汽车行业2026Q2业绩综述：总体符合预期，内外需均有韧性

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9月1日

板块观点重申：长期看好汽车板块！

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **汽车板块是否见底?**

➢ 2026年是汽车行业正处技术创新和需求两大周期同时切换的关键之年，原有框架逐步失效，新的框架正在建立。汽车板块内部投资主线经历了2024-2025年的扩散再到逐步收敛的过程。内需景气度角度：重卡/客车/摩托>乘用车/零部件。外需景气度角度：各个子领域均保持向上态势。地缘政治和贸易战对外需影响扰动为主，不影响长期趋势。

- **当前时点如何布局汽车板块?**

➢ **全球化&AIDC主线：整车/零部件出海优选**【吉利汽车/比亚迪/中国重汽A-H/宇通客车/春风动力+福耀玻璃】等；**AIDC缺电液冷优选**【潍柴动力+银轮股份+飞龙股份】等。

➢ **物理AI主线：智驾板块优选**【小鹏集团-W/理想汽车-W/地平线机器人-W/MOMENTA-W/小马智行-W/文远知行-W/曹操出行/易控智驾/希迪智驾+千里科技/德赛西威/伯特利/耐世特/中国汽研等】等；**机器人优选**【拓普集团+新泉股份/星宇股份/均胜电子】等。

- **风险提示：**贸易战升级进一步超出预期；全球经济复苏力度低于预期；汽车内需恢复不及预期；智驾/机器人进展不及预期；地缘政治不确定性风险增大。

核心观点

整车：26Q2板块业绩符合我们预期

◆**行业整体：1）行情复盘：**2026年3-4月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行业出口数据超我们预期（同比+63%），出口逻辑得到数据验证，叠加当时乘用车持仓水位低，乘用车指数上行。2026年4月至今内销数据持续平淡（同比-20%左右），且碳酸锂/存储等价格仍居高位，乘用车指数下行；同时由于26年车企出口表现出色，高基数下市场开始担忧27年行业出口增速下降。**2）量：行业内需仍平淡，出口延续高景气。**26Q2乘用车整体零售/出口/批发同比分别-20%/+80%/-4%，零售同比降幅进一步环比扩大，出口延续26Q1以来的高景气。**3）结构：Q2出口&新能源渗透率均超我们预期。**26Q2新能源零售渗透率为61%，同环比分别+8.2/+17pct。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。**核心原因为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。26Q2 ASP环比下滑的车企主要为赛力斯（M9销量占比同比-20pct）&比亚迪（国内销量占比回升带动结构下沉，26Q1出口占比高达46%）。**2）毛利率—26Q2普遍环比改善。**核心原因为①Q2销量普遍环比改善，规模效应显现（多数车企）；②出口提供毛利率重要支撑（多数车企）。但部分车企Q1低价备料红利消退，电池/存储等原材料涨价对毛利率有负面影响（赛力斯/上汽集团）。**3）费用率—26Q2车企期间费用率同比普遍上行，延续前两个季度趋势。 4）单车盈利—出口提供车企核心盈利支撑。**①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，盈利水平远好于国内。②汇兑影响存在分化。③碳酸锂+存储芯片涨价影响在26Q2体现的更为明显，部分车企Q1低价备料红利消退。

■ **总结与展望：26Q2乘用车整体业绩表现符合我们预期，虽汇兑损失仍普遍较多，但出口仍是车企核心盈利支撑，原材料涨价对车企成本压力在26Q2体现的也更为明显。**26Q3我们预计内需同比仍相对承压，但出口增速可期；价方面由于存储等原材料价格涨幅趋缓，车企成本压力继续扩大的幅度有限，在出口盈利水平高&内需有望环比改善影响下我们认为Q3量利均有望环比改善。

核心覆盖标的业绩汇总——2026Q2

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

分类	覆盖公司	2026Q2		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	31%	——	符合我们预期	——	营收/利润均下调
	零跑汽车	92%	——	符合我们预期	正向：Q2销量同环比大增，规模效应显现；碳积分收入约5亿元。负向：成本上涨影响毛利率。公司下修全年业绩指引至30亿元	保持
	小鹏汽车	8%	——	符合我们预期	——	营收/利润均下调
	长城汽车	9%	-67%	符合我们预期	利润同比下滑主因俄罗斯报废税收益延期（约20亿元，预计Q4到账）+汇兑由盈转亏（26H1汇损2.66亿元，25H1收益14.93亿元）	营收/利润均下调
	长安汽车	-15%	-50%	符合我们预期	碳酸锂&存储芯片涨价致单车成本增数千元，毛利率同比-0.3pct；世界杯赞助及新车预热推升销售费用	营收/利润均下调
	奇瑞汽车	5%	-13%	符合我们预期	出口占比提升至79%；汇损10.6亿元（25Q2收益9.0亿元）。整体盈利稳健	保持
	上汽集团	0%	-29%	符合我们预期	公允价值&汇兑双重高基数拖累同比表现：26Q2公允价值变动损益为2.4亿元，25Q2为20.5亿元（25Q2收益主要来自公司持有地平线股权贡献）；Q2汇兑损失约6亿元（25Q2汇兑收益19.1亿元）	保持
	理想汽车	-15%	——	符合我们预期	——	营收/利润均下调
	江淮汽车	12%	——	符合我们预期	——	营收/利润均下调
	比亚迪	-3%	30%	符合我们预期	汇损约27亿元&比电（归母4.0亿元、同比-64%）为主要拖累，剔除后内销利润转正	保持
	吉利汽车	15%	36%	符合我们预期	销量结构持续优化（极氪、出口占比双升）	保持
	广汽集团	16%	——	略低于我们预期	——	营收/利润均下调
	赛力斯	-27%	——	略低于我们预期	结构下移+原材料涨价致毛利率同比-8.6pct；另计提无形资产减值17.7亿元	营收/利润均下调

注：图中所示利润均为归母净利润

数据来源：wind，东吴证券研究所

智能化零部件核心观点

智能化零部件：26Q2盈利环比大多修复，出海与新品放量成为主要看点

股价复盘：2025年初至2026/8/24，智能化板块整体调整，港股弱于A股，市值加权口径下港股智能化汽零-28.4%、A股智能化汽零-11.7%，同期汽车零部件（申万）+16.2%，板块尚未形成整体性行情。

业绩复盘：25家覆盖标的中，港股及美股11家已全部披露，归母净利率同比10家改善（仅Momenta因上市前优先股公允价值重估转负），黑芝麻智能、希迪智驾、文远知行受益于收入放量对费用率的摊薄、改善幅度最大，地平线机器人则主要来自终止合并等非经营项；A股12家已全部披露，毛利率同比改善的仅千里科技、保隆科技、福耀玻璃、伯特利四家，但环比改善面扩大至七家，归母净利率环比改善八家。其中：1）业绩表现较好的有伯特利、保隆科技、德赛西威、千里科技、亚太股份；2）业绩承压明显的有经纬恒润、沪光股份、星宇股份、均胜电子；3）福耀玻璃主业稳健，26Q2毛利率同比+1.68pct，但26H1汇兑损失8.03亿元、占营收3.65%，拖累归母净利润同比-18.60%。

展望：我们认为2026年是智驾平权持续深化的一年，短期部分个股仍有毛利率压力，但兑现路径已逐步清晰：1）费用端，26Q2多数标的期间费用率环比回落（汇兑损失对大多出海公司的表观盈利仍有影响），收入放量带来的规模效应开始显现，但需先扣除约-3.0pct的季节性因素；2）新产品放量，伯特利、华阳集团26Q2营收同比分别+42.43%/+35.65%，底盘和座舱新产品是增量因素；3）出海，Robotaxi/无人矿卡企业海外商业化落地明显提速，26Q2单季落地数量已超2025全年，小马智行、文远知行26Q2末全球在运车队分别达1,975/1,800辆，易控智驾/希迪智驾的26Q2末无人矿卡累计投放量达3100/1900辆。我们判断板块盈利底部区域基本确认，建议重点挖掘具备产品结构升级与海外拓展双重驱动的阿尔法机会。

核心覆盖标的业绩汇总

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

分类		覆盖公司	26Q1		26Q2		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			
综合tier1	600741	华域汽车	-1.0%	-2.6%	-1.8%	-13.4%	符合预期		保持
智能化增量零部件	002920	德赛西威	-4.4%	-20.7%	7.0%	22.3%	超预期	超预期来自环比修复：26Q2营收环比+29.42%，毛利率环比+0.85pct、期间费用率环比-3.27pc	收入/利润下调
	002906	华阳集团	24.4%	6.6%	35.6%	26.7%	超预期	超预期来自新品放量：26Q2营收同比+35.65%，显著跑赢下游客户的销量增速，增量主要来自新一代座舱等新产品而非客户beta	保持
	688326	经纬恒润	-11.8%	亏损扩大	-8.1%	由盈转亏	低于预期	低于预期：26Q2毛利率同比-8.68pct、期间费用率同比+6.68pct，归母净利率同比-16.17pct由盈转亏	保持
	601965	中国汽研	-8.9%	-4.4%	20.6%	11.1%	符合预期		保持
	600699	均胜电子	-5.2%	18.1%	-9.5%	-8.3%	符合预期		保持
	601777	千里科技	30.7%	141.3%	16.0%	169.2%	符合预期		收入上调，利润维持
	600660	福耀玻璃	5.1%	-15.7%	0.2%	-18.6%	符合预期		收入保持，利润下调
	601799	星宇股份	10.8%	10.3%	-5.7%	-18.3%	符合预期		保持
智能化底盘	605333	沪光股份	5.9%	-67.5%	-9.4%	-87.3%	低于预期	低于预期：产品售价承压下行叠加铜等原材料涨价，26Q2毛利率同比-5.94pct	保持
	603596	伯特利	1.4%	-0.6%	42.4%	48.0%	超预期	量价齐升：26Q2营收同比+42.43%、利润+47.97%，收入增速显著跑赢下游客户，增量主要来自线控制动等新产品放量与墨西哥等海外主体贡献；毛利率同比+0.27pct。	保持
	603197	保隆科技	17.6%	-24.9%	19.5%	386.3%	符合预期		保持
	002284	亚太股份	7.9%	41.8%	4.3%	25.6%	符合预期		保持
Robotaxi	PONY.O	小马智行	145.0%	亏损扩大	68.8%	亏损扩大	符合预期		收入上调，利润下调
	WRD.O	文远知行	57.6%	亏损持平	82.2%	亏损持平	符合预期		收入上调，利润保持
激光雷达	HSAI.O	禾赛科技	29.6%	扭亏	21.9%	60.1%	符合预期		收入保持，利润下调
	2498.HK	速腾聚创	39.9%	亏损收窄	23.2%	亏损扩大	符合预期		保持

分类		覆盖公司	26H1		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			
智能化底盘	1316.HK	耐世特	3.9%	35.2%	超预期	超预期：26H1营收同比+3.86%、利润+35.17%，毛利率同比+0.40pct、归母净利率+0.85pct；亚太与EMEASA为核心增长引擎，EMEASA盈利弹性突出；费用率同比+3.12pct为主要拖累项。	收入保持，利润上调
Robotaxi	9680.HK	如祺出行	140.7%	亏损收窄	符合预期		保持
	2643.HK	曹操出行	9.0%	亏损收窄	符合预期		收入/利润下调
无人矿卡	3881.HK	希迪智驾	97.0%	亏损收窄	符合预期		收入保持，利润下调
	7687.HK	易控智驾	-17.3%	亏损收窄	符合预期		保持
芯片/算法方案	9660.HK	地平线机器人	32.9%	扭亏（非经常性主导）	符合预期		保持
	2533.HK	黑芝麻智能	187.3%	亏损收窄	符合预期		保持
	6880.HK	Momenta	75.9%	亏损扩大（含上市前优先股重估）	符合预期		保持

注：图中所示利润均为归母净利润

数据来源：wind，东吴证券研究所

传统+成长零部件观点

传统+成长汽车零部件：26Q2利润端普遍承压，原材料涨价+人民币升值为核心扰动项

◆**股价复盘：**我们选取19家汽车零部件公司构建指数池，2026/2/27-6/30涨跌幅为-15.42%（申万汽零-17.86%）；选取15家公司构建成长指数池，同期涨跌幅为-12.44%，成长赛道跑赢传统汽零。其中，股价显著跑赢申万汽零的公司有：飞龙股份（+50.79%）、岱美股份、银轮股份、双环传动、潍柴动力、光洋股份。具体来看，潍柴、飞龙、银轮属于液冷+AIDC缺电范畴，超额收益来自液冷泵订单超5万台、燃气发电尾气处理系统大额定点等缺电逻辑的持续兑现；潍柴数据中心发电产品销量同比+137%；岱美受益于火灾保险赔款落地及机器人新曲线。

■ **业绩复盘：**板块26Q2业绩普遍受到原材料涨价（铝锭/聚丙烯均价同比+20%/+31%）+人民币升值影响，板块毛利率同比-0.88pct，财务费用率同比+1.04pct（25Q2汇兑收益高基数转为26Q2汇兑损失），板块归母净利润同比-12.95%；下游狭义乘用车产量同比-2.44%、环比+17.50%，营收端同环比均增长。**其中：**1）26Q2业绩表现较好的有继峰股份、潍柴动力、岱美股份、银轮股份、瑞鹄模具、旭升集团、新泉股份、双环传动；2）业绩承压明显的有飞龙股份、拓普集团、松原安全、沪光股份、爱柯迪、亚普股份、中鼎股份，星源卓镁亏损扩大。对于福耀、潍柴、继峰等各自领域的龙头企业而言，剔除汇兑及非经常性因素后主业保持稳健向上，头部份额集中趋势下业绩向上的趋势不变；其余企业则需要通过降本+开拓客户+新业务拓展来对冲原材料与汇率压力。

■ **展望：**26H2原材料价格已从高位回落、人民币升值的同比基数效应减弱，利润端压力有望边际缓解；自主崛起/新能源向上/智能化渗透率提升/全球化加速的产业趋势延续，优质龙头将继续享受份额集中与海外扩张红利。对于布局新兴产业的成长零部件企业而言，业绩兑现已从订单走向交付：1）机器人方面，拓普执行器进入小批量交付、中鼎上半年代工60台人形机器人、光洋多个谐波轴承项目批量交付，从1到10的产业化拐点临近；2）液冷方面，飞龙液冷泵终端订单超5万台、20余个项目即将批量交付，银轮与头部云厂商进入CDU验证、大型板换产线26Q4建成；3）AIDC缺电方面，潍柴数据中心发电产品销量同比+137%，银轮获燃气发电尾气处理系统定点（年销售额约1.31亿美元），2026年业绩兑现确定性提升。

核心覆盖标的业绩汇总——2026Q2

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

覆盖公司		26Q2		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			
600660.SH	福耀玻璃	0.18%	-18.60%	符合预期	乘用车下游需求及汇兑损失共同对利润造成负面影响，处于预期之内	营收/归母净利润均下调
605333.SH	沪光股份	-9.36%	-87.26%	符合预期	原材料价格上涨及年降压力增加对利润造成负面影响，处于预期之内	-
300893.SZ	松原安全	28.32%	-44.27%	符合预期	年降压力增加及汇兑损失对利润造成负面影响，处于预期之内	-
603997.SH	继峰股份	24.61%	372.28%	符合预期	格拉默经营改善，同期利润基数低，处于预期之内	营收/归母净利润均维持
000338.SZ	潍柴动力	8.82%	57.38%	符合预期	非经因素影响当期业绩，主业符合预期，因新兴业务加速使得未来业绩上调	营收/归母净利润均上调
002536.SZ	飞龙股份	7.73%	-79.64%	符合预期	业绩符合此前公告指引，但液冷订单超预期因此上调未来业绩	营收/归母净利润均上调，28年营收下调
601689.SH	拓普集团	5.64%	-35.47%	符合预期	乘用车下游需求及汇兑损失共同对利润造成负面影响，处于预期之内	-
002126.SZ	银轮股份	27.45%	4.09%	符合预期	主业稳中向上，但汇兑损失对利润造成负面影响，处于预期之内	-
002997.SZ	瑞鹄模具	-5.96%	3.59%	略超预期	利润增速快于收入增速，内部提质增效略超预期	营收下调，归母净利润维持
002472.SZ	双环传动	13.82%	0.47%	符合预期	主业稳中向上，但汇兑损失对利润造成负面影响，处于预期之内	-
600933.SH	爱柯迪	32.83%	-18.17%	略超预期	主业稳中向上，但汇兑损失对利润造成负面影响，还原后略超预期	-
603179.SH	新泉股份	11.04%	0.83%	符合预期	主业稳中向上，但汇兑损失对利润造成负面影响，处于预期之内	营收下调，归母净利润维持
603305.SH	旭升集团	15.27%	7.19%	符合预期	主业稳中向上，但汇兑损失对利润造成负面影响，处于预期之内	-
603013.SH	亚普股份	-8.27%	-17.28%	符合预期	燃油车市场份额受新能源挤压，汇兑损失对利润造成负面影响，处于预期之内	-
002708.SZ	光洋股份	19.57%	-8.58%	符合预期	主业稳中向上，但汇兑损失对利润造成负面影响，处于预期之内	-
000887.SZ	中鼎股份	14.40%	-13.57%	符合预期	主业稳中向上，但汇兑损失对利润造成负面影响，处于预期之内	-
603730.SH	岱美股份	-6.29%	623.27%	符合预期	非经因素影响当期业绩，同期利润基数低，此前已公告非经因素，处于预期之内	-
301398.SZ	星源卓镁	43.60%	-475.32%	低预期	在手订单充沛，主业营收增速快，但厂房折旧对利润造成负面影响，略低于预期	-
覆盖公司		26H1		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	9.1%	12.3%	符合预期	主业稳中向上，电池盒延续高速增长，处于预期之内	-

注：图中所示利润均为归母净利润

数据来源：wind，东吴证券研究所

核心覆盖标的业绩汇总——2026Q2

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

分类	覆盖公司	2026Q2		2026H1		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	41.5%	44.6%	46.8%	50.2%	26Q2符合我们预期	收入利润随重卡内外销高景气而增长	2026利润上调；2027/2028利润下调
	中国重汽H	—	—	39.2%	26.2%	26H1符合我们预期	重卡出口持续增长，新能源市占率提升，费用控制良好	利润上调
	福田汽车	14.9%	18.4%	10.9%	16.5%	26Q2符合我们预期	中重卡出口市场发展良好，新能源占比提升拖累利润率	利润下调
	一汽解放	36.8%	—	33.8%	1459.2%	26Q2符合我们预期	中重卡业务整体发展良好，新能源占比提升拖累利润率，内销及出口竞争加剧	利润下调
	中集车辆	18.0%	-21.0%	10.1%	-17.0%	26Q2符合我们预期	南方市场出口业务增长，利润率受管理研发费用增长拖累	利润下调

注：图中所示利润均为归母净利润

数据来源：wind，东吴证券研究所

重卡：26Q2行业内外销延续高景气，重卡股业绩整体符合预期

- **复盘：1）销量：出口与新能源是本季主要增量。**26Q2行业批发34.3万辆，同环比+25.1%/+7.9%；终端25.1万辆，同环比+25.0%/+52.9%；出口12.1万辆，同环比+48.7%/+19.4%，创单季历史新高，出口占批发比重升至35.3%。结构上，纯电重卡终端9.5万辆，同比+96.9%，渗透率环比提升11.5pct至37.8%；天然气重卡5.6万辆，同比+26.6%，但渗透率环比回落9.0pct至22.4%，主因LNG价格快速上行，油气价差持续缩小；柴油重卡9.8万辆，同比-9.2%，延续被天然气与纯电替代的趋势。渠道库存26Q2去化2.9万辆，26Q1积压的渠道库存基本消化完毕；**2）股价：板块整体跑输大盘，仅重汽H取得正超额。**26/4/1-26/6/30重汽A/重汽H/解放/福田/中集期间涨跌幅为-10.0%/-2.2%/-10.4%/-1.0%/-19.8%，相对万得全A与恒生指数的超额涨跌幅为-22.8%/+7.0%/-23.2%/-13.8%/-32.6%。重汽H上涨主因出口销量与新能源销量持续放量，市场给予份额提升溢价；A股重卡标的期间均录得负超额，反映市场对26H2内销及出口高基数下增速回落的担忧已开始定价；**3）收入/利润：收入利润跟随销量增长，但盈利能力尚未同步改善。**重汽A、福田、解放、中集合计收入615.3亿元，同环比+28.9%/+4.5%；合计归母净利润13.1亿元，同环比+42.9%/+7.7%。行业平均毛利率同环比-0.2/-0.1pct，归母净利率同环比+0.0/-0.1pct，销管研费用率同环比-0.68/-0.04pct，收入增长带动费用率同比下行。利润率承压来自三方面：新能源占比快速提升摊薄单车毛利，海外关税与人工成本上升压制中集海外市场毛利率，汇兑损失推高福田等公司财务费用；**4）业绩：重卡股业绩整体符合我们预期。**26Q2重汽A、福田、解放、中集业绩均符合我们预期，重汽H 26H1业绩符合我们预期。重汽A收入同比+41.5%、归母同比+44.6%，出口与新能源双轮驱动；解放归母2.07亿元同比扭亏、毛利率同比+0.6pct，盈利能力开始修复；福田收入同比+14.9%，但归母环比-19.4%，主因职工薪酬上升与汇兑损失；中集归母同比-21.0%，主因海外关税、人工成本与研发费用率上升共同拖累。
- **展望：出口与新能源支撑全年，但内销增速中枢下移。**出口是最确定的增量，26Q2重汽出口5.4万辆、占行业44.8%，解放出口2.4万辆同比+90.0%，亚非拉需求延续高景气；新能源是最快的增量，26Q2重汽纯电终端1.5万辆同比+203.6%，超过徐工与三一跃居行业第一。内销则面临25H2国四以旧换新政策形成的高基数，26M7行业批发8.4万辆同比-1.1%、终端5.6万辆同比-12.8%，增速已开始回落，而同月出口3.7万辆同比仍+35.5%。我们预计26Q3/26Q4行业批发30.5/32.3万辆，同比+8.1%/+0.3%，全年批发128.9万辆同比+12.7%。个股上更看好出口与新能源占比高的龙头。

核心观点

客车：26Q2内需增速环比转正，龙头量价齐升、盈利能力继续抬升

股价复盘：2025年初至2026/8/24，行业指数商用载客车（申万）上涨8.1%，宇通/金龙/中通/安凯涨跌幅分别为+31.9%/-18.3%/-1.3%/-30.9%，龙头超额收益显著。

业绩复盘：26Q2板块盈利能力普遍改善，四家中三家毛利率同比提升（安凯-0.56pct除外）。其中：1）宇通量价齐升，单季营收108.09亿元、同比+11.30%，单车均价86.83万元、同比+10.07%，毛利率24.97%、同比+2.03pct，归母净利润12.08亿元；2）金龙收入小幅回落但毛利率同比+2.74pct，归母净利润同比+81.58%，是四家中唯一经营层面即可完整解释利润改善的标的；3）中通归母净利率同比+3.14pct改善幅度明显，但其中+4.54pct来自非经营项；4）四家26H1全部确认汇兑损失、合计2.95亿元，中通占营收2.40%、金龙1.03%冲击最深。

展望：26Q2内需增速环比转正，龙头出口呈现韧性。国内大中客销量同比+16.86%（26Q1为-21.95%），出口同比-12.61%（26Q1为+47.70%）。我们判断：1）内需回暖由公交客车主导、同比+72.02%，更新需求的释放具备一定持续性；2）出口总量虽阶段性回落，但龙头宇通仍实现出口正增长，且行业新能源出口同比+7.04%仍在增长，结构继续优化，宇通新能源大中客出口同比+53.15%、占其出口比重由20.31%升至29.97%，是本季单车售价提升的主要来源；3）看好龙头把握新能源出口的结构性红利稳健兑现业绩，同时建议关注二三线企业在治理优化叠加行业景气回升下的利润弹性。

核心覆盖标的业绩汇总

分类		覆盖公司	26Q1		26Q2		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	600066	宇通客车	-7.9%	-12.7%	11.3%	2.3%	符合预期	出口与新能源结构改善，Q2毛利率同比+2.0pct	保持
	600686	金龙汽车	17.0%	220.8%	-1.5%	81.6%	符合预期	出口销量+26.8%；26H1汇兑损失1.14亿元拖累利润	收入保持，利润下调

注：图中所示利润均为归母净利润

数据来源：wind，东吴证券研究所

摩托车：出口+电摩高景气延续，行业利润分化

◆**复盘：1）销量：26Q2内销企稳回升，出口延续高增。**26Q2内销同比+3.0%（环比+32.6%），其中大排量内销同比-7.6%（环比+127.8%）；出口同比+16.4%，其中大排量出口同比+22.7%，较26Q1（+5.9%）明显提速；电摩销量同比+57.7%。内销自25Q4以来的下滑趋势在26Q2止住，出口延续高增，大排量出口重回高增长；**2）股价：**26Q2春风跑赢大盘（2/27-6/30涨跌幅+5.3%，超额+2.3%），隆鑫/钱江跑输（超额-24.4%/-35.0%），股价分化与业绩分化一致；**3）收入/利润：**收入与行业销量走势一致，受益于出口拉动，26Q2春风/隆鑫/钱江合计营收同比+20.3%，合计归母净利润同比-2.6%，收入高增但利润承压，主因人民币升值带来汇兑损失（春风26H1汇兑损失2.56亿元）+毛利率同比下滑；**4）业绩：**26Q2分化明显，春风营收同比+43.2%、扣非归母同比+17.2%，在汇兑压力下归母仍同比增长，表现最佳；隆鑫受代工贴牌通路车订单下滑影响，归母同比-8.4%，自主品牌无极保持高增；钱江营收同比-2.1%、归母同比-23.3%，环比扭亏。

■ **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；26Q2大排量出口同比+22.7%、春风两轮车外销收入同比+40.4%、无极欧洲前五市场市占率破5%，出口逻辑持续得到数据验证，看好下半年出口高景气下头部企业收入增长与业绩释放，同时关注极核等电摩业务作为第三增长曲线的放量。

核心覆盖标的业绩汇总——2026Q2

覆盖公司		26Q2		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			
603129.SH	春风动力	43.22%	9.41%	符合预期	汇兑损失对利润造成负面影响，处于预期之内	-
603766.SH	隆鑫通用	2.88%	-8.37%	符合预期	汇兑损失及代工业务下滑对利润造成负面影响，处于预期之内	营收上调，26E/27E归母净利润下调，28E归母净利润上调

注：图中所示利润均为归母净利润

目录



- 一、乘用车：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：内需回暖，龙头盈利能力继续抬升
- 五、摩托车：出口高景气延续，个股业绩分化
- 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

- **2026年3月-4月乘用车整体行情：出口数据超我们预期，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。
- **2026年4月至今：内销数据持续平淡，同时市场对27年出口量利持续性产生担忧，乘用车指数下行。**由于内需数据仍低于预期（同比-20%左右下滑），且碳酸锂/存储等价格仍居高位，乘用车指数下行。同时由于26年车企出口表现出色，高基数下市场开始担忧27年行业出口增速下降。

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

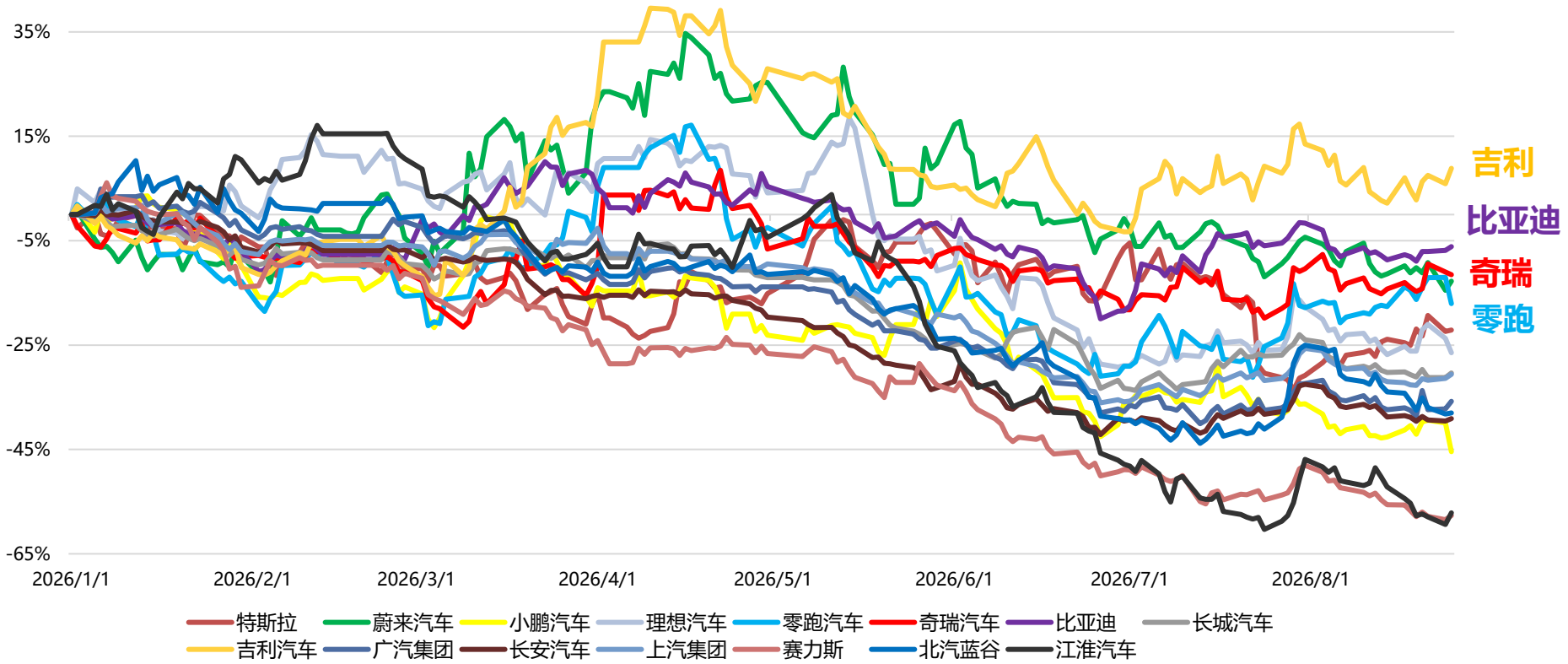
数据来源：wind，东吴证券研究所

乘用车板块行情复盘：标的涨跌幅

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **标的涨跌幅：2026年初至4月底仅有吉利汽车录得正超额涨幅。吉利**出口表现较佳，26H1出口同比+158%，且公司9X订单/交付表现出色，高端化成果显著。

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

数据来源：wind，东吴证券研究所

总量层面：26Q1&26Q2内需承压，出口亮眼

- **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。
- **2026Q2：内需表现仍平淡。**26Q2乘用车整体零售/出口/批发同比分别-20%/+80%/-4%，零售同比降幅进一步环比扩大，内需表现平淡。出口延续26Q1以来的高景气。

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	2026Q2
乘用车销量		**475**	**488**	**580**	**734**	**489**	**557**	**595**	**633**	**406**	**447**
	YOY	17.0%	-5.7%	5.7%	17.1%	-2.9%	14.1%	2.6%	-13.8%	-16.9%	-19.7%
	环比	-24.2%	2.7%	19.0%	26.4%	-33.4%	13.9%	6.9%	6.3%	-35.8%	10.0%
乘用车出口量		**106**	**117**	**122**	**124**	**112**	**135**	**150**	**176**	**183**	**243**
	YOY	37.5%	31.5%	22.8%	7.5%	5.8%	15.2%	22.7%	41.6%	63.0%	79.9%
	环比	-8.2%	10.8%	4.3%	1.4%	-9.8%	20.6%	11.2%	17.0%	3.9%	33.1%
乘用车批发销量		**557**	**615**	**662**	**875**	**628**	**699**	**748**	**872**	**587**	**668**
	YOY	10.3%	2.2%	-1.9%	13.2%	-2.7%	13.6%	13.0%	-0.3%	-6.5%	-4.4%
	环比	-27.9%	10.4%	7.7%	32.1%	-28.2%	11.3%	7.0%	16.5%	-32.7%	13.8%
渠道库存总体		**(23.4)**	**10.1**	**(40.3)**	**17.0**	**27.4**	**7.2**	**3.0**	**63.7**	**(1.9)**	**(21.9)**

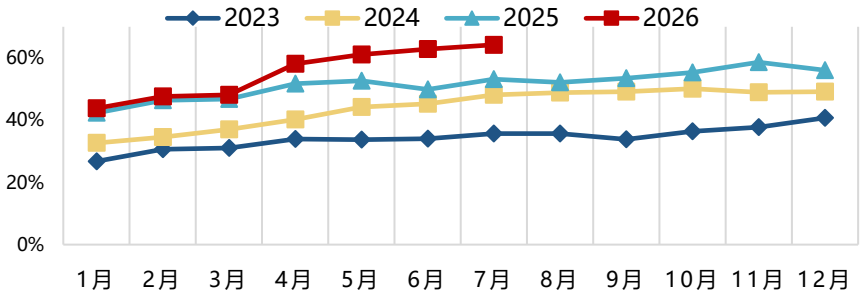
数据来源：乘联会，交强险，中汽协，东吴证券研究所

结构层面：新能源渗透率表现略超我们预期

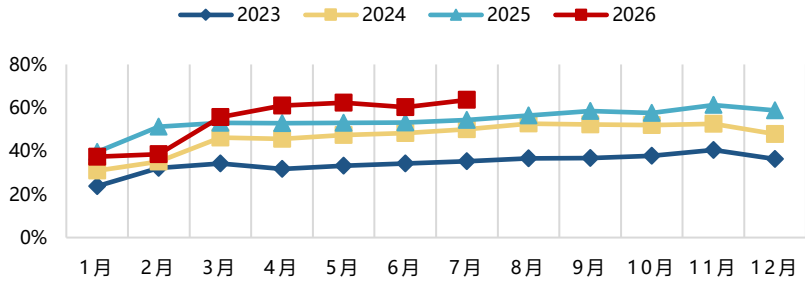
东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **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。
- **2026Q2**：26Q2油价中枢上行，油车销量下滑较快，新能源渗透率环比快速提升，26Q2新能源零售渗透率为61%，同环比分别+8.2/+17pct；同时比亚迪/吉利/零跑等车企新能源出口表现较佳，新能源车出口占比也环比提升较多。

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）

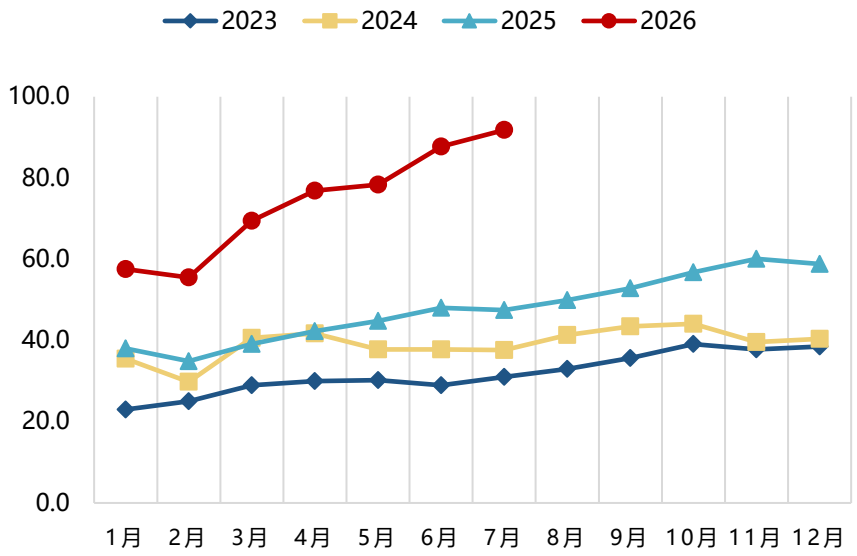
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
新能源乘用车销量	**175**	**230**	**300**	**371**	**233**	**295**	**336**	**374**	**179**	**273**
YOY	41.5%	34.4%	51.0%	55.9%	33.4%	28.2%	12.0%	0.7%	-23.0%	-7.3%
环比	+26.7%	31.7%	30.5%	23.7%	+37.3%	26.6%	14.0%	11.2%	+52.1%	52.5%
渗透率	36.8%	47.2%	51.8%	50.6%	47.7%	53.0%	56.5%	59.1%	44.1%	61.2%
新能源乘用车出口	**29**	**29**	**30**	**32**	**40**	**59**	**63**	**81**	**90**	**133**
YOY	31.8%	14.7%	15.2%	16.3%	36.1%	103.1%	112.2%	150.9%	126.0%	126.4%
占比	27.8%	24.6%	24.2%	25.9%	35.7%	43.4%	41.8%	46.0%	49.5%	54.7%
新能源批发销量	**194**	**266**	**323**	**432**	**284**	**359**	**396**	**494**	**273**	**406**
YOY	29.3%	30.5%	36.5%	45.7%	46.3%	34.8%	22.8%	14.4%	-3.7%	13.0%
环比	+34.6%	37.4%	21.2%	33.8%	+34.3%	26.6%	10.4%	24.7%	+44.7%	48.6%
渗透率	34.8%	43.3%	48.7%	49.4%	45.2%	51.4%	53.0%	56.7%	46.5%	60.7%
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**	**(0.5)**

数据来源：乘联会，交强险，中汽协，东吴证券研究所

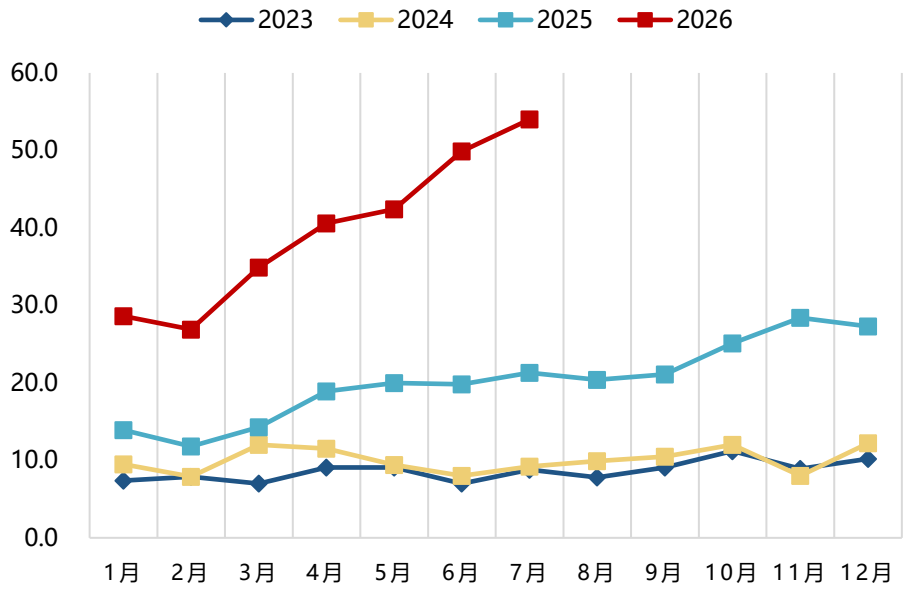
结构层面：出口表现大超我们预期

- **Q1&Q2行业&新能源出口均超我们预期。**2026Q2乘用车出口量243万辆，同环比分别+80%/+33%；其中新能源车出口133万辆，同环比分别+126%/+55%。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）



表：乘联会口径新能源车出口情况（万辆）



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

出口比较：零跑/吉利Q2出口增速较快

- **分车企比较，26Q2零跑/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2026年6月底，零跑国际已在海外建立超1000家兼具销售与售后服务功能的网点，其中欧洲超900家、亚太超50家、南美超30家、北美超30家，Q2正式进入墨西哥市场（北美首站）。**零跑品牌正加速推进海外本地化组装生产布局。**①东南亚：依托Stellantis集团位于马来西亚吉打州的Gurun工厂，C10车型已完成SOP并进入正式量产阶段，即将在马来西亚市场启动销售；B10车型计划于第三季度实现量产并同步上市。②欧洲：西班牙本地化组装项目同步推进，Stellantis集团的萨拉戈萨工厂已完成配套改造，公司预计B10项目第三季度正式投产，B05项目计划年内试生产、2027年正式量产；为上述车型配套的电池工厂亦已完成改造，公司预计第三季度启动量产。③南美：已选定Stellantis集团的巴西戈亚尼亚工厂作为南美本地化组装项目组装基地，将率先启动零跑B10的本地化组装生产，计划于2027年下半年正式投入量产
- **吉利：重视出口，加快海外车型导入，26年出口目标上修至92万辆。**

表：乘联会口径分车企出口情况汇总（万辆）

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	Q2同比	Q2环比
零跑	1	1	2	3	4	6	332%	35%
吉利	11	14	16	18	25	32	139%	29%
北汽	1	2	2	3	4	5	137%	15%
特斯拉	4	6	7	5	10	13	104%	28%
一汽	1	1	1	2	1	2	89%	126%
比亚迪	20	24	23	34	31	46	88%	46%
奇瑞	25	29	38	40	39	54	85%	39%
小鹏	1	1	1	2	1	2	81%	73%
行业总计	**113**	**135**	**151**	**174**	**182**	**243**	79%	33%
东风	3	4	4	4	6	7	71%	11%
长安	12	9	10	11	11	15	62%	34%
上汽	17	22	22	24	27	34	56%	26%
长城	8	11	14	17	13	16	47%	25%
广汽	2	2	3	3	4	4	44%	-17%

注：出口数据来源为乘联会，可能与公司公告值有差异

数据来源：乘联会，东吴证券研究所

出口流向：多点开花

- 按海关总署口径，客源结构更趋分散、对单一市场政策扰动的敏感度下降，出口质量与可持续性边际改善。仅有中东市场受到战争影响同环比均下滑，其余市场同比增速均表现出色，欧洲+英国为乘用车出口流向最多的区域。

表：海关总署口径乘用车分区域流向（万辆）

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	Q2同比	Q2环比
俄罗斯	9.5	7.6	17.0	21.6	18.8	24.6	225%	31%
北美洲	1.9	1.8	1.3	2.9	2.5	4.2	135%	67%
大洋洲	5.1	7.2	7.7	6.6	7.0	15.9	121%	128%
非洲	3.1	4.0	5.4	6.2	5.9	8.7	115%	46%
欧洲	20.3	24.1	29.2	27.3	35.2	46.2	92%	31%
英国	5.0	8.1	8.5	10.5	10.9	14.2	76%	31%
亚洲	20.9	29.6	34.3	35.4	30.5	48.4	64%	59%
拉美	24.3	32.6	29.2	44.5	37.8	51.8	59%	37%
独联体其他	3.3	4.3	5.7	7.3	4.2	6.5	49%	55%
中亚	6.7	8.6	11.7	15.2	9.0	12.5	46%	39%
中东	30.0	36.3	42.2	49.9	34.2	26.8	-26%	-22%

数据来源：海关总署，东吴证券研究所

批零比较：零跑表现较佳

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **2026Q2**：Q2多数车企同比表现仍承压，合资表现较差。其中同比表现较佳的车企为零跑（A10/D19等贡献）/蔚来（ES8/L80等贡献）；同比表现较差的车企为合资品牌/比亚迪等。

