

2025H2汽车投资策略： ——破旧立新

证券分析师：黄细里

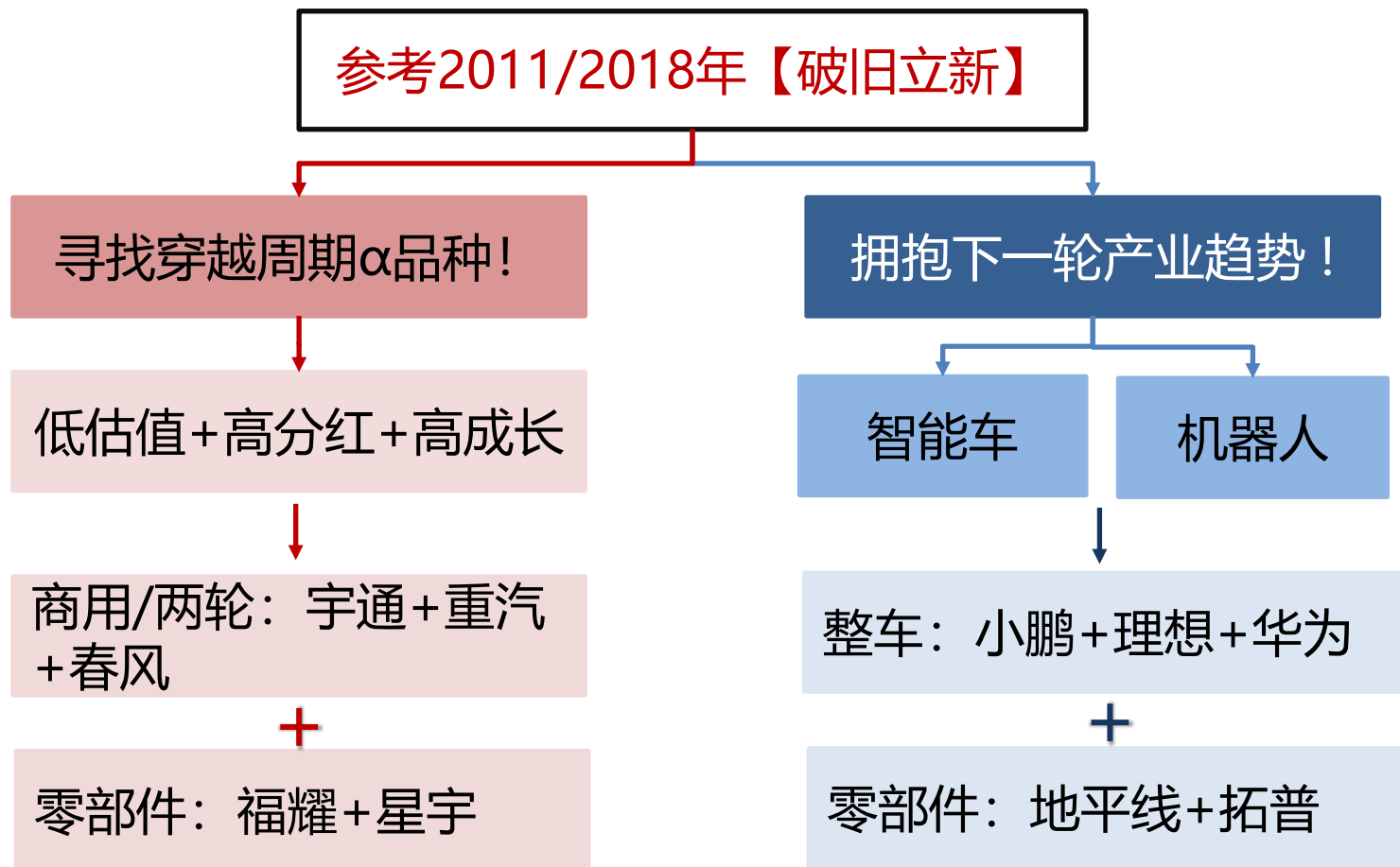
执业证书编号：S0600520010001

联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

2025年06月27日

- **2025H1汽车行业复盘总结：汽车基本面韧性依然足，AI成长风格标的表现超出预期。** 因以旧换新政策1月很好衔接背景下，汽车各子版块上半年基本面兑现总体是符合预期的，个别子领域有些不及预期。从股价表现看：汽车机器人板块表现最佳，其次乘用车/两轮车/重卡也都可圈可点，红利风格相比AI成长风格标表现相对不足。
- **2025H2汽车行业选股思路：如何【破旧立新】？** 我们认为2025下半年开始汽车或应该参考2011年或2018年（底线思维），汽车行业又重新站到了一个新的十字路口。电动化行业红利接近尾声，智能化行业红利正在努力衔接，商用车/两轮车等子版块成为好的投资补充领域。我们选择两条思路：1) 寻找穿越周期 α 品种！2) 坚定拥抱下一轮产业趋势（智能化+机器人）。
- **2025H2汽车金股调整思路：增加红利风格品种权重。1) 红利&好格局风格优选：**客车（宇通客车）+重卡（中国重汽H）+两轮车（春风动力）+零部件（福耀玻璃+星宇股份）。2) AI成长风格优选：乘用车（小鹏汽车+理想汽车+华为（赛力斯+上汽集团）），零部件（地平线机器人+拓普集团）。
