.2pct。**收入端，随发动机销量+重卡行业同比增长，收入有所增长；利润端，受主业竞争影响，毛利率同比略有下滑，环比回升。**

图：潍柴动力25Q4&26Q1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	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	Q4同比	Q4环比	2026Q1	Q1同比	Q1环比
营业收入	574.6	556.9	574.2	612.4	14.0%	6.7%	625.6	8.9%	2.2%
营业成本	446.9	433.6	451.5	488.3	19.8%	8.2%	491.6	10.0%	0.7%
毛利	127.7	123.2	122.7	124.1	-4.4%	1.1%	134.1	5.0%	8.0%
毛利率	22.2%	22.1%	21.4%	20.3%	-3.9%	-1.1%	21.4%	-0.8%	1.2%
销售费用	32.4	33.9	33.0	36.9	10.2%	12.0%	30.1	-7.0%	18.5%
管理费用	40.9	26.9	24.3	27.9	2.4%	14.4%	28.8	29.7%	3.2%
研发费用	20.4	21.0	20.4	21.1	0.7%	3.4%	20.1	-1.4%	-4.7%
财务费用	-2.1	-2.6	-1.2	1.4	-	-	3.6	-	-
销管研费用率合计	16.3%	14.7%	13.5%	14.0%	-1.2%	0.5%	12.6%	-3.7%	-1.4%
销售费用率	5.6%	6.1%	5.7%	6.0%	-0.2%	0.3%	4.8%	-0.8%	-1.2%
管理费用率	7.1%	4.8%	4.2%	4.5%	-0.5%	0.3%	4.6%	-2.5%	0.0%
研发费用率	3.5%	3.8%	3.6%	3.4%	-0.5%	-0.1%	3.2%	-0.3%	-0.2%
财务费用率	-0.4%	-0.5%	-0.2%	0.2%	0.5%	0.4%	0.6%	0.9%	0.4%
归母净利润	27.1	29.3	32.3	20.5	-31.6%	-36.5%	30.9	13.8%	50.3%
归母净利率	4.7%	5.3%	5.6%	3.4%	-2.23%	-2.28%	4.9%	0.21%	1.58%
非经	2.3	2.7	4.1	3.7			1.0		
扣非后归母净利润	24.8	26.6	28.3	16.9	-40.12%	-40.32%	29.9	20.25%	77.13%

福田：25Q4业绩符合预期，26Q1业绩超预期

- **25Q4业绩符合我们预期：** 25Q4实现收入157.98亿元，同环比分别+32.4%/+4.8%，收入跟随行业高增长，实现归母净利润2.51亿元，环比-25.2%，25Q4毛利率为9.4%，同环比分别-4.4/-0.4pct，净利率1.6%，同环比分别+4.6/-0.5pct，**主因Q4重卡出口环比略有下滑+Q4电池涨价影响电动重卡盈利。**
- **26Q1业绩超我们预期：** 26Q1实现收入157.79亿元，同环比分别+6.6%/-0.1%，实现归母净利润5.01亿元，同环比分别+15.1%/+99.6%。**26Q1毛利率环比改善至高位，高盈利性的重卡出口同比+70%、轻卡出口同比+32%，商用车出口高增带动公司收入增长及盈利改善。**

图：福田汽车25Q4&26Q1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

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	Q4同比	Q4环比	2026Q1	Q1同比	Q1环比
营业收入/亿元	148.01	155.70	150.78	157.98	32.4%	4.8%	157.79	6.6%	-0.1%
营业成本	131.88	140.51	135.92	143.08	39.1%	5.3%	140.62	6.6%	-1.7%
毛利率	10.9%	9.8%	9.9%	9.4%	-4.4%	-0.4%	10.9%	0.0%	1.5%
销售费用	4.90	5.33	5.93	6.06	-3.7%	2.1%	5.70	16.3%	-5.9%
管理费用	3.71	3.76	3.85	3.45	20.8%	-10.5%	4.14	11.5%	20.0%
研发费用	4.84	4.76	4.18	4.04	3.6%	-3.5%	4.06	-16.1%	0.6%
财务费用	-0.20	-0.09	0.15	0.42			0.66		
销售费用率	3.3%	3.4%	3.9%	3.8%	-1.4%	-0.1%	3.6%	0.3%	-0.2%
管理费用率	2.5%	2.4%	2.6%	2.2%	-0.2%	-0.4%	2.6%	0.1%	0.4%
研发费用率	3.3%	3.1%	2.8%	2.6%	-0.7%	-0.2%	2.6%	-0.7%	0.0%
财务费用率	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.3%	-0.3%	0.2%	0.4%	0.6%	0.2%
期间费用率	9.0%	8.8%	9.4%	8.8%	-2.7%	-0.5%	9.2%	0.3%	0.4%
投资收益/亿元	1.58	1.41	1.39	1.51	-	8.7%	1.60	1.4%	5.9%
净利润/亿元	4.09	3.19	3.09	2.49	-	-19.3%	4.79	17.1%	92.4%
归母净利润/亿元	4.36	3.41	3.36	2.51	-	-25.2%	5.01	15.1%	99.6%
扣非后归母净利润/亿元	2.28	3.22	2.11	0.64	-	-69.4%	4.02	76.1%	524.4%
扣非扣投资收益后净利润	0.71	1.81	0.72	-0.87	-	-	2.42	242.7%	-
净利率	2.8%	2.0%	2.0%	1.6%	4.6%	-0.5%	3.0%	0.3%	1.5%

解放：25Q4业绩符合预期，26Q1业绩不及预期

- **25Q4业绩符合我们预期：**25Q4实现收入186.8亿元，同环比分别+38.9%/+17.4%，实现归母净利润3.5亿元，同环比分别+93.6%/-0.1%，25Q4毛利率为10.9%，同环比分别+6.1/+3.8pct。
- **26Q1业绩不及我们预期：**26Q1实现收入187.8亿元，同环比分别+30.9%/+0.5%，实现归母净利润0.99亿元，同环比分别+70.3%/-71.9%，实现扣非归母净利润0.25亿元，26Q1毛利率为5.3%，同环比分别+1.5/-5.6pct。
- **25Q4-26Q1收入随行业景气提升而明显增长，25Q4毛利率同环比明显改善，同时费用率及减值有所增加，净利率维持较高水平；26Q1毛利率环比下滑明显，收入高增长下费用率同环比下降，净利率环比下滑。**