图：主要整车公司产批零数据汇总（万辆）

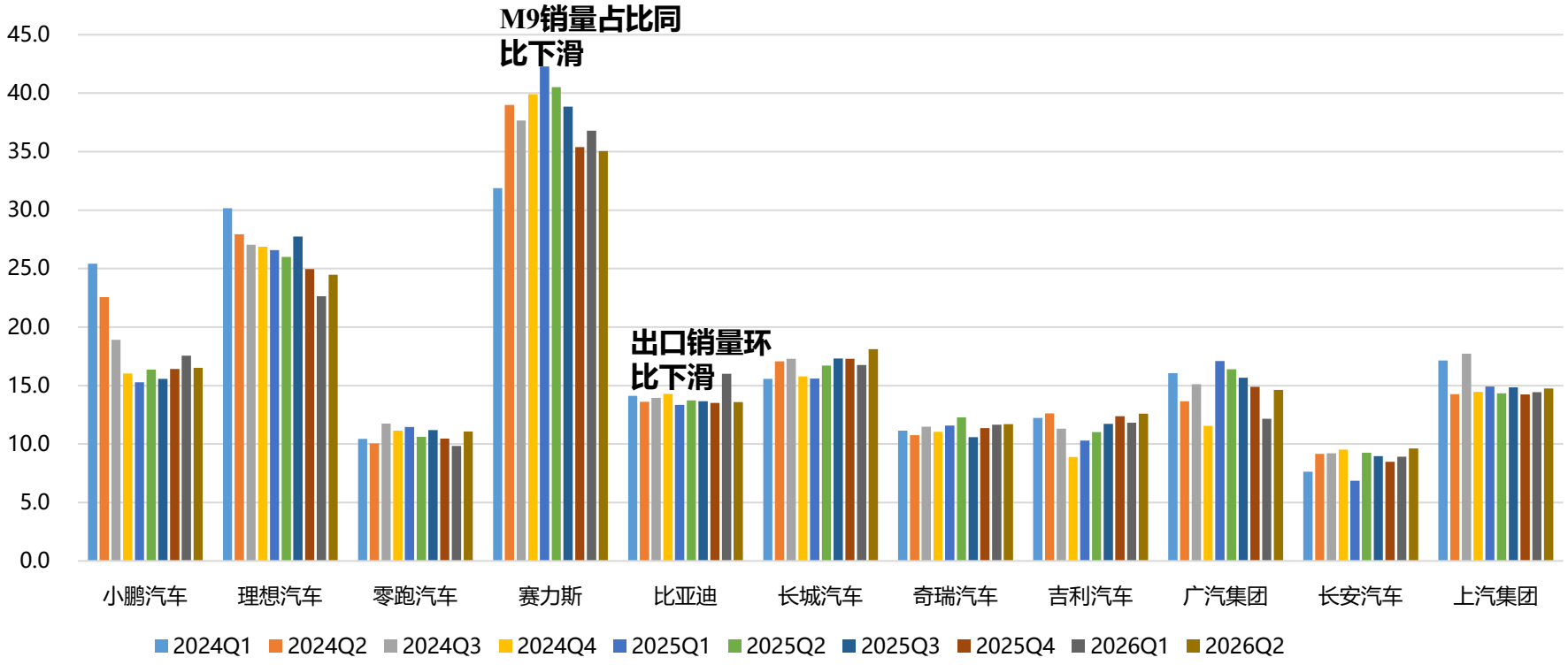
	批发销量汇总/万辆（乘联会口径）					零售汇总/万辆				
公司简称	2025Q4	2026Q1	2026Q2	Q2同比	Q2环比	2025Q4	2026Q1	2026Q2	Q2同比	Q2环比
行业	872	587	668	-4%	14%	633	406	447	-20%	10%
新能源	494	273	406	13%	48%	374	179	273	-7%	52%
特斯拉（国内）	25	21	25	33%	19%	19	11	13	-3%	12%
小米汽车	15	8	10	27%	29%	14	8	10	27%	28%
小鹏汽车	12	6	10	0%	65%	10	5	8	-7%	66%
蔚来汽车	12	8	11	49%	29%	12	9	11	53%	30%
理想汽车	11	10	10	-11%	3%	11	9	10	-15%	4%
零跑汽车	20	11	25	84%	124%	15	8	18	74%	142%
问界汽车	15	7	9	-15%	29%	16	7	9	-14%	22%
奇瑞汽车	75	57	66	11%	17%	35	23	21		-8%
长城汽车	40	27	31	1%	17%	20	13	13	-22%	-2%
比亚迪汽车	134	70	111	-3%	59%	92	38	60	-32%	59%
吉利汽车	86	71	71	-1%	0%	71	45	50	-10%	11%
长安汽车	85	56	56	-14%	1%					
长安自主	72	46	46	-14%	1%	33	23	30	-7%	32%
长安福特	5	4	3	-35%	-18%	2	2	1	-54%	-29%
广汽集团	54	38	39	3%	4%					
广汽本田	13	4	3	-54%	-29%	9	5	4	-48%	-15%
广汽丰田	21	17	18	0%	6%	20	16	17	-15%	8%
广汽传祺	9	9	7	-6%	-22%	6	5	4	-35%	-11%
广汽埃安	11	7	11	75%	45%	8	5	6	-18%	38%
上汽集团	131	97	107	-3%	10%					
上汽大众	27	19	15	-44%	-22%	25	22	17	-39%	-24%
上汽通用	15	12	11	-19%	-9%	13	11	9	-29%	-19%
上汽乘用车	29	23	32	57%	39%	12	7	9	41%	22%
上汽通用五菱	46	33	35	-12%	8%	27	11	15	-23%	34%

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。
- **26Q2ASP环比下滑的车企主要为：①赛力斯：**M9销量占比同比-20pct，M6销量占比提升。**②比亚迪：**环比下滑主因国内销量占比回升带动结构下沉（26Q1出口占比高达46%）

表：重点车企单车均价（万元）



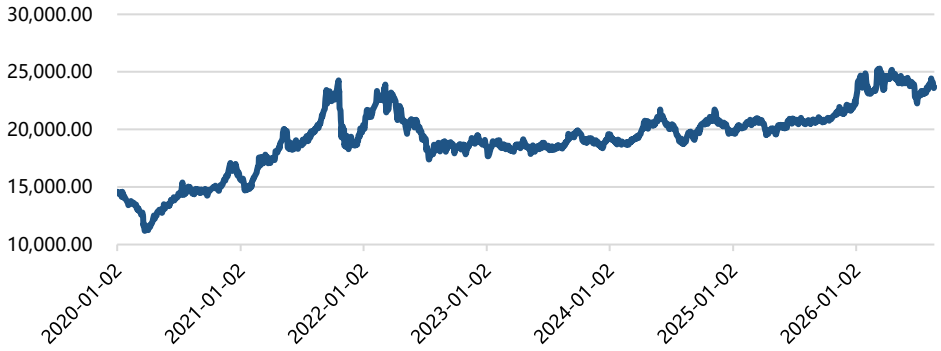
注：广汽集团/长安汽车表内单车售价均指自主品牌；赛力斯指aito品牌单车售价；其余均采取数据可得范围内的近似值。

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

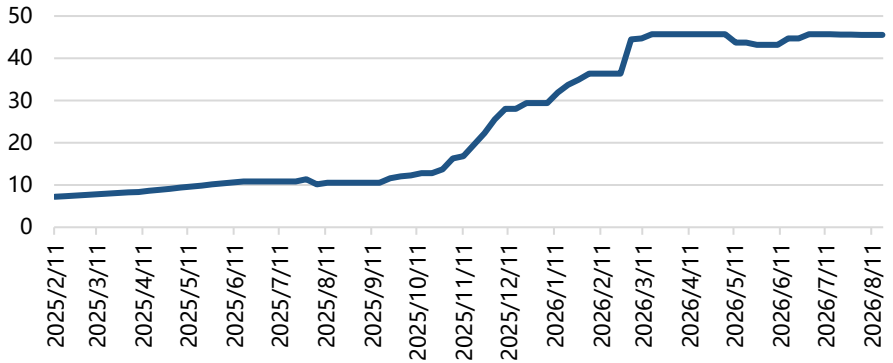
上游价格变化：26Q2部分原材料价格趋稳

- **本轮整车上游原材料涨价基本自25Q4开始，对车企毛利率造成一定压力，但26Q2起存储/碳酸锂等价格趋稳。1）铝：**本轮涨价周期自2025/9开启，截至2026/8/21涨幅为14.3%。**2）碳酸锂：**本轮涨价周期自2025/10开启，截至2026/8/21涨幅为109%。**3）铜：**本轮涨价周期自2025/8开启，截至2026/8/21涨幅为45.8%。**4）存储：**本轮涨价周期自2025/9开启，截止2026/8/18涨幅为333.8%。

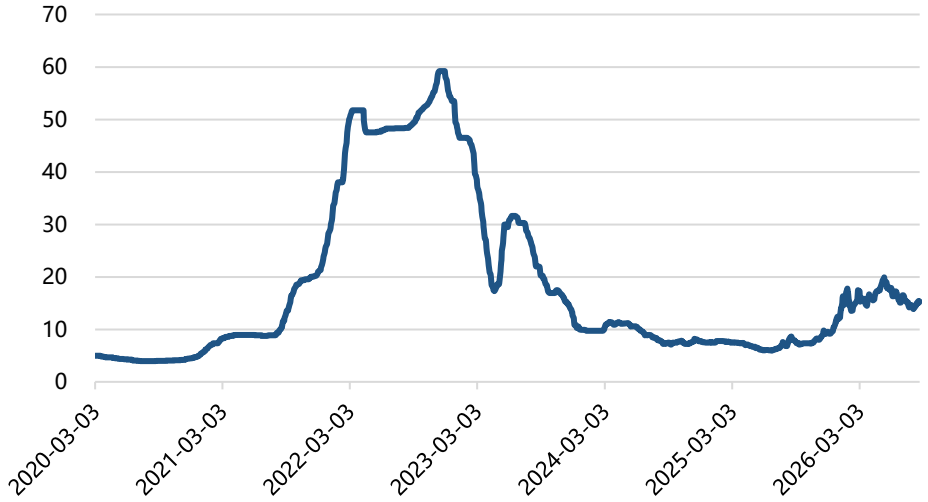
图：长江有色市场铝(A00)平均价



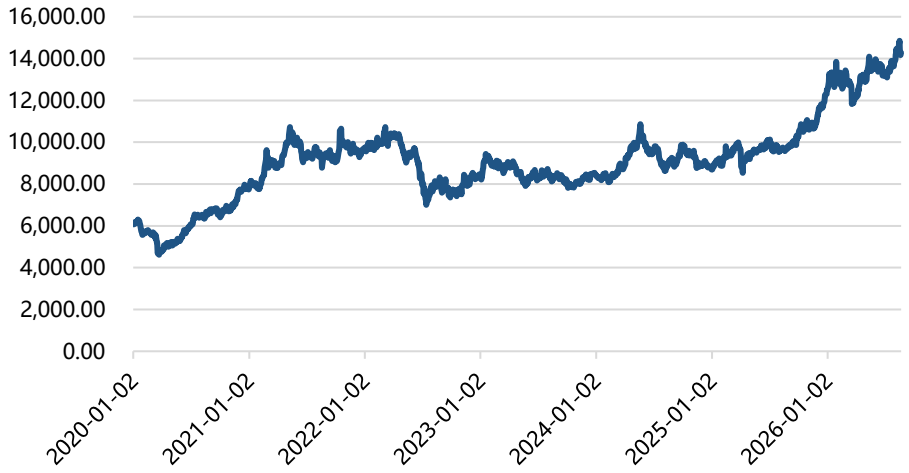
图：存储价格指数变化



图：碳酸锂(电池级,99.5%,国产)平均价



图： LME铜现货结算价

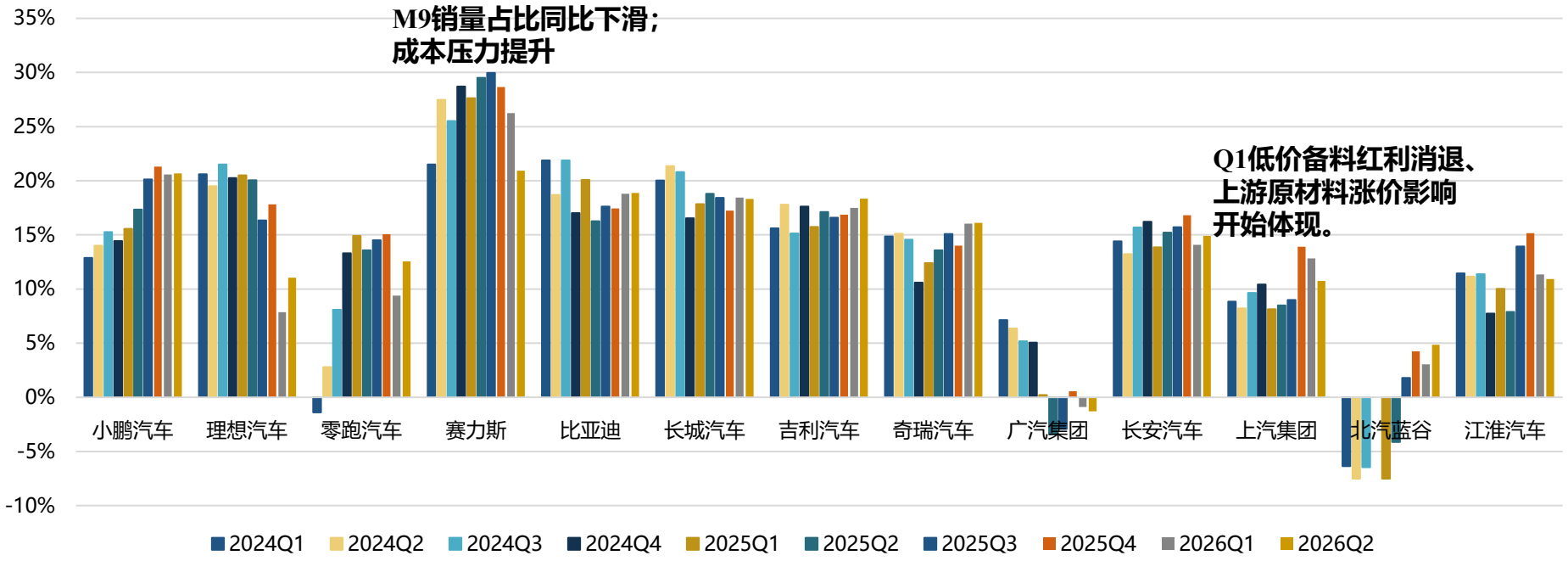


数据来源：Wind，东吴证券研究所

毛利率比较：上游涨价影响显现，出口提供支撑

- **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）。
- **26Q2毛利率普遍环比改善，核心原因为①Q2销量普遍环比改善，规模效应显现**（多数车企）；**②出口提供毛利率重要支撑**（多数车企）。**但部分车企Q1低价备料红利消退，电池/存储等价格涨价对毛利率有负面影响**（赛力斯/上汽集团）。

表：重点车企毛利率（%）



注：毛利率均指公司整体毛利率

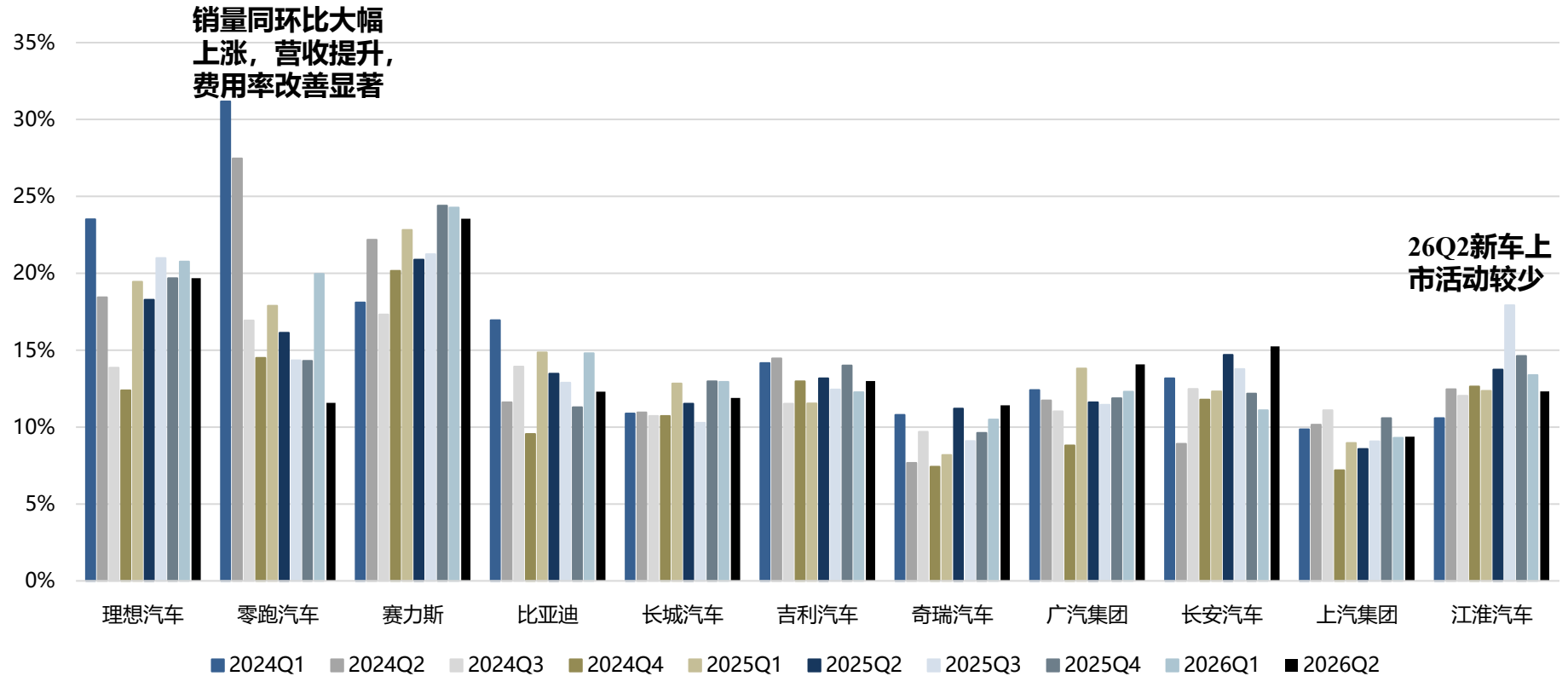
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

费用率比较：根据新车上市节奏及规模变化走势分化

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **26Q2车企期间费用率同比普遍上行，延续前两个季度趋势。**主要原因包括：部分品牌加快海外渠道铺设，以及在国内外进行广宣持续投入；26Q2部分车企对研发开支的资本化率进行调整。**期间费用率环比显著下滑的车企包括零跑汽车/江淮汽车等，核心靠销量规模效应摊薄及新车上市活动较少。**

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： 26Q2人民币升值

- **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%。
- **26Q2底相较于26/3/31人民币兑美元/欧元升值，兑卢比贬值。**

图：银联汇率:100俄罗斯卢布兑人民币



图：中间价:美元兑人民币



图：中间价:欧元兑人民币

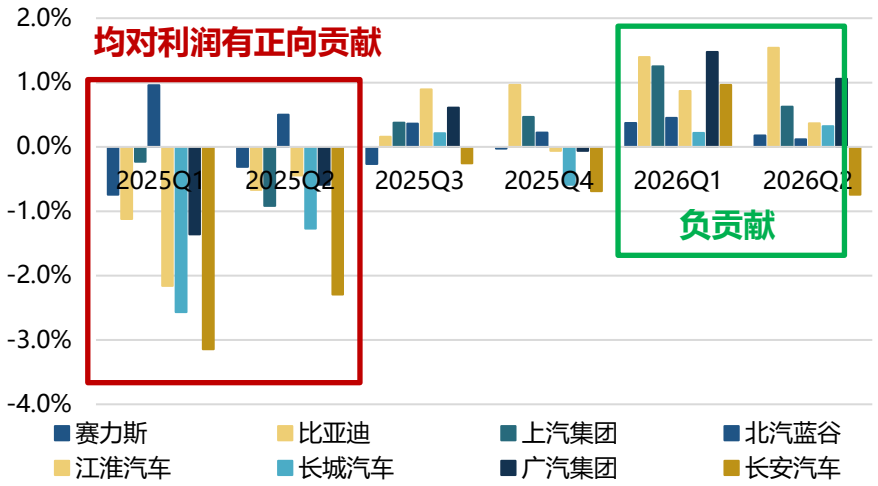


数据来源：Wind，东吴证券研究所

汇兑影响：人民币升值带来较多汇兑损失

- **26Q2底相较于26/3/31人民币兑美元/欧元升值，车企26Q2汇兑损失仍较大，对多数车企利润产生较大负面影响。唯一例外是长安：Q2通过套期保值汇兑产生收益。**

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	2026Q2
赛力斯	-0.2	0.1	-0.3	-1.5	-3.2	-2.2
比亚迪	19.4	12.1	-3.3	-20.5	-20.6	-28.1
长城汽车	10.5	6.5	-1.1	0.3	-2.1	-2.3
广汽集团	3.2	1.7	-1.1	4.6	-1.6	-1.2
长安汽车	10.7	2.6	1.1	-6.6	-3.1	0.4
上汽集团	7.8	19.0	-3.7	-3.3	-13.9	-7.2
江淮汽车	2.2	0.6	-0.8	0.2	-0.9	-0.2

注：此处汇兑损益为根据财务费用/利息收入/利息费用进行近似计算

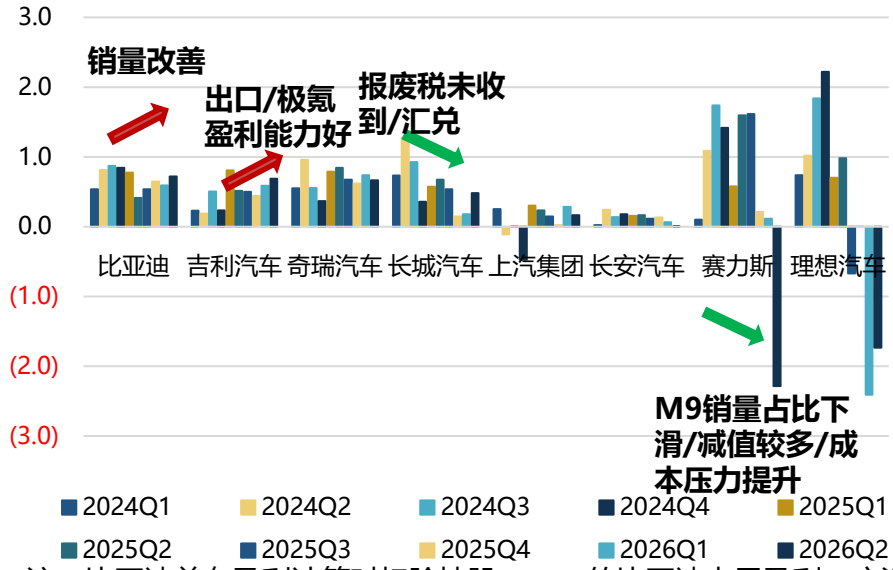
数据来源：各公司公告，wind，东吴证券研究所

净利润比较：单车净利表现分化

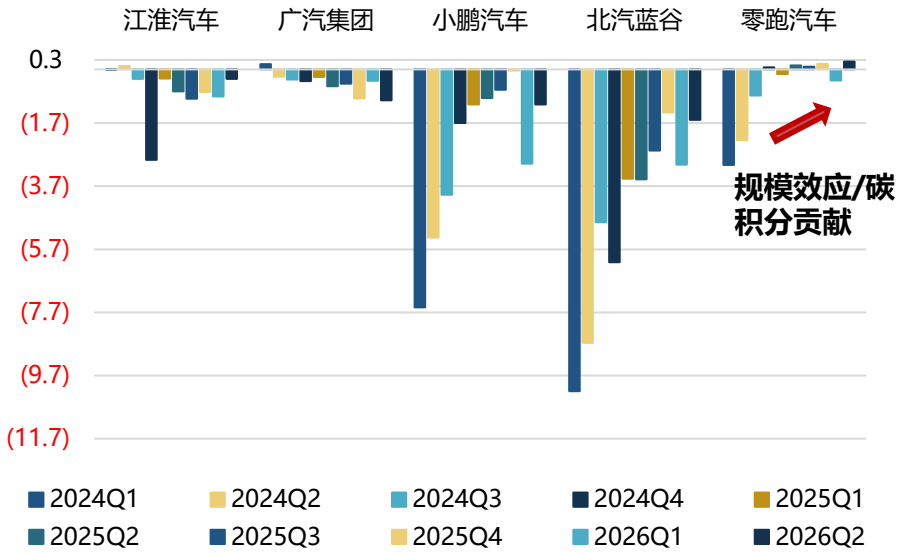
- **出口提供车企核心盈利支撑。**车企单车净利走势表现分化，核心在于：**①产品结构调整方向不一且销量表现存在分化。②出口提供核心盈利支撑**，以奇瑞/吉利/上汽为例，出口增速较快，对冲了部分国内市场压力，海外市场车型定价高于国内、平均带电量低于国内市场、单车存储成本整体也较低，盈利水平远好于国内。**③汇兑影响存在分化，**各车企外汇敞口及风险管理方式存在差别，比亚迪26Q2单季度汇兑损失环比26Q1进一步扩大，对利润拖累较多，而以国内市场为主的车企盈利受汇率波动影响较小。**此外碳酸锂+存储芯片涨价影响在26Q2体现的更为明显，部分车企Q1低价备料红利消退。**

- 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）



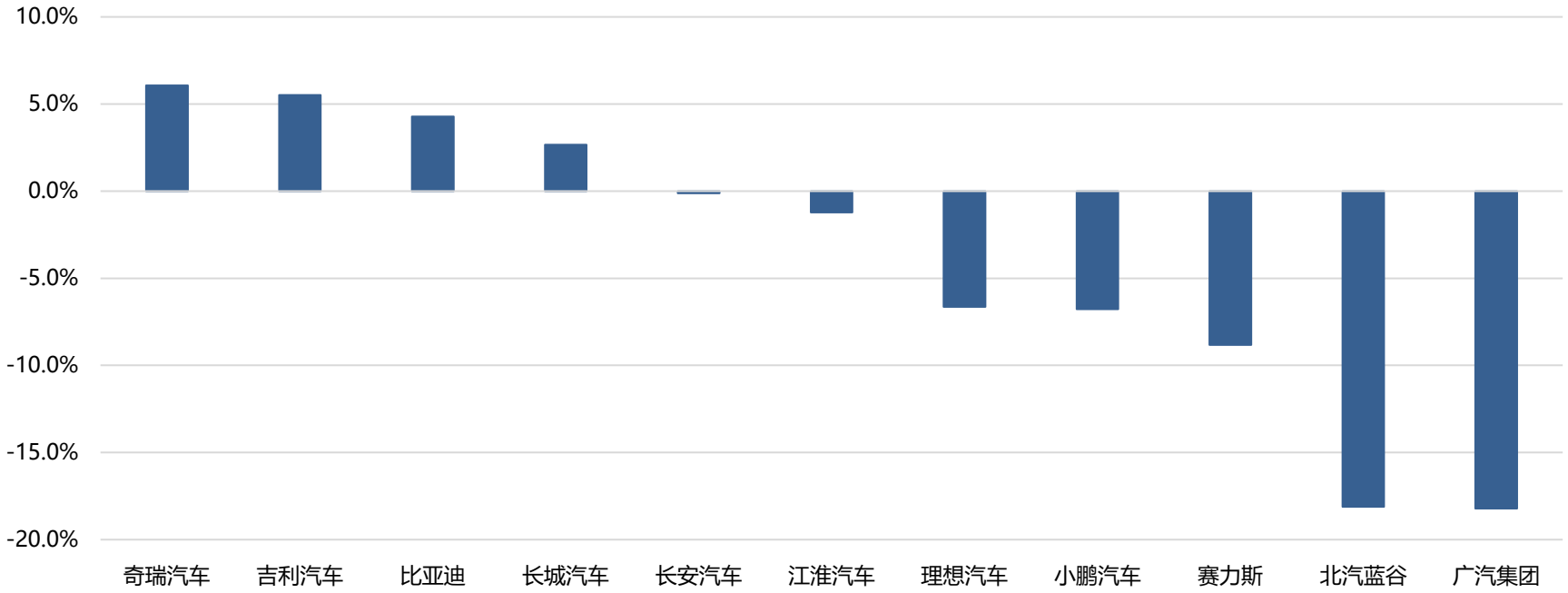
注：比亚迪单车盈利计算时扣除持股65.76%的比亚迪电子盈利，广汽集团/长安汽车/上汽集团单车净利计算均扣除投资收益（即计算自主品牌单车净利）。理想/特斯拉均为经调整利润/销量。上述车企单车盈利均为近似值。

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

车企净利率汇总

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

图：2026Q2重点车企销售净利率/%

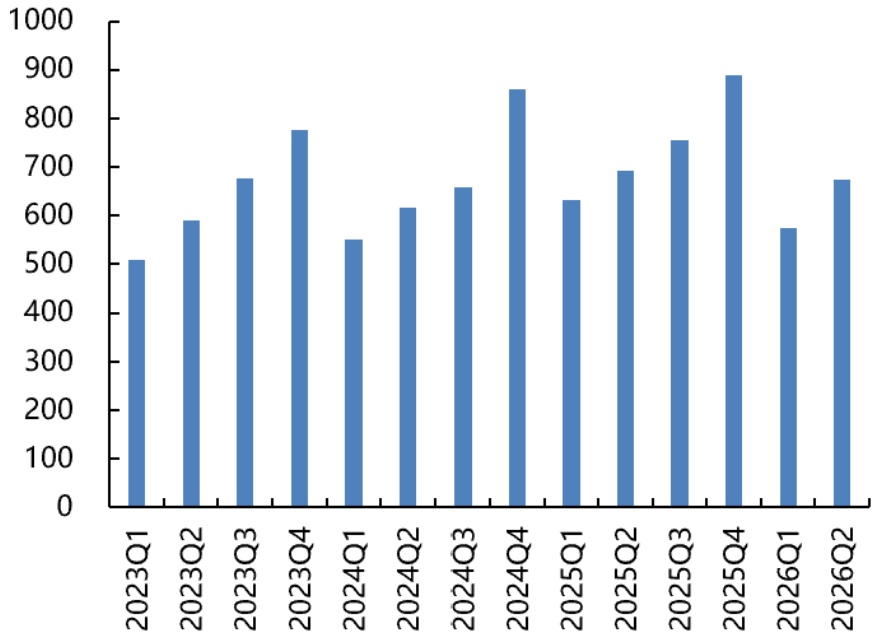


二、零部件：整体韧性，趋势分化

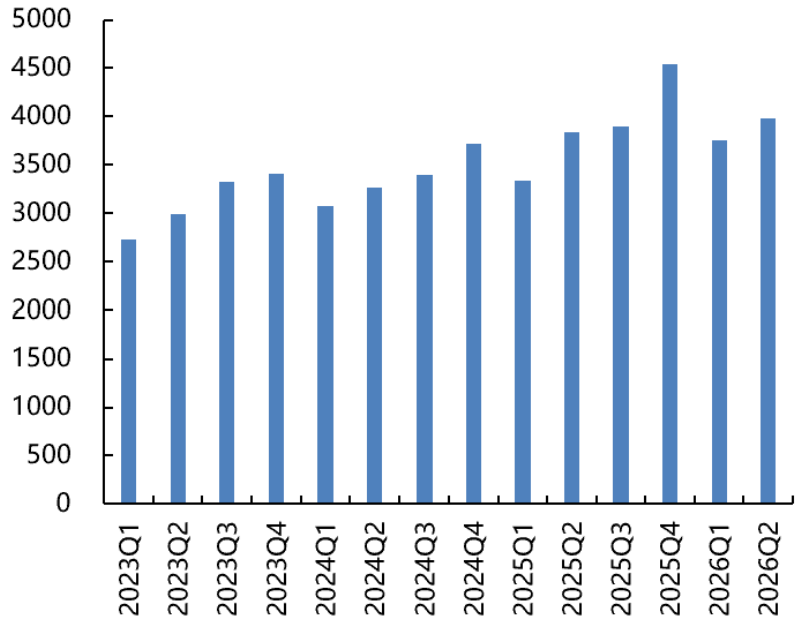
零部件板块2026Q2营收变化趋势与下游产量相匹配

- **国内狭义乘用车行业2026Q2产量同比微降、环比增长。**国内狭义乘用车行业2026Q2实现产量674.54万辆，同比减少2.44%，环比增长17.50%；2026Q1实现产量574.06万辆，同比减少9.08%，环比减少35.38%。
- **申万零部件板块2026Q2营收同环比均增长，与下游乘用车行业产量保持相同趋势。**2026Q2申万零部件板块营收3983.36亿元，同比增长3.98%，环比增长6.09%；2026Q1营收3754.69亿元，环比减少17.35%。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）

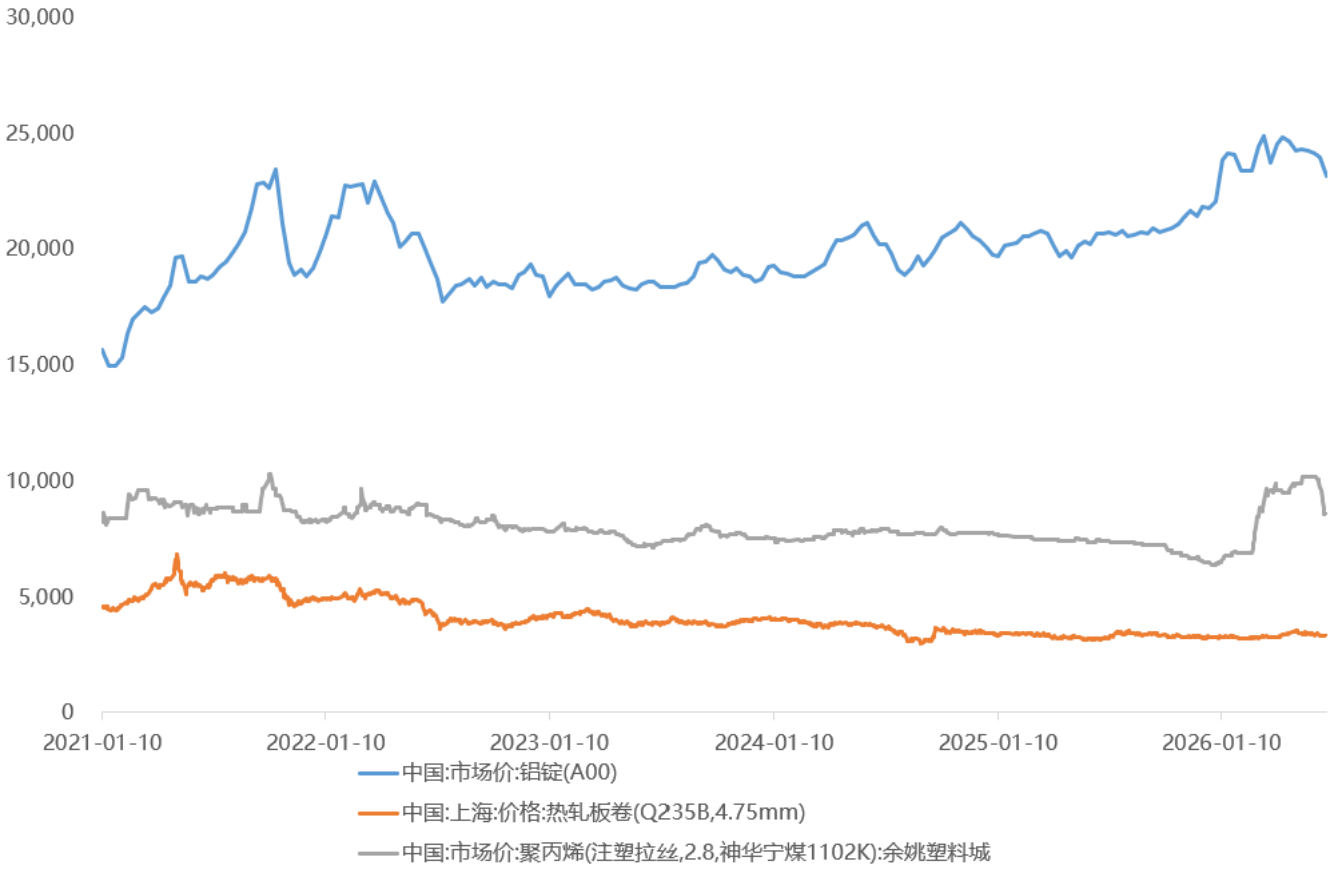


数据来源：乘联会，Wind，东吴证券研究所

外部环境：原材料价格2026Q2同比显著上涨

- **原材料价格：2026Q2均价同比显著上涨。**2026Q2铝锭均价24246.6元/吨，同/环比分别+20.24%/+1.01%；热轧板卷均价3384.9元/吨，同/环比分别+4.70%/+3.74%；聚丙烯均价9770.5元/吨，同/环比分别+30.80%/+29.41%。季末铝/聚丙烯价格较3月末回落2.39%/10.42%，但均价仍处高位。

图：汽车零部件上游主要原材料价格变化情况

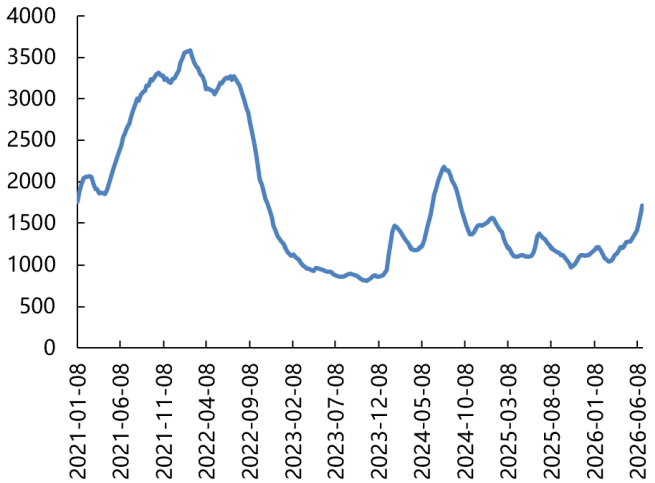


数据来源：Wind，东吴证券研究所

外部环境：海运价格季内大幅上行，美/欧元兑人民币汇率下行

- **2026Q2海运价格大幅上行。**中国出口集装箱运价指数从4月3日1184.70升至6月26日1710.47，涨幅44.38%；Q2均值环比+19.49%。
- **美/欧元兑人民币汇率继续下行。**美元兑人民币中间价从3月末6.919降至6月末6.811，降幅1.57%；欧元兑人民币从7.930降至7.767，降幅2.06%。25Q2汇兑收益高基数下，26Q2出口型公司普遍转为汇兑损失，是影响业绩的核心因素。

图：中国出口集装箱运价指数



图：美元兑人民币中间价



图：欧元兑人民币中间价

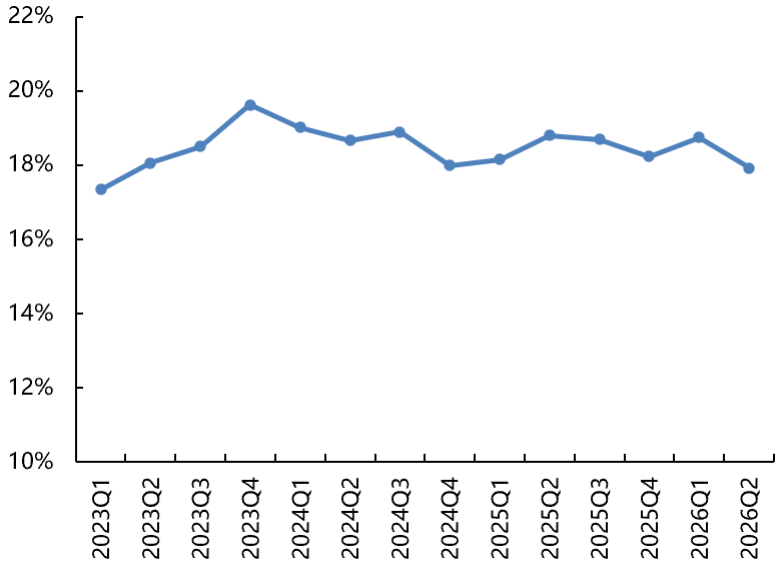


数据来源：Wind，东吴证券研究所

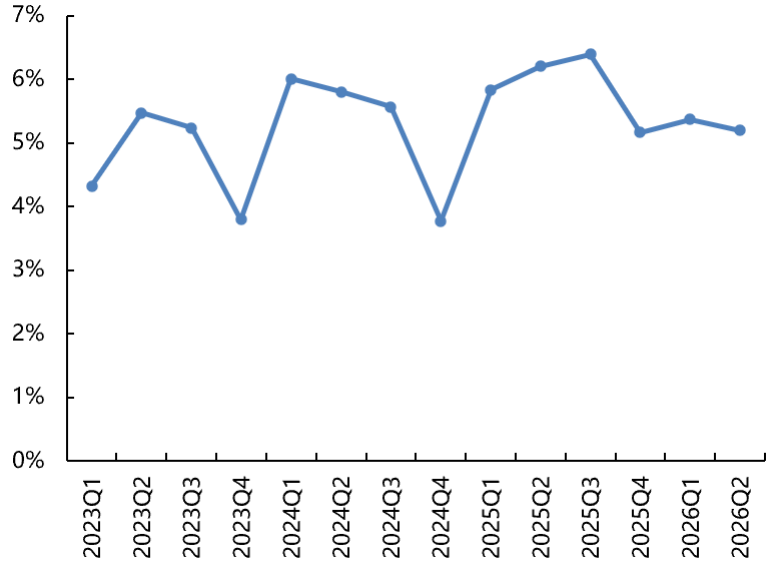
板块财务指标分析：汽零行业盈利中枢小幅下移

- **汽零板块2026Q2毛利率同环比均下滑。**毛利率方面，汽零板块2026Q2实现毛利率17.91%，同/环比分别-0.88/-0.82pct（2025Q2/2026Q1分别为18.79%/18.74%），主要系铝、聚丙烯等原材料价格同比大幅上涨叠加客户年降所致。
- **汽零板块2026Q2归母净利率同比承压，环比基本稳定。**归母净利率方面，2026Q2汽零板块归母净利率为5.19%，同/环比分别-1.01/-0.17pct；归母净利润206.72亿元，同比-12.95%，环比+2.63%。归母净利率同比降幅大于毛利率降幅，主要系财务费用率（汇兑损失）同比上行所致。

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

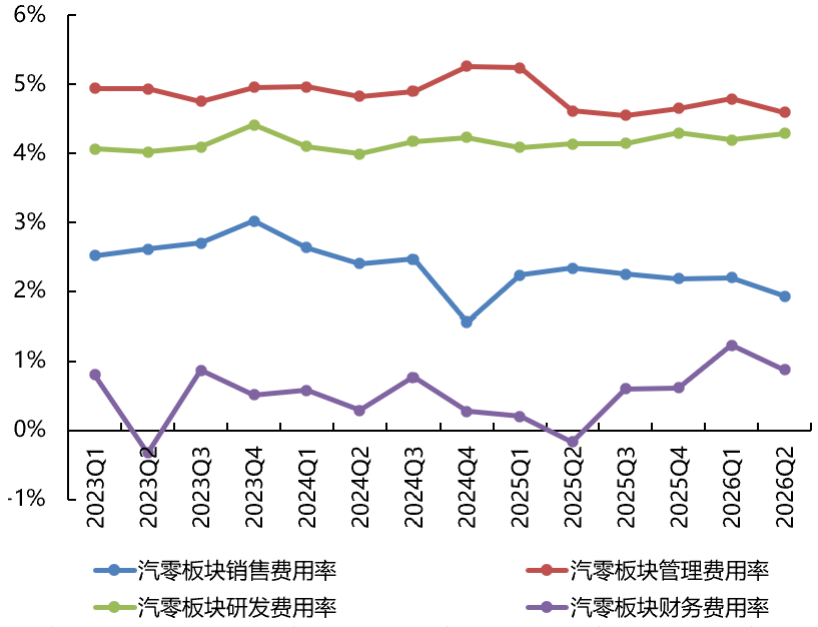


数据来源：Wind，东吴证券研究所

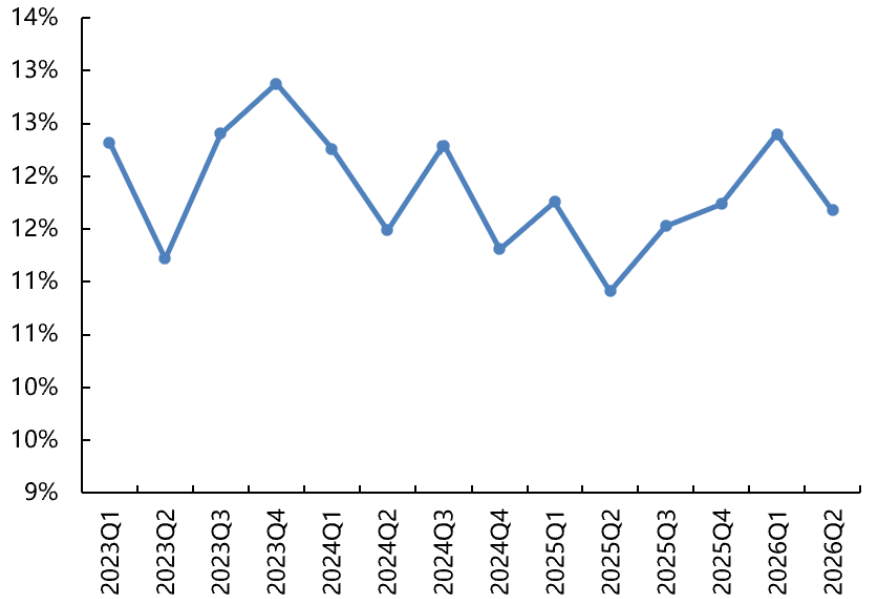
板块财务指标分析：费用率同比上行，汇兑损失是核心拖累

- **汽零板块2026Q2期间费用率同比上升、环比下降。**2026Q2期间费用率为11.68%，同/环比分别+0.77/-0.72pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为1.93%/4.59%/4.29%/0.87%，同比分别-0.41/-0.02/+0.15/+1.04pct。
- **费用率同比上行完全由财务费用（汇兑损失）驱动。**2026Q2板块财务费用34.78亿元，2025Q2为-6.49亿元（人民币贬值带来汇兑收益），同比多增约41亿元；2026Q2人民币兑美元/欧元继续升值，出口型零部件公司普遍确认汇兑损失，是拖累26Q2业绩的核心因素；销售/管理费用率在规模效应下同比持续优化。