- **2025年汽车板块最新景气度预测：核心假设国内以旧换新政策可以维持+贸易战风险不继续升级。1) 乘用车板块：总体维持年初预测，新能源小幅下调。** 2025年总内需销量2366万辆（同比+3.9%），新能源内需销量1432万辆，同比+33%；2025年总外需销量523万辆（同比+11.4%），新能源外需183万辆（同比+52.3%）。2) 重卡板块：维持年初预测。2025年内需销量70万辆（同比+16.3%），2025年外需销量29.7万辆（同比+2.2%），电动重卡依然是最亮眼。3) 客车板块：国内座位客车下调，其他维持年初预测。2025年内需销量8.76万辆，同比+20%，出口5.3万辆，同比+20%。4) 摩托车板块：2025年内需销量446万辆，同比-4%，外需销量1308万辆，同比+26%。
- **风险提示：**以旧换新政策低于预期；贸易战升级超出预期；价格战超出预期



- ◆ 2025年初以来我们采用【汽车年度金股组合】模式来确立核心推荐标的，核心目的是希望基于1-3年维度能够推出真正有投资价值的公司，且规定每半年调整一次组合标的。
- ◆ 复盘2025H1汽车年度金股组合：整体符合我们预期，跑赢SW汽车指数。
 - 1) 超我们预期品种：小鹏汽车+地平线+拓普集团+伯特利。核心是H1市场AI风格偏好好于我们预期，机器人和智能化属于AI持续扩展的品种。小鹏新车不断，地平线定点不断，拓普机器人进展顺利，伯特利业绩好
 - 2) 低于我们预期品种：上汽集团+德赛西威+宇通客车。核心是不在市场风口上且自身基本面乏善可陈。
 - 3) 符合我们预期品种：赛力斯+新泉+福耀+重汽。