图：一汽解放25Q4&26Q1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

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	Q4同比	Q4环比	2026Q1	Q1同比	Q1环比
营业收入/亿元	143.41	137.38	159.17	186.82	38.9%	17.4%	187.76	30.9%	0.5%
营业成本	137.98	130.43	147.79	166.42	30.0%	12.6%	177.83	28.9%	6.9%
毛利率	3.79%	5.06%	7.15%	10.92%	6.1%	3.8%	5.29%	1.5%	-5.6%
销售费用/亿元	2.22	2.50	2.94	5.68	496.5%	92.8%	2.59	37.6%	-54.3%
管理费用/亿元	3.24	2.82	3.44	4.90	-22.8%	42.3%	3.02	-7.0%	-38.4%
研发费用/亿元	4.06	4.79	4.92	9.06	33.9%	83.9%	4.60	13.5%	-49.2%
财务费用/亿元	-1.63	-0.90	-2.03	-1.47	-	-	-0.97	-	-
销售费用率	1.5%	1.8%	1.8%	3.0%	2.5%	1.2%	1.4%	-0.2%	-1.7%
管理费用率	2.3%	2.1%	2.2%	2.6%	-2.1%	0.5%	1.6%	-0.7%	-1.0%
研发费用率	2.8%	3.5%	3.1%	4.8%	-0.2%	1.8%	2.5%	-0.4%	-2.4%
财务费用率	-1.1%	-0.7%	-1.3%	-0.8%	-	-	-0.5%	-	-
归母净利润/亿元	0.29	-0.09	3.52	3.52	93.6%	-0.1%	0.99	70.3%	-253.1%
归母净利率	0.20%	-0.07%	2.21%	1.89%	0.0%	-0.3%	0.53%	0.3%	-1.4%
非经损益/亿元	2.47	1.49	1.25	1.87	-	-	0.74	-	-
扣非后归母净利润/亿元	-2.18	-1.59	2.27	1.66	-	-	0.25	-	-
扣非后归母净利率	-1.5%	-1.2%	1.4%	0.9%	5.6%	-0.5%	0.1%	1.7%	-0.8%

中集：25Q4业绩超预期，26Q1业绩不及预期

- **25Q4业绩符合我们预期：**25Q4实现收入51.65亿元，同环比分别-0.2%/-1.8%，实现归母净利润2.82亿元，同环比分别+16.1%/+28.7%，25Q4毛利率为18.0%，同比持平，环比+2.5pct。**国内市场星链计划效果显著，25年中国市场收入同比+7.6%，毛利率同比+2.8pct，全球南方市场高增长，25年收入同比+15.2%，毛利率同比+1pct。**
- **26Q1业绩不及我们预期：**26Q1实现收入46.45亿元，同环比分别+1.2%/-10.1%，实现归母净利润1.57亿元，同环比分别-12.1%/-44.3%，26Q1毛利率为15.0%，同环比分别+0.7/-2.9pct，归母净利率3.4%，同环比分别-0.5/-2.1pct。

图：中集车辆25Q4&26Q1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

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	Q4同比	Q4环比	2026Q1	Q1同比	Q1环比
营业收入/亿元	45.91	51.62	52.59	51.65	-0.2%	-1.8%	46.45	1.2%	-10.1%
营业成本	39.34	43.54	44.46	42.37	-0.2%	-4.7%	39.47	0.3%	-6.9%
毛利率	14.3%	15.7%	15.5%	18.0%	0.0%	2.5%	15.0%	0.7%	-2.9%
销售费用	1.26	1.32	1.33	1.35	-5.7%	1.1%	1.32	4.7%	-1.8%
管理费用	2.09	2.15	2.35	2.94	14.5%	25.5%	2.12	1.7%	-27.9%
研发费用	0.78	1.27	1.15	1.38	26.7%	19.8%	0.98	25.9%	-29.2%
财务费用	-0.26	-0.35	-0.32	-0.33	-	-	-0.26	-	-
销售费用率	2.7%	2.6%	2.5%	2.6%	-0.2%	0.1%	2.8%	0.1%	0.2%
管理费用率	4.5%	4.2%	4.5%	5.7%	0.7%	1.2%	4.6%	0.0%	-1.1%
研发费用率	1.7%	2.5%	2.2%	2.7%	0.6%	0.5%	2.1%	0.4%	-0.6%
财务费用率	-0.6%	-0.7%	-0.6%	-0.6%	0.5%	0.0%	-0.6%	0.0%	0.1%
归母净利润/亿元	1.79	2.24	2.19	2.82	16.1%	28.7%	1.57	-12.1%	-44.3%
归母净利率	3.9%	4.3%	4.2%	5.5%	0.8%	1.3%	3.4%	-0.5%	-2.1%
扣非后归母净利润/亿元	1.71	2.14	2.13	2.58	-1.0%	21.0%	1.59	-6.8%	-38.2%

四、客车：板块业绩整体超预期兑现

- ◆ 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2026年4月30日，行业指数商用载客车（申万）上涨28.9%，宇通/金龙/中通/安凯涨幅分别为+45.0%/+16.2%/+13.3%/-11.2%，板块普涨且龙头领涨板块。

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：25Q4景气度较优，26Q1内需拖累

◆ 25Q4行业销量同比整体提升，26Q1行业景气度下降主要受到内需拖累。25Q4行业大中客销量同比+4%，宇通/金龙/中通大中客销量同比+6%/+2%/+19%，行业国内大中客销量同比-15%。26Q1行业大中客销量同比-48%，宇通/金龙/中通大中客销量同比-21%/+23%/+28%，行业国内大中客销量同比-22%。