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



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.1 智能化零部件：盈利触底修复，出海与新品放量成为主线

2025年至今智能化零部件股价复盘

- **2025年初至今智能化汽零板块整体调整，港股弱于A股。我们按市值加权口径复盘，截至2026/8/24，港股智能化汽零-28.4%、A股智能化汽零-11.7%，同期汽车零部件（申万）+16.2%。**

图：2025年初至今智能化汽车零部件股价复盘（截至2026/8/24，市值加权）

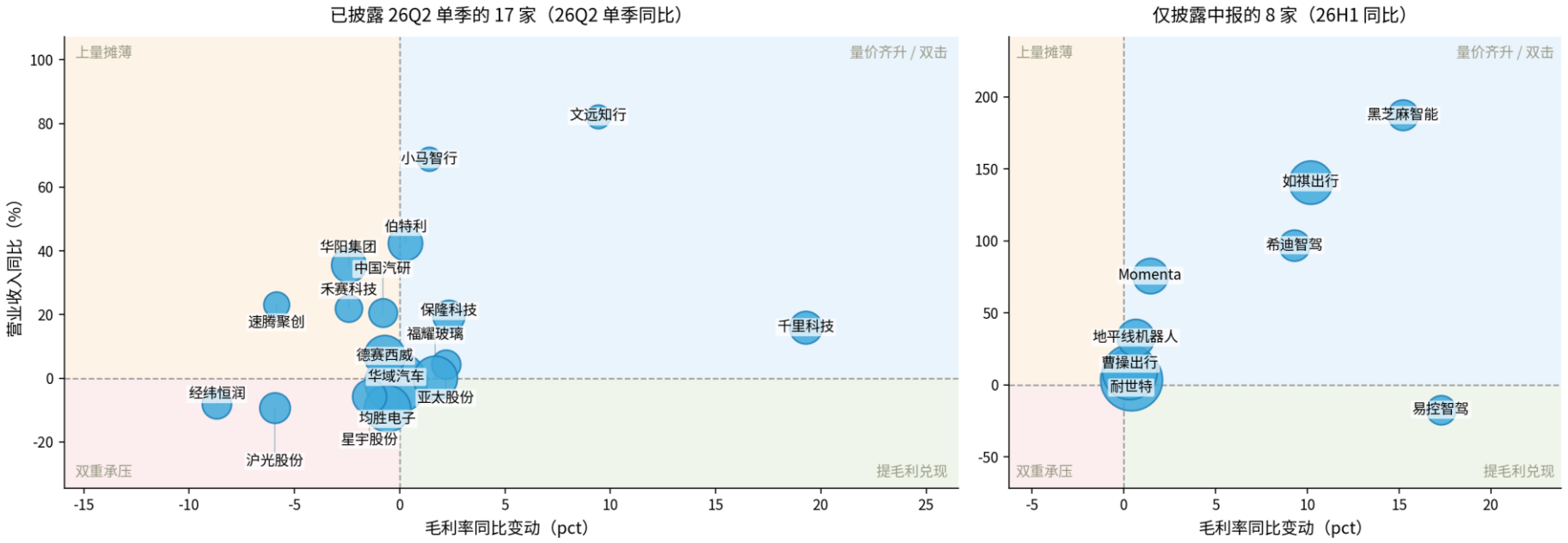


数据来源：wind，东吴证券研究所

智能化个股财务横向比较：四象限有所分化

- **26Q2及26H1已披露的25家智能化标的分两组：17家披露26Q2单季数据，8家仅披露中报。**
- **单季组呈现四条路径：**1）量价齐升，千里科技、伯特利、保隆科技、亚太股份、小马智行、文远知行；2）降本提效，福耀玻璃收入基本持平但毛利率同环比双升；3）上量摊薄，德赛西威、华阳集团、中国汽研、禾赛科技、速腾聚创；4）双重承压，华域汽车、经纬恒润、均胜电子、沪光股份、星宇股份。
- **中报组8家除易控智驾外收入均高增（易控主要受到收入确认方式影响，主业仍维持增长）**：如祺出行/希迪智驾/曹操出行/耐世特/黑芝麻智能/Momenta/地平线机器人同比分别+140.70%/+96.97%/+9.00%/+3.86%/+187.31%/+75.93%/+32.90%，且毛利率同比全部改善；易控智驾营收同比-17.26%，但毛利率由1.70%提升至18.90%，减收增利。

图：26Q2 智能化零部件业绩兑现路径（横轴为毛利率同比变动，纵轴为营业收入同比，气泡大小为总市值）



注：左图 26Q2 单季口径（A股 13 家＋披露季报的小马/文远/禾赛/速腾）；右图 26H1 半年度口径，两图纵轴不可直接比较。★2026-08-31 地平线/黑芝麻/Momenta 中期业绩已披露，已纳入右图。底稿：财务对比底稿_26Q2.xlsx / 兑现路径底稿。

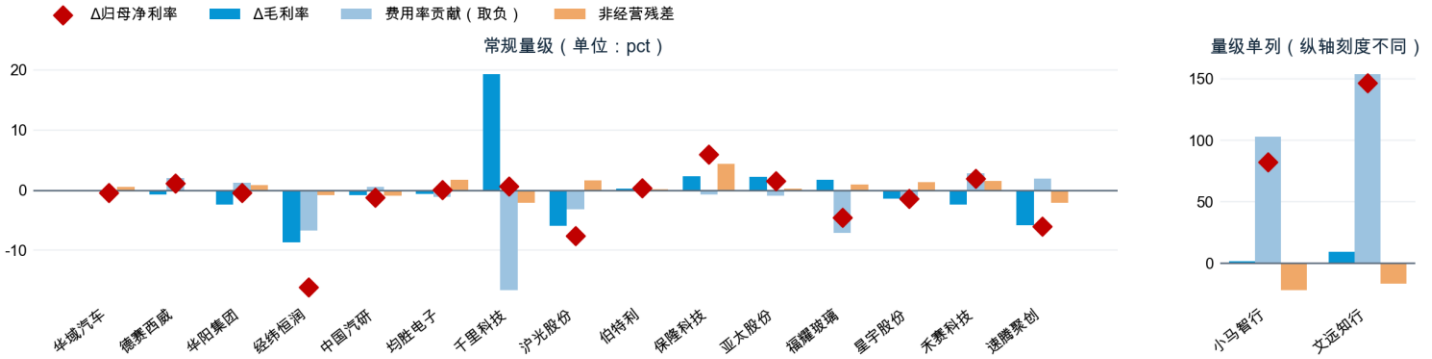
智能化个股业绩归因：多数公司净利率同比提升

- **大部分公司的净利率维持同比稳定，港股及美股 11 家中 10 家净利率同比提升。在我们分析的 25 家标的中，64% 的公司净利率在 26Q2（如不披露则取 26H1）同比保持提升，60% 的公司毛利率同比实现提升，48% 的公司费用率同比实现下降。**

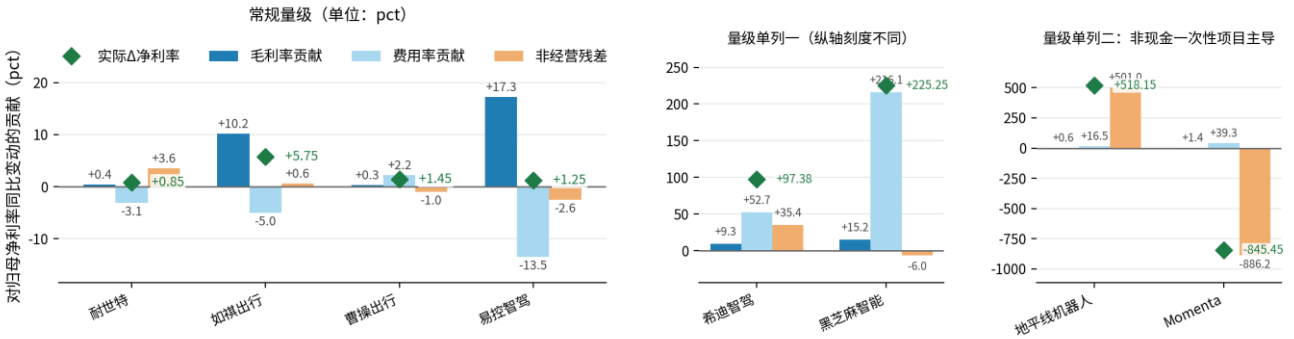
- **在净利率实现提升的公司里：**文远知行、小马智行、希迪智驾、黑芝麻智能、德赛西威主要因为费用率下降；如祺出行、亚太股份、伯特利主要因为毛利率提升；千里科技、易控智驾、禾赛科技的毛利率与费用率对冲、利润中枢基本稳定；保隆科技、耐世特、均胜电子及地平线机器人的改善主要来自非经营项。
- **净利率下降的 9 家中，**经纬恒润、沪光股份、速腾聚创为毛利与费用双重承压；福耀玻璃是唯一毛利率提升而净利率下降的标的，毛利率 +1.68pct 但费用率恶化 7.15pct，残差仅 +0.96pct，下滑几乎全部由汇兑解释；Momenta表观-845pct全部由上市前优先股重估造成，经营层面实为改善。

- **归因方法：**Δ归母净利率 = Δ毛利率−Δ费用率 + 非经营残差（倒轧项）。25家标的中残差绝对值超过1pct的有16家，其中地平线、Momenta为非现金一次性项目、图中已单列。

图：已披露 26Q2 单季业绩的 17 家标的



图：仅披露 26H1 中报业绩的8家标的



营收分析：客户结构分化，新品放量是超额增长的来源

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **下游客户销量分化明显。**26Q2蔚来/特斯拉/小米/奇瑞销量同比分别+49.41%/+32.77%/+26.98%/+17.93%，长安/上汽大众同比分别-23.63%/-43.69%。
- **反映到个股：**1）伯特利26Q2收入显著跑赢，奇瑞/吉利强劲的销量增长有所贡献；2）华阳集团26Q2收入增速明显跑赢，增量主要来自新一代座舱等新产品放量而非客户beta；3）德赛西威营收同比+7.05%，奇瑞/吉利等传统客户的增量对冲了新势力客户的下滑；4）沪光股份营收同比-9.36%，主要受赛力斯/上汽大众销量下滑拖累；5）港股三家26H1已披露，黑芝麻/Momenta/地平线营收同比分别+187.31%/+75.93%/+32.90%，系半年报口径、单列于表下块。

表：重点覆盖标的营收指标及核心客户销量变化（26Q2）

A股 · 单季度口径

标的 / 核心客户	单位	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比
德赛西威	**亿元**	67.92	78.52	76.92	102.21	64.95	**84.06**	+7.0%	+29.4%
理想	万辆	9.29	11.11	9.32	10.92	9.51	9.83	-11.5%	+3.4%
奇瑞汽车	万辆	60.01	61.38	71.58	76.80	58.18	72.38	+17.9%	+24.4%
吉利汽车	万辆	70.38	70.54	76.10	85.44	70.94	70.87	+0.5%	-0.1%
华阳集团	**亿元**	24.89	28.22	34.80	42.57	30.96	**38.27**	+35.6%	+23.6%
长城汽车	万辆	20.68	26.67	31.34	35.46	22.11	26.97	+1.1%	+22.0%
长安汽车	万辆	44.64	39.33	45.96	49.71	32.87	30.03	-23.6%	-8.6%
奇瑞汽车	万辆	60.01	61.38	71.58	76.80	58.18	72.38	+17.9%	+24.4%
吉利汽车	万辆	70.38	70.54	76.10	85.44	70.94	70.87	+0.5%	-0.1%
赛力斯	万辆	4.53	10.70	12.40	15.41	7.02	9.09	-15.1%	+29.4%
保隆科技	**亿元**	19.05	20.45	20.98	27.00	22.40	**24.44**	+19.5%	+9.1%
理想	万辆	9.29	11.11	9.32	10.92	9.51	9.83	-11.5%	+3.4%
蔚来汽车	万辆	4.20	7.21	8.67	12.48	8.35	10.77	+49.4%	+29.0%
伯特利	**亿元**	26.38	25.26	31.93	36.57	26.74	**35.98**	+42.4%	+34.5%
奇瑞汽车	万辆	60.01	61.38	71.58	76.80	58.18	72.38	+17.9%	+24.4%
吉利汽车	万辆	70.38	70.54	76.10	85.44	70.94	70.87	+0.5%	-0.1%
沪光股份	**亿元**	15.43	20.87	22.09	26.52	16.34	**18.92**	-9.4%	+15.8%
上汽大众	万辆	22.82	26.40	26.03	27.16	18.99	14.87	-43.7%	-21.7%
特斯拉	万辆	17.28	19.17	24.19	24.54	21.34	25.46	+32.8%	+19.3%
赛力斯	万辆	4.53	10.70	12.40	15.41	7.02	9.09	-15.1%	+29.4%

港股 · 半年度口径（★2026-08-31 三家中期业绩当日发布）

标的 / 核心客户	单位	2025H1	2025H2	2026H1	26H1同比
地平线机器人	**亿元**	15.67	21.91	**20.55**	+32.9%
理想	万辆	20.39	20.24	19.35	-5.1%
比亚迪	万辆	211.33	243.22	177.74	-15.9%
黑芝麻智能	**亿元**	2.53	5.69	**7.27**	+187.3%
奇瑞汽车	万辆	121.39	148.38	130.56	+7.6%
Momenta	**亿元**	9.11	15.02	**16.02**	+75.9%
比亚迪	万辆	211.33	243.22	177.74	-15.9%

注：标的行=营业收入（亿元），客户行=批发销量（万辆，狭义乘用车 CAR+MPV+SUV）。地平线/黑芝麻/Momenta 为港股半年报口径、无单季数，故单列于下块，其半年度客户销量由两个单季相加。
地平线 26H1 同比 +32.9% 取公告重列口径（D-Robotics 2026-03-31 终止合并，25H1 重列后收入 15.46 亿元），与表内 2025H1 列 15.67 亿元不同源，故「2026H1÷2025H1−1」与同比列不等。

数据来源：公司公告，乘联会，东吴证券研究所

毛利率：A股同比仍有压力，环比大多已实现改善

- **26H1港股及美股11家标的中9家毛利率同比改善。**黑芝麻智能/如祺出行/希迪智驾/文远知行同比分别+15.21/+10.18/+9.28/+5.95pct提升显著；Momenta/地平线机器人/小马智行/耐世特/曹操出行同比分别+1.43/+0.63/+0.59/+0.40/+0.30pct小幅改善；禾赛科技/速腾聚创同比分别-2.54/-4.15pct有所回落。
- **26Q2 A股智能化零部件毛利率同比仍有压力、环比已现改善。**12家标的中同比改善的仅千里科技、保隆科技、福耀玻璃、伯特利四家，同比分别+19.28/+2.33/+1.68/+0.27pct；环比改善面扩大至七家，德赛西威/华阳集团/保隆科技环比分别+0.85/+0.55/+0.72pct。
- **我们判断板块毛利率的下行斜率已明显放缓，环比改善面扩大是积极信号；同时应看到同比层面的分化仍在加大，价格竞争压力尚未系统性缓解，后续更应关注单个公司的产品结构升级能力。**

图：重点覆盖标的毛利率变化情况（港股/美股为半年度，A股为单季度）

港股/美股	2025H1A	2025H2A	2026H1A	26H1同比pct
地平线机器人	65.4%	64.0%	66.0%	+0.63
黑芝麻智能	24.8%	48.2%	40.0%	+15.21
耐世特	11.5%	11.3%	12.0%	+0.40
小马智行	16.3%	15.4%	16.9%	+0.59
文远知行	30.6%	30.1%	36.5%	+5.95
如祺出行	2.2%	16.4%	12.4%	+10.18
曹操出行	8.4%	10.2%	9.0%	+0.30
禾赛科技	42.2%	41.5%	39.7%	-2.54
速腾聚创	25.9%	26.9%	21.8%	-4.15
希迪智驾	17.1%	25.1%	26.4%	+9.28
Momenta	71.8%	71.4%	73.2%	+1.43

A股	25Q2A	25Q3A	25Q4A	26Q1A	26Q2A	26Q2同比pct	26Q2环比pct
华域汽车	11.9%	12.6%	13.5%	12.1%	11.7%	-0.18	-0.43
德赛西威	20.2%	18.5%	17.7%	18.6%	19.4%	-0.71	+0.85
华阳集团	19.5%	18.9%	17.2%	16.5%	17.1%	-2.43	+0.55
经纬恒润	24.6%	22.1%	24.5%	16.3%	16.0%	-8.68	-0.32
中国汽研	45.2%	47.5%	45.5%	46.0%	44.4%	-0.81	-1.58
保隆科技	20.5%	21.3%	19.8%	22.1%	22.8%	+2.33	+0.72
伯特利	19.2%	20.5%	20.4%	19.4%	19.5%	+0.27	+0.03
均胜电子	18.4%	18.6%	18.3%	17.7%	17.8%	-0.58	+0.14
沪光股份	16.6%	15.4%	11.6%	12.5%	10.7%	-5.94	-1.81
千里科技	8.3%	5.5%	16.9%	24.9%	27.6%	+19.28	+2.71
福耀玻璃	38.5%	37.9%	37.0%	37.4%	40.2%	+1.68	+2.79
星宇股份	19.6%	19.9%	20.0%	19.3%	18.2%	-1.44	-1.14

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费用率：环比普遍回落，汇兑成为重要影响因素

- **26H1港股及美股11家标的中9家期间费用率同比下降，主要受益于收入放量带来的规模效应，其中黑芝麻智能/文远知行/小马智行同比分别-216.07/-184.48/-154.40pct摊薄最显著。**
- **26Q2 A股智能化零部件费用率环比明显回落。**12家中八家环比下降，经纬恒润/千里科技/德赛西威环比分别-5.41/-4.99/-3.27pct；千里科技费用率28.17%，同比仍上行16.58pct，主要为智能化研发投入加大所致，同时我们注意到人民币升值带来的汇兑损失对于大多公司的财务费用有所影响（参考下一页）

图：重点覆盖标的26Q2期间费用率变化情况

港股/美股	2025H1A	2025H2A	2026H1A	26H1同比pct
地平线机器人	183.8%	165.7%	167.3%	-16.51
黑芝麻智能	332.1%	169.3%	116.0%	-216.07
耐世特	7.5%	8.5%	10.6%	+3.12
小马智行	347.4%	278.4%	193.0%	-154.40
文远知行	478.0%	227.7%	293.5%	-184.48
如祺出行	10.6%	21.1%	15.6%	+5.01
曹操出行	14.9%	11.3%	12.8%	-2.19
禾赛科技	48.2%	38.1%	35.8%	-12.39
速腾聚创	56.7%	43.1%	50.4%	-6.28
希迪智驾	96.9%	126.5%	44.2%	-52.71
Momenta	138.8%	82.2%	99.4%	-39.34

A股	25Q2A	25Q3A	25Q4A	26Q1A	26Q2A	26Q2同比pct	26Q2环比pct
华域汽车	8.5%	9.1%	8.8%	9.6%	9.3%	+0.77	-0.30
德赛西威	11.3%	12.0%	8.7%	12.5%	9.3%	-2.00	-3.27
华阳集团	12.2%	11.4%	10.4%	12.8%	11.0%	-1.20	-1.83
经纬恒润	22.1%	23.4%	14.7%	34.1%	28.7%	+6.68	-5.41
中国汽研	16.8%	20.2%	21.2%	18.5%	16.2%	-0.55	-2.26
保隆科技	16.2%	16.6%	15.3%	15.9%	17.0%	+0.77	+1.01
伯特利	8.8%	8.4%	7.9%	10.0%	8.9%	+0.03	-1.17
均胜电子	13.6%	14.6%	13.9%	13.9%	14.6%	+1.09	+0.79
沪光股份	6.7%	7.5%	8.6%	9.9%	9.9%	+3.22	+0.07
千里科技	11.6%	13.7%	16.5%	33.2%	28.2%	+16.58	-4.99
福耀玻璃	9.6%	14.2%	15.8%	18.2%	16.8%	+7.15	-1.41
星宇股份	8.9%	8.5%	8.1%	9.4%	9.9%	+0.98	+0.53

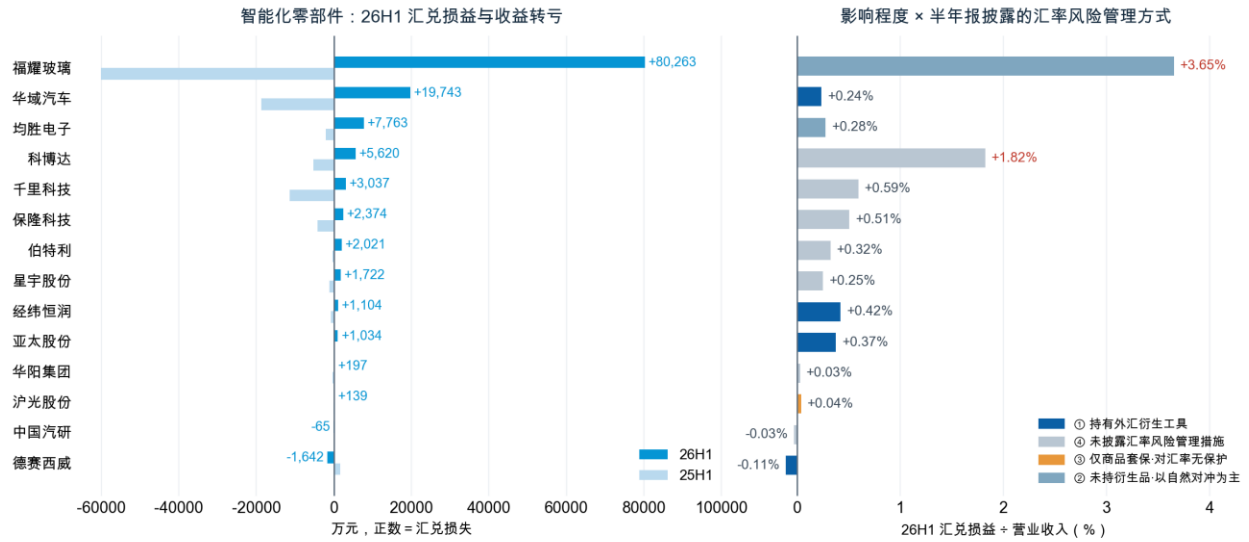
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

汇兑影响：人民币升值导致大多公司确认汇兑损失，与海外收入强相关

- **26H1汇兑损益：**1）14家智能化标的中12家确认汇兑损失，合计12.33亿元，25H1为净收益10.28亿元，同比多增22.61亿元；2）按占营业收入比重，福耀玻璃3.65%、科博达1.82%、千里科技0.59%、保隆科技0.51%居前，德赛西威-0.11%、中国汽研-0.03%逆势录得汇兑收益；3）福耀玻璃26H1汇兑损失8.03亿元，25H1为收益6.02亿元，两期摆动14.04亿元，是其归母净利润同比-18.60%的主因，同期毛利率同比+1.68pct。
- **趋势规律：**1）影响度由海外收入占比而非公司规模决定，华域汽车绝对额1.97亿元居第二、占营收仅0.24%，科博达绝对额居第四、占比却达1.82%；2）12家由汇兑收益直接转为损失，反映汇率单边变动的普遍影响；3）是否对冲与敞口大小并不匹配。

- **汇兑风险管理方式分类原则：我们按半年报是否披露针对汇率的衍生工具、以及是否披露替代性管理手段两个维度，将风险管理方式分为四类，仅记录披露事实，不判断对冲有效性。**

图：智能化零部件26H1汇兑损益与半年报披露的汇率风险管理方式



注：正数＝汇兑损失。右图颜色仅反映半年报披露的事实，不代表对冲有效性——衍生工具损益多计入公允价值变动损益或其他综合收益，与财务费用中的汇兑损益不在同一科目。

数据来源：各公司2026年半年报财务费用附注及衍生品投资情况章节，iFinD，东吴证券研究所

净利率：港股美股10家改善，A股环比改善面达八家

- **26H1港股及美股11家已披露标的中10家归母净利率同比提升。**地平线+518.15pct、黑芝麻+225.25pct、文远知行+168.09pct、小马智行+114.72pct、希迪智驾+97.38pct居前（地平线含终止合并与优先股重估等非现金项）；禾赛科技净利率5.77%、同比+3.61pct延续盈利，耐世特3.68%、+0.85pct。Momenta同比-845.45pct为唯一下降，系上市前优先股重估所致，NON-IFRS净利率-0.88%、同比+44.79pct。
- **26Q2 A股归母净利率同比五家改善、环比改善面达八家。**德赛西威9.32%，同/环比分别+1.16/+2.21pct；保隆科技7.87%，同比+5.93pct弹性最大；千里科技1.09%，同比+0.62pct，26H1归母净利润同比+151%；福耀玻璃19.54%、同比-4.51pct，主因汇兑；经纬恒润、沪光股份盈利仍在承压。
- **板块盈利的下行空间已经不大，环比改善的普遍性明显强于同比，我们认为盈利底部区域基本确认，后续弹性主要取决于新产品放量节奏与费用端优化的持续性。**

图：重点覆盖标的26Q2归母净利率变化情况

港股/美股	2025H1A	2025H2A	2026H1A	26H1同比pct
地平线机器人	-334.0%	-238.9%	184.2%	+518.15
黑芝麻智能	-301.5%	-116.3%	-76.2%	+225.25
耐世特	2.8%	1.6%	3.7%	+0.85
小马智行	-271.2%	-69.4%	-156.5%	+114.72
文远知行	-396.5%	-178.0%	-228.4%	+168.09
如祺出行	-7.5%	-4.7%	-1.7%	+5.75
曹操出行	-5.2%	-1.3%	-3.7%	+1.45
禾赛科技	2.2%	22.8%	5.8%	+3.61
速腾聚创	-19.3%	0.4%	-15.8%	+3.47
希迪智驾	-111.4%	-118.6%	-14.0%	+97.38
Momenta	-186.9%	-116.9%	-1032.3%	-845.45

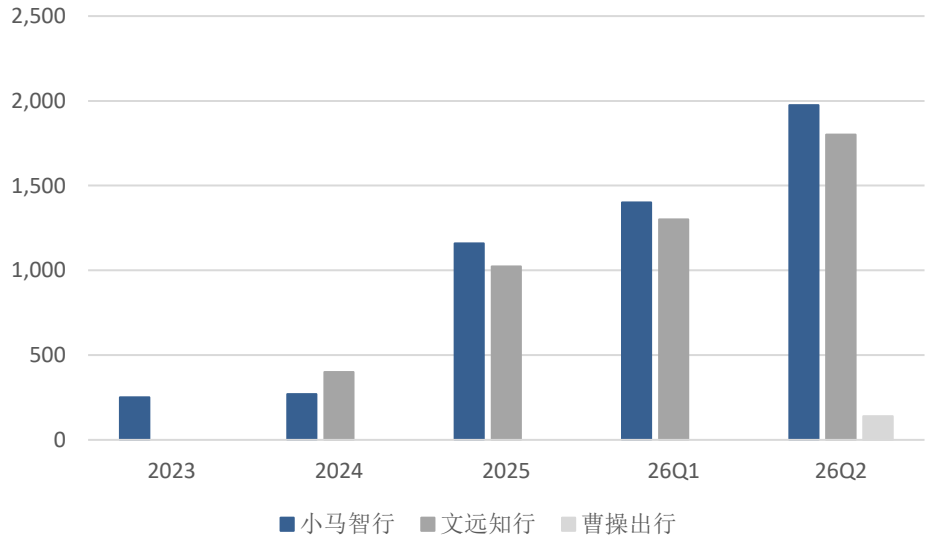
A股	25Q2A	25Q3A	25Q4A	26Q1A	26Q2A	26Q2同比pct	26Q2环比pct
华域汽车	3.6%	3.9%	4.7%	3.1%	3.2%	-0.44	+0.11
德赛西威	8.2%	7.3%	6.5%	7.1%	9.3%	+1.16	+2.21
华阳集团	6.6%	6.3%	5.2%	5.4%	6.2%	-0.43	+0.80
经纬恒润	2.1%	0.8%	7.4%	-15.2%	-14.1%	-16.17	+1.07
中国汽研	22.5%	23.1%	20.2%	20.3%	21.3%	-1.22	+0.97
保隆科技	1.9%	3.0%	0.5%	3.2%	7.9%	+5.93	+4.67
伯特利	10.0%	11.6%	11.4%	10.0%	10.4%	+0.39	+0.32
均胜电子	2.3%	2.7%	1.4%	2.9%	2.4%	+0.03	-0.55
沪光股份	8.8%	6.7%	2.1%	1.9%	1.2%	-7.55	-0.62
千里科技	0.5%	0.8%	1.0%	2.0%	1.1%	+0.62	-0.96
福耀玻璃	24.1%	19.1%	18.0%	16.4%	19.5%	-4.51	+3.11
星宇股份	10.5%	11.0%	10.6%	10.4%	9.1%	-1.40	-1.26

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

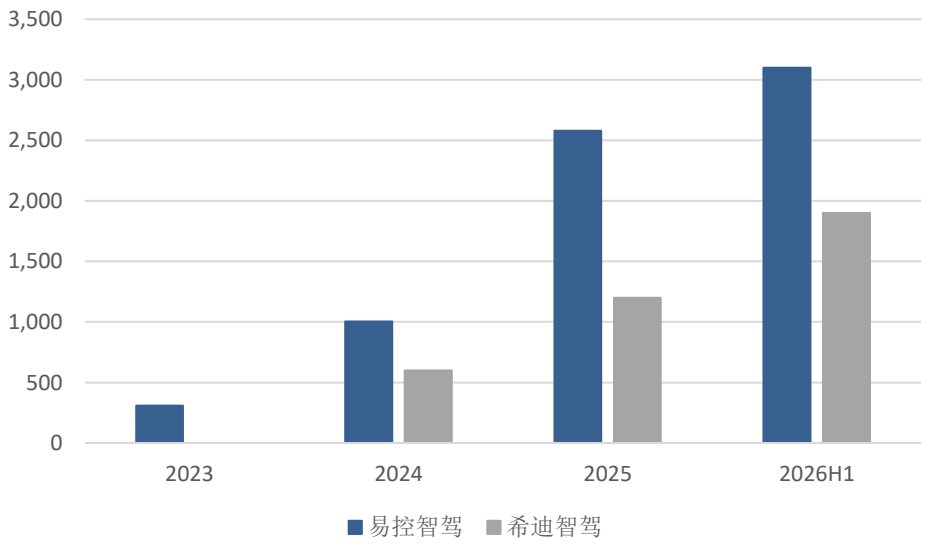
Robotaxi 与无人矿卡：头部企业铺车数量持续增加

- **Robotaxi 与无人矿卡是本轮 L4 商业化落地最快的两个场景，头部企业的在运车队规模已从数百台级跨入千台级，是判断行业景气最直接的先行指标。**
- **Robotaxi：**头部企业车队规模在 2025 年跨过千台门槛。小马智行Robotaxi投放量两年间增长 7.3 倍；文远知行业务覆盖 13 国 60 余城。两家均已给出 2026 年底目标，分别为超 3,500 辆与超 2,600 辆。曹操出行 26Q2 首次披露已部署 140 辆第二代 Robotaxi。
- **无人矿卡：**易控智驾期末在运行无人矿卡由 2023 年末的 308 台增至 26H1 的超 3,100 台，两年半增长约 10 倍，较 25H1 的超 1,600 台接近翻倍，按 26H1 末在运行车队规模计中国市占率超 53%。希迪智驾无人矿卡累计出货至 26H1 超 1,900 台，26H1 出货量同比 +213.57%。无人矿卡商业化闭环得到充分验证。

图：Robotaxi 车队规模（辆，2023 年末至 2026Q2）



图：无人矿卡运营量对比（易控智驾 / 希迪智驾，截至 2026-06-30）



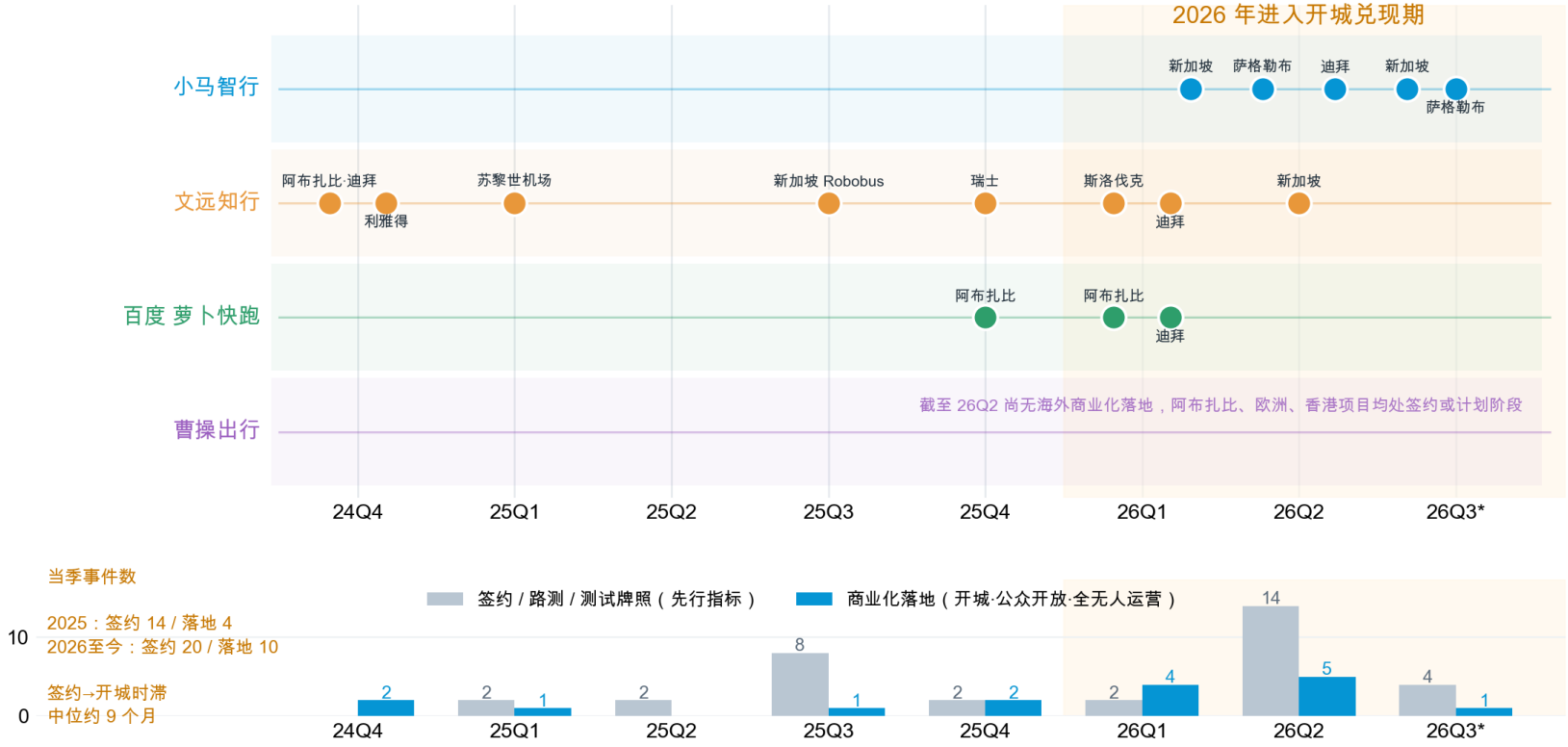
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Robotaxi 出海：2026 年进入开城兑现期

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

◆ **2026年各个Robotaxi公司出海进程明显加速。**

图：Robotaxi 企业海外商业化落地时间轴（开城、公众开放、全无人商业运营，按官宣时点）



注：*26Q3 统计截至 2026-08-28。商业化落地指开城、公众开放、载客或全无人商业运营及正式运营牌照；签约与路测指战略合作、MoU、路测启动与测试牌照。同一城市不同阶段分别计一次；文远知行含 Robobus 与智慧环卫等 L4 产品线。

Robotaxi 海外拓展进展（一）：小马智行、文远知行

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

表：2026年至今公司官宣的海外进展逐条明细（落地指开城、公众开放或全无人商业运营；签约指战略合作、MoU、路测启动与测试牌照）

公司	日期	地区 / 城市	类型	进展内容	来源
小马智行	2026-03-26	克罗地亚	签约	与 Verne、Uber 达成战略合作，将推欧洲首个商业化 Robotaxi	公司公众号
	2026-04-08	新加坡	落地	开启新加坡 Robotaxi 载客运营（康福德高）	公司公众号
	2026-04-09	克罗地亚·萨格勒布	落地	克罗地亚开启欧洲首个商业化 Robotaxi 服务	公司公众号
	2026-04-20	迪拜	落地	无人化 Robotaxi 落地迪拜，2026 迈向商业化运营	公司公众号
	2026-06-09	卢森堡	签约	携手 Bolt、Stellantis 开启 Robotaxi 测试	公司公众号
	2026-06-22	新加坡	落地	接入康福德高 Zig App，面向公众全面开放	公司公众号
	2026-08-14	欧洲 5 城	签约	与 Uber 扩大合作，计划部署超 2,000 辆 Robotaxi	公司公众号
	2026-08-21	克罗地亚·萨格勒布	落地	接入 Uber App，欧洲可直接用 Uber 呼叫小马 Robotaxi	公司公众号
文远知行	2026-03-19	斯洛伐克	落地	斯洛伐克首次迎来无人驾驶，全球版图扩至 12 国	公司公众号
	2026-03-31	迪拜	落地	迪拜首批纯无人 Robotaxi 上路（携手 Uber）	公司公众号
	2026-04-01	新加坡	落地	新加坡首个 Robotaxi 公开运营，携手 Grab 正式发车	公司公众号
	2026-05-26	法国	签约	文远小巴连续第三年护航法国网球公开赛（既有业务延续，非新开城）	公司公众号
	2026-06-02	西班牙·马德里	签约	驶入全球第 12 城，携手 Uber 落地西班牙首个 Robotaxi 服务	公司公众号
	2026-06-10	斯洛伐克	签约	总理会见，L4 自动驾驶车队加速驶入欧洲腹地	公司公众号
	2026-06-17	瑞士·苏黎世	签约	苏黎世为 Robotaxi 开绿灯，与 Uber 落地欧洲第二城	公司公众号
	2026-06-22	香港	签约	右舵时代：与吉利远程、冠忠巴士香港车博会签约	公司公众号
	2026-07-13	全球	签约	L2++ 智驾业务加速出海，一段式端到端方案（博世）	公司公众号
	2026-08-03	丹麦	签约	中国 Robotaxi 首入北欧：丹麦首个商业化共享出行项目，第 6 个欧洲国家	公司公众号

注：落地指开城、公众开放或全无人商业运营；签约指战略合作、MoU、路测启动与测试牌照。同一城市不同阶段分别计一次。

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

Robotaxi 海外拓展进展（二）：百度萝卜快跑、曹操出行

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

表：2026 年至今公司官宣的海外进展逐条明细

公司	日期	地区 / 城市	类型	进展内容	来源
百度 萝卜快跑	2026-01	阿布扎比	落地	与 AutoGo 启动面向公众的全无人运营	公司公告 / 业绩
	2026-01	迪拜	签约	获首个无需安全员的测试许可（+50 张牌照）	公司公告 / 业绩
	2026-03-30	迪拜	落地	启动全无人商业运营，Apollo Go 与 Uber 双平台上线	公司公告 / 业绩
	2026-06	中国香港	签约	获香港首批全无人测试牌照（全球首个右舵左行市场）	公司公告 / 业绩
	2026-06	瑞士	签约	与 PostBus 合作开展公开道路测试（AmiGo）	公司公告 / 业绩
	2026-08-27	伦敦·迪拜·哈萨克斯坦	签约	亮相国际交通展，海外合作方新增 Freenow	权威媒体转述
	2026H1	英国·伦敦	签约	联合 Uber、Lyft 启动开放道路测试	公司公告 / 业绩
	2026H1	哈萨克斯坦	签约	与 Turlov Private Holding 签署战略合作协议	公司公告 / 业绩
曹操出行	2026-06-25	欧洲	签约	与美国 May Mobility 全球战略合作，瞄准欧洲 Robotaxi 试点	权威媒体转述
	2026-06-26	阿布扎比	签约	与 K2 集团签约，计划年内投放首批 Robotaxi	权威媒体转述
	2026-06-26	香港·中东	签约	携 RoboX 全要素生态出海（K2、May Mobility、吉利远程）	权威媒体转述
	2026H1	中国香港	签约	计划与八达通合作成立合资公司	公司公告 / 业绩

注：落地指开城、公众开放或全无人商业运营；签约指战略合作、MoU、路测启动与测试牌照。同一城市不同阶段分别计一次。

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

小马智行：26Q2 Robotaxi收入同比+691%，车队规模突破1,975辆

- **26Q2业绩：**1）Robotaxi业务收入同比+691%；2）26H1毛利率16.90%，同比+0.59pct；3）26H1归母净利率-156.45%，同比改善114.71pct。
- **业绩点评：业绩符合我们预期。**1）26Q2末全球在运车队1,975辆，较2024年末的270辆增长7.3倍，2026年底目标超3,500辆；2）公司披露已锁定海外部署总量超4,000辆；3）海外落地提速，克罗地亚萨格勒布开启欧洲首个商业化Robotaxi服务并于8月接入Uber App，新加坡由载客运营转为面向公众全面开放，迪拜实现无人化落地；4）盈利改善主要来自收入放量对费用率的摊薄，26H1期间费用率193.0%，同比下降154.4pct。

表：小马智行财务报表拆分（亿美元）

PONY.O	2024A	2025A	25Q3A	25Q4A	26Q1A	26Q2A	26Q2同比	26Q2环比
营业收入	**0.75**	**0.90**	**0.26**	**0.29**	**0.34**	**0.36**	**68.8%**	**5.8%**
其中:机器人出租车服务	0.07	0.17	0.07	0.07	0.09	0.12	691.2%	40.9%
其中:机器人卡车服务	0.40	0.41	0.10	0.13	0.10	0.13	40.0%	30.7%
其中:智能解决方案(原许可和应用)	0.27	0.33	0.09	0.09	0.15	0.11	3.9%	-30.1%
毛利	**0.11**	**0.14**	**0.05**	**0.04**	**0.06**	**0.06**	**83.4%**	**14.2%**
毛利率	15.2%	15.7%	18.4%	12.7%	16.2%	17.5%	1.4pct	1.3pct
期间费用	**-2.97**	**-2.75**	**-0.74**	**-0.78**	**-0.64**	**-0.72**	11.4%	12.8%
研发费用	-2.40	-2.17	-0.60	-0.61	-0.48	-0.56	14.7%	17.5%
SG&A费用	-0.57	-0.58	-0.14	-0.17	-0.16	-0.16	1.0%	-1.0%
归母净利润	**-2.74**	**-1.34**	**-0.61**	**0.23**	**-0.50**	**-0.60**	**12.7%**	**18.7%**
归母净利润率	-365.21%	-148.89%	-238.79%	79.65%	-147.17%	-165.22%	82.3pct	-18.0pct
Non-GAAP 净利润	**-1.31**	**-1.79**	**-0.55**	**-0.51**	**-0.41**	**-0.44**	**0.4%**	**8.6%**
【核心经营指标】								
Robotaxi车队规模(辆)		>1,400	961	>1,400	>1,700	1975		