表：2025H1汽车年度金股的收益率汇总

风格类型	证券代码	上市公司	一句话看好逻辑	2025E核心指标			年初至今涨跌幅
				营收/亿元	归母净利润/亿元	PE/PB/PS	
AI成长风格	9868.HK	小鹏汽车-W	智能化时代BYD	907.15	12.89	1.55(PS)	58.3%
	600104.SH	上汽集团	国企改革带来困境反转	6,437.25	101.05	0.63(PB)	-24%
	601127.SH	赛力斯	华为汽车产业链核心受益者	1,801.07	109.61	19.48	-1.2%
	002920.SZ	德赛西威	域控制器赛道龙头	369.38	30.79	17.73	-9.6%
	601689.SH	拓普集团	电动化/机器人产业链龙头	337.49	37.15	21.66	-4.5%
	603596.SH	伯特利	线控底盘稀缺性标的	129.18	14.60	21.07	14.6%
	9660.HK	地平线机器人-W	汽车AI芯片国产龙头	30.45	-5.88	28.43(PS)	82.2%
	603179.SH	新泉股份	特斯拉汽车全球扩张坚定跟随者	170.25	13.91	15.98	6.8%
高股息红利	600066.SH	宇通客车	全球客车龙头正在崛起	414.47	41.06	13.16	-3.9%
	600660.SH	福耀玻璃	全球汽车玻璃王者	460.15	88.73	16.51	-5%
	000951.SZ	中国重汽A	重卡内需+非俄出口核心受益者	611.88	17.78	11.41	1.7%
年初至今平均涨跌幅（2025年1月1日至2025年6月18日）							10.5%
	801880.SI	SW汽车指数					7.3%
	887157.WI	WIND香港汽车指数					25.9%

数据来源：wind，东吴证券研究所

- ◆ 基于东吴汽车团队最新行研判断将2025年汽车调整如下（相比2025H1）：
- ◆ AI成长风格和高股息红利风格权重对调，2025H2我们认为应该给予更多权重给高股息红利风格。
- ◆ 增加一个标的维度：【3年战略品种】VS【确定性品种】。考虑到2025H2下半年汽车贝塔如果有所调整，我们认为少部分标的是会出现【黄金坑】买点。
- ◆ 相比2025H1，下半年我们核心调入3个标的【理想汽车/星宇股份/春风动力】，调出3个标的【德赛西威/伯特利/新泉股份】。

风格类型	证券代码	上市公司	标的分类	一句话看好逻辑	2025E核心指标		
					营收/亿元	归母净利润/亿元	PE/PB/PS
AI成长风格	9868.HK	小鹏汽车-W	3年战略品种	智能化时代BYD	907.15	12.89	1.61(PS)
	2015.HK	理想汽车		智能化时代中高端品牌	1,436.40	81.60	29.31
	600104.SH	上汽集团		国企改革带来困境反转	6,437.25	101.05	0.64(PB)
	601127.SH	赛力斯		华为汽车产业链核心受益者	1,801.07	109.61	20.15
	9660.HK	地平线机器人-W		汽车AI芯片国产龙头	30.45	-5.88	30.4(PS)
	601689.SH	拓普集团		电动化/机器人产业链龙头	337.49	37.15	22.39
	601799.SH	星宇股份		好赛道+好格局+好公司	163.10	17.61	20.57
红利&好格局风格	600066.SH	宇通客车	确定性品种	全球客车龙头正在崛起	414.47	41.06	13.52
	600660.SH	福耀玻璃	确定性品种	全球汽车玻璃王者	460.15	88.73	16.70
	3808.HK	中国重汽H	确定性品种	低估值+高分红重卡龙头	1,070.94	68.37	9.13
	603129.SH	春风动力	确定性品种	四轮车+摩托车高增长龙头	19.32	16.80	18.81