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）					
		2025全年	2025同比	2025Q4	2026Q1	25Q4同比	26Q1同比	2025全年	2025同比	2025Q4	2026Q1	25Q4同比	26Q1同比	2025全年	2025同比	2025Q4	2026Q1	25Q4同比	26Q1同比
行业	大中客							122075	5%	42321	11538	4%	-48%	65199	-11%	24302	10200	-15%	-22%
	大型客车							69143	7%	20747	1311	9%	-91%	28989	-12%	9531	4869	-10%	-29%
	中型客车	568810	12%	163843	116080	10%	-6%	52932	2%	21574	10227	-1%	23%	36210	-10%	14771	5331	-18%	-14%
	轻型客车							442551	11%	122056	85482	14%	-15%	466459	7%	133286	98216	13%	7%
宇通客车	大中客	40688	1%	12800	6397	5%	-8%	40907	1%	13394	5750	6%	-21%	25048	-6%	7233	3658	-17%	-37%
	大型客车	24706	0%	6943	4297	7%	2%	24943	1%	7439	3681	8%	-19%	11913	-10%	3020	2045	-14%	-35%
	中型客车	15982	2%	5857	2100	3%	-23%	15964	2%	5955	2069	3%	-24%	13135	-3%	4213	1613	-19%	-39%
	轻型客车	8668	31%	2682	2032	-9%	1%	8611	31%	2568	1902	-12%	9%	6011	67%	1626	1433	34%	48%
金龙汽车	大中客	32740	15%	10502	6139	15%	-29%	29091	1%	10071	7050	2%	23%	13211	-19%	5202	1585	-10%	-39%
	大型客车	19384	6%	5286	4001	23%	-12%	18560	2%	5190	4511	4%	8%	6493	-26%	2255	821	12%	-44%
	中型客车	13356	30%	5216	2138	9%	-48%	10531	-1%	4881	2539	0%	66%	6718	-11%	2947	764	-22%	-33%
	轻型客车	22340	8%	6046	4748	-9%	-7%	22162	5%	6317	5076	-14%	-5%	7395	-40%	2427	707	-26%	-53%
中通客车	大中客	12073	13%	3457	3346	40%	25%	11533	11%	3088	3403	19%	28%	5251	26%	1995	1099	46%	-1%
	大型客车	7254	9%	1560	2498	19%	51%	7172	14%	1534	2327	24%	34%	2847	49%	851	677	98%	11%
	中型客车	4819	19%	1897	848	64%	-16%	4361	6%	1554	1076	14%	15%	2404	7%	1144	422	22%	-15%
	轻型客车	871	-10%	229	83	-14%	-40%	830	-17%	265	110	0%	12%	608	-30%	190	108	-25%	9%
安凯客车	大中客	7094	87%	1550	1872	15%	27%	7116	83%	1995	1571	59%	27%	2048	-18%	879	308	7%	6%
	大型客车	3967	172%	306	750	-26%	7%	3921	167%	659	466	63%	-20%	620	-23%	222	96	-3%	23%
	中型客车	3127	33%	1244	1122	34%	45%	3195	32%	1336	1105	57%	70%	1428	-15%	657	212	12%	0%
	轻型客车	1427	-29%	453	375	-44%	11%	1453	-25%	482	290	-37%	-19%	1074	-8%	375	94	-49%	-59%

国内比较：25Q4/26Q1景气度低于预期

- ◆ **需求维度：** 25Q4国内大中客总销量同比-15%，座位客车景气度优于公交车（同比分别+18%/-23%；26Q1国内大中客销量同比-22%，公交车/座位客车同比分别-24%/-18%。
- ◆ **格局维度：** 25Q4宇通/金龙/中通市占率分别同比-1pct/+1pct/+3pct，26Q1宇通/金龙/中通市占率分别同比-9pct/-4pct/+2pct，行业格局基本稳定。

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)

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	25Q4同比	26Q1同比
国内大中客	13068	12132	15697	24302	10200	-15%	-22%
公交车	4384	2798	6117	15261	3326	-23%	-24%
座位客车	7210	8268	8098	8228	5914	18%	-18%
宇通销量	5804	5661	6350	7233	3658	-17%	-37%
市占率	44%	47%	40%	30%	36%	-1%	-9%
公交车	1120	876	1646	2952	465	-32%	-58%
座位客车	4018	4339	4084	3919	2921	6%	-27%
金龙销量	2597	2453	2959	5202	1585	-10%	-39%
市占率	20%	20%	19%	21%	16%	1%	-4%
公交车	956	566	1195	3356	463	-20%	-52%
座位客车	1536	1809	1697	1741	1054	15%	-31%
中通销量	1107	885	1264	1995	1099	46%	-1%
市占率	8%	7%	8%	8%	11%	3%	2%
公交车	345	95	407	1218	141	33%	-59%
座位客车	659	781	722	761	935	77%	42%

- ◆ **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，25Q4出口大中客总销量同比+35%，新能源出口同比-12%；26Q1出口大中客/新能源出口大中客同比+48%/+63%。
- ◆ **格局维度：**25Q4宇通/金龙/中通出口大中客市占率分别+1pct/-3pct/-2pct，26Q1宇通/金龙/中通出口大中客市占率分别-3pct/+5pct/-1pct，格局整体稳定，26Q1出口景气度金龙领跑行业。

表：客车行业及重点车企出口销量数据 / 辆

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	25Q4同比	26Q1同比
出口大中客	10805	15828	15623	17212	15960	35%	48%
新能源出口	2489	4062	4588	4055	4069	-12%	63%
宇通销量	1987	3911	4594	6139	2470	40%	24%
市占率	18%	25%	29%	36%	15%	1%	-3%
新能源出口	279	794	1268	1595	438	35%	57%
市占率	11%	20%	28%	39%	11%	14%	0%
金龙销量	3212	4132	3802	4409	5548	21%	73%
市占率	30%	26%	24%	26%	35%	-3%	5%
新能源出口	527	660	719	669	889	-50%	69%
市占率	21%	16%	16%	16%	22%	-13%	1%
中通销量	1639	1775	1522	1206	2226	5%	36%
市占率	15%	11%	10%	7%	14%	-2%	-1%
新能源出口	364	872	78	110	74	34%	-80%
市占率	15%	21%	2%	3%	2%	1%	-13%

收入/ASP比较：收入整体同增，龙头表现更优

- ◆ **收入维度，行业整体收入增加。** 受益于行业整体销量提升，行业整体收入表现较好，25Q4宇通客车/中通客车收入同比增速较高，26Q1金龙/中通/安凯收入同比增速较高，宇通客车收入主要受到内需下滑影响。
- ◆ **单车售价维度，龙头表现较优。** 25Q4/26Q1由于行业整体出口增速优于内需，行业整体单车售价同比继续提升，宇通/金龙实现了两个季度的单车ASP同比提升。

表：重点车企收入（亿元）及单车均价（万元）

	营业收入/亿元						
	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	25Q4同比	26Q1同比
宇通客车	64.18	97.12	102.37	150.60	59.09	14.59%	-7.92%
金龙客车	49.22	54.05	60.02	82.18	57.61	-4.07%	17.04%
中通客车	16.93	22.48	17.15	16.74	17.82	11.57%	5.24%
安凯客车	6.58	9.35	8.54	9.82	6.82	-5.62%	3.67%
	单车售价/万元						
	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	25Q4同比	26Q1同比
宇通客车	71.22	78.89	83.67	94.35	77.23	11.79%	8.43%
金龙客车	44.57	47.13	48.59	50.14	47.51	0.53%	6.60%
中通客车	61.21	73.14	54.07	49.91	50.72	-4.57%	-17.13%
安凯客车	41.28	43.52	36.32	39.66	36.66	-23.11%	-11.20%