- **风险提示：Robotaxi 行业商业化受政策影响；地缘政治冲击；行业竞争加剧**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

文远知行：26Q2收入同比+82%，海外收入同比+164%

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **26Q2业绩：**1）营业收入同比+82%、环比+103%，其中海外收入同比+164%；2）26H1毛利率36.54%，同比+5.95pct；3）26H1归母净利率-228.43%，同比改善168.09pct。
- **业绩点评：业绩符合我们预期。**1）26Q2末全球在运车队1,800辆，业务覆盖13国60余城，2026年底预计超2,600辆；2）海外落地节奏领先，新加坡首个Robotaxi公开运营、迪拜首批纯无人上路、斯洛伐克开城使全球版图扩至12国；3）马德里、苏黎世、丹麦相继签约，其中丹麦为中国Robotaxi首入北欧、公司进入的第6个欧洲国家；4）26H1期间费用率293.5%，同比下降184.5pct，摊薄效应显著。

表：文远知行财务报表拆分（亿元）

	2024Q3A	2024Q4A	2025Q1A	2025Q2A	2025Q3A	2025Q4A	2026Q1A	2026Q2A	26Q2同比	26Q2环比
营业收入	**0.70**	**1.41**	**0.72**	**1.27**	**1.71**	**3.14**	**1.14**	**2.32**	**82.2%**	**103.3%**
其中：L4业务收入							0.54	1.25	47.3%	130.6%
其中：Robotaxi业务	0.04	0.31	0.16	0.46	0.35	0.51				
营业成本	0.65	0.89	0.47	0.91	1.15	2.25	0.75	1.45	58.3%	94.3%
毛利	**0.05**	**0.51**	**0.25**	**0.36**	**0.56**	**0.89**	**0.39**	**0.87**	**143.3%**	**120.1%**
毛利率	**7%**	**36%**	**35%**	**28%**	**32.9%**	**28.5%**	**34.6%**	**37.5%**	+9.4pct	+2.9pct
研发费用	**2.54**	**3.20**	**3.26**	**3.19**	**3.16**	**4.11**	**3.63**	**4.34**	36.2%	19.5%
研发费用率	363%	227%	450%	251%	185%	131%	319%	187%	-63.3pct	-131.3pct
销售及管理费用	**6.50**	**3.26**	**1.39**	**1.71**	**1.22**	**2.55**	**1.19**	**0.98**	**-42.6%**	**-17.4%**
SG&A率	929%	232%	191%	134%	71%	81%	104%	42%	-92.1pct	-61.9pct
归母净利润	**-10.43**	**-5.92**	**-3.85**	**-4.06**	**-3.07**	**-5.56**	**-3.89**	**-4.01**	**-1.4%**	**3.0%**
归母净利率	-1489%	-421%	-532%	-320%	-180%	-177%	-341%	-173%	+146.7pct	+168.4pct
Non-IFRS净利润	**-2.40**	**-2.45**	**-2.95**	**-3.01**	**-2.76**	**-3.76**	**-3.26**	**-3.39**	**12.6%**	**3.8%**
【核心经营指标】										
全球L4车队规模(辆,含RT/Bus/Van/Sweeper)							约2,800	约3,400		
Robotaxi车队规模(辆)					750	1125	1300	1800		38.5%

- **风险提示：Robotaxi 行业商业化受政策影响；地缘政治冲击；行业竞争加剧**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

曹操出行：26H1收入超百亿，Robotaxi部署140辆

- **26H1业绩：**1）营业收入同比+9.00%，规模超百亿元；2）毛利率8.98%，同比+0.30pct；3）归母净利率-3.68%，同比改善1.45pct，亏损收窄。
- **业绩点评：业绩符合我们预期。**1）截至2026年6月30日已部署140辆预装吉利自动驾驶组件的第二代Robotaxi，计划下半年在境内外继续加投；2）国际化以中国香港及阿联酋为首批重点市场；3）阿布扎比与K2集团签约计划年内投放首批车辆，欧洲联合May Mobility推进试点，中国香港计划与八达通成立合资公司；4）上述三个项目均处签约或筹备阶段，截至26Q2尚无海外商业化落地。

表：曹操出行财务报表拆分（亿元）

单位：亿元	2022A	2023A	2024H1A	2024H2A	2025H1A	2025H1A（经重列）	2025H2A	2026H1A	26H1同比	26H1环比
营业收入	**76.31**	**106.68**	**61.60**	**84.97**	**94.56**	**94.86**	**107.34**	**103.40**	**9.0%**	**-3.7%**
出行服务	74.67	103.00	57.42	78.25	86.00	86.00	99.64	97.92	13.9%	-1.7%
车辆销售	0.32	1.15	3.13	5.53	7.44	7.44	6.75	2.95	-60.3%	-56.2%
其他	1.31	2.53	1.05	1.19	1.12	1.42	0.95	2.52	77.2%	165.8%
出行服务-实收率	**84.1%**	**84.3%**	**80.5%**	**79.7%**	**78.5%**	**78.5%**	**79.9%**	**78.7%**	**0.2pct**	**-1.2pct**
GTV/亿元	88.84	122.13	71.32	98.22	109.54	109.54	124.73	124.45	13.6%	-0.2%
销售成本	79.70	100.52	57.32	77.40	86.60	86.63	96.40	94.11	8.6%	-2.4%
毛利	**(3.39)**	**6.15**	**4.28**	**7.57**	**7.96**	**8.23**	**10.94**	**9.28**	**12.8%**	**-15.1%**
毛利率	**-4.4%**	**5.8%**	**7.0%**	**8.9%**	**8.4%**	**8.7%**	**10.2%**	**9.0%**	**0.3pct**	**-1.2pct**
销售及营销开支	6.39	8.36	5.19	7.03	8.41	8.41	9.62	9.30	10.6%	-3.3%
一般及行政开支	7.44	12.04	3.82	3.80	4.53	4.63	1.59	2.92	-36.8%	84.3%
研发开支	2.25	3.39	1.26	1.09	1.17	1.22	0.89	1.05	-14.0%	17.2%
销售及营销开支率	8.4%	7.8%	8.4%	8.3%	8.9%	8.9%	9.0%	9.0%	0.1pct	0.0pct
一般及行政开支率	9.7%	11.3%	6.2%	4.5%	4.8%	4.9%	1.5%	2.8%	-2.1pct	1.3pct
研发开支率	3.0%	3.2%	2.0%	1.3%	1.2%	1.3%	0.8%	1.0%	-0.3pct	0.2pct
其他收入	0.39	1.40	0.81	1.11	1.13	1.13	1.36	1.36	20.3%	-0.2%
其他收入净额	0.45	0.52	0.14	0.33	0.05	0.06	0.20	0.03		
金融资产减值亏损净额	(0.03)	(0.03)	(0.04)	(0.04)	0.02	0.01	(0.09)	(0.01)		
经营收入	**(18.66)**	**(15.75)**	**(5.07)**	**(2.94)**	**(4.94)**	**(4.82)**	**0.31**	**(2.61)**		
财务收入	0.09	0.17	0.06	0.04	0.02	0.03	0.06	0.07		
财务成本	2.59	3.13	1.66	1.62	1.46	1.49	1.31	1.27		
财务成本净额	2.50	2.96	1.59	1.58	1.44	1.47	1.25	1.20		
按公允价值计入损益的金融负	(0.14)	(0.69)	(0.65)	(0.24)	1.39	1.39	0.00	0.00		
除所得税前利润	**(21.30)**	**(19.40)**	**(7.31)**	**(4.76)**	**(5.00)**	**(4.90)**	**(0.94)**	**(3.81)**		
所得税	1.23	(0.41)	(0.47)	0.07	0.31	0.29	(0.51)	0.01		
归母净利润	**(20.07)**	**(19.81)**	**(7.78)**	**(4.68)**	**(4.68)**	**(4.60)**	**(1.45)**	**(3.80)**		
净利率	-26.30%	-18.57%	-12.63%	-5.51%	-4.95%	-4.85%	-1.35%	-3.67%		
Non-GAAP利润	**(16.51)**	**(9.66)**	**(5.00)**	**(2.24)**	**(3.30)**	**(3.22)**	**(1.79)**	**(3.07)**		

- **风险提示：Robotaxi 行业商业化受政策影响；地缘政治冲击；行业竞争加剧**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

无人矿卡：海外拓展破局，非矿场景打开第二三增长曲线

- **26H1我们关注到头部无人矿卡公司在主营国内无人矿卡部署加速的基础上，积极打开第二三增长曲线：**易控智驾在澳大利亚实现海外首单落地，希迪智驾则沿无人重卡与作业机器人两条线打开非矿场景。海外成熟矿业市场与金属矿、非矿重载场景的打开，意味着无人驾驶的可及市场正从国内露天煤矿向外延伸，是判断两家中期成长空间的关键变量。

表：无人矿卡企业海外拓展与非矿场景进展（截至 2026-06-30）

维度	易控智驾 07687.HK	希迪智驾 03881.HK
海外落地	澳大利亚西澳卡尔古利：与紫金矿业旗下诺顿金田及全球矿业总包商 Thiess 合作，首批 6 台矿卡在哈瓦那露天金矿采坑开启无人运输作业，为该金矿区首个进入真实生产环境的无人矿卡项目；公司是首个在澳大利亚落地的第三方无人驾驶解决方案提供商。	中越浦寨至新清货运专用通道卡口：无人驾驶集卡车队实现常态化运行，跨境货运场景验证为技术国际化奠定基础；已启动澳大利亚、巴西、印尼等资源市场，并逐步向非洲、中亚、中东拓展。
海外投入	计划将全球发售所得款项净额的约 23.0% 用于海外市场拓展及获客。	依托无人重卡与作业机器人产品线同步推进全球化布局，未单独披露海外资金投向比例。
新场景突破	金属矿开启规模商业化：2026 年 5 月在西藏巨龙铜业矿区部署 60 台无人矿卡，为金属矿行业单一矿区规模最大的项目；截至 26H1 在中国市场共服务 5 个金属矿项目。	无人重卡由矿区封闭场景向园区、港口、通关口岸与干线物流延伸；与中国重汽成都王牌联合打造的成都国际铁路港无人集卡方案进入常态化试运行测试。
新业务线	聚焦矿区无人驾驶主业，纯电动车型占比约 35%（公告日已超 40%），成为第一大能源类型。	作业机器人 26H1 出货 34 台；冶炼抱罐机器人已投入使用，井下采矿掘进机器人完成研发待资质验证；智慧交通工程领域累计总出货突破 23,000 台。
在手订单	已下订单、处于交付流程中的无人矿卡超 1,000 台（未计入在运行数）。	境内外大宗短倒无人重卡意向性订单合计超 400 台；2026 年 2 月签订广纳集团 500 辆矿卡订单。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

易控智驾：在运车队接近翻倍，轻资产转型带动毛利率跃升

- **26H1业绩：**1）营业收入5.49亿元，同比-17.26%；2）毛利率18.90%，同比+17.28pct；3）经调整净亏损1.68亿元，同比收窄22.17%。
- **业绩点评：业绩符合我们预期。**1）期末在运行无人矿卡超3,100台，较25H1的超1,600台接近翻倍，按在运行车队规模计中国市占率超53%，另有超1,000台已下订单处于交付流程中；2）收入与车队背离源于商业模式切换，客户提供车队约2,500台、占比约八成，该模式收入占比由62.7%升至65.6%，单车收入结构性下移；3）海外实现突破，与紫金矿业旗下诺顿金田及Thiess合作的澳大利亚项目首批6台矿卡在西澳卡尔古利投入无人运输；4）金属矿开启规模商业化，西藏巨龙铜矿部署60台，为金属矿单一矿区最大项目。

表：易控智驾财务报表拆分（亿元）

07687.HK	2023A	2024A	2025A	2025H1A	2025H2A	2026H1A	26H1同比	26H1环比
营业收入	**2.71**	**9.86**	**14.35**	**6.63**	**7.72**	**5.49**	**-17.3%**	**-28.9%**
其中：客户提供车队模式	1.13	4.53	8.15	4.16	3.99	3.60	-13.4%	-9.7%
其中：公司提供车队模式	1.53	5.20	6.13	2.46	3.67	1.79	-27.1%	-51.1%
其中：矿区数字化解决方案	0.02	0.03	0.01	0.01	0.00	0.07	1078.3%	4433.3%
其中：其他	0.03	0.10	0.07	0.01	0.06	0.03	412.7%	-55.0%
毛利率	**-18.6%**	**7.6%**	**10.1%**	**1.7%**	**17.4%**	**18.9%**	**17.3pct**	**1.5pct**
客户提供车队模式毛利率	6.1%	14.0%	16.0%	9.5%	22.9%	32.3%	22.8pct	9.4pct
公司提供车队模式毛利率	-39.3%	1.4%	1.5%	-11.9%	10.5%	-10.0%	1.9pct	-20.5pct
其他收入-经营	0.01	0.01	0.08	0.03	0.06	0.05	81.8%	-19.1%
销售及营销开支	0.17	0.31	0.46	0.21	0.25	0.20	-4.8%	-22.0%
一般及行政开支	0.37	0.86	1.28	0.60	0.69	0.61	2.7%	-11.0%
研发开支	1.77	2.08	2.71	1.17	1.54	1.56	33.7%	1.5%
经营收入（营业利润）	**-2.81**	**-2.49**	**-2.91**	**-1.83**	**-1.07**	**-1.28**	-30.1%	19.3%
除所得税前利润	-3.34	-3.90	-5.15	-2.36	-2.79	-1.89	-20.2%	-32.3%
所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
净利润（含少数股东）	-3.34	-3.90	-5.16	-2.36	-2.79	-1.89	-20.2%	-32.3%
少数股东损益	—	—	0.02	0.02	0.00	-0.02		
归母净利润	—	—	**-5.18**	**-2.39**	**-2.79**	**-1.87**	-21.6%	-33.0%
净利率			-36.1%	-36.0%	-36.2%	-34.1%	1.9pct	2.1pct
经调整净亏损(Non-GAAP)	**-2.84**	**-3.03**	**-4.84**	**-2.16**	**-2.69**	**-1.68**	-22.2%	-37.6%
【核心经营指标】								
期末在运行无人矿卡(辆,时点)	308	1,003	2,580	>1,600	2,580	>3,100		
其中：客户提供车队(辆)	60	291	1,709	—	1,709	约2,500		
其中：公司提供车队(辆)	248	712	871	—	871	约600		

- **风险提示：矿业资本开支与智能化改造节奏不及预期；大宗商品周期影响矿卡需求；行业竞争加剧**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

希迪智驾：26H1收入接近翻倍，自动驾驶业务同比+107%

- **26H1业绩：**1）营业收入8.04亿元，同比+96.97%；2）毛利率26.37%，同比+9.28pct；3）归母净利润-1.13亿元，同比减亏75.23%，经调整净亏损0.20亿元，同比收窄82.26%。
- **业绩点评：业绩符合我们预期。** 1）26H1自动驾驶业务（矿卡＋物流）收入7.84亿元，同比+107.30%，占总收入约97.5%，是增长的绝对主力；2）智能硬件及服务同比-45.50%，作业机器人作为新设业务线首次贡献收入0.03亿元；3）无人矿卡累计出货超1,900台，26H1出货量同比+213.57%，全球服务近40座矿山、其中7座实现超100台常态化运行；4）非矿场景打开，无人重卡向园区、港口、通关口岸与干线物流延伸，境内外大宗短倒意向订单合计超400台。

表：希迪智驾财务报表拆分（亿元）

03881.HK	2023A	2024A	2025A	2025H1A	2025H2A	2026H1A	26H1同比	26H1环比
营业收入	1.33	4.10	8.85	4.08	4.77	8.04	97.0%	68.6%
其中:自动驾驶(矿卡+物流)	0.74	2.55	8.43	3.78	4.65	7.84	107.3%	68.8%
其中:作业机器人	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03		
其中:智能硬件及服务(原V2X+智能感知	0.58	1.55	0.42	0.30	0.12	0.16	-45.5%	33.3%
营业成本	1.06	3.09	6.95	3.38	3.57	5.92	74.9%	65.7%
毛利	**0.27**	**1.01**	**1.89**	**0.70**	**1.20**	**2.12**	204.0%	77.1%
毛利率	20.2%	24.7%	21.4%	17.1%	25.1%	26.4%	9.3pct	1.3pct
销售及营销开支	0.31	0.64	1.33	0.44	0.89	0.57	29.8%	-35.1%
一般及行政开支	0.98	3.01	4.91	2.00	2.91	1.38	-31.0%	-52.7%
研发开支	0.90	1.93	3.75	1.51	2.23	0.80	-47.0%	-64.1%
经营亏损	-1.77	-4.79	-9.40	-4.09	-5.32	-1.30	-68.2%	-75.6%
归母净利润	-2.55	**-5.81**	**-10.20**	**-4.54**	-5.65	**-1.13**	-75.2%	-80.1%
净利率(归母/营收)	-192.4%	-141.6%	-115.2%	-111.4%	-118.6%	-14.0%	97.4pct	104.5pct
经调整净亏损(Non-IFRS)	**-1.38**	**-1.27**	**-2.42**	**-1.11**	**-1.31**	**-0.20**	-82.3%	-85.0%

- **风险提示：非矿场景需求与政策落地节奏不及预期；矿业资本开支与智能化改造节奏不及预期；大宗商品周期影响矿卡需求；行业竞争加剧**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

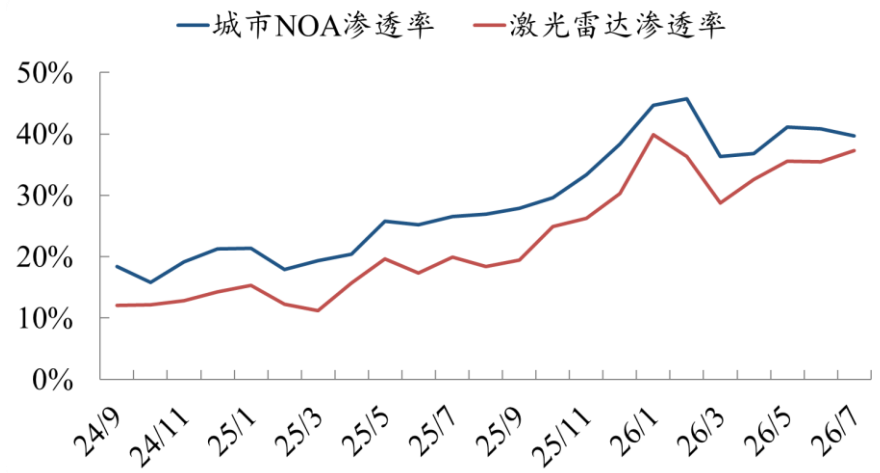
智能化零部件营收/智能化渗透率分析

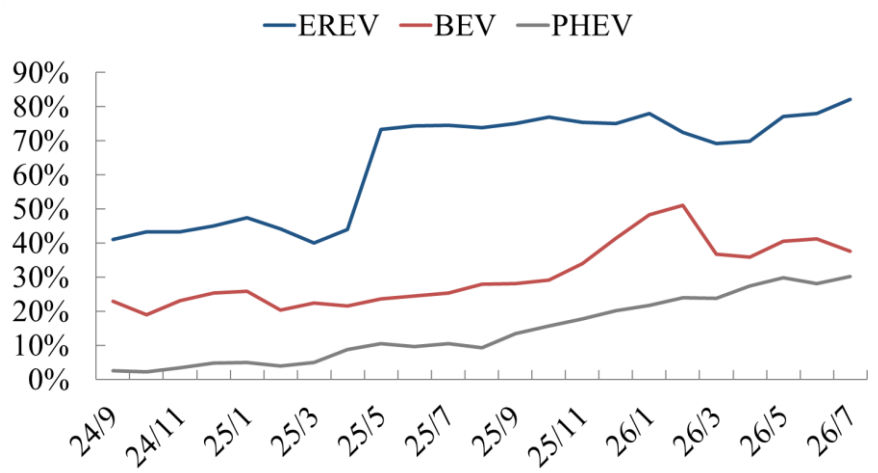
- **行业智能化渗透率高增，驱动智能化汽零收入同比高增长。**
  - 我们测算2025年新能源乘用车中城市NOA渗透率从2024年的11%提升到28%，智驾平权驱动城市NOA渗透率高增。**预计2026/2027年新能源乘用车城市NOA渗透率有望实现55%/73%。**

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）	2024A	2025A	2026E	2027E
国内乘用车销量（万辆）-交强险口径	**2240**	**2273**	**2000**	**2100**
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**	**1200**	**1470**
YOY	47%	16%	-3%	23%
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-地平线及车企自研/万辆		18	140	325
国内新能源乘用车城市NOA智驾渗透率/%	**11%**	**28%**	**55%**	**73%**
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-地平线及车企自研渗透率	0%	5%	21%	30%

图：城市NOA与激光雷达渗透率月度变化





数据来源：公司公告，乘联会，东吴证券研究所

地平线机器人：26H1收入同比+32.9%，毛利率企稳

- **26H1业绩：1）营业收入20.55亿元，同比+32.9%，落在业绩预告19.30~20.80亿元区间内；2）毛利率66.0%，与25H1重列口径持平；3）期间费用率167.3%，同比-16.5pct。**
- 期内利润37.84亿元实现扭亏，但主要来自非经营、非现金项目：终止合并D-Robotics收益27.79亿元与优先股公允价值变动+52.41亿元；经调整口径（Non-IFRS）仍亏损16.71亿元、同比扩大25.4%。D-Robotics已于2026年3月31日终止合并，25H1比较数已重列。
- **业绩点评：符合我们预期。**1）产品解决方案收入9.26亿元、同比+14.8%，授权及服务收入11.29亿元、同比+52.7%，高毛利授权业务占比提升是毛利率企稳的主因；2）车载处理硬件出货221.8万套、同比+12.1%，其中高速NOA出货占比40.6%；3）26H1自主品牌乘用车支持城区NOA芯片份额22.82%（第三方高工口径），较2025年提升近5pct，仅次于英伟达。

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

	2023	2024	2025	2024H1	2024H2	2025H1	2025H2	2026H1	2026H1同比
营业收入（亿元）	**15.52**	**23.84**	**37.58**	**9.35**	**14.49**	**15.67**	**21.91**	**20.55**	**32.9%**
产品解决方案营收（亿元）		**6.64**	**16.22**	**2.22**	**4.42**	**7.78**	**8.44**	**9.26**	**15%**
产品解决方案毛利率	**44.7%**	**46.4%**	**34.5%**	**41.7%**	**48.8%**	**44.2%**	**24.3%**	**36.2%**	**-8.0**
芯片出货（万片）		288.9	401.0	96.0	192.9	198.0	203.0	221.8	12%
芯片单价（元）		229.8	404.5	231.3	229.1	392.9	415.8	417.3	
授权及服务营收（亿元）		16.5	19.4	6.9	9.6	7.4	12.0	11.3	53%
授权及服务毛利率	**89.0%**	**92.0%**	**94.5%**	**93.0%**	**91.3%**	**89.7%**	**97.5%**	**90.4%**	**0.70**
非车解决方案营收（亿元）		0.7	2.0	0.2	0.5	0.5	1.5		
营业成本（亿元）	-4.57	-5.42	-13.33	-1.96	-3.46	-5.43	-7.90	-6.99	33.0%
毛利（亿元）	**10.94**	**18.41**	**24.26**	**7.39**	**11.02**	**10.24**	**14.02**	**13.56**	**32.9%**
毛利率	**70.5%**	**77.2%**	**64.6%**	**79.0%**	**76.1%**	**65.3%**	**64.0%**	**66.0%**	**0.65**
研发费用（亿元）	**-23.66**	**-31.56**	**-51.54**	**-14.20**	**-17.36**	**-23.00**	**-28.54**	**-27.55**	**21.9%**
管理费用（亿元）	**-4.43**	**-6.38**	**-7.26**	**-2.43**	**-3.95**	**-3.07**	**-4.19**	**-3.28**	**18.1%**
销售费用（亿元）	**-3.27**	**-4.10**	**-6.32**	**-1.98**	**-2.12**	**-2.72**	**-3.60**	**-3.55**	**41.4%**
研发费用率	152.4%	132.4%	137.1%	151.9%	119.8%	146.8%	130.3%	134.1%	-12.71
管理费用率	28.5%	26.8%	19.3%	26.0%	27.3%	19.6%	19.1%	15.9%	-3.65
销售费用率	21.1%	17.2%	16.8%	21.2%	14.6%	17.4%	16.4%	17.3%	-0.11
NON GAAP 净利润（亿元）	**-16.35**	**-16.81**	**-28.11**	**-8.03**	**-8.78**	**-13.33**	**-14.78**	**-16.71**	**25.4%**

- **风险提示：整车厂自研芯片趋势影响外部需求；行业价格竞争加剧；消费者对智能化的需求不及预期**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

Momenta：26H1收入同比+75.9%，毛利率73.2%

- **26H1业绩：**1）营业收入16.02亿元，同比+75.93%，其中技术开发服务9.95亿元、同比+81.5%，许可服务6.07亿元、同比+67.5%；2）毛利率73.22%，同比+1.43pct；3）期间费用率99.43%，同比-39.35pct。
- 归母净亏损165.37亿元，其中上市前优先股公允价值变动-163.11亿元为一次性非现金项目；剔除后NON-IFRS净亏损0.14亿元、同比收窄96.6%，已接近盈亏平衡。
- **业绩点评：符合我们预期。**1）量产解决方案累计装载量超100万台，26H1新增32.1万台、同比+83.7%；2）累计量产车型105款、累计定点219个，其中在手未交付定点114个；3）量产车累计真实驾驶里程超130亿公里；4）Robotaxi已在6个城市开展测试或运营。

表：Momenta核心财务指标拆分（半年度口径，单位：亿元）

6880.HK	2023A	2024A	2025A	2025H1A	2025H2A	2026H1A	26H1同比	26H1环比
营业收入	**7.43**	**13.25**	**24.13**	**9.11**	**15.02**	**16.02**	75.9%	6.7%
技术开发服务收入	7.19	10.32	14.45	5.48	8.97	9.95	81.5%	10.9%
许可服务收入	0.23	2.92	9.68	3.63	6.05	6.07	67.5%	0.3%
营业成本	(6.13)	(6.75)	(6.86)	(2.57)	(4.29)	(4.29)	67.0%	0.0%
毛利	**1.30**	**6.49**	**17.27**	**6.54**	**10.73**	**11.73**	**79.4%**	**9.3%**
毛利率	17.5%	49.0%	71.6%	71.8%	71.4%	73.2%	1.4pct	1.8pct
期间费用	(16.89)	(19.85)	(24.98)	(12.64)	(12.34)	(15.93)	26.0%	29.1%
研发费用	(12.81)	(15.08)	(18.69)	(9.80)	(8.89)	(11.63)	18.6%	30.9%
销售、行政及一般费用	(4.08)	(4.76)	(6.29)	(2.83)	(3.45)	(4.30)	51.6%	24.5%
期间费用率	227.4%	149.8%	103.5%	138.8%	82.2%	99.4%	-39.3pct	17.3pct
研发费用率	172.5%	113.9%	77.5%	107.6%	59.2%	72.6%	-35.0pct	13.4pct
SG&A费用率	54.9%	36.0%	26.1%	31.1%	23.0%	26.8%	-4.3pct	3.8pct
营业利润	**(15.59)**	**(13.35)**	**(7.71)**	**(6.10)**	**(1.61)**	**(4.20)**	**-31.2%**	**161.0%**
除税前亏损/利润	(25.59)	(31.99)	(34.29)	(16.99)	(17.30)	(165.03)	871.3%	853.8%
归母净利润	**(25.70)**	**(32.06)**	**(34.58)**	**(17.02)**	**(17.56)**	**(165.37)**	**871.8%**	**841.6%**
净利率	(346.1%)	(242.0%)	(143.3%)	(186.9%)	(116.9%)	(1032.3%)	-845.5pct	-915.4pct
NON-IFRS利润	**(10.93)**	**(9.59)**	**(3.03)**	**(4.16)**	**1.13**	**(0.14)**	-96.6%	-112.5%
NON-IFRS净利率	**(147.2%)**	**(72.4%)**	**(12.6%)**	**(45.7%)**	**7.5%**	**(0.9%)**	44.8pct	-8.4pct

- **风险提示：下游主机厂车型销量与智驾渗透率波动；行业智驾渗透率提升节奏不及预期**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

德赛西威：收入环比回升，费用优化推动盈利改善

- **26Q2业绩：**1）营收为84.06亿元，同/环比分别+7.05%/+29.42%；2）归母净利润为7.83亿元，同/环比分别+22.31%/+69.70%；3）扣非归母净利润为7.49亿元，同/环比分别+14.30%/+57.48%。
- **业绩点评：业绩超我们预期。**1）26Q2毛利率19.45%，同/环比分别-0.71/+0.85pct，同比压力主要来自年降与存储涨价，环比已现改善；2）期间费用率9.26%，同/环比分别-2.00/-3.27pct，一季度费用季节性偏高后正常回落，规模效应显现；3）归母净利率9.32%，同/环比分别+1.16/+2.21pct。

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	2025Q1A	2025Q2A	2025Q3A	2025Q4A	2026Q1A	2026Q2A	26Q2同比	26Q2环比
营业收入	**67.92**	**78.52**	**76.92**	**102.21**	**64.95**	**84.06**	**7.05%**	**29.42%**
智能座舱	94.59		111.26		97.56		3.14%	
智能驾驶	41.47		55.53		39.18		-5.53%	
毛利率	**20.52%**	**20.16%**	**18.51%**	**17.69%**	**18.60%**	**19.45%**	**-0.71%**	**0.85%**
智能座舱	19.75%		18.05%		18.45%		-1.30%	
智能驾驶	19.74%		13.84%		14.50%		-5.24%	
资产减值损失	-0.57	-0.75	-0.41	-2.30	-0.43	-0.77	/	/
信用减值损失	0.55	-0.25	0.15	-0.73	1.53	-1.04	/	/
投资收益	0.80	-0.01	0.05	0.07	0.11	0.06	/	/
公允价值变动净收益	0.04	-0.15	0.00	-0.21	-0.52	0.33	/	/
期间费用	**9.01**	**8.84**	**9.26**	**8.91**	**8.14**	**7.78**	**-11.94%**	**-4.36%**
销售费用	0.71	0.99	0.85	0.14	0.63	0.62	-37.58%	-2.16%
管理费用	1.47	1.15	1.57	2.51	1.35	1.68	45.74%	24.74%
研发费用	6.55	6.71	6.76	6.39	6.07	5.71	-14.87%	-5.83%
财务费用	0.28	-0.01	0.08	-0.14	0.10	-0.22	/	/
期间费用率	**13.27%**	**11.26%**	**12.04%**	**8.71%**	**12.53%**	**9.26%**	**-2.00%**	**-3.27%**
销售费用率	1.04%	1.26%	1.11%	0.13%	0.97%	0.73%	-0.52%	-0.24%
管理费用率	2.17%	1.47%	2.04%	2.46%	2.07%	2.00%	0.53%	-0.07%
研发费用率	9.65%	8.55%	8.79%	6.26%	9.34%	6.80%	-1.75%	-2.54%
财务费用率	0.41%	-0.01%	0.11%	-0.14%	0.15%	-0.27%	-0.25%	-0.42%
归母净利润	**5.82**	**6.40**	**5.65**	**6.66**	**4.61**	**7.83**	**22.31%**	**69.70%**
归母净利润率	8.57%	8.15%	7.35%	6.51%	7.11%	9.32%	1.16%	2.21%
经营性归母净利润	**5.00**	**7.57**	**5.86**	**9.84**	**3.93**	**9.26**	**22.34%**	**135.61%**
经营性归母净利率	7.36%	9.64%	7.62%	9.62%	6.05%	11.01%	1.38%	4.96%
扣非归母净利润	**4.97**	**6.56**	**5.71**	**6.90**	**4.76**	**7.49**	**14.30%**	**57.48%**
扣非归母净利润率	7.31%	8.35%	7.43%	6.75%	7.33%	8.92%	0.57%	1.59%

- **风险提示：下游整车销量波动影响需求；行业智驾渗透率提升节奏不及预期**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

伯特利：线控制动放量，收入与盈利同步高增

- **26Q2业绩：**1）营收为35.98亿元，同/环比分别+42.43%/+34.52%；2）归母净利润为3.73亿元，同/环比分别+47.97%/+38.85%；3）扣非归母净利润为3.26亿元，同/环比分别+34.02%/+28.53%。
- **业绩点评：业绩超我们预期。**1）26Q2毛利率19.46%，同/环比分别+0.27/+0.03pct，量价齐升；2）期间费用率8.88%，同/环比分别+0.03/-1.17pct，规模效应开始显现；3）归母净利率10.36%，同/环比分别+0.39/+0.32pct；4）核心客户奇瑞26Q2销量同比+17.93%，公司收入增速显著跑赢客户beta，增量主要来自线控制动等新产品放量与墨西哥等海外主体贡献；其中26Q2含豫北转向并表约1个月，剔除后营收同比为+31.44%。

图：伯特利业绩拆分（亿元）

603596.SH	2024A	2025A	25Q1A	25Q2A	25Q3A	25Q4A	26Q1A	26Q2A	26Q2(剔除豫北)	26Q2同比	26Q2环比
营业收入	**99.37**	**120.14**	**26.38**	**25.26**	**31.93**	**36.57**	**26.74**	**35.98**	**33.20**	31.4%	24.2%
豫北并表								2.78			
墨西哥工厂		6.96	3.26		3.70		4.59			40.8%	
毛利率	**21.1%**	**19.6%**	**18.0%**	**19.2%**	**20.5%**	**20.4%**	**19.4%**	**19.5%**		**0.25pct**	**0.05pct**
期间费用	-7.86	-9.76	-1.95	-2.23	-2.69	-2.89	-2.69	-3.20		43.5%	19.0%
期间费用率	**7.9%**	**8.1%**	**7.4%**	**8.8%**	**8.4%**	**7.9%**	**10.1%**	**8.9%**		**0.07pct**	**-1.17pct**
销售费用	-0.40	-0.60	-0.11	-0.15	-0.14	-0.20	-0.15	-0.20		33.3%	33.3%
销售费用率	**0.4%**	**0.5%**	**0.4%**	**0.6%**	**0.4%**	**0.5%**	**0.6%**	**0.6%**		**-0.04pct**	**-0.01pct**
管理费用	-2.37	-3.03	-0.67	-0.68	-0.82	-0.86	-0.73	-1.00		47.1%	37.0%
管理费用率	**2.4%**	**2.5%**	**2.5%**	**2.7%**	**2.6%**	**2.4%**	**2.7%**	**2.8%**		**0.09pct**	**0.05pct**
研发费用	-5.76	-6.05	-1.29	-1.57	-1.58	-1.61	-1.41	-1.94		23.6%	37.6%
研发费用率	**5.8%**	**5.0%**	**4.9%**	**6.2%**	**4.9%**	**4.4%**	**5.3%**	**5.4%**		**-0.82pct**	**0.12pct**
财务费用	0.67	-0.08	0.12	0.17	-0.15	-0.22	-0.40	-0.06		-135.3%	-85.0%
财务费用率	**-0.7%**	**0.1%**	**-0.5%**	**-0.7%**	**0.5%**	**0.6%**	**1.5%**	**0.2%**		**0.84pct**	**-1.33pct**
其他经营收益及减值等净额	0.94	2.07	0.38	0.49	0.65	0.55	0.67	0.58		18.4%	-13.4%
归母净利润	**12.09**	**13.09**	**2.70**	**2.52**	**3.69**	**4.18**	**2.69**	**3.73**	**3.66**	45.2%	36.0%
扣非归母净利润	**11.13**	**12.20**	**2.66**	**2.43**	**3.51**	**3.61**	**2.54**	**3.26**	**3.19**	31.3%	25.6%
净利率	12.2%	10.9%	10.2%	10.0%	11.6%	11.4%	10.1%	10.4%		0.4pct	0.3pct

- **风险提示：行业竞争加剧；海外市场与贸易政策影响需求，汇率波动**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

耐世特：26H1盈利能力延续改善

- **26H1业绩：**1）营业收入同比+3.86%；2）毛利率11.95%，同比+0.40pct；3）归母净利率3.68%，同比+0.85pct。
- **业绩点评：业绩超我们预期。**1）盈利能力继续修复，毛利率与归母净利率同比双升；2）期间费用率10.59%，同比+3.12pct，是本期主要的边际拖累项；3）分区域看，亚太与EMEASA仍是核心增长引擎，EMEASA的盈利弹性相对突出。

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

	2024H1A	2024H2A	2025H1A	2025H2A	2026H1A	26H1同比	2025A
营业收入	20.99	21.77	22.42	23.42	23.29	+3.9%	45.84
北美洲	11.19	10.74	11.38	11.52	11.69	+2.7%	22.90
亚太区	5.95	7.43	6.87	7.82	7.08	+3.2%	14.69
欧洲、中东、非洲、南美洲	3.66	3.51	4.01	3.98	4.47	+11.6%	7.99
营业成本	18.88	19.40	19.83	20.78	20.51	+3.4%	40.61
毛利率	10.0%	10.9%	11.5%	11.3%	11.9%	+0.4pct	11.4%
期间费用率	**8.3%**	**7.8%**	**7.4%**	**8.3%**	**7.4%**	-0.0pct	**7.9%**
工程及产品开发费用	0.89	0.91	0.75	0.99	0.72	-4.4%	1.75
销售费用	0.11	0.10	0.11	0.12	0.13	+18.0%	0.22
管理费用	0.72	0.75	0.81	0.89	0.87	+7.3%	1.70
财务费用	0.02	-0.07	-0.01	-0.05	-0.02	/	-0.06
经调整EBITDA	1.97	2.27	2.30	2.42	2.63	+14.1%	4.72
北美洲	0.87	0.91	0.86	0.88	0.86	-0.4%	1.74
亚太区	1.05	1.25	1.16	1.28	1.20	+3.7%	2.43
欧洲、中东、非洲、南美洲	0.07	0.28	0.35	0.34	0.55	+55.9%	0.69
经调整EBITDA率	**9.4%**	**10.4%**	**10.3%**	**10.3%**	**11.3%**	+1.0pct	**10.3%**
北美洲	7.8%	8.5%	7.6%	7.7%	7.3%	-0.2pct	7.6%
亚太区	17.6%	16.9%	16.9%	16.3%	16.9%	+0.1pct	16.6%
欧洲、中东、非洲、南美洲	2.0%	8.1%	8.8%	8.5%	12.2%	+3.5pct	8.6%
税前利润	**0.15**	**1.02**	**0.96**	**0.72**	**1.15**	+20.4%	**1.68**
所得税	**0.18**	**0.24**	**0.27**	**0.29**	**0.25**	-6.8%	**0.55**
所得税率	116.0%	23.9%	27.9%	39.7%	21.6%	-6.3pct	33.0%
归母净利润	0.16	0.46	0.63	0.39	0.86	+35.2%	1.02
归母净利率	0.8%	2.1%	2.8%	1.6%	3.7%	+0.9pct	2.2%

- **风险提示：行业竞争加剧；海外市场与贸易政策影响需求，汇率波动**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

中国汽研：智能网联业务放量，费用端持续优化

- **26Q2业绩：**1）营收为12.33亿元，同/环比分别+20.50%/+52.35%；2）归母净利润为2.63亿元，同/环比分别+11.12%/+59.59%；3）扣非归母净利润为2.59亿元，同/环比分别+15.69%/+73.36%。
- **业绩点评：业绩符合我们预期。**1）26Q2毛利率44.39%，同/环比分别-0.81/-1.59pct；2）期间费用率16.23%，同/环比分别-0.55/-2.26pct，费用端持续优化；3）归母净利率21.30%，同/环比分别-1.22/+0.97pct；4）华东总部基地是本轮资本开支的重点方向，也是智驾检测业务落地的重要依托，投入试运营后有望逐步贡献收入。

表：中国汽研核心财务指标拆分，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

601965.SH	2024A	2025A	2025Q2A	2025Q3A	2025Q4A	2026Q1A	2026Q2A	26Q2同比	26Q2环比
营业收入	**46.97**	**49.67**	**10.24**	**11.14**	**19.42**	**8.10**	**12.33**	20.5%	52.3%
技术服务	41.25	45.81	9.22	10.33	18.33	7.31	11.18	21.3%	53.0%
非技术服务收入及其他	5.35	3.50	1.02	0.81	1.10	0.79	1.15	13.2%	46.3%
毛利率	**44.5%**	**45.9%**	**45.2%**	**47.5%**	**45.5%**	**46.0%**	**44.4%**	**-0.8%**	**-1.6%**
税金及附加	-0.46	-0.54	-0.06	-0.17	-0.14	-0.14	-0.09	55.7%	-32.6%
销售费用	-1.85	-1.89	-0.35	-0.36	-0.93	-0.30	-0.30	-14.1%	0.7%
管理费用	-3.99	-4.00	-0.74	-0.81	-1.83	-0.65	-0.71	-4.7%	7.9%
研发费用	-2.78	-3.47	-0.60	-0.97	-1.31	-0.45	-0.90	50.1%	98.6%
财务费用	0.04	-0.18	-0.03	-0.11	-0.05	-0.09	-0.10	218.5%	4.8%
其他经营收益及减值等净额	-0.46	0.72	0.23	0.43	0.27	-0.05	0.02	-90.0%	-144.0%
营业利润	**11.42**	**13.43**	**3.08**	**3.30**	**4.84**	**2.03**	**3.40**	10.6%	67.3%
利润总额	11.40	13.42	3.10	3.29	4.83	2.04	3.41	10.0%	67.4%
所得税费用	-1.73	-2.12	-0.67	-0.59	-0.53	-0.32	-0.64	-4.0%	103.7%
归母净利润	**9.08**	**10.58**	**2.31**	**2.57**	**3.92**	**1.65**	**2.63**	13.9%	59.6%
扣非归母净利润	**8.69**	**10.02**	**2.24**	**2.25**	**3.88**	**1.49**	**2.59**	15.7%	73.4%
净利率	19.3%	21.3%	22.5%	23.1%	20.2%	20.3%	21.3%	-1.2%	1.0%

- **风险提示：行业周期波动；智驾检测标准与政策落地节奏不及预期**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

千里科技：业务结构向智能化转型，毛利率大幅提升

- **26Q2业绩：**1）营收为27.59亿元，同/环比分别+16.03%/+16.84%；2）归母净利润为0.30亿元，同/环比分别+169.17%/-36.83%；3）扣非归母净利润为0.55亿元，去年同期为-1.57亿元，实现扭亏。
- **业绩点评：业绩符合我们预期。**1）26Q2毛利率27.61%，同/环比分别+19.28/+2.71pct，大幅提升主要受益于业务结构向智能化转型；2）期间费用率28.17%，同/环比分别+16.58/-4.99pct，智能化研发投入加大，同比上行幅度接近毛利率改善幅度；3）归母净利率仅1.09%，同/环比分别+0.62/-0.96pct，盈利改善尚未充分传导至利润端；4）智能驾驶业务收入持续提升，26Q2收入6.5亿元，环比+18.2%。