■ 乘用车板块H1复盘及H2展望

■ 零部件板块H1复盘及H2展望

■ 客车板块H1复盘及H2展望

■ 重卡板块H1复盘及H2展望

■ 两轮车板块H1复盘及H2展望

■ 投资建议及风险提示

一、乘用车板块H1复盘及H2展望

乘用车板块行情复盘：2025H1指数涨跌幅

◆ **2025H1乘用车整体行情：AI端侧应用的上涨+内卷再起的下跌。**2025年1月幻方量化旗下AI公司深度求索（DeepSeek）正式发布DeepSeek-R1模型，AI技术突破与产业应用落地受到市场关注。**2月**比亚迪等车企陆续举办辅助驾驶发布会，推动辅助驾驶搭载车型价格带下移，申万乘用车/香港汽车指数均录得较大涨幅。**3月-4月**起步美国针对关税进行了多次加码调整，乘用车指数有大幅调整，但乘用车本身对美出口敞口极小，错杀后指数逐步修复，此外由于权重车企比亚迪出口数据持续超预期，乘用车指数在**5月底**创年内新高。**5月底**“车圈恒大”等争论四起，5/25比亚迪智驾版官宣一口价降价，对整车厂内卷担忧再起，指数快速下跌。**6月**随着修订版《保障中小企业款项支付条例》正式生效，主流整车厂均承诺将供支付供应商的账期压缩至60天内，指数持续向下调整。