毛利比较：整体毛利率再上一个台阶。龙头更优

◆ 25Q4/26Q1毛利率整体表现良好，龙头更优。25Q4宇通/金龙实现毛利率同比提升，26Q1宇通/金龙/中通/安凯都实现了毛利率同比提升，行业整体盈利中枢抬升，主要受益于出口比例提升。

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						
	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	25Q4同比	26Q1同比
宇通客车	19%	23%	24%	27%	24%	1.36%	4.67%
金龙客车	11%	12%	14%	14%	12%	4.08%	0.49%
中通客车	15%	16%	17%	23%	18%	-0.81%	2.71%
安凯客车	9%	8%	7%	5%	9%	-5.59%	0.07%
	单车毛利/万元						
	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	25Q4同比	26Q1同比
宇通客车	13.45	18.10	20.06	25.72	18.19	17.67%	35.22%
金龙客车	5.03	5.57	6.61	6.79	5.59	43.89%	11.24%
中通客车	9.24	11.41	9.43	11.52	9.03	-7.78%	-2.25%
安凯客车	3.57	3.58	2.64	1.98	3.20	-63.76%	-10.52%

费用率比较：内需拖累规模效应

◆ 25Q4/26Q1行业期间费用率有所提升：行业整体期间费用率受到内需拖累同比有所提升，此外行业财务费用率普遍有所提升主要受到汇兑影响，宇通客车影响最小

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						
	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	25Q4同比	26Q1同比
宇通客车	10.83%	9.79%	9.36%	9.99%	13.36%	0.62%	2.52%
金龙客车	9.47%	9.33%	10.75%	9.43%	9.79%	1.60%	0.32%
中通客车	8.22%	7.80%	11.24%	13.34%	11.55%	-2.17%	3.33%
安凯客车	10.95%	8.11%	10.62%	10.45%	10.82%	3.41%	-0.13%

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						
	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	25Q4同比	26Q1同比	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	25Q4同比	26Q1同比
宇通客车	3.36%	2.95%	3.32%	3.86%	3.87%	0.40%	0.50%	2.78%	2.33%	1.66%	1.73%	2.97%	0.31%	0.19%
金龙客车	4.01%	4.19%	4.25%	3.32%	3.93%	0.48%	-0.08%	2.40%	2.50%	2.59%	1.49%	1.73%	0.05%	-0.67%
中通客车	4.30%	4.14%	4.90%	7.22%	5.34%	0.62%	1.04%	1.42%	1.23%	1.65%	2.14%	1.31%	-1.16%	-0.11%
安凯客车	5.46%	3.35%	4.63%	4.95%	4.31%	1.95%	-1.15%	3.17%	2.28%	2.59%	2.85%	3.47%	0.63%	0.30%
	研发费用率							财务费用率						
	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	25Q4同比	26Q1同比	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	25Q4同比	26Q1同比
宇通客车	4.57%	4.66%	4.23%	4.17%	6.08%	-0.95%	1.51%	0.12%	-0.15%	0.15%	0.23%	0.44%	0.86%	0.32%
金龙客车	3.43%	3.33%	3.37%	4.44%	2.83%	0.86%	-0.60%	-0.38%	-0.69%	0.55%	0.16%	1.29%	0.21%	1.67%
中通客车	3.27%	3.09%	3.96%	3.72%	2.89%	-2.54%	-0.38%	-0.78%	-0.65%	0.73%	0.26%	2.00%	0.92%	2.78%
安凯客车	3.51%	2.60%	3.51%	3.36%	2.71%	0.25%	-0.80%	-1.18%	-0.12%	-0.11%	-0.72%	0.33%	0.58%	1.51%

净利润比较：行业整体利润普遍增厚，龙头更优

◆ 行业整体利润规模提升，龙头宇通/金龙业绩超预期兑现：

➤ 25Q4宇通/金龙/中通归母净利润同比分别+34%/+172%/+53%，行业整体受益于出口销量提升盈利超预期兑现，其中金龙增速较高主要受到内部整合效果兑现。26Q1趋势延续，宇通主要是因为25Q1存在较大金额的信用减值损失重回基数较高，整体经营性利润仍实现了同比高增。

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						
	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	25Q4同比	26Q1同比
宇通客车	7.55	11.81	13.57	22.62	6.59	34.30%	-12.69%
金龙客车	0.47	0.69	1.31	2.21	1.50	171.72%	220.77%
中通客车	0.77	1.14	0.86	0.83	0.99	52.92%	30.04%
安凯客车	0.04	0.14	-0.27	-0.47	0.02	/	/
	净利率						
	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	25Q4同比	26Q1同比
宇通客车	12%	12%	13%	15%	11%	2.21%	-0.61%
金龙客车	1%	1%	2%	3%	3%	1.74%	1.65%
中通客车	5%	5%	5%	5%	6%	1.34%	1.06%
安凯客车	1%	2%	-3%	-5%	0%	-6.06%	-0.39%

宇通客车：2025业绩超预期/26Q1业绩符合预期

- ◆**2025年业绩超预期**：25年营业收入414亿元，同比+11%，符合预期；归母净利润55.5亿元，同比+35%，大超预期；扣非归母净利润45.8亿元，同比+32%。全年分红55亿元，分红比例100%，大超预期。
- ◆**26Q1业绩符合预期**：26Q1收入亿59元，同比-7.9%，主要是内需下滑所致。25Q1合计减值冲回2.8亿元，26Q1合计减值冲回0.7亿元，减值冲回大幅减少是表观业绩下降的核心原因。

表：宇通客车核心财务指标拆分
(金额单位为亿元，毛利率/销售净利率和费用率同比单位为pct)