表：千里科技核心财务指标拆分，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

601777.SH	2025Q1A	2025Q2A	2025Q3A	2025Q4A	2026Q1A	2026Q2A	26Q2同比	26Q2环比
营业收入	**18.07**	**23.77**	**27.62**	**30.53**	**23.61**	**27.59**	**16.1%**	**16.8%**
智能驾驶				3.50	5.50	6.50		**18.2%**
营业成本	-16.58	-21.79	-26.10	-25.36	-17.73	-19.97	-8.4%	12.6%
毛利	**1.49**	**1.98**	**1.52**	**5.17**	**5.88**	**7.62**	**284.7%**	**29.5%**
毛利率	8.2%	8.3%	5.5%	16.9%	24.9%	27.6%	19.3%	2.7%
税金及附加	-0.12	-0.40	-0.49	-0.61	-0.42	-0.56	39.0%	32.3%
销售费用	-0.86	-0.57	-1.02	-0.52	-0.51	-0.74	30.3%	45.6%
管理费用	-0.77	-0.90	-0.93	-0.92	-1.60	-1.40	55.0%	-12.8%
研发费用	-1.34	-1.53	-1.68	-3.66	-5.60	-5.60	266.2%	0.1%
财务费用	0.76	0.25	-0.17	0.06	-0.11	-0.04	-116.1%	-63.5%
营业利润	**0.05**	**0.59**	**-0.52**	**-1.39**	**-0.50**	**-0.14**	-	-
所得税费用	-0.41	-1.33	-0.07	-0.04	-0.08	0.00	-	-
归母净利润	**0.20**	**0.11**	**0.22**	**0.31**	**0.48**	**0.30**	**175.6%**	**-36.8%**
扣非归母净利润	0.23	-1.57	-0.42	-0.79	0.01	0.55	-134.8%	5370.0%
净利率	1.1%	0.5%	0.8%	1.0%	2.0%	1.1%	0.6%	-0.9%

- **风险提示：下游行业周期波动，以及对智能化的需求不及预期**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

禾赛科技：非车端业务进展亮眼且上调该业务全年指引

- **26H1业绩：**1）营业收入同比+21.86%；2）毛利率39.66%，同比-2.54pct；3）归母净利率5.77%，同比+3.61pct，延续盈利。
- **业绩点评：业绩符合我们预期。**1）26Q2单季毛利率同比-2.43pct，但依靠费用率下降兑现了+1.96pct的净利率改善；2）26H1期间费用率35.77%，同比下降12.39pct，是盈利改善的主要来源；3）属于典型的上量摊薄路径，毛利率仍在下行，持续性取决于费用绝对额的控制。4）机器人端弹性突出，SGI业务首度贡献收入。机器人激光雷达14.24万台，同比+193.4%。SGI（战略增长计划，含Kosmo空间智能与机器人动力模组等）本季度实现首笔收入0.45亿元，全年收入指引由原1亿元上修至2–3亿元，并展望2027年收入约1亿美元、同期实现盈亏平衡；动力模组产线已全面投产、截至Q2末交付超1万套并供货Sharpa，2027年出货有望增至六位数；Kosmo样机已于7月交付并获银河通用等订单，有望Q3起确认收入；Picasso 6D全彩SPAD-SoC完成量产准备，搭载其的高阶超远距ETX处于客户验证阶段。

表：禾赛科技核心财务指标拆分，无专门备注的金额单位为亿元，

亿元/人民币	25Q1A	25Q2A	25Q3A	25Q4A	26Q1A	26Q2A
总收入	**5.25**	**7.06**	**7.95**	**10.00**	**6.81**	**8.61**
Yoy	46.3%	53.9%	47.5%	39.0%	29.6%	21.9%
激光雷达ASP（元）	**2,594**	**1,986**	**1,791**	**1,557**	**1,400**	**1,299**
车载出货（万颗）	14.6	30.4	38.1	55.1	35.3	48.6
机器人出货（万颗）	5.0	4.9	6.1	8.0	11.8	14.2
综合毛利率	41.7%	42.5%	42.1%	41.0%	39.1%	40.1%
三费费率	54.8%	43.2%	39.7%	36.9%	43.9%	40.4%
经营利润	-0.33	0.23			-0.09	0.02
其中：激光雷达分部					0.42	0.66
其中：战略增长业务(SGI)分部					-0.51	-0.64
Non-GAAP经营利润	-0.07	0.52			0.21	0.33
归母净利润	**-0.18**	**0.44**	**2.56**	**1.53**	**0.18**	**0.71**
NON-GAAP利润	**0.09**	**0.73**	**2.88**	**1.81**	**0.48**	**1.01**
净利率	-3.3%	6.2%	32.2%	15.3%	2.7%	8.2%

- **风险提示：行业竞争加剧；下游整车智驾渗透率与车型节奏波动；机器人行业需求与下游拓展不及预期**

2.2 传统汽零+成长汽零复盘

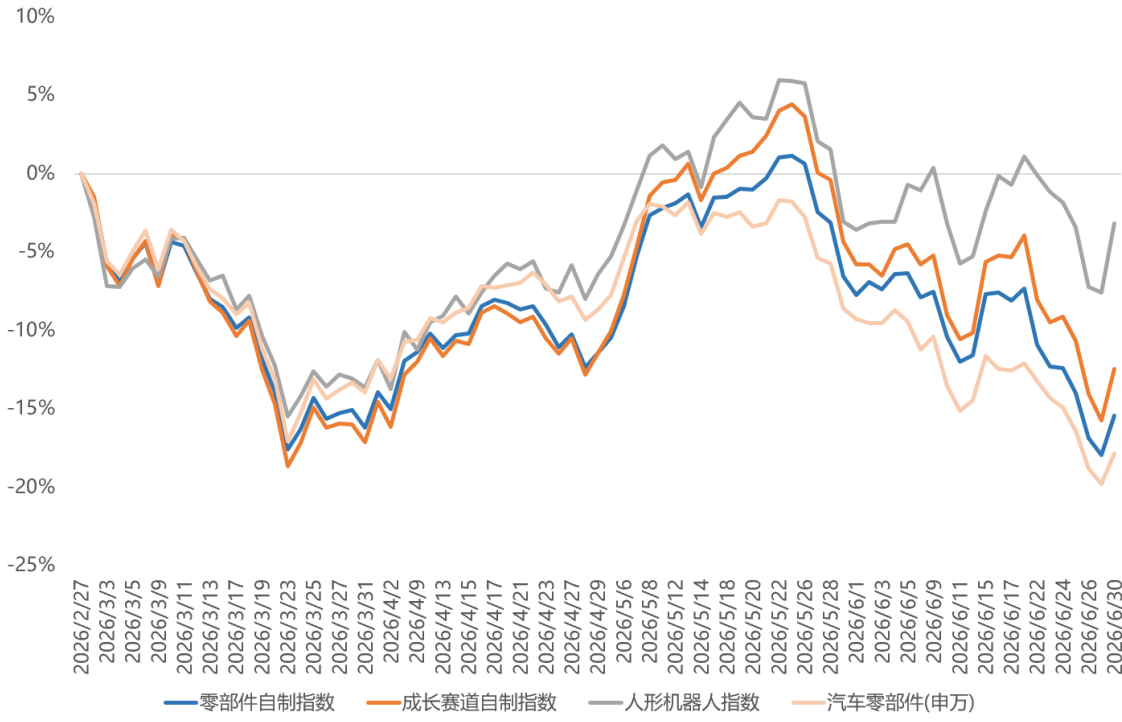
样本为19家零部件企业

- **针对汽车零部件板块，我们选取19家零部件企业进行重点分析。**包括4家传统汽零公司：福耀玻璃、继峰股份、松原安全、沪光股份；15家成长型公司（机器人&液冷&数据中心电源）：潍柴动力、飞龙股份、拓普集团、银轮股份、瑞鹄模具、双环传动、爱柯迪、新泉股份、旭升集团、亚普股份、光洋股份、中鼎股份、岱美股份、星源卓镁、敏实集团。
- **以2026/02/27-2026/06/30股价来看，申万汽零指数下跌17.86%，我们构建的零部件自制指数（19家企业等权）下跌15.42%，成长赛道自制指数下跌12.44%。**其中，股价显著跑赢行业的公司有：飞龙股份（+50.79%）、岱美股份、银轮股份、双环传动、潍柴动力、光洋股份；星源卓镁、沪光股份、敏实集团、亚普股份跌幅较大。

图：重点公司26Q2涨跌幅

标的		26Q2累计	26Q2超额
传统汽零	福耀玻璃	-14.77%	3.09%
	继峰股份	-17.01%	0.85%
	松原安全	-33.31%	-15.45%
	沪光股份	-41.22%	-23.36%
成长赛道	潍柴动力	-2.19%	15.67%
	飞龙股份	50.79%	68.65%
	拓普集团	-16.24%	1.61%
	银轮股份	2.36%	20.22%
	瑞鹄模具	-20.79%	-2.94%
	双环传动	0.22%	18.07%
	爱柯迪	-17.65%	0.21%
	新泉股份	-17.49%	0.37%
	旭升集团	-28.68%	-10.83%
	亚普股份	-34.48%	-16.62%
	光洋股份	-4.00%	13.85%
	中鼎股份	-17.34%	0.51%
	岱美股份	3.81%	21.67%
	星源卓镁	-45.10%	-27.25%
	敏实集团	-39.79%	-21.93%
指数	零部件自制指数	-15.42%	2.44%
	汽车零部件(申万)	-17.86%	0.00%

图：申万汽车零部件指数及重点公司指数涨跌幅（相较于2026年2月27日）



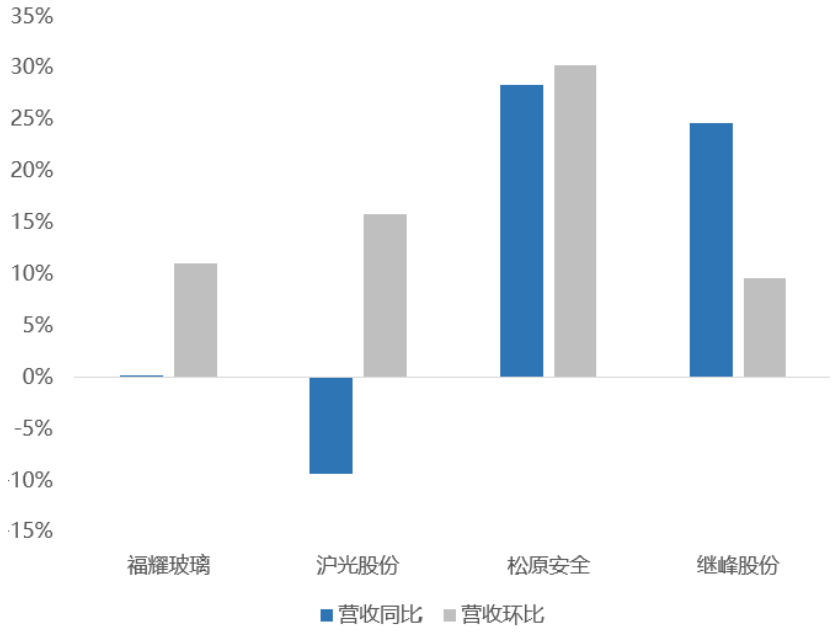
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2.1 传统汽零复盘

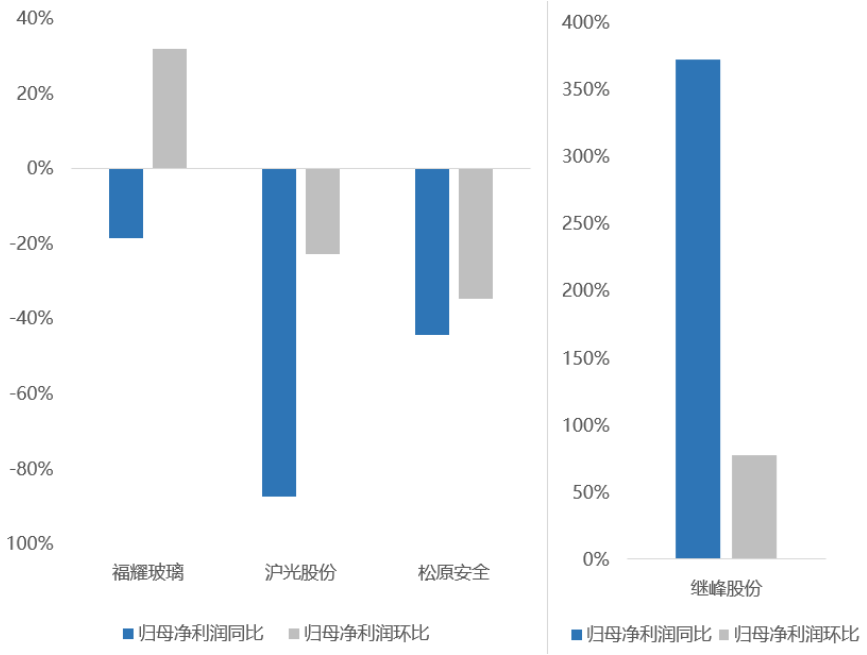
覆盖标的（传统汽零）营收分析

- **覆盖标的（传统汽零）2026Q2营收环比均增长，同比表现分化；归母净利润同比多数下滑。**
- **营收方面：**26Q2同比表现较好的有松原安全（+28.32%）、继峰股份（+24.61%），福耀玻璃基本持平（+0.18%，环比+11.00%），沪光股份同比下滑（-9.36%，环比+15.79%）。**归母净利润方面：**继峰股份同比+372.28%、环比+77.32%表现最佳；福耀玻璃同比-18.60%（汇兑损失同比多增）但环比+31.97%；松原安全（-44.27%）、沪光股份（-87.26%）同比下滑明显。
- **26Q2业绩变动主因：**继峰股份受益于乘用车座椅业务放量+格拉默降本增效；松原安全气囊/方向盘放量带动营收高增，但毛利率下滑+研发投入加大使利润承压；沪光股份产品售价承压+铜价上涨双向挤压盈利；福耀玻璃主业稳健，利润下滑主要系25Q2汇兑收益高基数。

图：重点覆盖标的（传统汽零）营收指标



图：重点覆盖标的（传统汽零）归母净利润指标

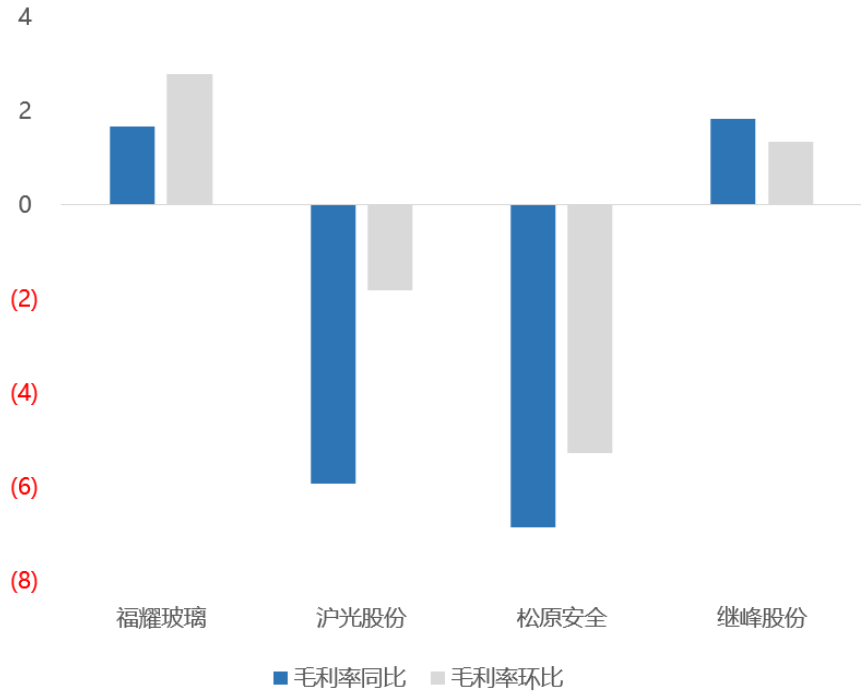


数据来源：Wind，东吴证券研究所

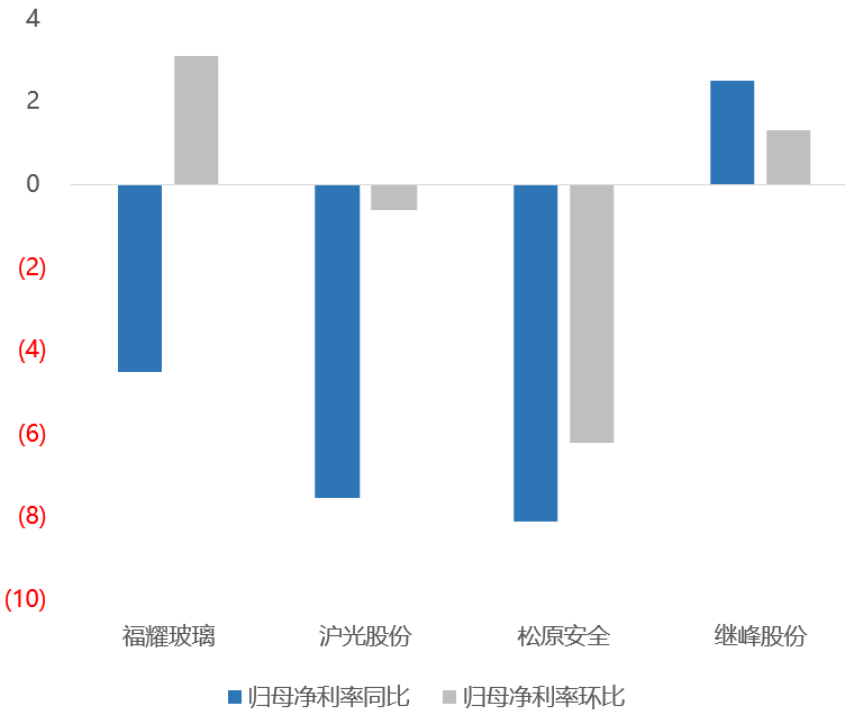
覆盖标的（传统汽零）盈利能力变化趋势

- **整体上看，2026Q2传统汽零公司毛利率分化明显：**原材料价格同比大幅上涨背景下，松原安全、沪光股份毛利率同比下滑，福耀玻璃、继峰股份逆势提升。
  - **毛利率整体表现较好：**福耀玻璃（40.17%，同/环比+1.68/+2.79pct，高附加值产品占比持续提升+提质增效）；继峰股份（16.23%，同/环比+1.84/+1.35pct，格拉默降本增效+座椅业务规模效应）。
  - **毛利率整体表现较差：**松原安全（22.28%，同/环比-6.86/-5.28pct，各品类毛利率同比下滑+低毛利方向盘占比提升）；沪光股份（10.69%，同/环比-5.94/-1.81pct，产品售价下行+铜价上涨）。

图：重点覆盖标的（传统汽零）26Q2毛利率变化情况（pct）



图：重点覆盖标的（传统汽零）26Q2归母净利率变化情况（pct）

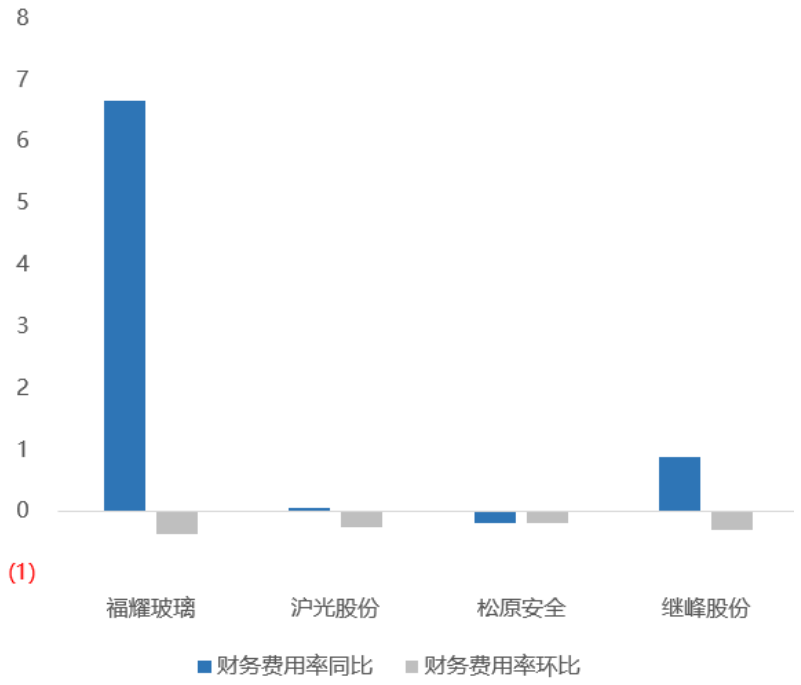


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

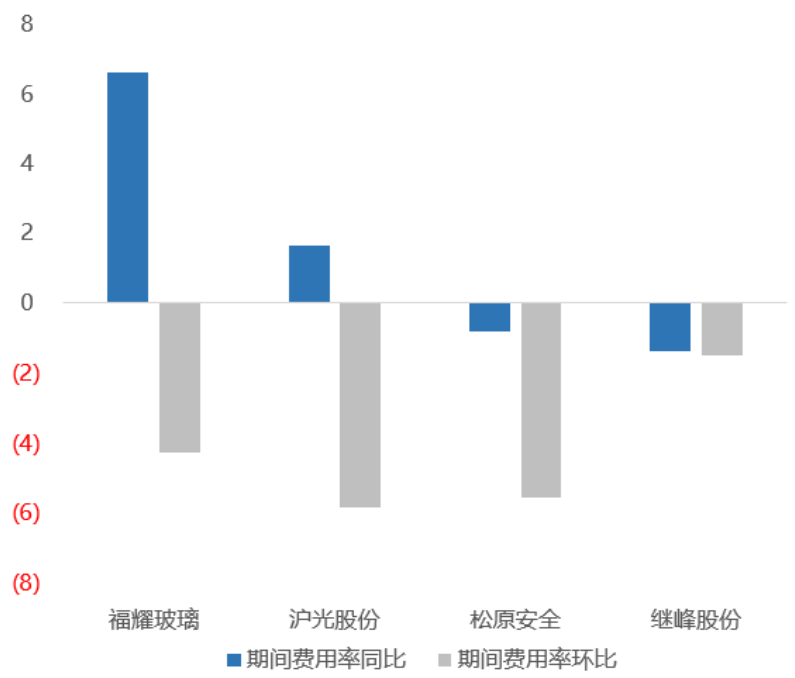
覆盖标的（传统汽零）期间费用率变化情况

- **受人民币升值带来汇兑损失影响，传统汽零公司2026Q2财务费用率同比普遍上升；环比受益于营收规模效应，期间费用率多数下降。**
- **费用率同比增加较多：**福耀玻璃（财务费用率同比+7.15pct，25Q2汇兑收益5.25亿元转为26Q2财务费用2.43亿元，期间费用率同比+6.62pct）；沪光股份（期间费用率同比+1.66pct，研发费用率同比+2.23pct，研发投入加大）。
- **费用率同比下降：**继峰股份（期间费用率同比-1.35pct，格拉默经营改善+管理费用率优化）；松原安全（期间费用率同比-0.82pct，规模效应）。

图：重点覆盖标的（传统汽零） 26Q2财务费用率变化情况（pct）



图：重点覆盖标的（传统汽零） 26Q2期间费用率变化情况（pct）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

福耀玻璃：主业稳健向上，汇兑损失拖累表观利润

- **26Q2业绩：**1）营收为115.58亿元，同/环比分别+0.18%/+11.00%；2）归母净利润为22.59亿元，同/环比分别-18.60%/+31.97%；3）扣非归母净利润为22.36亿元，同/环比分别-17.77%/+36.14%。
- **业绩点评：**1）主业稳健：26H1汽车玻璃收入202.70亿元，同比+3.75%，毛利率32.45%，同比+1.55pct；主营毛利率38.30%，同比+1.79pct；2）智能全景天幕、可调光、抬头显示等高附加值产品占比同比提升8.03pct，是营收增长的主要驱动；3）26H1汇兑损失8.03亿元（去年同期汇兑收益6.02亿元），是归母净利润同比下滑的主因；26Q2研发费用率4.56%，同比+0.58pct。
- **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：福耀玻璃核心财务指标

福耀玻璃	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	115.37	118.55	124.86	104.13	115.58	0.18%	11.00%
营业成本（亿元）	70.97	73.62	78.62	65.21	69.16	-2.55%	6.06%
毛利率	38.49%	37.90%	37.03%	37.38%	40.17%	1.68pct	2.79pct
销售费用（亿元）	3.26	3.21	3.82	3.24	3.26	-0.23%	0.64%
管理费用（亿元）	8.50	8.96	9.75	8.06	8.43	-0.76%	4.64%
研发费用（亿元）	4.60	5.10	5.20	5.06	5.27	14.64%	4.17%
财务费用（亿元）	(5.25)	(0.48)	0.92	2.59	2.43	146.30%	-6.03%
销售费用率	2.83%	2.70%	3.06%	3.11%	2.82%	-0.01pct	-0.29pct
管理费用率	7.36%	7.56%	7.81%	7.74%	7.29%	-0.07pct	-0.44pct
研发费用率	3.99%	4.31%	4.16%	4.86%	4.56%	0.58pct	-0.3pct
财务费用率	-4.55%	-0.40%	0.74%	2.48%	2.10%	6.65pct	-0.38pct
归母净利润（亿元）	27.75	22.59	22.48	17.12	22.59	-18.60%	31.97%
扣非归母净利润（亿元）	27.20	22.15	22.43	16.43	22.36	-17.77%	36.14%
归母净利率	24.05%	19.06%	18.01%	16.44%	19.54%	-4.51pct	3.11pct

数据来源：Wind，东吴证券研究所

继峰股份：座椅放量+格拉默改善，业绩大幅增长

- **26Q2业绩：**1）营收为68.36亿元，同/环比分别+24.61%/+9.52%；2）归母净利润为2.33亿元，同/环比分别+372.28%/+77.32%；3）扣非归母净利润为1.97亿元，同/环比分别+96.70%/+76.39%。
- **业绩点评：**1）继峰分部：26H1营收54.93亿元，同比+76.97%，归母净利润2.25亿元，同比+93.79%，乘用车座椅驱动高增；2）格拉默：26H1营收77.69亿元，同比+2.21%，降本增效下归母净利润1.71亿元，同比+83.18%；3）乘用车座椅26H1收入41.79亿元，同比+110.62%；车载冰箱收入1.87亿元，同比+150.96%；4）26H1汇兑净损失0.30亿元（去年同期收益0.82亿元）；6月合资设立宁波继巧智能机器人（持股71%），布局工业机器人。
- **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：继峰股份核心财务指标

继峰股份	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	54.86	56.08	66.51	62.42	68.36	24.61%	9.52%
营业成本（亿元）	46.97	46.84	55.22	53.13	57.27	21.93%	7.78%
毛利率	14.39%	16.48%	16.98%	14.88%	16.23%	1.84pct	1.35pct
销售费用（亿元）	0.77	0.75	0.88	0.74	0.70	-8.66%	-4.92%
管理费用（亿元）	4.34	3.74	4.90	4.78	4.63	6.66%	-3.02%
研发费用（亿元）	1.83	2.09	1.44	1.61	1.91	3.92%	18.44%
财务费用（亿元）	0.34	0.95	1.30	1.13	1.03	202.95%	-9.02%
销售费用率	1.40%	1.33%	1.33%	1.18%	1.03%	-0.37pct	-0.16pct
管理费用率	7.92%	6.66%	7.36%	7.65%	6.78%	-1.14pct	-0.88pct
研发费用率	3.34%	3.72%	2.17%	2.58%	2.79%	-0.56pct	0.21pct
财务费用率	0.62%	1.69%	1.95%	1.81%	1.51%	0.89pct	-0.31pct
归母净利润（亿元）	0.49	0.97	2.02	1.32	2.33	372.28%	77.32%
扣非归母净利润（亿元）	1.00	0.82	1.41	1.12	1.97	96.70%	76.39%
归母净利率	0.90%	1.73%	3.04%	2.11%	3.41%	2.51pct	1.31pct

数据来源：Wind，东吴证券研究所

松原安全：营收高增但盈利承压，全球化认证突破

- **26Q2业绩：**1）营收为7.86亿元，同/环比分别+28.32%/+30.20%；2）归母净利润为0.49亿元，同/环比分别-44.27%/-34.90%；3）扣非归母净利润为0.47亿元，同/环比分别-45.35%/-36.05%。
- **业绩点评：**1）分产品：26H1安全气囊收入3.77亿元，同比+26.05%；方向盘2.54亿元，同比+71.48%，放量拉动营收高增；但安全带/气囊/方向盘毛利率同比分别-3.77/-0.96/-3.05pct，低毛利方向盘占比提升拖累整体毛利率；2）全球化：马来西亚基地通过Stellantis供应商准入审核，2026年4月通过梅赛德斯奔驰供应商体系审核，与福特泰国、现代印尼开展项目交流；3）26Q2研发、管理费用同比分别+55.40%/+52.87%，投入加大叠加毛利率下滑使利润承压。
- **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：松原安全核心财务指标

松原安全	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	6.12	6.86	8.44	6.03	7.86	28.32%	30.20%
营业成本（亿元）	4.34	4.87	6.09	4.37	6.10	40.76%	39.69%
毛利率	29.15%	29.08%	27.87%	27.57%	22.28%	-6.86pct	-5.28pct
销售费用（亿元）	0.09	0.08	0.10	0.08	0.10	4.46%	20.48%
管理费用（亿元）	0.20	0.24	0.30	0.26	0.31	52.87%	20.01%
研发费用（亿元）	0.35	0.41	0.52	0.43	0.54	55.40%	23.50%
财务费用（亿元）	0.06	0.07	0.06	0.06	0.07	3.68%	5.91%
销售费用率	1.49%	1.22%	1.13%	1.31%	1.21%	-0.28pct	-0.1pct
管理费用率	3.29%	3.43%	3.58%	4.25%	3.92%	0.63pct	-0.33pct
研发费用率	5.64%	5.97%	6.12%	7.20%	6.83%	1.19pct	-0.37pct
财务费用率	1.03%	1.05%	0.66%	1.02%	0.83%	-0.2pct	-0.19pct
归母净利润（亿元）	0.88	1.02	1.03	0.75	0.49	-44.27%	-34.90%
扣非归母净利润（亿元）	0.87	1.01	1.04	0.74	0.47	-45.35%	-36.05%
归母净利率	14.35%	14.82%	12.24%	12.47%	6.23%	-8.12pct	-6.23pct

数据来源：Wind，东吴证券研究所

沪光股份：价格与成本双向挤压，海外布局加速

- **26Q2业绩：**1）营收为18.92亿元，同/环比分别-9.36%/+15.79%；2）归母净利润为0.23亿元，同/环比分别-87.26%/-22.81%；3）扣非归母净利润为0.09亿元，同/环比分别-95.03%/-63.21%。
- **业绩点评：**1）26H1全球汽车市场"总量微增、增长乏力、区域分化"，公司在手订单充足，但产品售价承压下行，叠加铜等原材料涨价，盈利空间受双向挤压，26Q2毛利率10.69%，同比-5.94pct；2）为支撑"多技术路线、多区域市场、多元产业赛道"布局，持续加大人才引进与研发投入，26H1研发费用1.86亿元，同比+54.03%，拖累净利润；3）海外：坚持"区域建厂、属地生产、就近配套"，拟投资不超过3750万欧元在突尼斯建设线束基地，预计2026年10月陆续投产。
- **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：沪光股份核心财务指标

沪光股份	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	20.87	22.09	26.52	16.34	18.92	-9.36%	15.79%
营业成本（亿元）	17.40	18.67	23.44	14.30	16.90	-2.90%	18.19%
毛利率	16.63%	15.45%	11.61%	12.50%	10.69%	-5.94pct	-1.81pct
销售费用（亿元）	0.07	0.09	-0.02	0.05	0.06	-12.53%	20.07%
管理费用（亿元）	0.54	0.55	0.91	0.59	0.67	23.98%	13.61%
研发费用（亿元）	0.67	0.90	1.28	0.83	1.03	53.35%	24.80%
财务费用（亿元）	0.12	0.12	0.11	0.15	0.12	0.18%	-18.28%
销售费用率	0.34%	0.42%	-0.07%	0.31%	0.32%	-0.01pct	0.01pct
管理费用率	2.58%	2.50%	3.43%	3.59%	3.52%	0.95pct	-0.07pct
研发费用率	3.22%	4.06%	4.84%	5.05%	5.44%	2.23pct	0.39pct
财务费用率	0.57%	0.55%	0.40%	0.90%	0.63%	0.06pct	-0.26pct
归母净利润（亿元）	1.83	1.48	0.56	0.30	0.23	-87.26%	-22.81%
扣非归母净利润（亿元）	1.78	1.42	0.53	0.24	0.09	-95.03%	-63.21%
归母净利率	8.79%	6.72%	2.13%	1.85%	1.23%	-7.55pct	-0.62pct

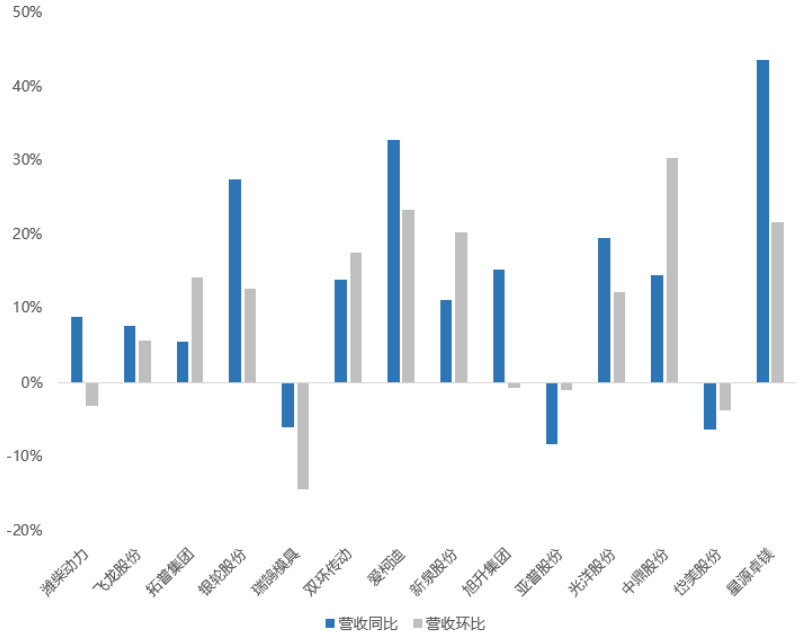
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2.2 成长板块复盘（机器人&液冷&缺电）

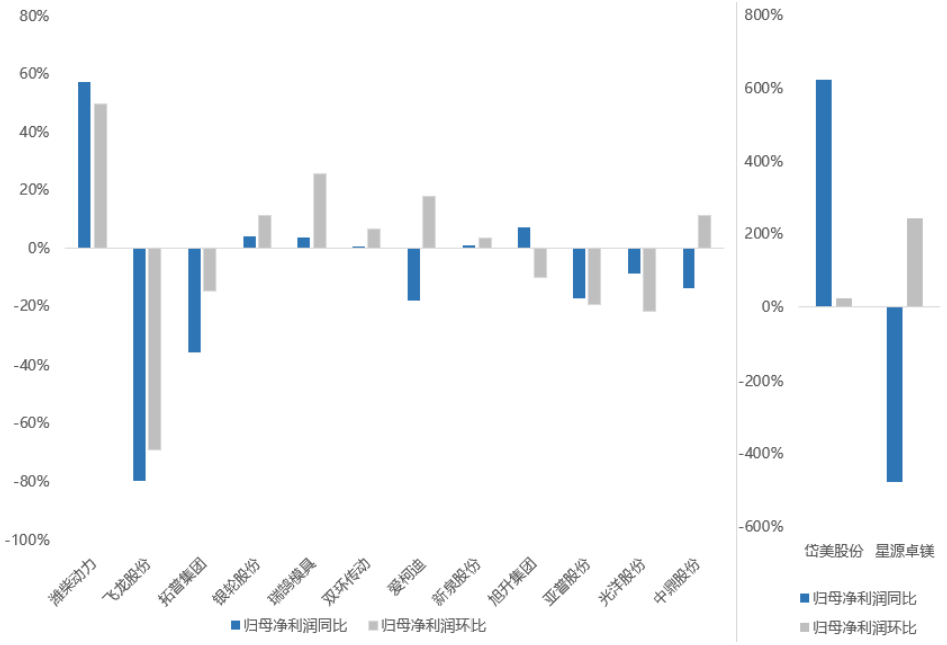
覆盖标的（成长板块）营收分析

- **覆盖标的（成长板块）2026Q2营收同比多数增长、环比普遍增长；归母净利润表现分化。**
- **营收方面：**26Q2同比表现较好的有星源卓镁（+43.60%）、爱柯迪（+32.83%）、银轮股份（+27.45%）、光洋股份（+19.57%）、旭升集团（+15.27%）、中鼎股份（+14.40%）；亚普、岱美、瑞鹄同比下滑。**归母净利润方面：**潍柴动力同比+57.38%，岱美股份低基数下高增，银轮/瑞鹄/旭升/新泉/双环小幅增长；飞龙股份（-79.64%）、拓普集团（-35.47%）、爱柯迪（-18.17%）同比下滑，星源卓镁亏损扩大。
- **26Q2业绩变动主因：**汇兑损失同比增加（25Q2汇兑收益高基数）+铝等原材料涨价是利润端共性拖累；爱柯迪、银轮、中鼎营收高增受益于新项目放量及海外业务增长；星源卓镁新工厂折旧但尚未形成收入。

图：重点覆盖标的（成长板块）营收指标



图：重点覆盖标的（成长板块）归母净利润指标

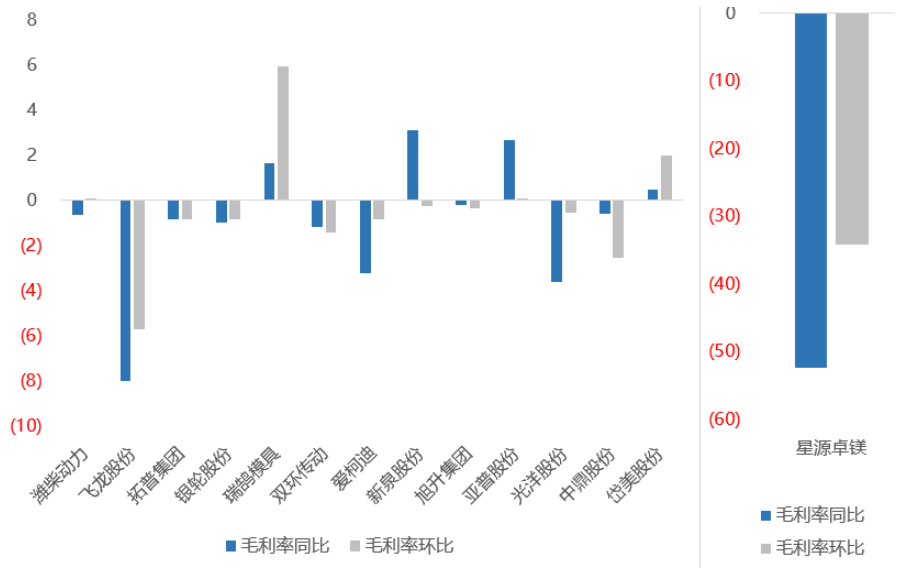


数据来源：Wind，东吴证券研究所

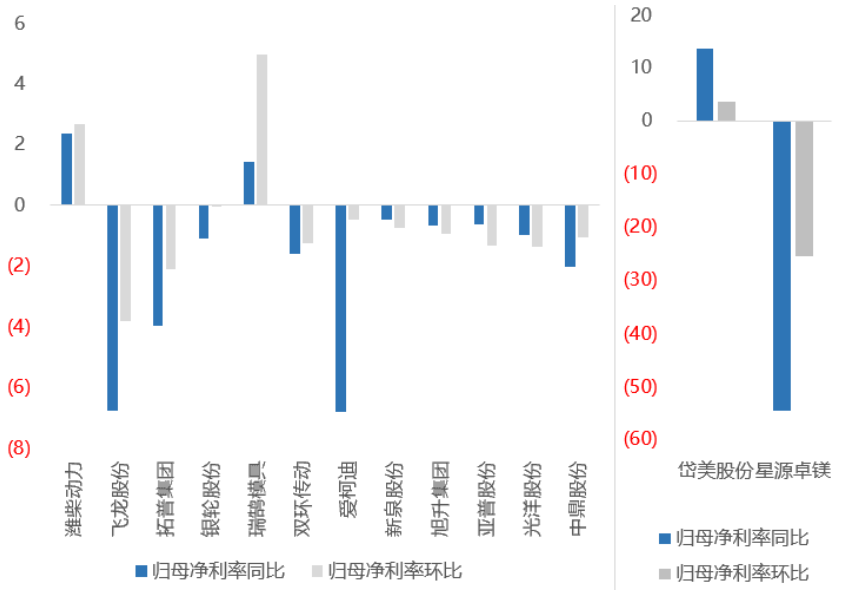
覆盖标的（成长板块）盈利能力变化趋势

- **整体上看，2026Q2成长板块公司毛利率同比多数下滑，环比变化相对温和：**主要系铝锭等原材料价格同比大幅上涨（26Q2铝锭均价同比+20%）叠加客户年降所致。
  - **毛利率同比提升：**新泉股份（19.96%，同比+3.12pct，规模效应+产品结构优化）；亚普股份（17.05%，+2.65pct）；瑞鹄模具（28.02%，同/环比+1.66/+5.93pct，设备交付确认）；岱美股份（29.02%，+0.46pct）。
  - **毛利率同比下滑较多：**星源卓镁（-23.50%，同比-52.47pct，新工厂折旧但尚未形成收入）；飞龙股份（17.70%，同/环比-8.03/-5.75pct）；光洋股份（14.69%，-3.63pct）；爱柯迪（26.52%，-3.22pct，铝价上涨）。

图：重点覆盖标的（成长板块）26Q2毛利率变化情况（pct）



图：重点覆盖标的（成长板块）26Q2归母净利率变化情况（pct）

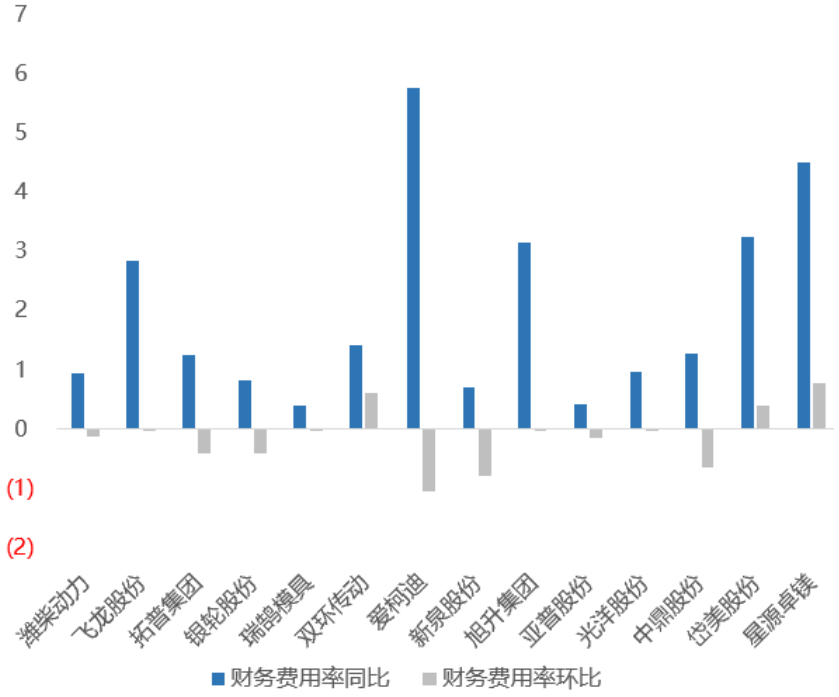


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

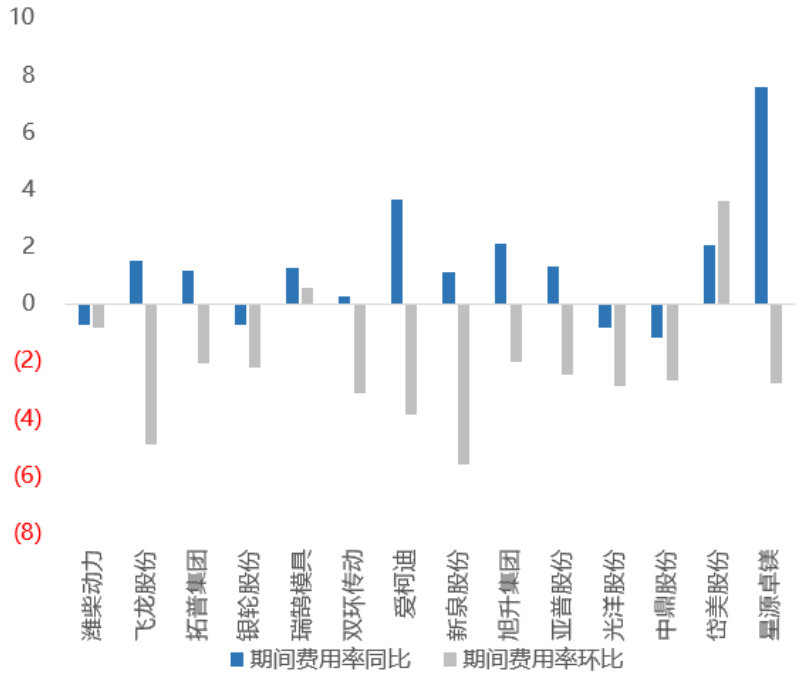
覆盖标的（成长板块）期间费用率变化情况

- **受人民币升值带来汇兑损失影响，成长板块14家A股公司2026Q2财务费用率同比全部上升，是本季度利润端的核心拖累；环比受益于营收规模效应，期间费用率多数下降。**
  - **财务费用率同比增加较多：**爱柯迪（+5.75pct，25Q2汇兑收益0.75亿元转为26Q2财务费用0.37亿元）；星源卓镁（+4.51pct）；岱美股份（+3.22pct）；旭升集团（+3.15pct）；飞龙股份（+2.83pct）；双环传动（+1.39pct）；中鼎股份（+1.27pct）。
  - **期间费用率同比下降：**中鼎股份（-1.16pct）、光洋股份（-0.85pct）、银轮股份（-0.74pct）、潍柴动力（-0.71pct），销售/管理费用率优化对冲汇兑影响。

图：重点覆盖标的（成长板块） 26Q2财务费用率变化情况（pct）



图：重点覆盖标的（成长板块） 26Q2期间费用率变化情况（pct）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

潍柴动力：数据中心发电高增，归母净利超我们预期

- **26Q2业绩：**1）营收为606.00亿元，同/环比分别+8.82%/-3.14%；2）归母净利润为46.16亿元，同/环比分别+57.38%/+49.60%；3）扣非归母净利润为31.31亿元，同/环比分别+17.55%/+4.79%。
- **业绩点评：**1）26H1动力总成、整车及关键零部件收入516.3亿元，同比+7.72%，毛利率同比+1.01pct；2）电力能源强劲：26H1发电用发动机销量6.5万台，同比+31.3%，其中数据中心发电产品1400余台，同比+137%，切入全球顶级数据中心及头部云厂商供应链；新能源动力收入25.8亿元，同比+113%；3）26H1汇兑损失7.70亿元（去年同期收益5.63亿元）；减持巴拉德确认处置收益13.13亿元（非经常性）；中期分红45亿元，分红比例58%。
- **风险提示：**重卡行业销量不及预期；数据中心发电机组需求及出海进展不及预期；汇率波动风险。

表：潍柴动力核心财务指标

潍柴动力	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	556.88	574.19	612.39	625.63	606.00	8.8%	-3.1%
营业成本（亿元）	433.64	451.45	488.27	491.55	475.72	9.7%	-3.2%
毛利率	22.13%	21.38%	20.27%	21.43%	21.50%	-0.63pct	0.07pct
销售费用（亿元）	33.90	33.00	36.95	30.12	30.16	-11.0%	0.1%
管理费用（亿元）	26.90	24.35	27.85	28.75	26.21	-2.6%	-8.8%
研发费用（亿元）	20.96	20.40	21.09	20.10	19.69	-6.1%	-2.1%
财务费用（亿元）	(2.61)	(1.24)	1.39	3.64	2.83	208.2%	-22.3%
销售费用率	6.09%	5.75%	6.03%	4.81%	4.98%	-1.11pct	0.16pct
管理费用率	4.83%	4.24%	4.55%	4.60%	4.33%	-0.51pct	-0.27pct
研发费用率	3.76%	3.55%	3.44%	3.21%	3.25%	-0.51pct	0.04pct
财务费用率	-0.47%	-0.22%	0.23%	0.58%	0.47%	0.94pct	-0.11pct
归母净利润（亿元）	29.33	32.34	20.53	30.85	46.16	57.4%	49.6%
扣非归母净利润（亿元）	26.63	28.27	16.87	29.88	31.31	17.6%	4.8%
归母净利率	5.27%	5.63%	3.35%	4.93%	7.62%	2.35pct	2.69pct

飞龙股份：毛利率下滑拖累业绩，液冷订单进入交付期

- **26Q2业绩：**1）营收为11.33亿元，同/环比分别+7.73%/+5.69%；2）归母净利润为0.18亿元，同/环比分别-79.64%/-69.09%；3）扣非归母净利润为0.18亿元，同/环比分别-80.68%/-67.40%。
- **业绩点评：**1）26H1新能源及非车端部件收入3.80亿元，同比+67.72%，占比升至17.3%；传统发动机热管理部件收入同比下滑，整体毛利率20.47%，同比-5.04pct；2）利润承压：汇兑损失影响超5000万元，售价承压影响近7000万元，原材料涨价影响超2000万元；3）液冷：合作客户超80家、130余个项目推进，μ/S/M平台液冷泵终端订单超5万台（HP、申菱、AVC、曙光数创等），L平台近万台，20余个项目即将批量交付。
- **风险提示：**乘用车销量及客户年降超预期；液冷泵批量交付节奏不及预期；汇率及原材料价格波动。

表：飞龙股份核心财务指标

飞龙股份	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	10.52	10.76	13.08	10.72	11.33	7.7%	5.7%
营业成本（亿元）	7.81	7.93	10.53	8.21	9.33	19.4%	13.6%
毛利率	25.72%	26.28%	19.47%	23.44%	17.70%	-8.03pct	-5.75pct
销售费用（亿元）	0.36	0.37	-0.05	0.22	0.22	-39.9%	-2.7%
管理费用（亿元）	0.67	0.70	1.34	0.70	0.73	9.3%	4.5%
研发费用（亿元）	0.66	0.83	0.82	0.75	0.65	-1.5%	-13.0%
财务费用（亿元）	(0.15)	(0.01)	0.02	0.16	0.16	208.5%	3.2%
销售费用率	3.40%	3.41%	-0.42%	2.06%	1.90%	-1.5pct	-0.16pct
管理费用率	6.38%	6.51%	10.24%	6.55%	6.47%	0.1pct	-0.07pct
研发费用率	6.27%	7.68%	6.27%	6.97%	5.74%	-0.54pct	-1.24pct
财务费用率	-1.41%	-0.11%	0.14%	1.45%	1.42%	2.83pct	-0.03pct
归母净利润（亿元）	0.88	0.76	0.30	0.58	0.18	-79.6%	-69.1%
扣非归母净利润（亿元）	0.95	0.86	0.22	0.56	0.18	-80.7%	-67.4%
归母净利率	8.35%	7.09%	2.31%	5.39%	1.58%	-6.77pct	-3.82pct

数据来源：Wind，东吴证券研究所

拓普集团：汇兑拖累业绩，机器人执行器小批量交付

- **26Q2业绩：**1）营收为75.71亿元，同/环比分别+5.64%/+14.23%；2）归母净利润为4.71亿元，同/环比分别-35.47%/-14.69%；3）扣非归母净利润为4.34亿元，同/环比分别-35.65%/-8.19%。
- **业绩点评：**1）26H1底盘系统收入42.43亿元，同比+14.44%，内饰功能件47.66亿元，同比+9.15%，为主要增量；2）机器人：直线/旋转执行器及灵巧手电机进入小批量交付，26H1执行器收入1405万元，同比+83.43%，产业基地首期基本完成；热管理在液冷服务器、储能、机器人领域累计订单增至17.5亿元；3）26H1汇兑损失1.18亿元（去年同期收益0.81亿元），财务费用1.75亿元（去年同期-0.09亿元），是利润下滑主因。
- **风险提示：**核心客户销量不及预期；机器人执行器量产及交付进度不及预期；汇率波动风险。

表：拓普集团核心财务指标

拓普集团	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	71.67	79.94	86.53	66.28	75.71	5.64%	14.23%
营业成本（亿元）	57.86	65.03	69.25	53.52	61.76	6.75%	15.40%
毛利率	19.28%	18.64%	19.97%	19.26%	18.42%	-0.85pct	-0.83pct
销售费用（亿元）	0.63	0.69	0.76	0.64	0.66	5.30%	3.12%
管理费用（亿元）	1.88	2.06	1.84	2.08	2.17	15.16%	3.97%
研发费用（亿元）	3.63	3.80	4.11	3.68	4.23	16.66%	15.19%
财务费用（亿元）	(0.15)	0.41	0.77	0.96	0.79	637.71%	-18.09%
销售费用率	0.88%	0.86%	0.88%	0.97%	0.88%	0pct	-0.09pct
管理费用率	2.62%	2.57%	2.13%	3.14%	2.86%	0.24pct	-0.28pct
研发费用率	5.06%	4.75%	4.75%	5.54%	5.59%	0.53pct	0.05pct
财务费用率	-0.20%	0.51%	0.89%	1.45%	1.04%	1.25pct	-0.41pct
归母净利润（亿元）	7.29	6.72	8.13	5.52	4.71	-35.47%	-14.69%
扣非归母净利润（亿元）	6.75	6.55	7.95	4.73	4.34	-35.65%	-8.19%
归母净利率	10.18%	8.40%	9.39%	8.33%	6.22%	-3.96pct	-2.11pct

数据来源：Wind，东吴证券研究所

新泉股份：主业稳健增长，座椅业务表现亮眼

- **26Q2业绩：**1）营收为43.75亿元，同/环比分别+11.04%/+20.23%；2）归母净利润为2.11亿元，同/环比分别+0.83%/+3.52%；3）扣非归母净利润为2.10亿元，同/环比分别+2.12%/+5.03%。
- **业绩点评：**1）核心主业稳健增长：26H1仪表板总成收入46.75亿元，同比+7.25%；保险杠总成3.92亿元，同比+25.96%；座椅及座椅附件收入3.39亿元，同比+65.57%，表现亮眼；2）海外产能：积极推进得克萨斯、肯塔基生产基地建设，配套现有客户新增车型及潜在客户需求；3）26H1汇兑损失0.35亿元（去年同期汇兑收益0.35亿元），财务费用0.81亿元，同比增加0.63亿元。
- **风险提示：**核心客户销量不及预期；海外基地投产及爬坡不及预期；汇率波动风险。

表：新泉股份核心财务指标

新泉股份	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	39.40	39.54	41.11	36.39	43.75	11.04%	20.23%
营业成本（亿元）	32.77	33.36	32.84	29.03	35.02	6.88%	20.65%
毛利率	16.84%	15.64%	20.12%	20.23%	19.96%	3.12pct	-0.28pct
销售费用（亿元）	0.25	0.26	0.27	0.26	0.23	-7.02%	-11.72%
管理费用（亿元）	2.01	2.11	3.40	2.44	3.03	50.87%	24.36%
研发费用（亿元）	1.70	1.66	1.87	1.87	1.99	16.94%	6.74%
财务费用（亿元）	(0.03)	0.23	0.21	0.52	0.28	1170.04%	-46.22%
销售费用率	0.62%	0.65%	0.65%	0.71%	0.52%	-0.1pct	-0.19pct
管理费用率	5.10%	5.35%	8.28%	6.70%	6.93%	1.83pct	0.23pct
研发费用率	4.33%	4.19%	4.55%	5.13%	4.56%	0.23pct	-0.58pct
财务费用率	-0.07%	0.59%	0.52%	1.44%	0.64%	0.71pct	-0.8pct
归母净利润（亿元）	2.09	2.00	1.92	2.03	2.11	0.83%	3.52%
扣非归母净利润（亿元）	2.06	2.00	1.93	2.00	2.10	2.12%	5.03%
归母净利率	5.30%	5.07%	4.68%	5.59%	4.81%	-0.49pct	-0.78pct

数据来源：Wind，东吴证券研究所

旭升集团：主业稳步复苏，储能与海外基地放量在即

- **26Q2业绩：**1）营收为12.10亿元，同/环比分别+15.27%/-0.73%；2）归母净利润为1.13亿元，同/环比分别+7.19%/-10.09%；3）扣非归母净利润为0.89亿元，同/环比分别-6.45%/-21.36%。
- **业绩点评：**1）汽车零部件业务26H1营收19.40亿元（不含模具），同比+13.76%，稳步复苏；储能产品收入2.90亿元，下半年有望持续放量；2）全球化产能：墨西哥基地部分项目已投产、处于爬坡阶段，服务北美新能源汽车及储能客户；泰国基地完成厂房建设，将布局新能源汽车零部件、铝镁合金智能机械零部件及机器人产品；3）具身智能：执行器壳体、躯干结构件、胸腔类零部件在客户开拓、样件交付及小批量/量产推进上取得进展；4）26H1汇兑损失0.31亿元（去年同期收益0.39亿元）。
- **风险提示：**新能源车客户销量不及预期；海外基地爬坡及储能放量不及预期；汇率及铝价波动。

表：旭升集团核心财务指标

旭升集团	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	10.50	11.30	12.24	12.19	12.10	15.27%	-0.73%
营业成本（亿元）	8.11	8.87	10.18	9.39	9.37	15.59%	-0.25%
毛利率	22.75%	21.45%	16.86%	22.91%	22.53%	-0.21pct	-0.38pct
销售费用（亿元）	0.04	0.04	0.10	0.04	0.07	86.43%	69.00%
管理费用（亿元）	0.43	0.47	0.61	0.52	0.62	46.58%	20.86%
研发费用（亿元）	0.59	0.51	0.63	0.53	0.71	19.43%	32.55%
财务费用（亿元）	(0.17)	0.31	0.42	0.19	0.19	209.93%	-2.46%
销售费用率	0.38%	0.36%	0.80%	0.36%	0.61%	0.23pct	0.25pct
管理费用率	4.06%	4.17%	5.01%	4.24%	5.16%	1.1pct	0.92pct
研发费用率	5.63%	4.55%	5.17%	4.37%	5.84%	0.2pct	1.47pct
财务费用率	-1.61%	2.72%	3.46%	1.56%	1.54%	3.15pct	-0.03pct
归母净利润（亿元）	1.05	0.99	0.65	1.25	1.13	7.19%	-10.09%
扣非归母净利润（亿元）	0.96	0.91	0.51	1.14	0.89	-6.45%	-21.36%
归母净利率	10.00%	8.78%	5.33%	10.27%	9.30%	-0.7pct	-0.97pct

数据来源：Wind，东吴证券研究所

敏实集团：电池盒贡献核心增量，液冷/SST业务加速拓展

- **2026H1业绩：**1）营收为134.08亿元，同比+9.1%；2）归母净利润为14.34亿元，同比+12.3%。
- **盈利能力&费用情况：**1）2026H1毛利率为28.64%，同比+0.38pct；2）归母净利率10.70%，同比+0.31pct；3）销售/管理/研发费用率同比分别-0.21/+0.12/+0.21pct。
- **业绩点评：**1）26H1车身结构（电池盒）营业额45.13亿元，同比+25.99%，分部溢利9.97亿元，同比+20.99%，是核心增量；塑件营业额32.32亿元，同比+12.70%；铝件同比-2.84%；综合分部溢利38.40亿元，同比+10.58%；2）液冷：AI服务器液冷板、分水器、CDU、浸没式液冷柜全系列已获中国台湾客户订单并规模化量产交付；3）SOFC连接体、支撑体等实现中国市场突破并小批量交付；SST与北美知名SST公司合作开发结构件、热管理产品；4）机器人：关节模块、面罩和头部总成、电子皮肤等已完成中国多家主要客户批量供货。
- **风险提示：**海外车企电动化放缓；液冷/SST/SOFC新业务拓展不及预期；地缘政治及汇率风险。

表：敏实集团核心财务指标

敏实集团	2023年	2024年	2025年	2026H1	2026H1同比
营业收入（亿元）	205.24	231.47	257.37	134.08	9.1%
营业成本（亿元）	149.02	164.49	185.30	95.68	8.6%
毛利率	27.39%	28.94%	28.00%	28.64%	0.38pct
销售费用（亿元）	7.92	10.48	10.31	5.30	3.5%
管理费用（亿元）	14.49	16.38	18.59	8.94	11.2%
研发费用（亿元）	13.97	14.49	15.02	8.21	13.0%
销售费用率	3.86%	4.53%	4.01%	3.95%	-0.21pct
管理费用率	7.06%	7.08%	7.22%	6.67%	0.12pct
研发费用率	6.80%	6.26%	5.83%	6.12%	0.21pct
归母净利润（亿元）	19.03	23.19	26.92	14.34	12.3%
归母净利率	9.27%	10.02%	10.46%	10.70%	0.31pct

数据来源：Wind，东吴证券研究所

银轮股份：数字能源高增，缺电逻辑持续兑现

- **26Q2业绩：**1）营收为47.81亿元，同/环比分别+27.45%/+12.62%；2）归母净利润为2.38亿元，同/环比分别+4.09%/+11.32%；3）扣非归母净利润为2.42亿元，同/环比分别+12.05%/+18.42%。财务费用同比增加约0.39亿元。
- **业绩点评：**1）26H1商用车、非道路收入33.24亿元，同比+37.03%；乘用车44.86亿元，同比+17.03%；数字与能源9.78亿元，同比+41.30%，毛利率25.31%，同比+1.08pct；2）数字能源：与全球头部云厂商进入CDU系统匹配性验证，26H1承接北美5家客户5个项目、台系4家7个项目、国内6家12个项目；首条年产1.5万台数据中心大型板换产线预计26Q4建成；获燃气发电机尾气处理系统定点，年销售额约1.31亿美元；3）26H1汇兑损失0.56亿元（去年同期收益0.39亿元）。
- **风险提示：**商用车/乘用车销量不及预期；数据中心液冷订单落地不及预期；汇率波动风险。

表：银轮股份核心财务指标

银轮股份	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	37.51	38.90	46.20	42.45	47.81	27.45%	12.62%
营业成本（亿元）	30.48	31.35	37.39	34.56	39.33	29.04%	13.80%
毛利率	18.75%	19.39%	19.08%	18.59%	17.74%	-1.02pct	-0.85pct
销售费用（亿元）	0.68	0.62	0.33	0.61	0.64	-4.93%	6.05%
管理费用（亿元）	1.83	1.87	2.47	2.11	2.37	29.41%	12.53%
研发费用（亿元）	1.40	1.59	1.72	1.52	1.34	-4.27%	-11.92%
财务费用（亿元）	(0.00)	0.24	0.08	0.52	0.39	15290.56%	-25.38%
销售费用率	1.80%	1.60%	0.72%	1.43%	1.35%	-0.46pct	-0.08pct
管理费用率	4.89%	4.82%	5.35%	4.96%	4.96%	0.08pct	0pct
研发费用率	3.74%	4.07%	3.73%	3.59%	2.81%	-0.93pct	-0.78pct
财务费用率	-0.01%	0.62%	0.17%	1.23%	0.82%	0.82pct	-0.42pct
归母净利润（亿元）	2.29	2.30	2.85	2.14	2.38	4.09%	11.32%
扣非归母净利润（亿元）	2.16	2.19	2.55	2.05	2.42	12.05%	18.42%
归母净利率	6.10%	5.92%	6.18%	5.04%	4.98%	-1.12pct	-0.06pct

爱柯迪：营收高增汇兑拖累利润，新业务订单充沛

- **26Q2业绩：**1）营收为23.70亿元，同/环比分别+32.83%/+23.29%；2）归母净利润为2.58亿元，同/环比分别-18.17%/+18.03%；3）扣非归母净利润为2.50亿元，同/环比分别-20.99%/+28.96%。财务费用同比增加约1.12亿元。
- **业绩点评：**1）26H1汽车类收入32.46亿元，同比基本持平；电机类4.58亿元（并表新增）；外销收入19.93亿元，占比51.51%；2）26H1获得全生命周期新业务约101.85亿元，其中铝合金约88亿元（具身智能结构件占比约6%），锌合金约4.19亿元（光模块散热器压铸壳体占比约6%，集中于OSFP/QSFP 400G和800G），电机铁芯约9.66亿元；3）利润同比下滑主要系汇兑：本期汇兑损失7218万元，去年同期汇兑收益7160万元。
- **风险提示：**客户销量不及预期；光模块壳体及具身智能新业务放量不及预期；汇率及铝价波动。

表：爱柯迪核心财务指标

爱柯迪	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	17.84	18.60	21.03	19.22	23.70	32.83%	23.29%
营业成本（亿元）	12.53	12.54	15.12	13.96	17.41	38.92%	24.72%
毛利率	29.74%	32.59%	28.13%	27.36%	26.52%	-3.22pct	-0.84pct
销售费用（亿元）	0.12	0.12	0.06	0.15	0.16	40.62%	9.62%
管理费用（亿元）	1.15	1.03	1.24	1.19	1.21	4.70%	1.75%
研发费用（亿元）	0.85	0.90	1.11	0.98	1.15	35.02%	17.27%
财务费用（亿元）	(0.75)	0.20	(0.07)	0.50	0.37	149.70%	-26.31%
销售费用率	0.65%	0.62%	0.31%	0.77%	0.68%	0.04pct	-0.09pct
管理费用率	6.46%	5.56%	5.91%	6.17%	5.09%	-1.37pct	-1.08pct
研发费用率	4.77%	4.84%	5.29%	5.10%	4.85%	0.08pct	-0.25pct
财务费用率	-4.19%	1.08%	-0.33%	2.62%	1.57%	5.75pct	-1.05pct
归母净利润（亿元）	3.16	3.22	2.76	2.19	2.58	-18.17%	18.03%
扣非归母净利润（亿元）	3.17	2.97	2.67	1.94	2.50	-20.99%	28.96%
归母净利率	17.70%	17.32%	13.13%	11.39%	10.91%	-6.8pct	-0.49pct

数据来源：Wind，东吴证券研究所

瑞鹄模具：设备业务量利齐升，零部件业务拖累盈利

- **26Q2业绩：**1）营收为8.61亿元，同/环比分别-5.96%/-14.47%；2）归母净利润为1.34亿元，同/环比分别+3.59%/+25.69%；3）扣非归母净利润为1.24亿元，同/环比分别-0.04%/+21.15%。
- **业绩点评：**1）26H1模检具、自动化生产线（专用设备）收入14.24亿元，同比+20.35%，毛利率31.74%，同比+1.02pct；汽车零部件收入3.97亿元，同比-9.26%，毛利率-0.14%，同比-10.04pct，拖累整体盈利；2）机器人：联合安川电机（中国）开发专用特型机器人、高端复合式移动协作机器人及面向工业应用的机器人集成落地技术；3）26H1汇兑净损失0.09亿元（去年同期收益0.03亿元）；拟每10股派现1.50元。
- **风险提示：**整车客户投资节奏放缓；零部件业务盈利修复不及预期；机器人业务进展不及预期。

表：瑞鹄模具核心财务指标

瑞鹄模具	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	9.15	9.42	6.88	10.06	8.61	-5.96%	-14.47%
营业成本（亿元）	6.74	6.97	5.65	7.84	6.20	-8.09%	-20.98%
毛利率	26.35%	25.99%	17.84%	22.08%	28.02%	1.66pct	5.93pct
销售费用（亿元）	0.07	0.08	0.14	0.09	0.07	1.66%	-15.98%
管理费用（亿元）	0.34	0.36	0.32	0.33	0.36	6.71%	9.87%
研发费用（亿元）	0.35	0.43	0.41	0.38	0.38	7.73%	0.83%
财务费用（亿元）	(0.00)	(0.01)	0.01	0.04	0.03	851.74%	-18.02%
销售费用率	0.77%	0.83%	1.97%	0.85%	0.83%	0.06pct	-0.01pct
管理费用率	3.67%	3.78%	4.62%	3.24%	4.16%	0.49pct	0.92pct
研发费用率	3.85%	4.56%	5.96%	3.74%	4.41%	0.56pct	0.67pct
财务费用率	-0.04%	-0.13%	0.18%	0.37%	0.35%	0.4pct	-0.02pct
归母净利润（亿元）	1.30	1.28	0.37	1.07	1.34	3.59%	25.69%
扣非归母净利润（亿元）	1.24	1.25	0.29	1.02	1.24	-0.04%	21.15%
归母净利率	14.15%	13.59%	5.36%	10.61%	15.59%	1.44pct	4.98pct

数据来源：Wind，东吴证券研究所

中鼎股份：营收创新高，机器人核心部件矩阵成型

- **26Q2业绩：**1）营收为57.11亿元，同/环比分别+14.40%/+30.41%；2）归母净利润为3.58亿元，同/环比分别-13.57%/+11.34%；3）扣非归母净利润为4.45亿元，同/环比分别+7.65%/+23.35%。
- **业绩点评：**1）26H1空悬系统收入6.20亿元，同比+9.15%，毛利率同比+5.03pct；轻量化16.43亿元，同比+6.31%，毛利率同比-5.41pct；冷却系统收入同比-4.54%；2）机器人：谐波减速器（年产能15万颗，订单约30万颗）、力传感器（年产能20万颗）、微型电机（订单约18万件）均获头部机器人企业定点，上半年已代工60台人形机器人；液冷已获订单约4300万元；3）26H1汇兑净损失0.50亿元（去年同期收益0.53亿元）。
- **风险提示：**乘用车销量不及预期；机器人核心部件放量不及预期；汇率波动风险。

表：中鼎股份核心财务指标

中鼎股份	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	49.92	47.08	52.45	43.79	57.11	14.40%	30.41%
营业成本（亿元）	38.03	34.95	41.78	32.51	43.86	15.33%	34.91%
毛利率	23.83%	25.78%	20.33%	25.78%	23.21%	-0.62pct	-2.56pct
销售费用（亿元）	1.16	1.18	1.06	0.94	1.32	13.22%	39.62%
管理费用（亿元）	2.85	3.05	2.56	2.90	3.02	5.82%	4.14%
研发费用（亿元）	2.45	2.58	1.87	2.17	2.38	-2.79%	10.00%
财务费用（亿元）	(0.16)	0.56	0.84	0.70	0.54	427.36%	-22.94%
销售费用率	2.33%	2.50%	2.03%	2.16%	2.31%	-0.02pct	0.15pct
管理费用率	5.71%	6.48%	4.87%	6.62%	5.29%	-0.43pct	-1.33pct
研发费用率	4.91%	5.48%	3.56%	4.95%	4.17%	-0.74pct	-0.77pct
财务费用率	-0.33%	1.19%	1.60%	1.59%	0.94%	1.27pct	-0.65pct
归母净利润（亿元）	4.15	4.90	2.82	3.22	3.58	-13.57%	11.34%
扣非归母净利润（亿元）	4.14	3.59	-0.58	3.61	4.45	7.65%	23.35%
归母净利率	8.31%	10.40%	5.38%	7.35%	6.28%	-2.03pct	-1.08pct

数据来源：Wind，中鼎集团公众号，东吴证券研究所

双环传动：出口高增驱动营收，盈利保持稳健

- **26Q2业绩：**1）营收为24.63亿元，同/环比分别+13.82%/+17.56%；2）归母净利润为3.03亿元，同/环比分别+0.47%/+6.50%；3）扣非归母净利润为2.76亿元，同/环比分别-3.49%/+7.02%。
- **业绩点评：**1）26H1营收45.59亿元，同比+7.80%，其中出口业务同比+34.85%，电驱动配套单车价值量提升；乘用车齿轮收入27.54亿元，同比+3.18%；工程机械齿轮、减速器及其他同比分别+28.16%/+26.18%，增速领先；2）26H1汇兑损失0.27亿元（去年同期汇兑收益0.14亿元），财务费用0.56亿元，同比增加0.44亿元；3）拟每10股派现1.2元，分红总额约1.02亿元。
- **风险提示：**新能源车销量不及预期；海外业务拓展不及预期；汇率及钢材价格波动。

表：双环传动核心财务指标

双环传动	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	21.64	22.37	26.46	20.95	24.63	13.82%	17.56%
营业成本（亿元）	15.74	16.37	19.00	15.18	18.20	15.68%	19.91%
毛利率	27.29%	26.84%	28.20%	27.55%	26.10%	-1.19pct	-1.45pct
销售费用（亿元）	0.25	0.26	0.27	0.22	0.27	6.16%	23.39%
管理费用（亿元）	0.84	1.02	1.21	1.07	1.11	32.57%	4.29%
研发费用（亿元）	1.27	1.16	1.35	1.13	1.26	-0.92%	11.80%
财务费用（亿元）	0.03	0.23	0.13	0.19	0.37	1345.27%	99.56%
销售费用率	1.17%	1.17%	1.03%	1.04%	1.10%	-0.08pct	0.05pct
管理费用率	3.87%	4.56%	4.58%	5.09%	4.51%	0.64pct	-0.57pct
研发费用率	5.87%	5.17%	5.12%	5.38%	5.11%	-0.76pct	-0.26pct
财务费用率	0.12%	1.02%	0.48%	0.89%	1.51%	1.39pct	0.62pct
归母净利润（亿元）	3.01	3.21	3.63	2.84	3.03	0.47%	6.50%
扣非归母净利润（亿元）	2.86	2.92	3.57	2.58	2.76	-3.49%	7.02%
归母净利率	13.91%	14.36%	13.72%	13.56%	12.28%	-1.63pct	-1.28pct

数据来源：Wind，中国通用机械工业协会减变速机分会，东吴证券研究所

岱美股份：保险赔款增厚利润，主业稳中向好

- **26Q2业绩：**1）营收为14.82亿元，同/环比分别-6.29%/-3.69%；2）归母净利润为2.34亿元，同/环比分别+623.27%/+25.45%；3）扣非归母净利润为1.68亿元，同/环比分别-14.11%/-7.41%。
- **业绩点评：**1）26H1总体经营稳中向好，新项目品类不断拓展新客户；归母净利润同比大幅增长主要系上年同期墨西哥子公司火灾导致利润基数较低，以及本期收到保险赔偿款计入收益；2）保险赔款：26Q2收到第二期赔偿款1403.40万美元计入二季度收益，最后一期1063.80万美元将计入26Q3收益；3）26H1汇兑损失0.74亿元（去年同期汇兑收益0.25亿元），财务费用0.92亿元（去年同期-0.03亿元），扣非净利润同比下滑。
- **风险提示：**北美客户销量不及预期；关税及地缘政治风险；汇率波动风险。

表：岱美股份核心财务指标

岱美股份	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	15.82	16.20	16.27	15.39	14.82	-6.29%	-3.69%
营业成本（亿元）	11.30	11.68	12.92	11.23	10.52	-6.90%	-6.34%
毛利率	28.56%	27.90%	20.59%	27.02%	29.02%	0.46pct	2pct
销售费用（亿元）	0.28	0.27	0.12	0.25	0.27	-3.33%	9.02%
管理费用（亿元）	1.13	0.89	0.43	0.95	1.24	9.44%	30.62%
研发费用（亿元）	0.54	0.53	0.67	0.46	0.46	-13.78%	1.92%
财务费用（亿元）	0.00	0.34	0.25	0.44	0.48	18878.10%	10.20%
销售费用率	1.79%	1.67%	0.76%	1.63%	1.84%	0.06pct	0.21pct
管理费用率	7.15%	5.49%	2.67%	6.16%	8.35%	1.2pct	2.19pct
研发费用率	3.40%	3.29%	4.10%	2.96%	3.13%	-0.27pct	0.17pct
财务费用率	0.02%	2.08%	1.56%	2.83%	3.24%	3.22pct	0.41pct
归母净利润（亿元）	0.32	2.03	2.15	1.86	2.34	623.27%	25.45%
扣非归母净利润（亿元）	1.96	1.98	1.65	1.82	1.68	-14.11%	-7.41%
归母净利率	2.04%	12.56%	13.22%	12.11%	15.78%	13.73pct	3.66pct

数据来源：Wind，东吴证券研究所

星源卓镁：新工厂爬坡致亏损，机器人业务实现0到1

- **26Q2业绩：**1）营收为1.37亿元，同/环比分别+43.60%/+21.70%；2）归母净利润为-0.54亿元，同/环比分别-475.32%/-245.36%；3）扣非归母净利润为-0.53亿元，同/环比分别-533.81%/-212.79%。
- **业绩点评：**1）26H1营收2.49亿元，同比+35.71%，归母净利润-0.70亿元，主要系奉化子公司投产前期投入较大、新项目量产爬坡费用及人员储备增加；2）镁合金产品收入2.05亿元，同比+64.41%，毛利率-14.41%，同比-44.64pct，是亏损主因；3）机器人：聚焦协作机器人关节、机架、壳体等轻量化结构件，实现从0到1商业化落地，26H1相关收入340.60万元，应用于智元、小鹏、优必选、珞石等。
- **风险提示：**新工厂产能利用率提升不及预期；镁价及原材料波动；机器人客户认证周期较长、放量不及预期。

表：星源卓镁核心财务指标

星源卓镁	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	0.95	1.09	1.37	1.12	1.37	43.60%	21.70%
营业成本（亿元）	0.68	0.77	1.02	1.00	1.69	149.67%	68.14%
毛利率	28.96%	29.57%	25.64%	10.61%	-23.50%	-52.47pct	-34.11pct
销售费用（亿元）	0.02	0.02	0.04	0.03	0.03	17.79%	-9.16%
管理费用（亿元）	0.06	0.08	0.09	0.12	0.14	120.82%	14.89%
研发费用（亿元）	0.06	0.07	0.11	0.09	0.09	60.53%	-5.02%
财务费用（亿元）	(0.02)	(0.00)	0.02	0.02	0.04	357.90%	66.05%
销售费用率	2.30%	1.98%	2.67%	2.53%	1.88%	-0.41pct	-0.64pct
管理费用率	6.70%	6.98%	6.90%	10.91%	10.30%	3.6pct	-0.61pct
研发费用率	5.86%	6.06%	8.11%	8.39%	6.55%	0.69pct	-1.84pct
财务费用率	-1.61%	-0.27%	1.31%	2.12%	2.89%	4.51pct	0.77pct
归母净利润（亿元）	0.14	0.14	0.01	-0.16	-0.54	-475.32%	-245.36%
扣非归母净利润（亿元）	0.12	0.12	-0.01	-0.17	-0.53	-533.81%	-212.79%
归母净利率	15.12%	12.63%	0.68%	-13.93%	-39.53%	-54.65pct	-25.6pct

数据来源：Wind，东吴证券研究所

光洋股份：主业稳健，机器人项目进入批量交付期

- **26Q2业绩：**1）营收为7.83亿元，同/环比分别+19.57%/+12.19%；2）归母净利润为0.25亿元，同/环比分别-8.58%/-21.56%；3）扣非归母净利润为-0.11亿元，同/环比分别-144.92%/-181.34%。
- **业绩点评：**1）26H1汽车行业收入12.76亿元，同比+13.33%，毛利率18.49%，同比-3.12pct；电子行业（线路板）收入1.94亿元，同比+44.33%，毛利率-6.36%；机器人行业收入999万元，仍处亏损；2）机器人交付：库卡、人形谐波及多个谐波交叉滚子轴承项目已于26年3-7月批量交付，玄创巡检机器人代工预计26年10月批量交付，人形轻量化、关节模组等预计26Q4-27Q1小批交付；3）26H1汇兑损失0.07亿元（去年同期收益0.05亿元）。
- **风险提示：**汽车客户销量不及预期；线路板/机器人业务亏损收窄不及预期；机器人客户放量节奏不及预期。

表：光洋股份核心财务指标

光洋股份	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	6.54	6.30	8.26	6.97	7.83	19.6%	12.2%
营业成本（亿元）	5.35	5.33	6.83	5.91	6.68	24.9%	12.9%
毛利率	18.32%	15.32%	17.34%	15.23%	14.69%	-3.63pct	-0.54pct
销售费用（亿元）	0.13	0.19	0.22	0.21	0.19	44.8%	-11.3%
管理费用（亿元）	0.41	0.38	0.46	0.36	0.44	8.1%	22.0%
研发费用（亿元）	0.28	0.26	0.26	0.26	0.31	12.1%	19.7%
财务费用（亿元）	0.05	0.08	0.10	0.12	0.14	167.5%	11.1%
销售费用率	1.96%	3.06%	2.71%	3.00%	2.38%	0.41pct	-0.63pct
管理费用率	6.27%	5.99%	5.57%	5.21%	5.67%	-0.6pct	0.45pct
研发费用率	4.22%	4.07%	3.10%	3.71%	3.96%	-0.26pct	0.25pct
财务费用率	0.78%	1.34%	1.25%	1.76%	1.74%	0.96pct	-0.02pct
归母净利润（亿元）	0.28	0.11	0.37	0.32	0.25	-8.6%	-21.6%
扣非归母净利润（亿元）	0.24	0.08	0.32	0.13	-0.11	-144.9%	-181.3%
归母净利率	4.20%	1.69%	4.52%	4.60%	3.21%	-0.99pct	-1.38pct

亚普股份：主业承压，新业务增量加速释放

- **26Q2业绩：**1）营收为21.74亿元，同/环比分别-8.27%/-1.01%；2）归母净利润为1.31亿元，同/环比分别-17.28%/-19.30%；3）扣非归母净利润为1.30亿元，同/环比分别-17.01%/-16.44%。
- **业绩点评：**1）26H1油箱收入39.86亿元，同比-2.68%；旋转变压器、热管理及加油管等新业务收入2.78亿元，增量加速释放：旋转变压器打开欧洲市场并获电涡流传感器定点，热管理多款集成式模块批量交付、新获头部主机厂新冷媒热管理项目定点，储氢系统突破IV型储氢瓶工艺并获主流车厂定点；2）主业：承接国内混动车型配套需求，跟随比亚迪、奇瑞等出海布局海外产能，新获德国保时捷燃油系统定点，新增定点项目全生命周期预计贡献销量约850万只；3）26H1汇兑净损失0.10亿元，同比增加约0.09亿元。
- **风险提示：**燃油/混动车型销量不及预期；新业务放量不及预期；海外市场及汇率风险。

表：亚普股份核心财务指标

亚普股份	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	23.70	22.71	25.17	21.96	21.74	-8.3%	-1.0%
营业成本（亿元）	20.29	19.11	21.49	18.23	18.03	-11.1%	-1.1%
毛利率	14.41%	15.87%	14.63%	16.99%	17.05%	2.65pct	0.07pct
销售费用（亿元）	0.10	0.15	0.22	0.16	0.19	88.0%	18.7%
管理费用（亿元）	0.72	0.84	0.85	0.86	0.79	10.2%	-7.7%
研发费用（亿元）	0.80	0.85	1.14	0.66	0.82	2.2%	23.3%
财务费用（亿元）	(0.18)	(0.08)	(0.13)	(0.04)	(0.07)	59.9%	-83.8%
销售费用率	0.43%	0.66%	0.89%	0.74%	0.88%	0.45pct	0.15pct
管理费用率	3.04%	3.72%	3.37%	3.92%	3.66%	0.61pct	-0.26pct
研发费用率	3.37%	3.74%	4.52%	3.01%	3.75%	0.39pct	0.74pct
财务费用率	-0.74%	-0.35%	-0.50%	-0.18%	-0.33%	0.42pct	-0.15pct
归母净利润（亿元）	1.58	1.30	1.11	1.62	1.31	-17.3%	-19.3%
扣非归母净利润（亿元）	1.57	1.27	1.09	1.55	1.30	-17.0%	-16.4%
归母净利率	6.66%	5.73%	4.42%	7.37%	6.01%	-0.65pct	-1.36pct

数据来源：Wind，东吴证券研究所

三、重卡：行业高景气，重卡股业绩整体表现较好

行业销量：26Q2内外销维持高景气度

- **26Q2重卡行业内销出口维持较好景气度，新能源发展超预期。26Q2：**行业批发销量34.3万辆，同环比+25.1%/+7.9%；终端销量25.1万辆，同环比分别+25.0%/+52.9%，其中天然气重卡渗透率22.4%，环比降低较多主要系天然气价格上行、油气价差减小，纯电渗透率则上升至37.8%；出口12.1万辆，同环比+48.7%/+19.4%，出口延续高景气。

图：重卡行业销量表现（万辆）

	26M1	26M2	26M3	26M4	26M5	26M6	2026Q1	2026Q2
批发/万辆	**10.5**	**7.4**	**13.9**	**11.7**	**10.9**	**11.7**	**31.8**	**34.3**
Yoy	46.0%	-9.6%	24.6%	33.4%	23.3%	19.2%	19.9%	25.1%
Mom/Qoq	2.6%	-30.2%	88.9%	-15.8%	-6.4%	6.5%	-1.3%	7.9%
上险/万辆	**4.8**	**2.8**	**8.7**	**9.2**	**7.5**	**8.3**	**16.4**	**25.1**
Yoy	43.5%	-41.0%	21.8%	34.4%	19.4%	20.6%	6.9%	25.0%
Mom/Qoq	-42.4%	-41.2%	207.9%	5.6%	-18.4%	10.7%	-28.8%	52.9%
其中：天然气重卡	**1.1**	**0.9**	**3.2**	**3.1**	**1.4**	**1.2**	**5.2**	**5.6**
Yoy	42.8%	-51.0%	47.7%	79.2%	-0.3%	-12.3%	9.7%	26.6%
Mom/Qoq	-12.4%	-20.9%	268.4%	-4.2%	-54.5%	-15.2%	-2.7%	9.2%
天然气渗透率	22.7%	30.5%	36.5%	33.1%	18.5%	14.1%	31.4%	22.4%
其中：柴油类重卡	**2.2**	**1.2**	**3.6**	**3.4**	**3.0**	**3.4**	**6.9**	**9.8**
Yoy	13.2%	-45.0%	-1.0%	-6.1%	-11.0%	-10.6%	-10.3%	-9.2%
Mom/Qoq	-29.8%	-42.5%	187.1%	-4.9%	-10.1%	12.1%	-22.7%	41.6%
其中：电动重卡	**1.6**	**0.7**	**2.0**	**2.8**	**3.0**	**3.7**	**4.3**	**9.5**
Yoy	126.4%	-7.9%	40.1%	76.7%	102.4%	110.0%	47.7%	96.9%
Mom/Qoq	-61.1%	-53.6%	171.6%	37.9%	9.7%	22.3%	-50.7%	119.4%
纯电渗透率	32.8%	25.9%	22.9%	29.9%	40.2%	44.4%	26.3%	37.8%
出口/万辆	**3.0**	**3.0**	**4.2**	**3.5**	**4.1**	**4.5**	**10.1**	**12.1**
Yoy	23.9%	33.4%	50.8%	35.6%	55.2%	54.2%	36.8%	48.7%
Mom/Qoq	-10.8%	1.3%	38.7%	-16.6%	18.4%	9.8%	2.0%	19.4%
渠道库存变动值	**2.7**	**1.5**	**1.0**	**-1.0**	**-0.7**	**-1.2**	**5.2**	**-2.9**

数据来源：中汽协，交强险，东吴证券研究所

行业出口：26Q2除中东外南方市场维持高景气度

- **26Q2重卡行业对亚非拉出口维持高景气度。26Q2：**行业向独联体/亚洲/非洲/中东/拉美出口1.0/3.3/4.7/1.4/1.1万辆，同比+10%/+30%/+59%/-17%/72%。其中由于中东局势问题，中东地区销量Q2开始下滑，其余亚非拉地区销量维持较高增速。