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比
营业收入	64.18	97.12	102.37	150.60	59.09	-7.92%	-60.76%
毛利率	18.89%	22.94%	23.98%	27.26%	23.56%	4.67%	-3.70%
期间费用	6.95	9.51	9.58	15.04	7.89	13.51%	-47.54%
销售费用	2.16	2.86	3.40	5.82	2.29	5.84%	-60.71%
管理费用	1.78	2.27	1.69	2.61	1.75	-1.59%	-32.67%
研发费用	2.94	4.53	4.33	6.28	3.59	22.40%	-42.80%
财务费用	0.08	-0.15	0.15	0.34	0.26	/	/
期间费用率	10.83%	9.79%	9.36%	9.99%	13.36%	2.52%	3.37%
销售费用率	3.36%	2.95%	3.32%	3.86%	3.87%	0.50%	0.01%
管理费用率	2.78%	2.33%	1.66%	1.73%	2.97%	0.19%	1.24%
研发费用率	4.57%	4.66%	4.23%	4.17%	6.08%	1.51%	1.91%
财务费用率	0.12%	-0.15%	0.15%	0.23%	0.44%	0.32%	0.21%
资产减值损失	-0.37	-1.09	-0.47	-0.15	-1.07	/	/
信用减值损失	3.17	-0.59	-1.09	-0.17	1.74	/	/
资产处置收益	0.00	1.76	-0.01	0.08	0.00	/	/
其他收益	0.81	1.05	0.67	0.58	0.85	/	/
公允价值变动净收益	0.18	0.19	2.19	2.96	-0.12	/	/
归母净利润/亿元	7.55	11.81	13.57	22.62	6.59	-12.69%	-70.86%
归母净利率	11.8%	12.2%	13.3%	15.0%	11.2%	-0.61%	-3.87%
扣非后归母净利润	6.42	9.08	10.66	19.64	6.07	-5.42%	-69.08%
扣非归母净利率	10.0%	9.3%	10.4%	13.0%	10.3%	0.27%	-2.76%
经营性归母净利润	3.75	10.48	12.28	19.31	5.19	38.35%	-73.10%
经营性现金流	14.17	2.97	0.82	14.01	34.94	/	/
客车总销量/辆	9011	12310	12235	15962	7652	-15.08%	-52.06%
1.1大型客车/辆	4532	6606	6366	7093	3681	-18.78%	-48.10%
1.2中型客车/辆	2729	3586	3694	5594	2069	-24.18%	-63.01%
1.3轻型客车/辆	1750	2118	2175	2953	1902	8.69%	-35.59%
大中客占比	81%	83%	82%	79%	75%	-5.44%	-4.34%
2.1出口/辆	2050	3960	4720	6259	2660	29.76%	-57.50%
出口占比	23%	32%	39%	39%	35%	12.01%	-4.45%
2.1.1新能源出口/辆	290	800	1270	1577	466	60.69%	-70.45%
新能源出口占比	14%	20%	27%	25%	18%	3.37%	-7.68%
2.2国内/辆	6961	8350	7515	9703	4992	-28.29%	-48.55%
单车收入/万元	71.22	78.89	83.67	94.35	77.23	8.43%	-18.15%
扣非单车净利/万元	7.13	7.38	8.71	12.31	7.94	11.38%	-35.49%

- ◆ **风险提示**：国内外需求不及预期，地缘政治风险

金龙汽车：2025/26Q1业绩符合预期

◆**2025年业绩符合预期：**收入同比+7%（其中国内同比-14%，出口同比+31%），毛利率同比+2.5pct（国内同比+0.5pct，出口同比+2.5pct）。

◆**26Q1业绩符合预期：**Q1同比+17%，单车ASP同比+7%；Q1归母净利润1.5亿，同比+221%，扣非归母1亿同比转正。

表：金龙汽车核心财务指标拆分
(金额单位为亿元，毛利率/销售净利率和费用率同比单位为pct)

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比
营业收入	49.22	54.05	60.02	82.18	57.61	17.04%	-29.90%
毛利率	11.28%	11.81%	13.61%	13.54%	11.77%	0.49%	-1.77%
期间费用	4.66	5.05	6.45	7.75	5.64	20.99%	-27.19%
销售费用	1.98	2.27	2.55	2.73	2.26	14.63%	-17.10%
管理费用	1.18	1.35	1.55	1.23	1.00	-15.54%	-18.71%
研发费用	1.69	1.80	2.02	3.65	1.63	-3.46%	-55.30%
财务费用	-0.19	-0.38	0.33	0.13	0.74	——	——
期间费用率	9.47%	9.33%	10.75%	9.43%	9.79%	0.32%	0.36%
销售费用率	4.01%	4.19%	4.25%	3.32%	3.93%	-0.08%	0.61%
管理费用率	2.40%	2.50%	2.59%	1.49%	1.73%	-0.67%	0.24%
研发费用率	3.43%	3.33%	3.37%	4.44%	2.83%	-0.60%	-1.61%
财务费用率	-0.38%	-0.69%	0.55%	0.16%	1.29%	1.67%	1.13%
资产减值损失	-0.09	-0.01	-0.04	-1.10	-0.02	——	——
信用减值损失	-0.56	-0.55	-0.37	-0.10	0.04	——	——
其他收益	0.35	0.37	0.28	0.59	0.45	——	——
归母净利润/亿元	0.47	0.69	1.31	2.21	1.50	220.77%	-32.14%
归母净利率	0.95%	1.29%	2.18%	2.69%	2.60%	1.65%	-0.09%
扣非后归母净利润	-0.10	0.22	0.71	1.15	0.98	——	-14.63%
扣非归母净利率	-0.20%	0.41%	1.19%	1.40%	1.70%	1.90%	0.30%
客车总销量/辆	11044	11469	12352	16388	12126	9.80%	-26.01%
1.1大型客车/辆	4184	4333	4853	5190	4511	7.82%	-13.08%
1.2中型客车/辆	1531	2180	1939	4881	2539	65.84%	-47.98%
1.3轻型客车/辆	5329	4956	5560	6317	5076	-4.75%	-19.65%
大客占比	38%	38%	39%	32%	37%	-0.68%	5.53%
大中客占比	52%	57%	55%	61%	58%	6.39%	-3.31%
2.1出口/辆	7082	6993	7436	8809	9741	37.55%	10.58%
出口占比	64%	61%	60%	54%	80%	16.21%	26.58%
2.1.1新能源出口/辆	950	1078	881	1035	1084	14.11%	4.73%
新能源出口占比	13%	15%	12%	12%	11%	-2.29%	-0.62%
2.2国内/辆	3962	4476	4916	7579	2385	-39.80%	-68.53%
单车收入/万元	44.57	47.13	48.59	50.14	47.51	6.59%	-5.26%
单车净利/万元	0.42	0.61	1.06	1.35	1.24	192.14%	-8.29%