图：重卡行业出口表现（辆）

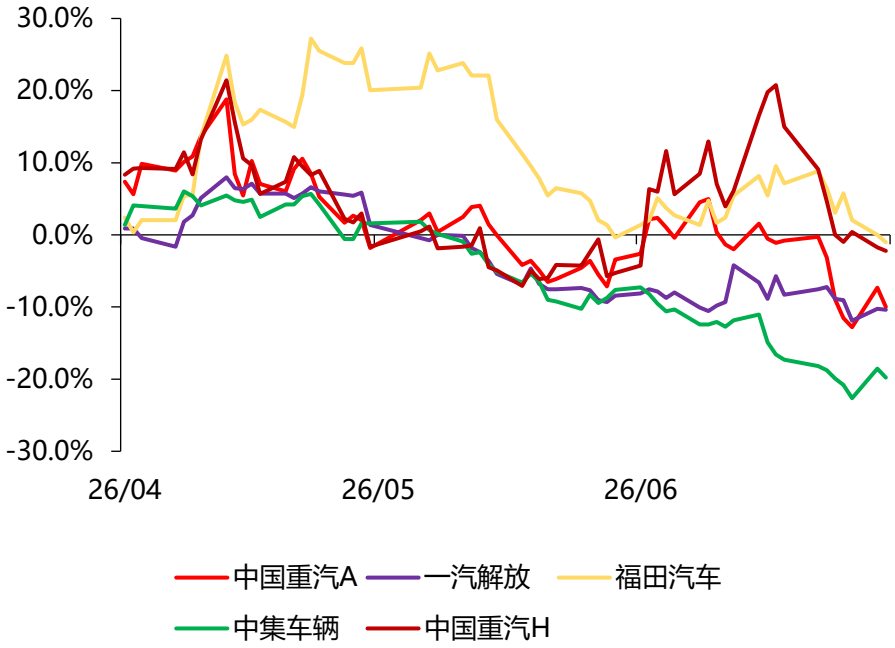
	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	2025M1-7	2026M1-7
独联体	**5985**	**9181**	**9522**	**12003**	**7649**	**10093**	**18993**	**21178**
俄罗斯	1086	**1598**	**2080**	**3032**	**738**	**1759**	4077	3128
俄罗斯同比	-91%	-94%	-95%	-39%	-32%	10%		-23%
亚洲	**21385**	**25383**	**24521**	**28188**	**31006**	**32891**	**54978**	**72759**
同比	34%	31%	47%	38%	45%	30%		32%
非洲	**22589**	**29649**	**38016**	**43760**	**44178**	**47179**	**64306**	**108999**
同比	22%	56%	71%	81%	96%	59%		70%
中东	**14192**	**16826**	**14133**	**17449**	**14735**	**13972**	**35784**	**34133**
同比	65%	72%	39%	36%	4%	-17%		-5%
拉美	**5135**	**6632**	**7374**	**9218**	**8355**	**11396**	**14657**	**22723**
同比	-9%	18%	56%	19%	63%	72%		55%
大洋洲	486	649	913	830	813	978	1339	2218
欧洲	154	242	428	232	542	511	516	1261
北美洲	144	43	97	19	6	9	188	153
非俄地区合计	**68984**	**87008**	**92924**	**108667**	**106548**	**115270**	**186685**	**260298**
同比	27%	47%	56%	50%	54%	32%		39%
环比	-5%	26%	7%	17%	-2%	8%		
总计	**70070**	**88606**	**95004**	**111699**	**107286**	**117029**	**190762**	**263426**
同比	5%	2%	-4%	44%	53%	32%		38%
环比	-9%	26%	7%	18%	-4%	9%		

数据来源：海关总署，东吴证券研究所

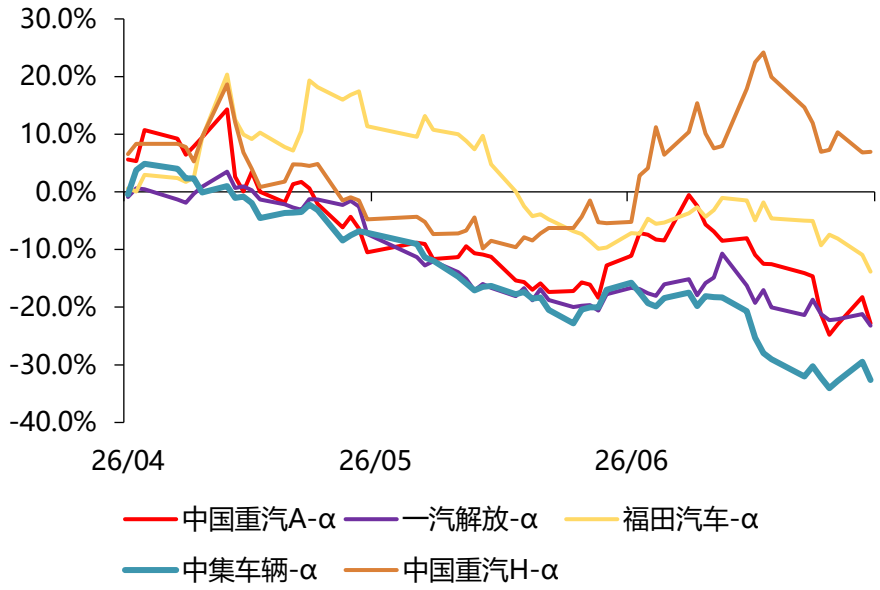
股价：26Q2重卡股价分化，重汽H表现较好

- **26/4/1-26/6/30重汽H股价表现较好，相对大盘跑出明显超额。**重汽A/重汽H/解放/福田/中集期间涨跌幅为-10.0%/-2.2%/-10.4%/-1.0%/-19.8%，相对万得全A/恒生指数期间超额涨跌幅为-22.8%/+7.0%/-23.2%/-13.8%/-32.6%。
- **重汽H上涨主因出口销量+新能源销量持续放量。**

图：重卡板块核心公司2026Q2股价涨跌幅



图：重卡板块核心公司2026Q2股价超额涨跌幅



数据来源：wind，东吴证券研究所

收入&利润：26Q2行业收入利润均随销量增长

- **26Q2**：行业批发销量同环比分别+25.1%/+7.9%，重卡公司合计收入615.3亿元，同环比分别+28.9%/+4.5%；合计归母净利润13.1亿元，同环比+42.9%/+7.7%，**行业收入/利润均跟随销量明显增长。**其中福田汽车归母净利润环比下降显著主要系职工薪酬增加导致的销售费用增加及汇兑损失增加导致的财务费用增加；中集车辆归母净利润同比下滑则主要系海外市场受到关税政策、人工成本上升等因素影响导致的毛利率下滑所致。

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	2026Q1	2026Q2	Q2同比	Q2环比
收入（亿元）	重卡公司合计	466.4	477.2	505.8	568.9	588.6	615.3	28.9%	4.5%
	中国重汽-A	129.1	132.5	143.3	172.5	196.6	187.5	41.5%	-4.6%
	福田汽车	148.0	155.7	150.8	158.0	157.8	178.9	14.9%	13.4%
	一汽解放	143.4	137.4	159.2	186.8	187.8	188.0	36.8%	0.1%
	中集车辆	45.9	51.6	52.6	51.7	46.4	60.9	18.0%	31.2%
销量（万台）	行业批发	26.5	27.4	28.2	32.2	31.8	34.3	25.1%	7.9%
	中国重汽-A	3.9	4.3	4.5	4.9	5.0	5.6	31.9%	12.0%
	福田汽车（中重卡销量）	3.6	3.7	3.9	4.0	4.7	5.3	45.0%	12.5%
归母净利润（亿元）	重卡公司合计	9.5	9.1	12.9	15.0	12.1	13.1	42.9%	7.7%
	中国重汽-A	3.1	3.6	3.8	6.2	4.5	5.2	44.6%	13.9%
	福田汽车	4.4	3.4	3.4	2.5	5.0	4.0	18.4%	-19.4%
	一汽解放	0.3	-0.1	3.5	3.5	1.0	2.1	—	108.6%
	中集车辆	1.8	2.2	2.2	2.8	1.6	1.8	-21.0%	12.8%

数据来源：公司公告，中汽协，东吴证券研究所

收入&利润：26Q2行业利润率微降

- **行业平均：26Q2行业平均毛利率同环比分别-0.2/-0.1pct，归母净利率同环比分别+0.0/-0.1pct。**
- **重汽A：**26Q2毛利率同比下滑/环比上升，同比下滑主要系新能源占比提升所致。**中集：**26Q2毛利率同环比分别-1.7/-1.0pct，归母净利率同环比分别-1.4/-0.5pct，公司盈利能力下降主要系公司研发费用率上升及海外市场毛利率下滑所致。**解放：**26Q2毛利率及归母净利率同环比均大幅提升，盈利能力开始修复。**福田：**26Q2毛利率及归母净利率均同比上升/环比下滑。

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	2026Q1	2026Q2	Q2同比	Q2环比
毛利率	重卡公司平均	9.0%	9.6%	9.9%	11.8%	9.5%	9.4%	-0.2%	-0.1%
	中国重汽-A	7.1%	7.9%	7.1%	8.8%	6.7%	7.1%	-0.8%	0.5%
	福田汽车	10.9%	9.8%	9.9%	9.4%	10.9%	10.8%	1.1%	-0.1%
	一汽解放	3.8%	5.1%	7.1%	10.9%	5.3%	5.6%	0.6%	0.4%
	中集车辆	14.3%	15.7%	15.5%	18.0%	15.0%	14.0%	-1.7%	-1.0%
归母净利率	重卡公司平均	2.4%	2.3%	2.8%	3.1%	2.3%	2.3%	0.0%	-0.1%
	中国重汽-A	2.4%	2.7%	2.7%	3.6%	2.3%	2.8%	0.1%	0.5%
	福田汽车	2.9%	2.2%	2.2%	1.6%	3.2%	2.3%	0.1%	-0.9%
	一汽解放	0.2%	-0.1%	2.2%	1.9%	0.5%	1.1%	1.2%	0.6%
	中集车辆	3.9%	4.3%	4.2%	5.5%	3.4%	2.9%	-1.4%	-0.5%

数据来源：公司公告，中汽协，东吴证券研究所

费用：26Q2销管研费用率同比下行

- **26Q2**：重卡板块行业销管研费用同环比分别+9.49%/+9.71%，费用规模有所扩张；销管研费用率同环比分别-0.68pct/-0.04pct，收入增长带动费用率同比下行，环比基本持平。分企业来看，福田汽车、中集车辆费用率环比小幅回落，一汽解放费用率环比抬升，中国重汽A费用率环比基本维持不变。

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	2026Q1	2026Q2	Q2同比	Q2环比
销管研合计（费用率，%）	**重卡公司平均**	**6.89%**	**7.08%**	**7.10%**	**8.22%**	**6.44%**	**6.40%**	**-0.68%**	**-0.04%**
	中国重汽-A	2.86%	2.89%	2.86%	2.83%	2.01%	2.01%	-0.88%	0.00%
	福田汽车	9.09%	8.90%	9.26%	8.57%	8.81%	8.61%	-0.29%	-0.20%
	一汽解放	6.63%	7.36%	7.11%	10.51%	5.44%	5.76%	-1.60%	0.33%
	中集车辆	8.99%	9.18%	9.18%	10.98%	9.52%	9.23%	0.05%	-0.28%
销管研合计（费用值，亿元）	**重卡公司平均**	**7.7**	**8.1**	**8.6**	**10.9**	**8.1**	**8.9**	**9.49%**	**9.71%**
	中国重汽-A	3.7	3.8	4.1	4.9	4.0	3.8	-1.50%	-4.64%
	福田汽车	13.5	13.9	14.0	13.5	13.9	15.4	11.12%	10.85%
	一汽解放	9.5	10.1	11.3	19.6	10.2	10.8	7.10%	6.11%
	中集车辆	4.1	4.7	4.8	5.7	4.4	5.6	18.69%	27.25%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

重汽A：26Q2业绩符合预期

- **26Q2业绩符合我们预期：**26Q2收入187.5亿元，同比+41.5%，环比-4.6%；归母净利润5.18亿元，同比+44.6%，环比+13.9%；扣非归母净利润5.05亿元，同比+50.9%，环比+16.0%，26Q2毛利率为7.1%，同环比分别-0.8/+0.5pct。
- **收入端，26Q2重卡行业内外销高增长，收入维持高位；利润端，26Q2因新能源占比提升拖累盈利能力，毛利率同比下滑。**
- **风险提示：**海外市场需求低于预期；国内新能源重卡价格战加剧；汇率波动风险；海外市场政策变化风险。

图：中国重汽A26Q2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	2026Q1	2026Q2	Q2同比	Q2环比	2025H1	2026H1	H1同比
营业收入	**129.08**	**132.53**	**143.29**	**172.47**	**196.60**	**187.51**	41.5%	-4.6%	261.62	384.10	46.8%
营业成本	119.98	122.02	133.09	157.27	183.50	174.13	42.7%	-5.1%	242.00	357.64	47.8%
毛利率	**7.05%**	**7.94%**	**7.12%**	**8.81%**	**6.66%**	**7.13%**	**-0.8%**	**0.5%**	**7.5%**	**6.9%**	**-0.6%**
销售费用	0.93	0.87	0.91	1.51	1.18	1.22	40.6%	2.9%	1.80	2.40	33.6%
管理费用	0.77	1.07	0.67	0.78	0.56	0.60	-43.7%	6.8%	1.84	1.17	-36.6%
研发费用	1.99	1.89	2.52	2.60	2.20	1.95	3.2%	-11.6%	3.88	4.15	7.0%
财务费用	(0.60)	(0.58)	(0.73)	(0.76)	(0.96)	(0.80)	-	-	-1.19	-1.76	48.4%
期间费用率	**2.39%**	**2.44%**	**2.35%**	**2.39%**	**1.52%**	**1.58%**	-0.86%	0.1%	**2.42%**	**1.55%**	-0.9%
销售费用率	0.7%	0.7%	0.6%	0.9%	0.6%	0.6%	0.00%	0.0%	0.7%	0.6%	-0.1%
管理费用率	0.6%	0.8%	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	-0.49%	0.0%	0.7%	0.3%	-0.4%
研发费用率	1.5%	1.4%	1.8%	1.5%	1.1%	1.0%	-0.39%	-0.1%	1.5%	1.1%	-0.4%
财务费用率	-0.5%	-0.4%	-0.5%	-0.4%	-0.5%	-0.4%	0.01%	0.1%	-0.5%	-0.5%	0.0%
归母净利润	**3.10**	**3.58**	**3.82**	**6.16**	**4.55**	**5.18**	44.6%	13.9%	6.69	9.73	45.5%
扣非后归母净利润	2.92	3.35	3.59	5.72	4.36	5.05	50.9%	16.0%	6.27	9.41	50.2%
重卡整车销量	8.10		9.29		10.61		31.0%	14.2%	9.29	10.61	31.0%
合并报表净利润	9.4		14.6		14.9		58.4%	2.1%	14.58	14.89	58.4%
母公司净利润	4.9		8.30		7.66		56.8%	-7.7%	8.30	7.66	56.8%
母公司投资收益	2.1		4.04		4.48		110.3%	10.8%	4.04	4.48	110.3%
母公司净利润-投资收益	2.8		4.3		3.2		15.5%	-25.3%	4.26	3.18	15.5%
单车净利	3402		4586		3001		-11.8%	-34.6%	4585.78	3000.89	-11.8%
车桥公司收入	42.1		60.3		64.4		52.9%	6.9%	60.27	64.42	52.9%
车桥公司净利润	5.4		9.8		10.6		96.6%	7.5%	9.82	10.56	96.6%
车桥公司净利率	13%		16%		16%		28.6%	0.6%	16.30%	16.39%	28.6%
后市场净利润	1.3		0.5		1.1		-10.2%	131.9%	0.49	1.14	-10.2%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

重汽H：26H1业绩符合我们预期

- **26H1业绩符合我们预期：**26H1公司实现营业收入708.4亿元，同比+39.2%，环比+20.8%；归母净利润43.3亿元，同比+26.2%，环比+20.4%，归母净利率为6.11%，同比-0.63pct；毛利率13.9%，同比-1.2pct，环比-1.2pct。
- **收入端，**26H1重卡行业内销+出口持续放量，收入随行业高增，其中公司新能源重卡销量同比增长138.8%，市占率同比上升3.9pct，跃居行业第一；利润端，**26H1毛利率同环比下降主要系新能源重卡占比增高及中东的运价影响**，归母净利率同环比分别-0.6/0.0pct，**同比下滑主要系公司关于经营溢利方面的外汇汇兑亏损人民币5.7亿元。**
- **风险提示：**海外市场需求低于预期；国内新能源重卡价格战加剧；汇率波动风险；海外市场政策变化风险。

图：中国重汽H26H1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	2026H1	H1同比	H1环比
营业收入/亿元	**488.2**	**462.4**	**508.8**	**586.6**	**708.4**	39.2%	20.8%
分产品收入（仅外销）：							
重卡及发动机收入	423.3	415.3	441.8	524.8	645.4	46.1%	23.0%
轻卡及其他收入	58.0	40.4	61.6	59.8	57.8	-6.1%	-3.4%
金融业务收入	6.9	6.7	5.4	2.0	5.1	-4.3%	154.9%
营业成本/亿元	416.6	385.3	432.2	498.1	610.1	41.2%	22.5%
毛利润/亿元	71.6	77.1	76.6	88.6	98.3	28.3%	11.0%
毛利率	**14.7%**	**16.7%**	**15.1%**	**15.1%**	**13.9%**	-1.2%	-1.2%
销售费用	15.2	19.2	17.4	25.0	24.6	41.2%	-1.5%
管理费用（含研发）	23.5	26.3	23.7	27.6	23.0	-2.6%	-16.4%
销售费用率	**3.1%**	**4.1%**	**3.4%**	**4.3%**	**3.5%**	0.0%	-0.8%
管理费用率	**4.8%**	**5.7%**	**4.7%**	**4.7%**	**3.3%**	-1.4%	-1.4%
归母净利润/亿元	**32.9**	**25.6**	**34.3**	**35.9**	**43.3**	26.2%	20.4%
归母净利润率	**6.7%**	**5.5%**	**6.7%**	**6.1%**	**6.1%**	-0.6%	0.0%
股息总额	**31.97**		**18.74**	**21.54**	**28.16**		
分红率	**55%**		**55%**	**60%**	**65%**		
每股股息/元	**1.16**		**0.68**	**0.78**	**1.02**		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

福田：26Q2业绩符合我们预期

- **26Q2业绩符合我们预期：**26Q2收入178.89亿元，同比+14.9%，环比+13.4%；归母净利润4.04亿元，同比+18.4%，环比-19.4%；扣非归母净利润3.74亿元，同比+16.2%，环比-7.0%；毛利率10.8%，同比+1.1%，环比-0.1%。
- **收入端，**26Q2收入随行业景气提升而明显增长。利润端，毛利率整体维持稳定，**财务费用增加主要系汇兑损失1.19亿元**，去年同期汇兑收益0.414亿元。
- **风险提示**：商用车行业复苏不及预期；全球地缘政治风险。

图：福田汽车26Q2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	2026Q1	2026Q2	Q2同比	Q2环比	2025H1	2026H1	H1同比
营业收入/亿元	**148.01**	**155.70**	**150.78**	**157.98**	**157.79**	**178.89**	**14.9%**	**13.4%**	**303.71**	**336.68**	**10.9%**
营业成本	131.88	140.51	135.92	143.08	140.62	159.55	13.6%	13.5%	272.39	300.17	10.2%
毛利率	**10.9%**	**9.8%**	**9.9%**	**9.4%**	**10.9%**	**10.8%**	**1.1%**	**-0.1%**	**10.3%**	**10.8%**	**0.5%**
销售费用	4.90	5.33	5.93	6.06	5.70	6.75	26.6%	18.4%	10.24	12.45	21.6%
管理费用	3.71	3.76	3.85	3.45	4.14	3.99	6.0%	-3.6%	7.47	8.12	8.7%
研发费用	4.84	4.76	4.18	4.04	4.06	4.66	-2.1%	14.9%	9.61	8.72	-9.2%
财务费用	-0.20	-0.09	0.15	0.42	0.66	0.85		28.3%	-0.29	1.51	
销售费用率	3.3%	3.4%	3.9%	3.8%	3.6%	3.8%	0.3%	0.2%	3.4%	3.7%	0.3%
管理费用率	2.5%	2.4%	2.6%	2.2%	2.6%	2.2%	-0.2%	-0.4%	2.5%	2.4%	0.0%
研发费用率	3.3%	3.1%	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%	-0.5%	0.0%	3.2%	2.6%	-0.6%
财务费用率	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.1%	-0.1%	0.4%	0.5%
期间费用率	9.0%	8.8%	9.4%	8.8%	9.2%	9.1%	0.2%	-0.1%	8.9%	9.2%	0.3%
投资收益/亿元	1.58	1.41	1.39	1.51	1.60	2.14	52.0%	33.7%	2.98	3.74	25.2%
归母净利润/亿元	**4.36**	**3.41**	**3.36**	**2.51**	**5.01**	**4.04**	**18.4%**	**-19.4%**	**7.77**	**9.05**	**16.5%**
扣非后归母净利润/亿元	2.28	3.22	2.11	0.64	4.02	3.74	16.2%	-7.0%	5.51	7.77	41.0%
扣非扣投资收益后净利润	0.71	1.81	0.72	-0.87	2.42	1.60	-11.6%	-33.8%	2.52	4.03	59.7%
中重卡销量	35507	36739	39232	39870	47347	53258	45.0%	12.5%	72246	100605	39.3%
并表销量合计	146547	132936	125613	142144	150897	144258	8.5%	-4.4%	279483	295155	5.6%
并表单车均价/万元	10.10	11.71	12.00	11.11	10.46	12.40	5.9%	18.6%	10.87	11.41	5.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

解放：26Q2业绩符合我们预期

- **26Q2业绩符合我们预期：**26Q2公司收入187.95亿元，同比+37%，环比+0.1%；归母净利润2.07亿元，同比由亏转正，环比+109%；扣非归母净利润0.08亿元；毛利率5.64%，同环比+0.6/+0.4pct。
- **收入端，26Q2收入随行业景气提升而明显增长，26Q2毛利率同环比均改善，同时费用率环比有所增加，净利率较Q1有所改善。**
- **风险提示：**重卡行业复苏不及预期；海外出口波动超预期；原材料价格大幅波动。

图：一汽解放26Q2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	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比	25H1	26H1	H1同比
营业收入/亿元	**143.41**	**137.38**	**159.17**	**186.82**	**187.76**	**187.95**	36.8%	0.1%	**280.79**	**375.71**	33.8%
营业成本	137.98	130.43	147.79	166.42	177.83	177.35	36.0%	-0.3%	268.41	355.18	32.3%
毛利率	**3.79%**	**5.06%**	**7.15%**	**10.92%**	**5.29%**	**5.64%**	0.6%	0.4%	**4.4%**	**5.5%**	1.1%
销售费用/亿元	2.22	2.50	2.94	5.68	2.59	3.15	25.8%	21.6%	4.72	5.74	21.7%
管理费用/亿元	3.24	2.82	3.44	4.90	3.02	2.97	5.5%	-1.4%	6.06	5.99	-1.1%
研发费用/亿元	4.06	4.79	4.92	9.06	4.60	4.71	-1.8%	2.3%	8.85	9.31	5.2%
财务费用/亿元	-1.63	-0.90	-2.03	-1.47	-0.97	-0.68	—	—	-2.53	-1.65	
销售费用率	1.5%	1.8%	1.8%	3.0%	1.4%	1.7%	-0.1%	0.3%	1.7%	1.5%	-0.2%
管理费用率	2.3%	2.1%	2.2%	2.6%	1.6%	1.6%	-0.5%	0.0%	2.2%	1.6%	-0.6%
研发费用率	2.8%	3.5%	3.1%	4.8%	2.5%	2.5%	-1.0%	0.1%	3.2%	2.5%	-0.7%
财务费用率	-1.1%	-0.7%	-1.3%	-0.8%	-0.5%	-0.4%	0.3%	0.2%	-0.9%	-0.4%	0.5%
归母净利润/亿元	**0.29**	**-0.09**	**3.52**	**3.52**	**0.99**	**2.07**	—	108.6%	**0.20**	**3.06**	1459.2%
归母净利率	**0.20%**	**-0.07%**	**2.21%**	**1.89%**	**0.53%**	**1.10%**	1.2%	0.6%	**0.07%**	**0.82%**	0.7%
非经损益/亿元	2.47	1.49	1.25	1.87	0.74	1.99	33.6%	170.1%	3.96	2.73	-31.0%
扣非后归母净利润/亿元	**-2.18**	**-1.59**	**2.27**	**1.66**	**0.25**	**0.08**	—	—	**-3.77**	**0.33**	—
扣非后归母净利率	-1.5%	-1.2%	1.4%	0.9%	0.1%	0.0%	1.2%	-0.1%	-1.3%	0.1%	1.4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

中集：26Q2业绩符合我们预期

- **26Q2业绩符合我们预期：**公司26Q2营收60.9亿元，同环比+18.0%/+31.2%；归母1.8亿元，同环比-21.0%/+12.8%；扣非归母1.8亿元，同环比-18.2%/+9.8%；毛利率14%，同环比-1.7%/-1.0%。
- **收入端，**26Q2收入随行业景气提升而明显增长。利润端，**毛利率同环比下降主要系欧美市场关税政策/劳动力价格上升等因素；归母净利率环比下降主要系研发费用率上升，同比下降主要系海外毛利率下滑。**
- **风险提示：**全球地缘政治风险超预期；国内物流行业复苏低于预期。

图：中集车辆26Q2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

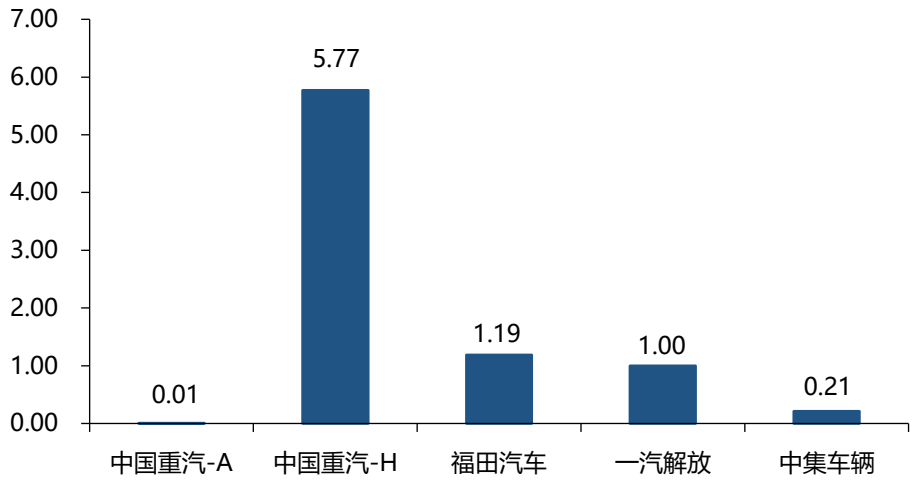
	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	Q2同比	Q2环比	2025H1	2026H1	同比
营业收入/亿元	**45.91**	**51.62**	**52.59**	**51.65**	**46.45**	**60.92**	18.0%	31.2%	**97.53**	**107.37**	10.1%
营业成本	39.34	43.54	44.46	42.37	39.47	52.39	20.3%	32.8%	82.89	91.86	10.8%
毛利率	**14.3%**	**15.7%**	**15.5%**	**18.0%**	**15.0%**	**14.0%**	-1.7%	-1.0%	**15.0%**	**14.4%**	-0.6%
销售费用	1.26	1.32	1.33	1.35	1.32	1.28	-2.7%	-2.9%	2.58	2.60	0.9%
管理费用	2.09	2.15	2.35	2.94	2.12	2.79	29.9%	31.5%	4.24	4.92	16.0%
研发费用	0.78	1.27	1.15	1.38	0.98	1.55	22.0%	58.8%	2.05	2.53	23.5%
财务费用	-0.26	-0.35	-0.32	-0.33	-0.26	-0.18			-0.61	-0.43	
销售费用率	2.7%	2.6%	2.5%	2.6%	2.8%	2.1%	-0.4%	-0.7%	2.6%	2.4%	-0.2%
管理费用率	4.5%	4.2%	4.5%	5.7%	4.6%	4.6%	0.4%	0.0%	4.3%	4.6%	0.2%
研发费用率	1.7%	2.5%	2.2%	2.7%	2.1%	2.5%	0.1%	0.4%	2.1%	2.4%	0.3%
财务费用率	-0.6%	-0.7%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.3%	0.4%	0.3%	-0.6%	-0.4%	0.2%
归母净利润/亿元	**1.79**	**2.24**	**2.19**	**2.82**	**1.57**	**1.77**	-21.0%	12.8%	**4.03**	**3.34**	-17.0%
归母净利率	3.9%	4.3%	4.2%	5.5%	3.4%	2.9%	-1.4%	-0.5%	4.1%	3.1%	-1.0%
扣非后归母净利润/亿元	1.71	2.14	2.13	2.58	1.59	1.75	-18.2%	9.8%	3.84	3.34	-13.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

汇兑影响：人民币升值造成重卡企业较多汇兑损失

- **26Q2底相较于26/1/1人民币兑美元/欧元升值，重卡车企26H1汇兑损失仍较大，对多数车企利润产生较大负面影响。其中中国重汽-A依托重汽国际公司出口，因此汇兑损失较少。**

图：重卡车企26H1汇兑损失/单位：亿元



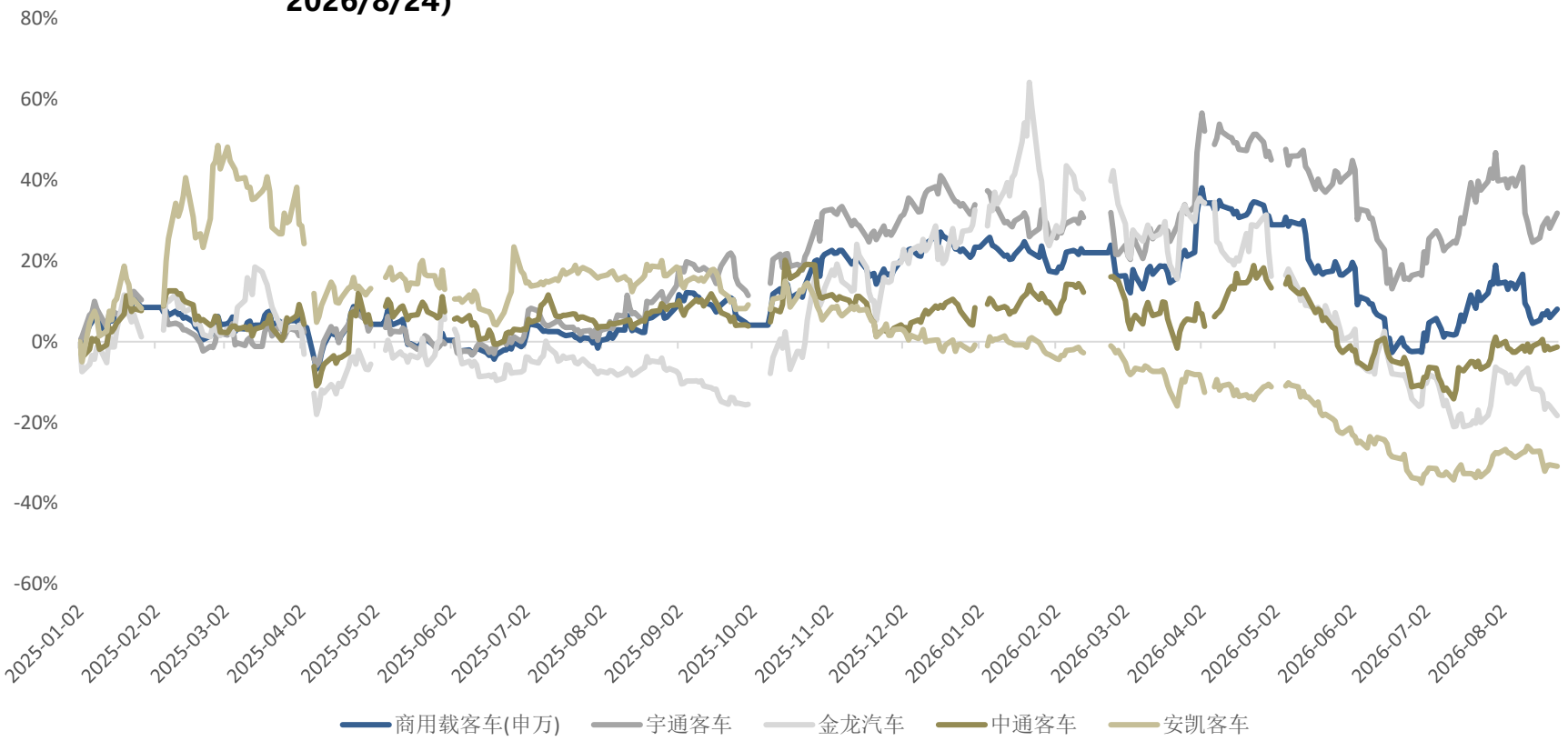
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

四、客车：内需回暖，龙头盈利能力继续抬升

股价复盘：龙头超额收益明显

- 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、金龙汽车、中通客车、安凯客车。2025年初至2026/8/24，行业指数商用载客车（申万）上涨8.1%，宇通/金龙/中通/安凯涨跌幅分别为+31.9%/-18.3%/-1.3%/-30.9%，龙头超额收益显著。

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，前复权，截至2026/8/24）



数据来源：wind，东吴证券研究所

客车：26Q2内需增速回暖

- **26Q1为内需拖累、出口支撑的组合，26Q2则完成一次对调。26Q2国内大中客销量同比+16.86%（26Q1为-21.95%），出口大中客同比-12.61%（26Q1为+47.70%）。**
- **结构上：**1）内需回暖由公交客车主导，同比+72.02%，座位客车同比+3.70%；2）出口总量虽有回落，但新能源出口4,348辆、同比+7.04%仍在增长，占出口比重继续提升。

图：26Q2 内需与出口完成一次对调（大中客销量同比）

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2025	2026E
大中客								
1.批发销量/万辆	**2.23**	**2.76**	**2.98**	**4.23**	**2.33**	**2.85**	**12.47**	**13.44**
同比	7%	-4%	16%	4%	5%	3%	7%	8%
环比	-45%	24%	8%	42%	-45%	22%		
2.零售销量/万辆	**1.31**	**1.21**	**1.57**	**2.43**	**1.02**	**1.42**	**6.52**	**6.40**
同比	0%	-31%	14%	-15%	-22%	17%	-11%	-2%
环比	-54%	-7%	29%	55%	-58%	39%		
公交车	**0.44**	**0.28**	**0.61**	**1.53**	**0.33**	**0.48**	**2.86**	**3.07**
同比	28%	-8%	56%	-23%	-24%	72%	-6%	7%
环比	-78%	-36%	119%	149%	-78%	45%		
座位客车	**0.72**	**0.83**	**0.81**	**0.82**	**0.59**	**0.86**	**3.18**	**2.93**
同比	-19%	-40%	-5%	18%	-18%	4%	-17%	-8%
环比	3%	15%	-2%	2%	-28%	45%		
3.出口销量/万辆	**1.08**	**1.58**	**1.56**	**1.72**	**1.60**	**1.38**	**5.95**	**7.04**
同比	18%	27%	58%	35%	48%	-13%	35%	18%
环比	-15%	46%	-1%	10%	-7%	-13%		
新能源	**0.25**	**0.41**	**0.46**	**0.41**	**0.41**	**0.43**	**1.52**	**1.94**
同比	51%	67%	71%	-12%	63%	7%	34%	28%
环比	-46%	63%	13%	-12%	0%	7%		

数据来源：交强险，中客网，各公司公告，东吴证券研究所

大中客销量：内需回暖对冲出口回落

- **26Q2重点车企销量普遍回升，二线增速快于龙头。**宇通/金龙/中通26Q2总销量分别为9448/5160/3869辆，同比分别-1.3%/-21.6%/+45.5%；环比宇通+54.2%、中通+16.4%，金龙-27.7%。
- **分内外需看，行业内需回暖对冲了出口回落，26Q2大中客内需14,177辆、同比+16.86%，出口13,832辆、同比-12.61%，行业景气度较26Q1明显改善。**

表：重点车企大中客销量 / 辆（国内 = 交强险内需，出口 = 中客网）

车企	大中客合计（国内 + 出口）					其中：国内（交强险）		其中：出口（中客网）	
	25Q2A	26Q1A	26Q2A	26Q2同比	26Q2环比	26Q2A	26Q2同比	26Q2A	26Q2同比
行业合计（大中客）	27,960	26,160	28,009	+0.2%	+7.1%	14,177	+16.9%	13,832	-12.6%
宇通客车	9,572	6,128	9,448	-1.3%	+54.2%	5,390	-4.8%	4,058	+3.8%
金龙汽车	6,585	7,133	5,160	-21.6%	-27.7%	2,037	-17.0%	3,123	-24.4%
中通客车	2,660	3,325	3,869	+45.5%	+16.4%	1,777	+100.8%	2,092	+17.9%

数据来源：交强险，中客网，东吴证券研究所

国内比较：26Q2内需同比转正，公交车是主要拉动

- **需求维度：**26Q2国内大中客销量14,177辆，同比+16.86%，较26Q1的-21.95%明显回暖；其中公交客车同比+72.02%是主要拉动，座位客车同比+3.70%，校车同比+8.29%。
- **格局维度：**26Q2宇通/金龙/中通/安凯国内市占率分别为38.02%/14.37%/12.53%/4.25%，同比分别-8.64/-5.85/+5.24/+1.66pct，二线份额提升较快，行业格局出现一定变化。

表：客车行业及重点车企国内销量数据 / 辆（交强险口径，市占率同比单位pct）

项目	25Q1	25Q2	26Q1	26Q2	26Q2同比
行业合计	13,068	12,132	10,200	14,177	+16.9%
宇通客车	5,804	5,661	3,658	5,390	-4.8%
金龙汽车	2,597	2,453	1,585	2,037	-17.0%
中通客车	1,107	885	1,099	1,777	+100.8%
安凯客车	291	314	308	602	+91.7%
市占率					
车企	**25Q1**	**25Q2**	**26Q1**	**26Q2**	**26Q2同比/pct**
宇通客车	44.4%	46.7%	35.9%	38.0%	-8.64
金龙汽车	19.9%	20.2%	15.5%	14.4%	-5.85
中通客车	8.5%	7.3%	10.8%	12.5%	+5.24
安凯客车	2.2%	2.6%	3.0%	4.2%	+1.66
分车型（全行业）					
车型	**25Q1**	**25Q2**	**26Q1**	**26Q2**	**26Q2同比**
公交客车	4384	2,798	3,326	4,813	+72.0%
座位客车	7210	8,268	5,914	8,574	+3.7%

数据来源：交强险，各公司公告，东吴证券研究所

出口比较：总量阶段性回落，新能源出口延续增长

- **需求维度：**26Q2出口大中客13,832辆，同比-12.61%，出口景气度阶段性回落；但新能源出口4,348辆、同比+7.04%仍保持增长，占出口比重继续提升至31.44%。
- **格局维度：**26Q2宇通/金龙/中通出口市占率分别为29.34%/22.58%/15.12%，同比分别+4.63/-3.53/+3.91pct。宇通出口环比大幅回升64.29%，金龙环比回落43.71%，我们判断主要为交付节奏差异而非份额的实质变化。

表：客车行业及重点车企出口销量数据 / 辆（大中客）

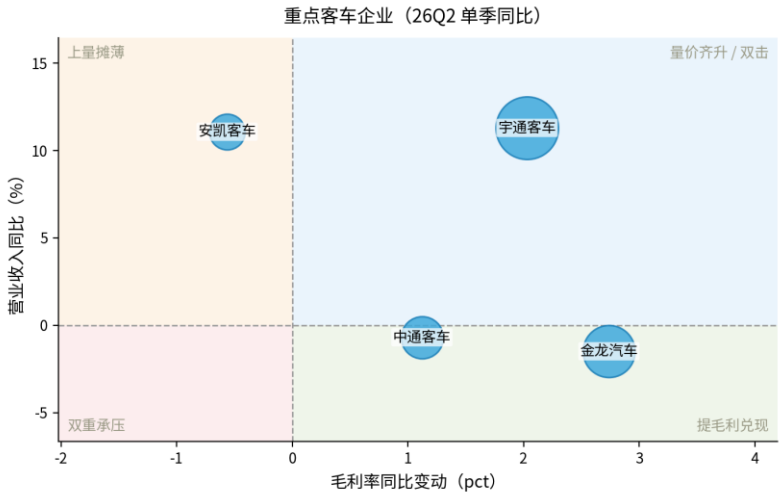
项目	2025Q2	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比
行业出口大中客	15,828	17,212	15,960	13,832	-12.6%	-13.3%
其中新能源出口	4,062	4,055	4,069	4,348	+7.0%	+6.9%
宇通客车	3,911	6,139	2,470	4,058	+3.8%	+64.3%
金龙汽车	4,132	4,409	5,548	3,123	-24.4%	-43.7%
中通客车	1,775	1,206	2,226	2,092	+17.9%	-6.0%

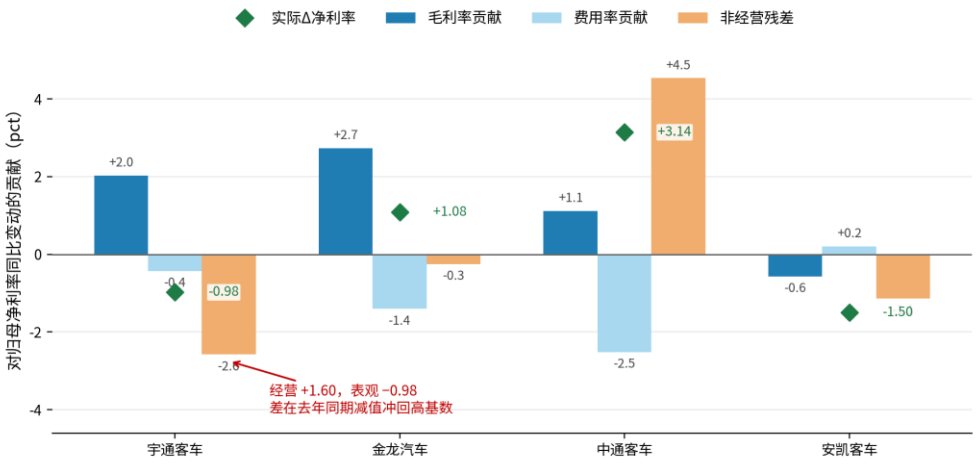
数据来源：中客网，东吴证券研究所

客车业绩兑现：龙头靠量价齐升，金龙靠毛利率

- **客车四家已披露标的的兑现路径各不相同：**1）宇通量价齐升，销量+1.12%、单车均价+10.07%、毛利率+2.03pct；2）金龙收入小幅下滑但毛利率+2.74pct兑现利润；3）中通收入基本持平、毛利率+1.12pct；4）安凯收入增长而盈利能力承压。
- **归因上：**1）宇通需注意基数问题，经营层面即毛利率减费用率的贡献为+1.60pct，表观归母净利率却是-0.98pct，差额来自去年同期减值冲回形成的高基数，经营质量实际在改善；2）金龙是四家中唯一经营层面即可完整解释利润改善的标的，非经营残差仅-0.25pct；3）中通归母净利率+3.14pct中经营层面净贡献为-1.40pct，+4.54pct全部来自非经营项。

图：26Q2 客车业绩兑现路径与归母净利率变动归因





收入/ASP：宇通单车均价同比+10.1%，驱动来自出口结构

- **收入维度，龙头表现更优。**26Q2宇通/安凯营业收入分别为108.09/10.38亿元，同比分别+11.30%/+11.08%；金龙53.24亿元，同比-1.49%；中通22.32亿元，同比-0.70%基本持平。
- **单车售价维度，宇通继续提升，但驱动来自出口结构而非出口总量。**26Q2宇通单车均价86.83万元，同比+10.07%；同期出口占总销量比重仅提升0.83pct，国内大中客销量同比-4.79%，低价轻客占比反而上升1.86pct，单纯的出口占比提升并不足以解释ASP的涨幅。
- **真正的拉动来自出口结构的新能源化：**26Q2宇通新能源大中客出口1,216辆、同比+53.15%，占其出口比重由20.31%升至29.97%，同期燃油出口同比-8.82%。按新能源出口较公司均价溢价80至120万元每辆测算，可解释本季单车均价提升7.94万元中的三至五成。金龙45.40万元、同比-3.69%；中通54.61万元、同比-25.33%，与其国内销量同比翻倍、内销占比提升14.68pct有关；安凯43.41万元、基本持平。

表：重点车企营业收入（亿元）与单车均价 ASP（万元）

营业收入（亿元）

车企	25Q1A	25Q2A	25Q3A	25Q4A	26Q1A	26Q2A	26Q2同比	26Q2环比
宇通客车	64.18	97.12	102.37	150.60	59.09	108.09	+11.3%	+82.9%
金龙汽车	49.22	54.05	60.02	82.18	57.61	53.24	-1.5%	-7.6%
中通客车	16.93	22.48	17.15	16.74	17.82	22.32	-0.7%	+25.3%
安凯客车	6.58	9.35	8.54	9.82	6.82	10.38	+11.1%	+52.2%