◆ **风险提示：**国内外需求不及预期，地缘政治风险

五、摩托车：销量收入增长，利润承压

- **内销：25Q4-26Q1内销表现疲软，同比下滑。** 25Q4油摩内销95.6万辆，同环比分别-13.6%/-16.3%，其中大排量油摩内销6.9万辆，同环比分别-5.8%/-38.7%，26Q1油摩内销94.6万辆，同环比分别-6.2%/-1.1%，其中大排量油摩内销6.1万辆，同环比分别-28.9%/-11.9%。
- **出口：25Q4-26Q1出口持续增长，大排量增速有所下滑，小排量增长贡献更多。** 25Q4油摩出口324.4万辆，同环比分别+19.6%/-2.5%，其中大排量油摩出口12.2万辆，同环比分别+10.4%/-17.0%；26Q1油摩出口328.5万辆，同环比分别+19.6%/+1.2%，其中大排量油摩出口12.6万辆，同环比分别+5.9%/+3.6%。

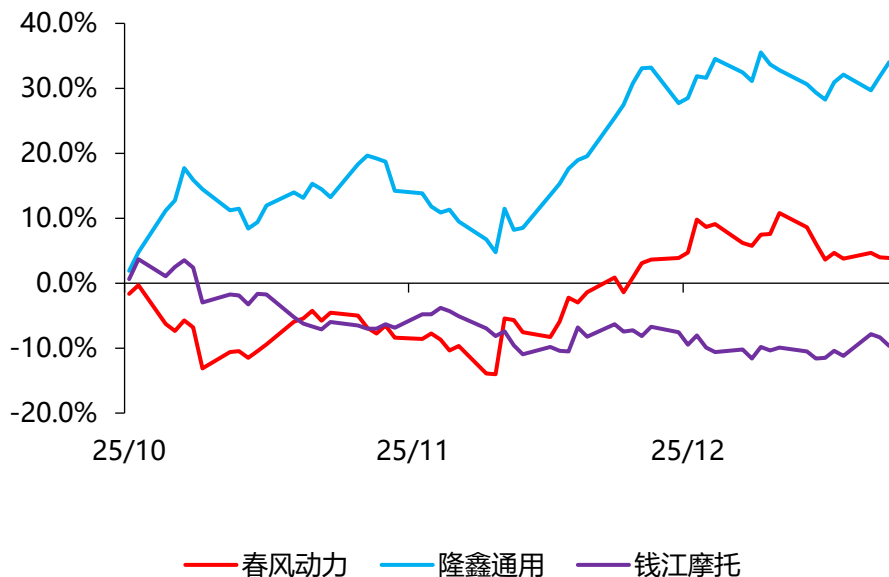
图：摩托车行业销量表现（万辆）

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	Q4同比	Q4环比	26Q1	Q1同比	Q1环比
行业总量									
油摩总销量	375.4	456.3	447.2	420.1	10.0%	-6.1%	423.4	12.8%	0.8%
> 250cc	20.5	29.7	25.9	19.1	3.9%	-26.5%	18.7	-8.7%	-2.0%
≤250cc	354.9	426.6	421.2	401.0	10.3%	-4.8%	404.7	14.0%	0.9%
行业内销									
油摩总销量	100.9	121.8	114.3	95.6	-13.6%	-16.3%	94.6	-6.2%	-1.1%
> 250cc	8.6	15.1	11.3	6.9	-5.8%	-38.7%	6.1	-28.9%	-11.9%
≤250cc	92.3	106.6	103.0	88.7	-14.1%	-13.9%	88.5	-4.1%	-0.2%
行业出口									
油摩总销量	274.6	334.5	332.9	324.4	19.6%	-2.5%	328.5	19.6%	1.2%
> 250cc	11.9	14.6	14.6	12.2	10.4%	-17.0%	12.6	5.9%	3.6%
≤250cc	262.7	319.9	318.2	312.3	20.0%	-1.9%	315.9	20.3%	1.2%

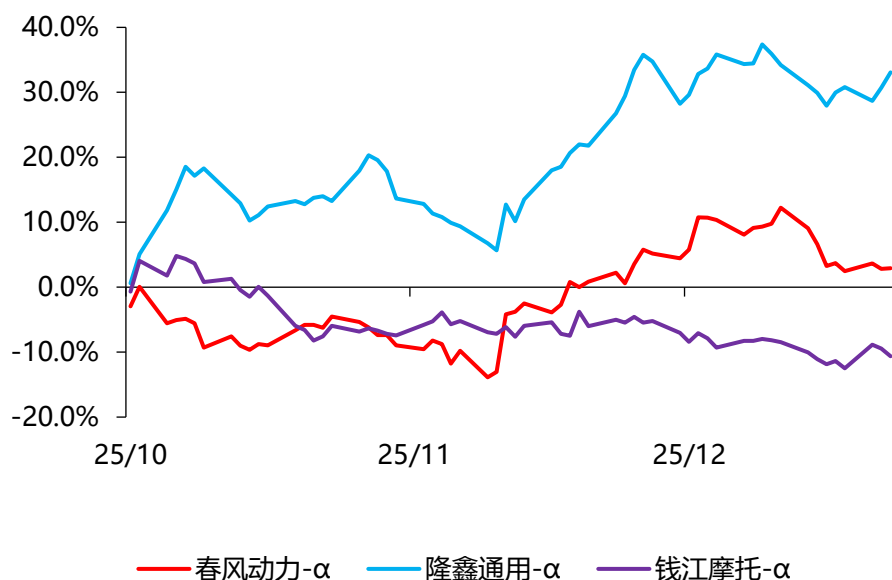
股价：25Q4隆鑫/春风表现较好，跑赢大盘

- 25/10/1-25/12/31隆鑫/春风表现较好，跑赢大盘，钱江跑输大盘：春风/隆鑫/钱江期间涨跌幅分别为+3.9%/+34.0%/-9.7%，超额涨跌幅为+2.9%/+33.1%/-10.5%。
- 隆鑫11月股价上涨明显，主因米兰摩展公司SR450X等新品反响较好，26年业绩能见度提升，且公司和智元开展机器人业务合作，业务范围进一步延伸。

图：摩托车板块核心公司2025Q4股价涨跌幅



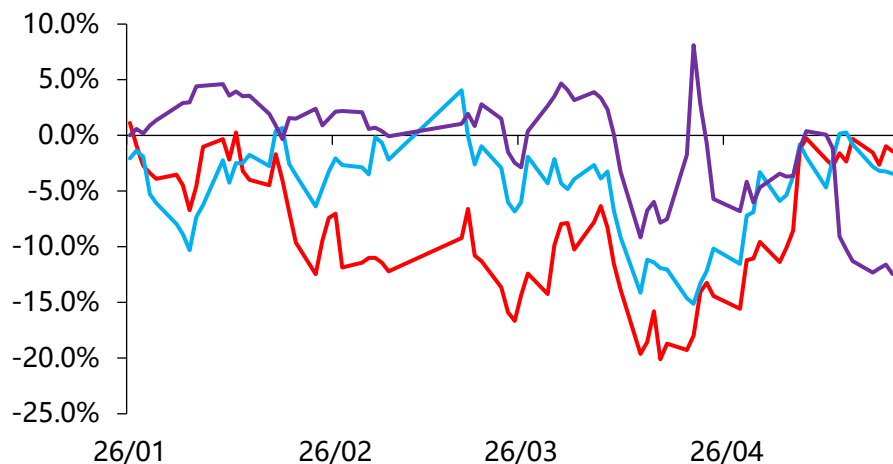
图：摩托车板块核心公司2025Q4股价超额涨跌幅



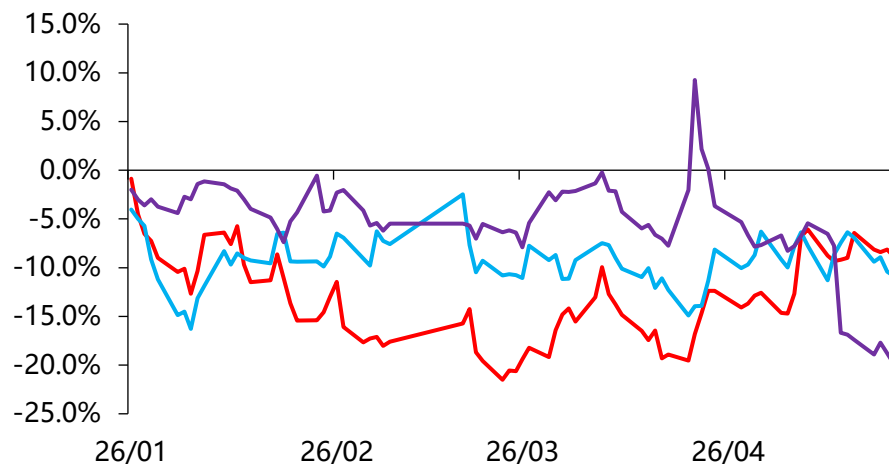
股价：26Q1至今股价表现平淡，超额收益为负

- 26/1/1-26/4/30期间摩托车核心公司股价绝对涨幅为负，相对万得全A超额收益为负：26Q1至今春风/隆鑫/钱江涨跌幅为-1.4%/-3.4%/-12.5%，超额涨跌幅为-8.9%/-10.9%/-19.9%。
- 26Q1摩托车股价整体下跌，主因市场担心汇兑影响，且Q1内销表现疲软，春风持续受关税影响，4月起春风/隆鑫下跌至底部位置，26Q1业绩表现较好，股价回升。

图：摩托车板块核心公司2026Q1股价涨跌幅



图：摩托车板块核心公司2026Q1股价超额涨跌幅



- **25Q4**：25Q4摩托车公司合计收入104.2亿元，同环比分别+12.0%/-7.0%；扣非归母净利润3.4亿元，同环比分别-55.1%/-63.3%；毛利率为22.4%，同环比分别+2.1/-0.1pct；销管研费用率为18.0%，同环比分别+7.6/+6.5pct。
25Q4行业收入跟随销量同比增长，环比季节性下滑；行业利润下滑明显，主因费用率提升较多。
- **26Q1**：26Q1摩托车公司合计收入109.0亿元，同环比分别+6.6%/+4.7%；扣非归母净利润8.4亿元，同环比分别-11.6%/+145.1%；毛利率为24.0%，同环比分别+0.1/+1.6pct；销管研费用率为11.4%，同环比分别+0.3/-6.6pct。
25Q4行业收入跟随销量同环比增长；行业利润环比改善，同比下滑，行业整体受内销疲软+出口汇兑影响+关税等各项因素扰动，利润整体承压。

图：摩托车板块核心公司核心财务指标比较

		2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	Q4同比	Q4环比	2026Q1	Q1同比	Q1环比
收入（亿元）	摩托车公司合计	102.3	124.5	112.0	104.2	12.0%	-7.0%	109.0	6.6%	4.7%
	春风动力	42.5	56.0	50.4	48.5	35.2%	-3.8%	53.6	26.1%	10.5%
	隆鑫通用	46.5	51.1	48.0	45.8	-0.6%	-4.7%	45.2	-2.7%	-1.2%
	钱江摩托	13.3	17.4	13.5	9.9	-10.7%	-27.0%	10.2	-23.3%	3.5%
扣非归母净利润（亿元）	摩托车公司合计	9.5	12.7	9.4	3.4	-55.1%	-63.3%	8.4	-11.6%	145.1%
	春风动力	4.1	5.4	4.0	2.3	-41.0%	-42.1%	4.2	1.5%	80.5%
	隆鑫通用	4.8	5.5	4.9	1.0	-59.6%	-79.3%	4.7	-3.0%	358.9%
	钱江摩托	0.6	1.7	0.4	0.1	-91.3%	-75.3%	-0.4	-173.4%	-516.9%
毛利率	摩托车公司合计	23.9%	24.3%	22.5%	22.4%	2.1%	-0.1%	24.0%	0.1%	1.6%
	春风动力	29.7%	27.3%	26.1%	24.8%	-0.5%	-1.3%	28.7%	-1.0%	3.9%
	隆鑫通用	18.1%	19.7%	18.8%	19.5%	3.8%	0.7%	19.5%	1.4%	0.0%
	钱江摩托	25.4%	28.0%	22.2%	23.8%	0.7%	1.6%	19.6%	-5.9%	-4.2%
销管研费用率	摩托车公司合计	11.1%	10.6%	11.5%	18.0%	7.6%	6.5%	11.4%	0.3%	-6.6%
	春风动力	15.9%	14.7%	16.3%	20.0%	6.0%	3.7%	15.5%	-0.4%	-4.5%
	隆鑫通用	5.5%	5.4%	5.7%	14.9%	9.0%	9.2%	5.0%	-0.5%	-9.9%
	钱江摩托	15.1%	12.6%	14.9%	23.0%	4.9%	8.1%	18.2%	3.0%	-4.8%