单车均价 ASP（万元）= 单季营业收入 ÷ 单季销量

车企	25Q1A	25Q2A	25Q3A	25Q4A	26Q1A	26Q2A	26Q2同比	26Q2环比
宇通客车	71.22	78.89	83.67	94.35	77.23	86.83	+10.1%	+12.4%
金龙汽车	44.57	47.14	48.59	50.14	47.51	45.40	-3.7%	-4.4%
中通客车	61.22	73.14	54.07	49.91	50.72	54.61	-25.3%	+7.7%
安凯客车	41.25	43.52	36.32	39.66	36.66	43.41	-0.2%	+18.4%

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

毛利率：龙头同环比双升，行业盈利中枢继续抬升

- **26Q2毛利率整体向好，龙头更优。**宇通26Q2毛利率24.97%，同/环比分别+2.03/+1.41pct；金龙14.55%，同/环比分别+2.74/+2.78pct，两家均实现同环比双升；中通16.72%，同比+1.12pct；安凯7.67%，同比-0.56pct。
- **单车毛利方面，宇通21.68万元、金龙6.60万元，同比分别+19.80%/+18.63%，行业盈利中枢继续抬升。**

表：重点车企毛利率（毛利率同环比单位pct）

车企	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比
宇通客车	18.89%	22.94%	23.98%	27.26%	23.56%	24.97%	+2.03	+1.41
金龙汽车	11.28%	11.81%	13.61%	13.54%	11.77%	14.55%	+2.74	+2.78
中通客车	15.09%	15.60%	17.44%	23.08%	17.80%	16.72%	+1.12	-1.08
安凯客车	8.66%	8.23%	7.27%	4.98%	8.73%	7.67%	-0.56	-1.06

费用率：龙头环比明显回落，同比仍有上行压力

- **26Q2行业期间费用率有所分化。**宇通26Q2期间费用率10.22%，同/环比分别+0.43/-3.13pct，规模效应带动环比明显回落；金龙10.74%，同/环比分别+1.40/+0.95pct；中通10.32%，同/环比分别+2.52/-1.23pct；安凯7.90%，同/环比分别-0.20/-2.92pct。
- **整体看费用率随收入回升而改善，但同比口径下多数公司仍有上行压力，其中财务费用受汇兑影响是主要增量。**

表：重点车企期间费用率比较（费用率同环比单位均为pct）

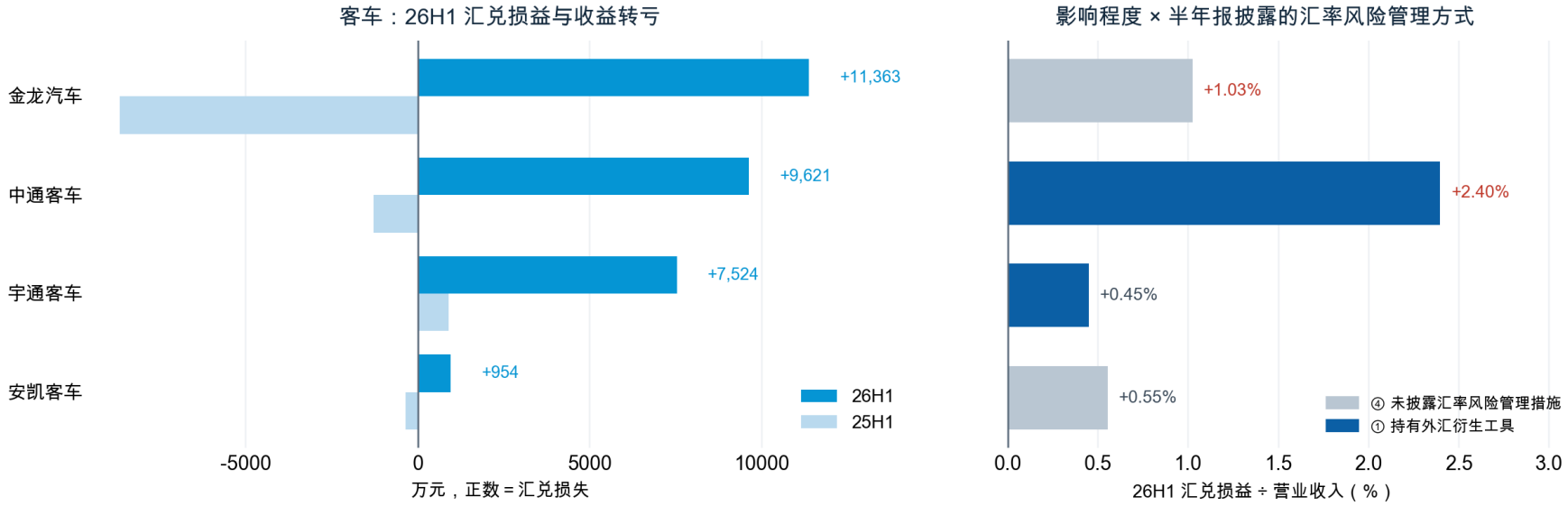
车企	25Q1A	25Q2A	25Q3A	25Q4A	26Q1A	26Q2A	26Q2同比	26Q2环比
宇通客车	10.83%	9.79%	9.28%	10.04%	13.36%	10.22%	+0.43	-3.13
金龙汽车	9.47%	9.33%	10.75%	9.43%	9.79%	10.74%	+1.40	+0.95
中通客车	8.22%	7.80%	11.24%	13.34%	7.54%	未披露		
安凯客车	10.95%	8.11%	10.62%	10.45%	10.82%	7.90%	-0.20	-2.92

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

汇兑影响：四家全部确认损失，中通冲击最深、宇通全额对冲

- **26H1汇兑损益：**1）客车四家全部确认汇兑损失，合计2.95亿元，25H1为净收益0.94亿元，同比多增3.89亿元；2）按占营业收入比重，中通客车2.40%、金龙汽车1.03%、安凯客车0.55%、宇通客车0.45%；3）金龙汽车1.14亿元汇兑损失直接将财务费用推为正数，是其归母增速跟不上毛利率改善幅度的主因。
- **趋势规律：**1）出口占比提升在抬高单车收入的同时同步放大外汇敞口，四家影响度均高于智能化板块中位数；2）对冲安排的差异直接体现在影响度上，宇通客车按应收账款合同签订全额远期外汇合约、签约合计约44.6亿元，其汇兑损失÷外币净敞口约1.80%，明显低于福耀玻璃的4.57%；3）中通客车虽持有8,304万元远期外汇合同，但期末已全部到期结清，且损失主要来自资产负债表外币项目重估，与套期覆盖对象不重合，实际保护有限。
- **分类原则：按半年报是否披露针对汇率的衍生工具、以及是否披露替代性管理手段划分为四类，仅记录披露事实，不判断对冲有效性。**

图：客车26H1汇兑损益与半年报披露的汇率风险管理方式



注：正数=汇兑损失。右图颜色仅反映半年报披露的事实，不代表对冲有效性。宇通客车外币金融资产42.21亿元、负债0.52亿元，净敞口约41.69亿元；敏感性分析口径为人民币升贬10%影响净利润4.17亿元。金龙汽车与安凯客车半年报均明示报告期不存在衍生品投资或勾选不适用。

数据来源：各公司2026年半年报财务费用附注及衍生品投资情况章节，iFinD，东吴证券研究所

净利润：龙头利润增厚，中通改善幅度最大

- **行业利润规模继续提升，龙头稳健、二线弹性更大。**26Q2宇通/金龙/中通/安凯归母净利润分别为12.08/1.26/1.83/0.00亿元，同比分别+2.35%/+81.58%/+60.91%/-99.78%，安凯为基数因素。
- **盈利能力上：**1）宇通归母净利率11.18%，环比+0.02pct；2）金龙2.37%，同比+1.08pct，内部整合效果继续兑现；3）中通8.21%，同比+3.14pct，为四家中改善幅度最大。单车净利宇通9.71万元、中通4.48万元、金龙1.08万元。

表：重点车企归母净利润（亿元）

车企	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比
宇通客车	7.55	11.81	13.57	22.62	6.59	12.08	+2.3%	+83.3%
金龙汽车	0.47	0.69	1.31	2.21	1.50	1.26	+81.6%	-15.9%
中通客车	0.77	1.14	0.86	0.83	0.99	1.83	+60.9%	+84.2%
安凯客车	0.04	0.14	-0.27	-0.47	0.02	0.00	-99.8%	-98.3%

宇通客车：量价齐升，新能源出口增速亮眼

◆ **26Q2业绩：**1）营收为108.09亿元，同/环比分别+11.30%/+82.92%；2）归母净利润为12.08亿元，同/环比分别+2.35%/+83.28%；3）扣非归母净利润为11.88亿元，同/环比分别+30.87%/+95.59%。

◆ **业绩点评：业绩符合我们预期。**1）26Q2毛利率24.97%，同/环比分别+2.03/+1.41pct，单车毛利21.68万元、同比+19.80%；2）单车均价86.83万元，同比+10.07%，主要受益于新能源大中客出口同比+53.15%、占其出口比重由20.3%提升至30.0%；3）表观归母净利率同比-0.98pct，但经营层面即毛利率减费用率贡献为+1.60pct，差额主要来自去年同期减值冲回形成的高基数；4）26H1汇兑损失0.75亿元、占营业收入0.45%，公司按应收账款合同签订全额远期外汇合约、签约合计约44.6亿元，敞口保护相对充分。

表：宇通客车核心财务指标拆分/单位：亿元

	2025Q1A	2025Q2A	2025Q3A	2025Q4A	2026Q1A	2026Q2A	26Q2同比	26Q2环比
营业收入	64.18	97.12	102.37	150.60	59.09	108.09	11.30%	82.92%
毛利率	18.89%	22.94%	23.98%	27.26%	23.56%	24.97%	2.03pct	1.41pct
期间费用	6.95	9.51	9.58	15.04	7.89	11.05	16.21%	39.99%
销售费用	2.16	2.86	3.40	5.82	2.29	3.76	31.56%	64.67%
管理费用	1.78	2.27	1.69	2.61	1.75	2.22	-2.14%	26.52%
研发费用	2.94	4.53	4.33	6.28	3.59	4.70	3.78%	30.76%
财务费用	0.08	-0.15	0.15	0.34	0.26	0.37	/	/
期间费用率	10.83%	9.79%	9.36%	9.99%	13.36%	10.22%	0.43pct	-3.3pct
销售费用率	3.36%	2.95%	3.32%	3.86%	3.87%	3.48%	0.54pct	-0.39pct
管理费用率	2.78%	2.33%	1.66%	1.73%	2.97%	2.05%	-0.28pct	-0.92pct
研发费用率	4.57%	4.66%	4.23%	4.17%	6.08%	4.35%	-0.31pct	-1.73pct
财务费用率	0.12%	-0.15%	0.15%	0.23%	0.44%	0.34%	0.49pct	-0.10pct
资产减值损失	-0.37	-1.09	-0.47	-0.15	-1.07	-0.41	/	/
信用减值损失	3.17	-0.59	-1.09	-0.17	1.74	-0.12	/	/
资产处置收益	0.00	1.76	-0.01	0.08	0.00	0.00	/	/
其他收益	0.81	1.05	0.67	0.58	0.85	0.91	/	/
公允价值变动净收益	0.18	0.19	2.19	2.96	-0.12	-0.68	/	/
归母净利润/亿元	7.55	11.81	13.57	22.62	6.59	12.08	2.35%	83.28%
归母净利率	11.8%	12.2%	13.3%	15.0%	11.2%	11.2%	-0.98pct	0.02pct
扣非后归母净利润	6.42	9.08	10.66	19.64	6.07	11.88	30.87%	95.58%
扣非归母净利率	10.0%	9.3%	10.4%	13.0%	10.3%	11.0%	1.64pct	0.71pct
经营性归母净利润	3.75	10.48	12.28	19.31	5.19	12.39	18.17%	138.43%
经营性现金流	14.17	2.97	0.82	14.01	34.94	24.55	725.82%	/
客车总销量/辆	9011	12310	12235	15962	7652	12448	1.12%	62.68%
1.1大型客车/辆	4532	6606	6366	7093	3681	6373	-3.53%	73.13%
1.2中型客车/辆	2729	3586	3694	5594	2069	3282	-8.48%	58.63%
1.3轻型客车/辆	1750	2118	2175	2953	1902	2793	31.87%	46.85%
大中客占比	81%	83%	82%	79%	75%	78%	-5.23pct	2.42pct
2.1出口/辆	2050	3960	4720	6259	2660	4180	5.56%	57.14%
出口占比	23%	32%	39%	39%	35%	34%	1.41pct	-1.18pct
2.1.1新能源出口/辆	290	800	1270	1577	466	1235	54.38%	165.02%
新能源出口占比	14%	20%	27%	25%	18%	30%	9.34pct	12.03pct
2.2国内/辆	6961	8350	7515	9703	4992	8268	-0.98%	65.63%
单车收入/万元	71.22	78.89	83.67	94.35	77.23	86.83	10.07%	12.44%
扣非单车净利/万元	7.13	7.38	8.71	12.31	7.94	9.54	29.41%	20.23%

注：经营性利润=归母净利润-减值-资产处置收益-其他收益-公允价值变动收益

◆ **风险提示：国内外需求不及预期，地缘政治风险**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

金龙汽车：毛利率同环比双升，利润弹性显著

◆ **26Q2业绩：**1）营收为53.24亿元，同/环比分别-1.49%/-7.58%；2）归母净利润为1.26亿元，同/环比分别+81.58%/-15.89%；3）扣非归母净利润为0.96亿元，同比+330.34%、环比-2.21%。

◆ **业绩点评：业绩符合我们预期。**1）26Q2毛利率14.55%，同/环比分别+2.74/+2.78pct，为四家中改善幅度最大，单车毛利6.60万元、同比+18.63%；2）归母净利率2.37%，同比+1.08pct，内部整合与降本增效兑现扎实；3）26H1汇兑损失1.14亿元、占营业收入1.03%，压制表观利润。

表：金龙汽车核心财务指标拆分/单位：亿元

	2025Q1A	2025Q2A	2025Q3A	2025Q4A	2026Q1A	2026Q2A	26Q2同比	26Q2环比
营业收入	49.22	54.05	60.02	82.18	57.61	53.24	-1.49%	-7.58%
毛利率	11.28%	11.81%	13.61%	13.54%	11.77%	14.55%	2.74pct	2.78pct
期间费用	4.66	5.05	6.45	7.75	5.64	5.72	13.31%	1.37%
销售费用	1.98	2.27	2.55	2.73	2.26	2.00	-11.98%	-11.88%
管理费用	1.18	1.35	1.55	1.23	1.00	1.13	-16.75%	12.72%
研发费用	1.69	1.80	2.02	3.65	1.63	1.99	10.64%	22.14%
财务费用	-0.19	-0.38	0.33	0.13	0.74	0.60	——	——
期间费用率	9.47%	9.33%	10.75%	9.43%	9.79%	10.74%	1.40pct	0.95pct
销售费用率	4.01%	4.19%	4.25%	3.32%	3.93%	3.75%	-0.45pct	-0.18pct
管理费用率	2.40%	2.50%	2.59%	1.49%	1.73%	2.11%	-0.39pct	0.38pct
研发费用率	3.43%	3.33%	3.37%	4.44%	2.83%	3.74%	0.41pct	0.91pct
财务费用率	-0.38%	-0.69%	0.55%	0.16%	1.29%	1.13%	1.83pct	-0.16pct
资产减值损失	-0.09	-0.01	-0.04	-1.10	-0.02	-0.12	——	——
信用减值损失	-0.56	-0.55	-0.37	-0.10	0.04	-0.69	——	——
其他收益	0.35	0.37	0.28	0.59	0.45	0.33	——	——
归母净利润/亿元	0.47	0.69	1.31	2.21	1.50	1.26	81.58%	-15.90%
归母净利率	0.95%	1.29%	2.18%	2.69%	2.60%	2.37%	1.08pct	-0.23pct
扣非后归母净利润	-0.10	0.22	0.71	1.15	0.98	0.96	——	-2.22%
扣非归母净利率	-0.20%	0.41%	1.19%	1.40%	1.70%	1.80%	1.39pct	0.10pct
客车总销量/辆	11044	11469	12352	16388	12126	11728	2.26%	-3.28%
1.1大型客车/辆	4184	4333	4853	5190	4511	4101	-5.35%	-9.09%
1.2中型客车/辆	1531	2180	1939	4881	2539	1537	-29.50%	-39.46%
1.3轻型客车/辆	5329	4956	5560	6317	5076	6090	22.88%	19.98%
大客占比	38%	38%	39%	32%	37%	35%	-2.81pct	-2.23pct
大中客占比	52%	57%	55%	61%	58%	48%	-8.71pct	-10.07pct
2.1出口/辆	7082	6993	7436	8809	9741	8100	15.83%	-16.85%
出口占比	64%	61%	60%	54%	80%	69%	8.09pct	-1.27pct
2.1.1新能源出口/辆	950	1078	881	1035	1084	1693	57.05%	56.18%
新能源出口占比	13%	15%	12%	12%	11%	21%	5.49pct	9.77pct
2.2国内/辆	3962	4476	4916	7579	2385	3628	-18.95%	52.12%
单车净利/万元	0.42	0.61	1.06	1.35	1.24	1.08	77.57%	-13.04%

◆ **风险提示：国内外需求不及预期，地缘政治风险**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

五、摩托车：出口高景气延续，个股业绩分化

行业销量：26Q2总量同环比高增，出口+电摩为核心增量

- **行业总量同环比高增，出口+电摩贡献核心增量。**26Q2油摩总销量514.9万辆，同环比+12.8%/+21.7%，其中250cc以上31.9万辆，同环比+7.3%/+70.2%；电摩78.1万辆，同环比+57.7%/+45.5%。
- **内销：**同环比+3.0%/+32.6%，其中排量250cc以上同环比-7.6%/+127.8%。**出口：**同环比+16.4%/+18.6%，其中排量250cc以上同环比+22.7%/+42.2%。

表：摩托车行业销量表现（万辆）

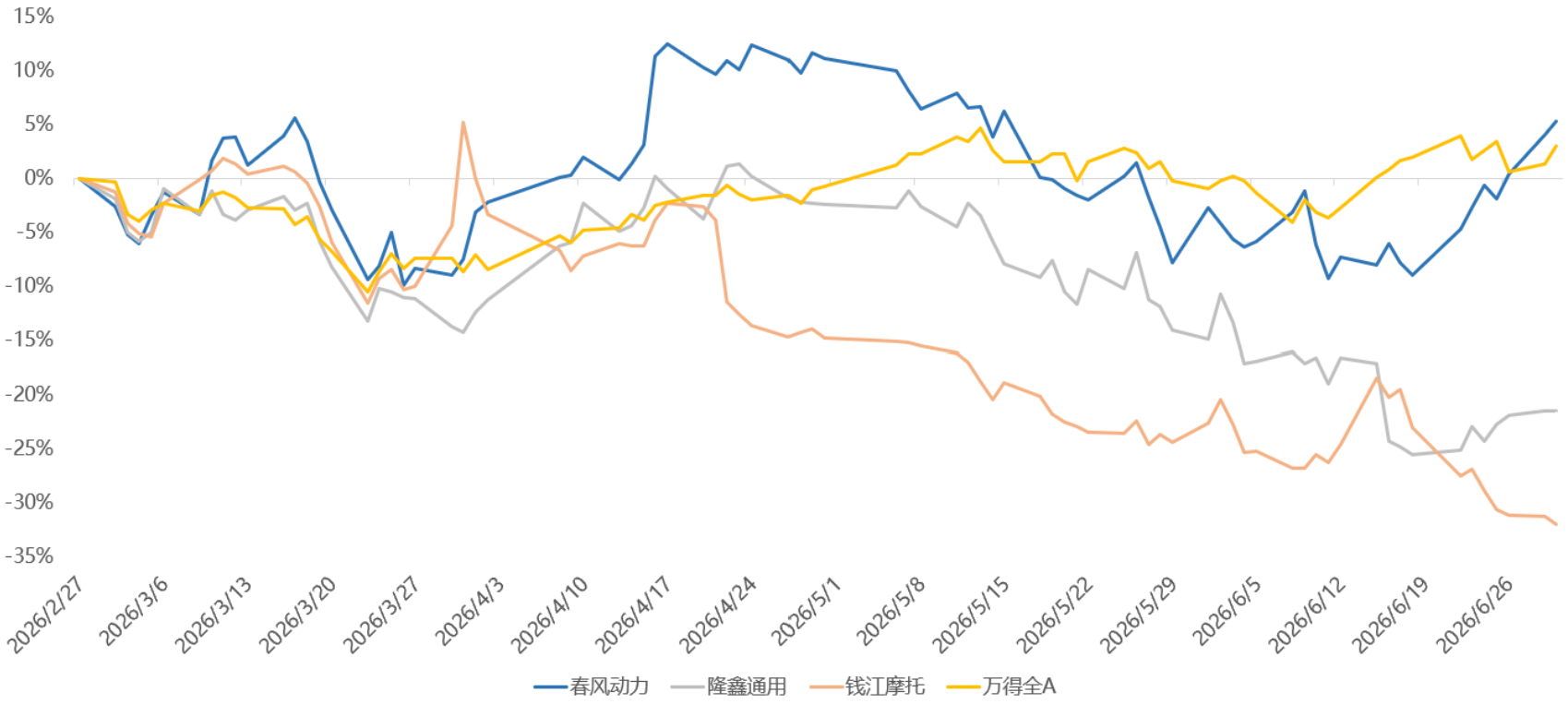
	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比
行业总销量							
油摩总销量	**456.3**	**447.2**	**420.1**	**423.1**	**514.9**	**12.8%**	**21.7%**
>250cc	29.7	25.9	19.1	18.7	31.9	7.3%	70.2%
≤250cc	426.6	421.2	401.0	404.3	483.0	13.2%	19.4%
≤150cc	373.4	367.2	348.9	355.6	416.5	11.5%	17.1%
电摩总销量	**49.5**	**57.5**	**54.7**	**53.7**	**78.1**	**57.7%**	**45.5%**
行业内销总量							
油摩总销量	**121.8**	**114.3**	**101.8**	**94.6**	**125.4**	**3.0%**	**32.6%**
>250cc	15.1	11.3	6.9	6.1	14.0	-7.6%	127.8%
≤250cc	106.6	103.0	94.8	88.5	111.5	4.5%	26.0%
≤150cc	97.3	94.1	87.8	83.2	101.1	3.9%	21.5%
电摩总销量	**49.0**	**56.7**	**53.2**	**51.9**	**76.1**	**55.5%**	**46.7%**
行业出口总量							
油摩总销量	**334.5**	**332.9**	**318.3**	**328.5**	**389.4**	**16.4%**	**18.6%**
>250cc	14.6	14.6	12.2	12.6	17.9	22.7%	42.2%
≤250cc	319.9	318.2	306.2	315.9	371.5	16.1%	17.6%
≤150cc	276.1	273.1	261.1	272.4	315.4	14.2%	15.8%
电摩总销量	**0.6**	**0.8**	**1.5**	**1.8**	**2.0**	**244.5%**	**9.8%**

数据来源：摩托车商会，东吴证券研究所

股价：26Q2股价分化，春风超额为正，隆鑫/钱江跑输

- **26Q2春风超额为正（相对万得全A）：**2026/2/27-6/30春风/隆鑫/钱江涨跌幅为+5.3%/-21.4%/-32.0%，超额涨跌幅为+2.3%/-24.4%/-35.0%。
- 春风跑赢主因Q2营收同比+43%、全地形车/两轮车/极核三大业务同步高增，业绩确定性强；隆鑫下跌主因代工贴牌通路车订单下滑（26H1收入同比-27%）拖累整体增速，Q2归母净利润同比小幅下滑；钱江下跌主因Q2营收同比小幅下滑、归母净利润同比-23%，盈利能力承压。

图：摩托车板块核心公司2026Q2股价涨跌幅

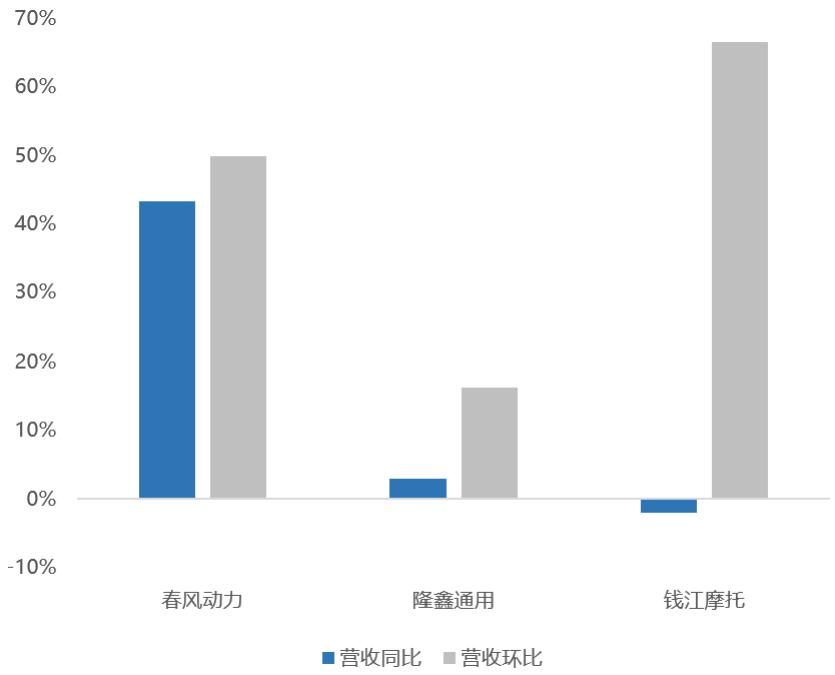


数据来源：wind，东吴证券研究所

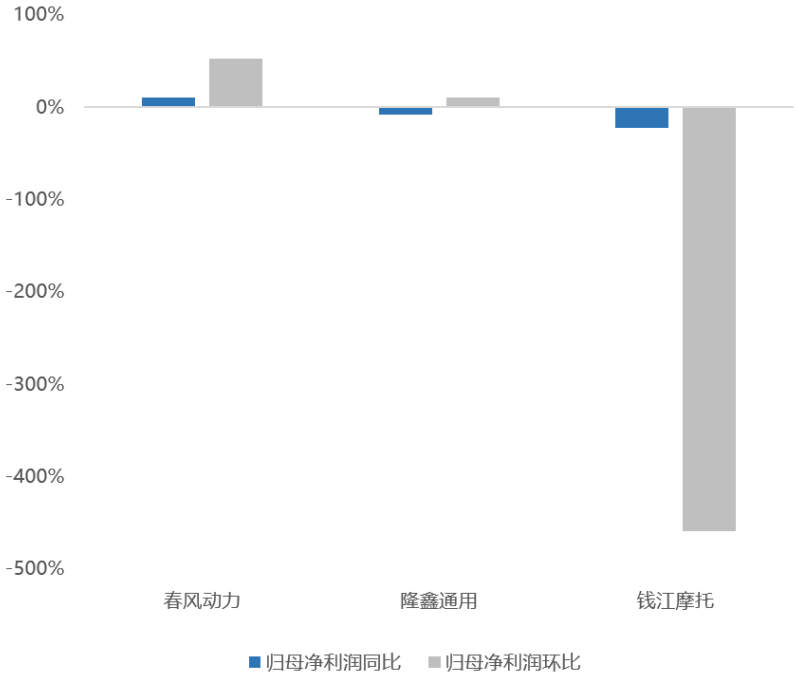
摩托车板块营收分析

- **摩托车板块2026Q2营收环比均增长，同比分化；归母净利润春风增长、隆鑫/钱江同比下滑。**
- **营收方面：**春风动力80.27亿元，同比+43.22%，全地形车、燃油两轮车、极核电动三大业务同步放量；隆鑫通用52.53亿元，同比+2.88%，自主品牌增长对冲通路车代工下滑；钱江摩托17.03亿元，同比-2.06%，环比+66.44%。**归母净利润方面：**春风动力6.42亿元，同比+9.41%（扣非+17.20%）；隆鑫通用5.20亿元，同比-8.37%；钱江摩托1.40亿元，同比-23.27%，环比扭亏。
- **26Q2业绩变动主因：**春风汇兑损失同比大幅增加（26H1汇兑损失2.56亿元）使利润增速低于营收增速；隆鑫代工贴牌通路车订单下滑，自主品牌占比升至36.07%；钱江毛利率同比-5.31pct叠加财务费用率上升。

图：摩托车板块营收指标



图：摩托车板块归母净利润指标

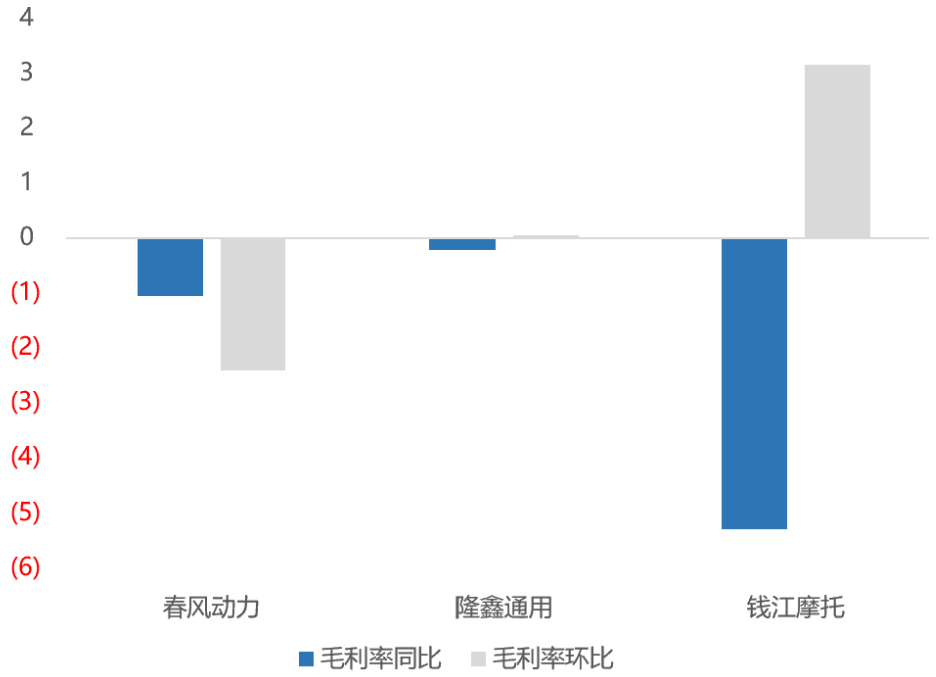


数据来源：Wind，东吴证券研究所

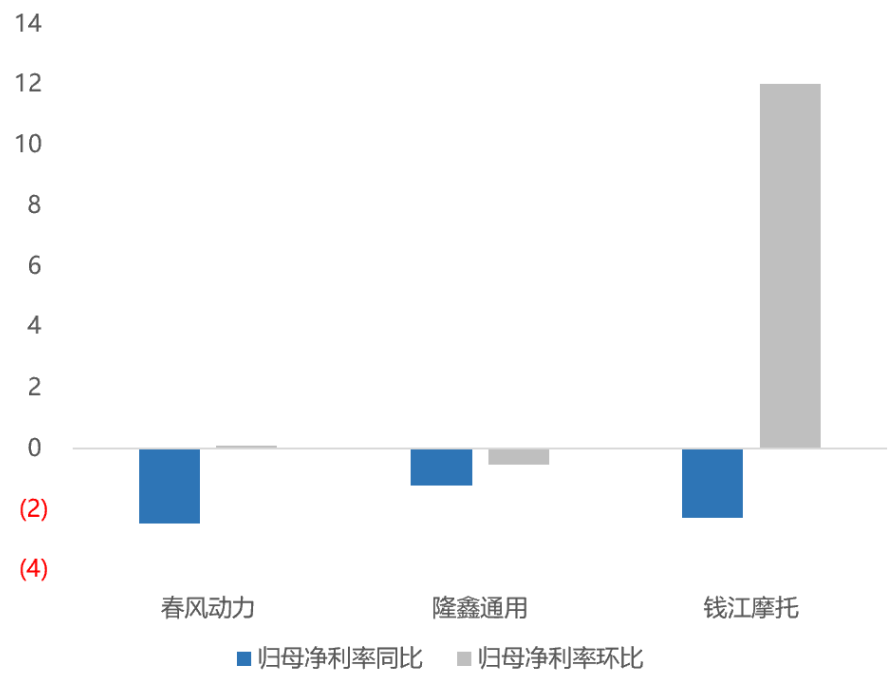
摩托车板块盈利能力变化趋势

- **整体上看，2026Q2摩托车板块毛利率同比均有所下滑，春风/钱江降幅相对较大，隆鑫基本稳定。**
  - **毛利率整体表现较好：**隆鑫通用（19.50%，同/环比-0.21/+0.04pct，产品结构稳定，自主品牌占比提升对冲通路车下滑）。
  - **毛利率同比下滑：**春风动力（26.29%，同/环比-1.05/-2.41pct，极核电动等中低毛利业务占比提升）；钱江摩托（22.73%，同/环比-5.31/+3.15pct，同比下滑但环比修复）。归母净利率：春风8.00%（同比-2.47pct，汇兑损失影响）、隆鑫9.90%（同比-1.22pct）、钱江8.23%（同比-2.27pct）。

图：摩托车板块26Q2毛利率变化情况（pct）



图：摩托车板块26Q2归母净利率变化情况（pct）

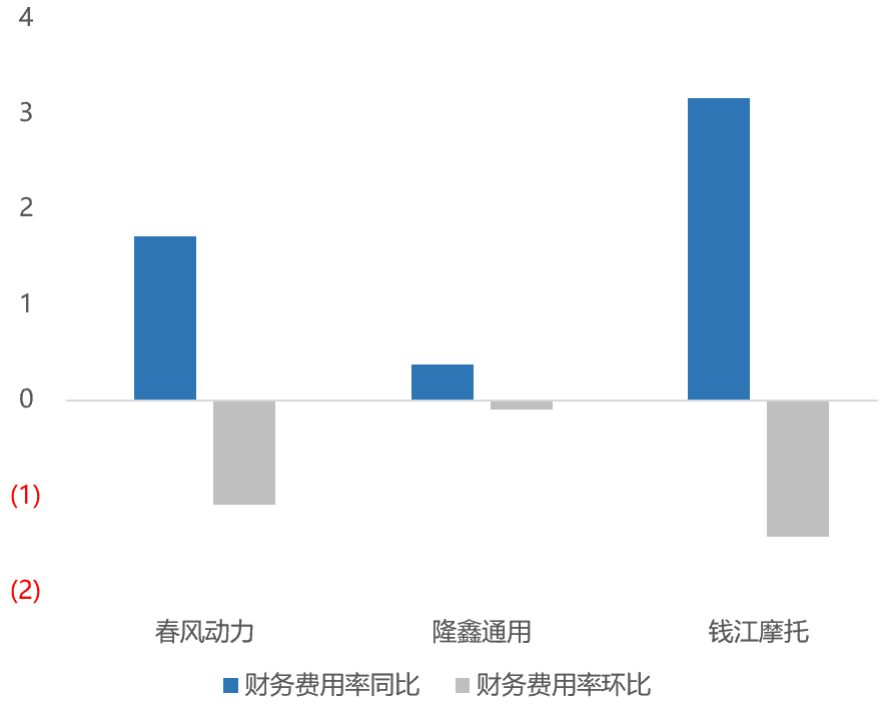


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

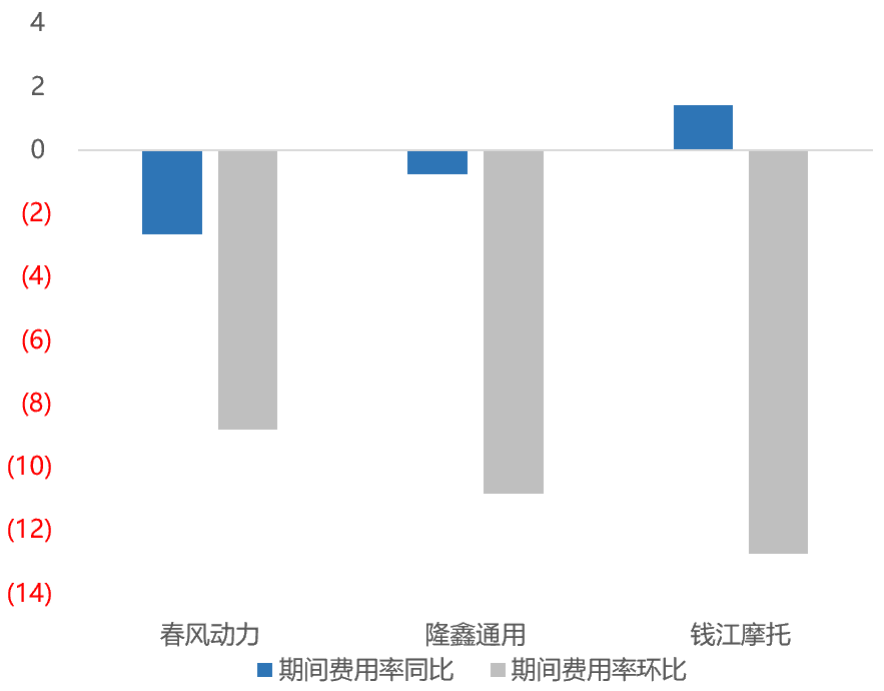
摩托车板块费用率变化情况

- **受人民币升值带来汇兑损失影响，摩托车板块2026Q2财务费用率同比均上升；环比受益于营收规模效应，期间费用率均明显下降。**
  - **财务费用率同比增加较多：**春风动力（+1.72pct，26H1汇兑损失2.56亿元，去年同期0.03亿元）；钱江摩托（+3.16pct）；隆鑫通用（+0.38pct，仍为净收益）。
  - **期间费用率：**春风动力同/环比分别-2.66/-8.82pct，销售/管理费用率同比分别-0.98/-0.75pct，规模效应显著，研发费用率同比+0.69pct（研发费用同比+61.75%）；隆鑫通用同/环比分别-0.74/-10.85pct；钱江摩托同/环比分别+1.43/-12.73pct。

图：摩托车板块26Q2财务费用率变化情况（pct）



图：摩托车板块26Q2期间费用率变化情况（pct）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

春风动力：三大业务同步高增，汇兑拖累利润增速

- **26Q2业绩：**1）营收为80.27亿元，同/环比分别+43.22%/+49.80%；2）归母净利润为6.42亿元，同/环比分别+9.41%/+51.87%；3）扣非归母净利润为6.33亿元，同/环比分别+17.20%/+51.96%。
- **业绩点评：**1）全地形车：26H1销量13.11万台，营收71.46亿元，同比+51.05%，出口额占全国总出口额72.47%；2）燃油两轮车：26H1销量19.64万台，同比+30.62%；外销9.80万台、营收23.15亿元，同比+40.41%，北美中大排高端车型投放、欧洲450MT/675SR/1000MT-X热销；国内营收16.85亿元，200cc以上跨骑车型国内市占率24.34%，位居行业首位；3）极核电动：26H1销量33.80万台，营收11.62亿元，同比+33.15%；4）26H1汇兑损失2.56亿元（去年同期0.03亿元），拖累利润增速。
- **风险提示：**海外关税及贸易政策风险；国内大排量摩托车需求不及我们预期；汇率波动风险。

表：春风动力核心财务指标

春风动力	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	56.05	50.41	48.49	53.59	80.27	43.22%	49.80%
营业成本（亿元）	40.72	37.23	36.45	38.21	59.17	45.29%	54.86%
毛利率	27.35%	26.14%	24.84%	28.70%	26.29%	-1.05pct	-2.41pct
销售费用（亿元）	2.99	3.12	4.50	2.93	3.50	16.94%	19.29%
管理费用（亿元）	2.26	2.08	1.49	2.39	2.64	16.71%	10.35%
研发费用（亿元）	3.01	3.00	3.71	2.99	4.87	61.75%	62.54%
财务费用（亿元）	(0.66)	(0.59)	0.19	0.87	0.43	165.05%	-50.46%
销售费用率	5.34%	6.18%	9.28%	5.47%	4.36%	-0.98pct	-1.11pct
管理费用率	4.03%	4.12%	3.07%	4.46%	3.28%	-0.75pct	-1.17pct
研发费用率	5.37%	5.96%	7.64%	5.59%	6.06%	0.69pct	0.48pct
财务费用率	-1.18%	-1.17%	0.39%	1.62%	0.54%	1.72pct	-1.09pct
归母净利润（亿元）	5.87	4.13	2.60	4.23	6.42	9.41%	51.87%
扣非归母净利润（亿元）	5.41	3.99	2.31	4.17	6.33	17.20%	51.96%
归母净利率	10.47%	8.20%	5.36%	7.89%	8.00%	-2.47pct	0.11pct

数据来源：Wind，东吴证券研究所

隆鑫通用：无极品牌高增，通路车代工拖累整体增速

- **26Q2业绩：**1）营收为52.53亿元，同/环比分别+2.88%/+16.15%；2）归母净利润为5.20亿元，同/环比分别-8.37%/+10.30%；3）扣非归母净利润为5.14亿元，同/环比分别-6.83%/+9.62%。
- **业绩点评：**1）摩托车业务26H1收入77.62亿元，同比+6.72%；自主品牌收入35.26亿元，同比+28.75%，占营收比重36.07%（+7.99pct），创历史新高；代工贴牌通路车受客户订单下滑影响，收入18.32亿元，同比-26.97%；2）无极VOGE：26H1收入23.69亿元，同比+19.68%；欧洲前五市场合计市占率5.79%，成为第一个破"5"的中国品牌；拉美市场销量同比增长近40%，巴西实现从0到1突破；3）自主发动机收入16.03亿元，同比+31.16%，250cc以上发动机销量同比+97.13%；全地形车收入5.72亿元，同比+109.39%。
- **风险提示：**通路车代工订单持续下滑；海外市场拓展及无极品牌放量不及我们预期；汇率及贸易政策风险。

表：隆鑫通用核心财务指标

隆鑫通用	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	51.06	48.05	45.78	45.22	52.53	2.88%	16.15%
营业成本（亿元）	40.99	39.02	36.88	36.42	42.29	3.16%	16.10%
毛利率	19.71%	18.80%	19.45%	19.46%	19.50%	-0.21pct	0.04pct
销售费用（亿元）	0.55	0.60	1.45	0.41	0.57	5.17%	40.48%
管理费用（亿元）	1.25	1.16	3.57	1.06	1.24	-0.06%	17.52%
研发费用（亿元）	0.98	0.97	1.80	0.80	1.08	9.60%	34.96%
财务费用（亿元）	(0.35)	(0.40)	(0.21)	(0.10)	(0.17)	53.29%	-70.50%
销售费用率	1.07%	1.24%	3.17%	0.90%	1.09%	0.02pct	0.19pct
管理费用率	2.44%	2.42%	7.79%	2.34%	2.37%	-0.07pct	0.03pct
研发费用率	1.93%	2.01%	3.92%	1.77%	2.05%	0.13pct	0.29pct
财务费用率	-0.70%	-0.83%	-0.45%	-0.21%	-0.32%	0.38pct	-0.1pct
归母净利润（亿元）	5.67	5.03	0.71	4.71	5.20	-8.37%	10.30%
扣非归母净利润（亿元）	5.52	4.94	1.02	4.69	5.14	-6.83%	9.62%
归母净利率	11.11%	10.46%	1.55%	10.42%	9.90%	-1.22pct	-0.53pct

数据来源：Wind，东吴证券研究所

六、风险提示

风险提示

- **贸易战升级进一步超出预期。**如果贸易战升级进一步超出预期，将会影响我国汽车产业出海。
- **全球经济复苏力度低于预期。**如果全球经济复苏不及预期，将影响汽车终端需求。
- **汽车内需恢复不及预期。**如果汽车内需复苏不及预期，将影响国内汽车终端需求。
- **智驾/机器人进展不及预期。**如果智驾/机器人技术创新不及预期，将会影响智驾/机器人技术的应用和相关产业链。
- **地缘政治不确定性风险增大。**

免责声明

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

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

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

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

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

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持： 预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

东吴证券 财富家园