春风动力：25Q4业绩符合预期，26Q1业绩超预期



- **25Q4**：25Q4实现收入48.49亿元，同环比分别+35.2%/-3.8%；实现归母净利润2.60亿元，同环比分别-33.4%/-37.1%。25Q4销售毛利率24.8%，同环比分别-0.5/-1.3pct；期间费用率20.4%，同环比分别+11.7/+5.3pct；归母净利率5.4%，同环比分别-5.5/-2.8pct。 **25Q4业绩下滑明显，主因关税一次性冲击+汇兑损失上升+销售费用集中投入。**
- **26Q1**：26Q1实现收入53.59亿元，同环比分别+26.1%/+10.5%；实现归母净利润4.23亿元，同环比分别+1.8%/+62.6%；实现扣非归母净利润4.17亿元，同环比分别+1.5%/+80.5%；26Q1销售毛利率28.7%，同环比分别-1.0/+3.9pct；期间费用率17.1%，同环比分别+2.3/-3.2pct；归母净利率7.9%，同环比分别-1.9/+2.5pct。 **在高关税+汇兑拖累下，公司四轮产品结构优化与海外产能效率改善，推动毛利率环比显著修复、净利润环比大幅提升，同时摩托车出口增长良好，极核毛利率转正。**

图：春风动力25Q4&26Q1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

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	Q4同比	Q4环比	2026Q1	Q1同比	Q1环比
营业总收入/亿元	42.50	56.05	50.41	48.49	35.2%	-3.8%	53.59	26.1%	10.5%
销售毛利率	29.7%	27.3%	26.1%	24.8%	-0.5%	-1.3%	28.7%	-1.0%	3.9%
资产减值损失	-0.1	-0.1	0.0	-0.6	——	——	-0.1	——	——
信用减值损失	0.0	0.5	0.1	0.0	——	——	0.0	——	——
费用	6.3	7.6	7.6	9.9	216.7%	30.0%	9.2	45.9%	-7.1%
销售费用	2.3	3.0	3.1	4.5	——	44.4%	2.9	30.4%	-34.8%
管理费用	2.0	2.3	2.1	1.5	-31.0%	-28.3%	2.4	17.5%	60.4%
研发费用	2.5	3.0	3.0	3.7	25.5%	23.4%	3.0	20.8%	-19.2%
财务费用	-0.5	-0.7	-0.6	0.2	——	——	0.9	——	——
期间费用率	14.8%	13.6%	15.1%	20.4%	11.7%	5.3%	17.1%	2.3%	-3.2%
销售费用率	5.3%	5.3%	6.2%	9.3%	9.5%	3.1%	5.5%	0.2%	-3.8%
管理费用率	4.8%	4.0%	4.1%	3.1%	-2.9%	-1.0%	4.5%	-0.3%	1.4%
研发费用率	5.8%	5.4%	6.0%	7.6%	-0.6%	1.7%	5.6%	-0.2%	-2.1%
财务费用率	-1.1%	-1.2%	-1.2%	0.4%	5.7%	1.6%	1.6%	2.7%	1.2%
归母净利润	4.15	5.87	4.13	2.60	-33.4%	-37.1%	4.23	1.8%	62.6%
扣非归母净利润	4.11	5.41	3.99	2.31	-41.0%	-42.1%	4.17	1.5%	80.5%
销售净利率	9.9%	11.0%	8.8%	5.2%	-5.1%	-3.6%	8.0%	-2.0%	2.8%
归母净利率	9.8%	10.5%	8.2%	5.4%	-5.5%	-2.8%	7.9%	-1.9%	2.5%

隆鑫通用：25Q4&26Q1业绩符合预期

- **25Q4**：25Q4实现收入45.78亿元，同环比分别-0.6%/-4.7%；实现归母净利润0.71亿元，同环比分别-68.1%/-85.9%；25Q4毛利率19.45%，同环比分别+3.8/+0.7pct。25Q4费用率抬升明显，导致净利率大幅下滑，主因发电机产品计提售后返工维修费+员工绩效薪酬影响+园区展厅及办公环境升级改造等第一次影响，此外还涉及部分股权处置带来的资产处置损失与减值计提等。
- **26Q1**：26Q1实现收入45.22亿元，同环比分别-2.7%/-1.2%；实现归母净利润4.71亿元，同环比分别-7.0%/+564.4%；26Q1毛利率19.46%，同比+1.4pct，环比持平。26Q1收入下滑主因通路车业务同比有所下滑，自主品牌延续高景气。

图：隆鑫通用25Q4&26Q1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

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	Q4同比	Q4环比	2026Q1	Q1同比	Q1环比
营业收入	46.46	51.06	48.05	45.78	-0.6%	-4.7%	45.22	-2.7%	-1.2%
营业成本	38.06	40.99	39.02	36.88	-5.0%	-5.5%	36.42	-4.3%	-1.2%
毛利率	18.09%	19.71%	18.80%	19.45%	3.8%	0.7%	19.46%	1.4%	0.0%
销售费用	0.47	0.55	0.60	1.45	221.1%	143.2%	0.41	-12.8%	-71.8%
管理费用	1.16	1.25	1.16	3.57	189.4%	207.1%	1.06	-8.9%	-70.3%
研发费用	0.94	0.98	0.97	1.80	77.1%	85.7%	0.80	-14.8%	-55.5%
财务费用	-0.34	-0.35	-0.40	-0.21	-	-	-0.10	-	-
销售费用率	1.0%	1.1%	1.2%	3.2%	2.2%	1.9%	0.9%	-0.1%	-2.3%
管理费用率	2.5%	2.4%	2.4%	7.8%	5.1%	5.4%	2.3%	-0.2%	-5.4%
研发费用率	2.0%	1.9%	2.0%	3.9%	1.7%	1.9%	1.8%	-0.3%	-2.2%
财务费用率	-0.7%	-0.7%	-0.8%	-0.4%	-	-	-0.2%	-	-
归母净利润	5.07	5.67	5.03	0.71	-68.1%	-85.9%	4.71	-7.0%	564.4%
扣非后归母净利润	4.84	5.52	4.94	1.02	-59.6%	-79.3%	4.69	-3.0%	358.9%

六、风险提示

- **中东战争影响继续升级。**如果中东战争事态超出预期，将会影响我国汽车产业出海。
- **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。
- **特斯拉机器人&智驾进展不及预期。**如果特斯拉机器人与智驾进展不及预期，将会影响机器人与智驾的相关产业链。

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