图：2024Q1-2025Q2乘用车&香港汽车/沪深300&恒生指数涨跌幅（%）



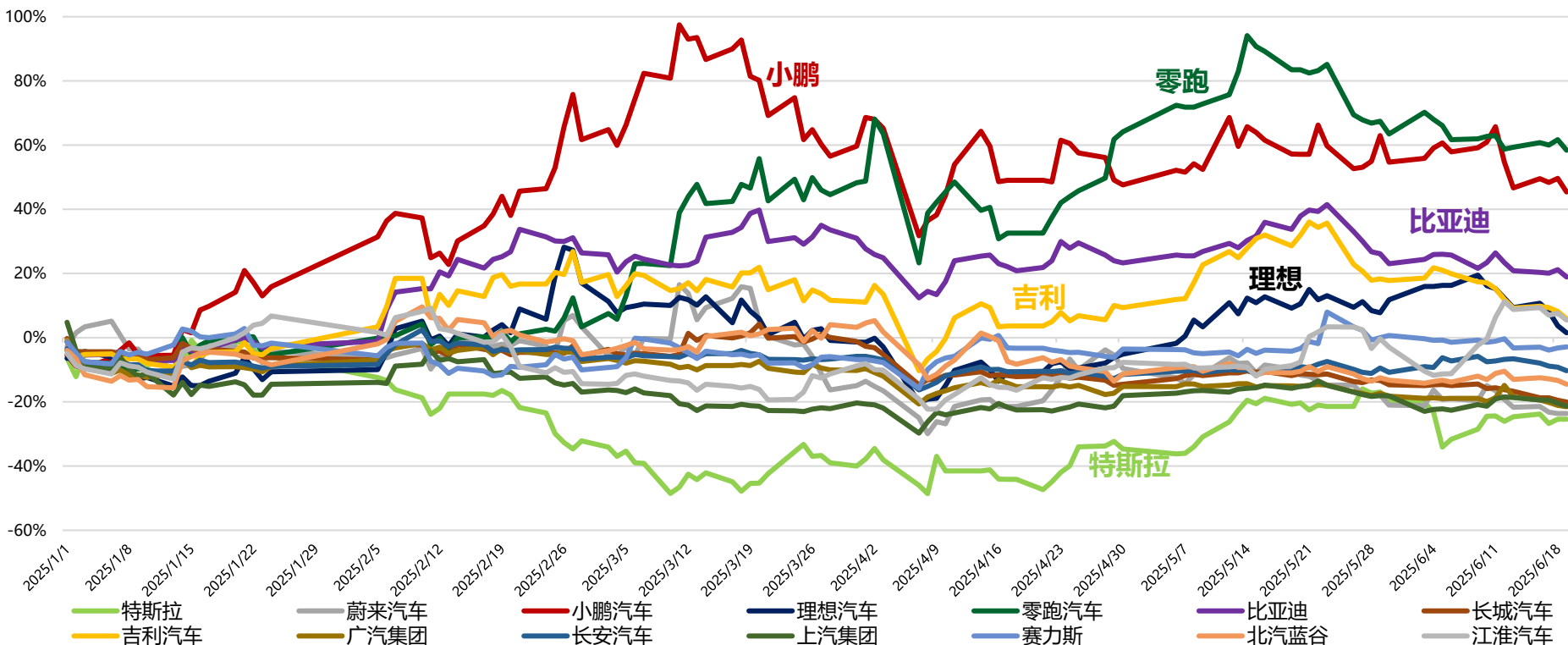
注：图中所列数据为以2023/12/29收盘价为基数计算的指数涨跌幅

数据来源：wind，东吴证券研究所

乘用车板块行情复盘：2025H1标的涨跌幅

◆ **标的涨跌幅：2025年初至今零跑汽车/小鹏汽车/比亚迪/吉利汽车/江淮/理想录得正超额涨幅。小鹏P7+/M03两款车型交付表现持续较佳，推动小鹏汽车在Q1春节因素干扰下每月交付都保持3万辆以上，后由于新G6/新G9/M03 Max表现均符合预期未再超预期，Q2整体处于震荡中；零跑交付表现较佳，此外24Q4实现单季度盈利，表现超预期；比亚迪自2024年12月起出口数据表现持续亮眼，同时2/10智驾发布会3/17超充发布会推动智驾平权/兆瓦闪充股价上涨，5/25降价后股价开始调整。吉利银河/理想MEGA&L系列焕新版/尊界S800订单表现较佳。**

图：2025H1乘用车标的超额涨跌幅（%）



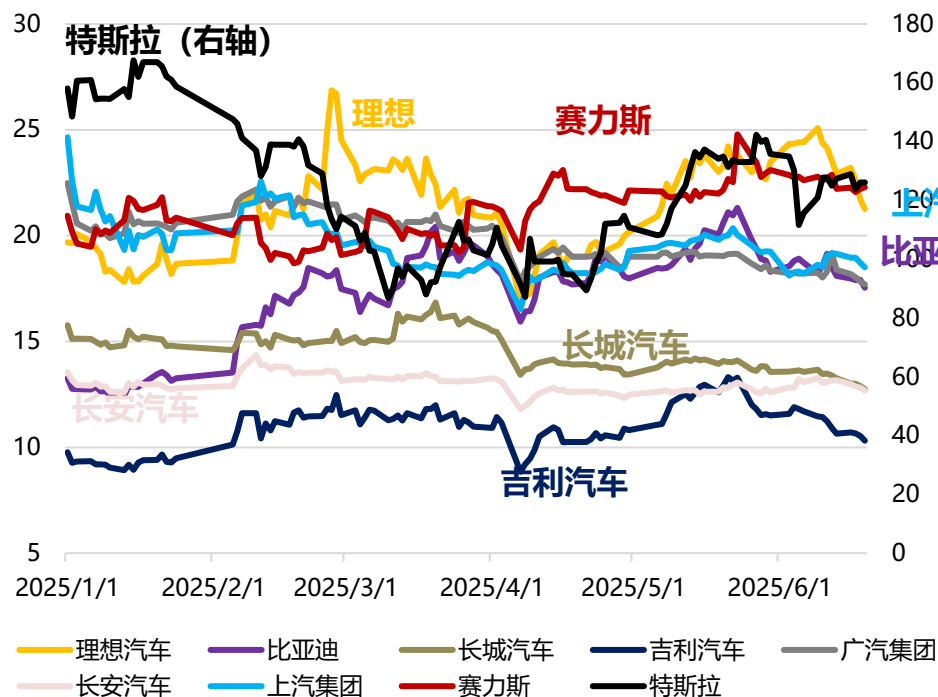
注：图中所列数据为以2024/12/27收盘价为基数计算的指数涨跌幅，超额涨跌幅为标的涨跌幅-沪深300涨跌幅；蔚来/理想/小鹏数据均为港股涨跌幅，广汽/比亚迪/长城均为A股涨跌幅

数据来源：wind，东吴证券研究所

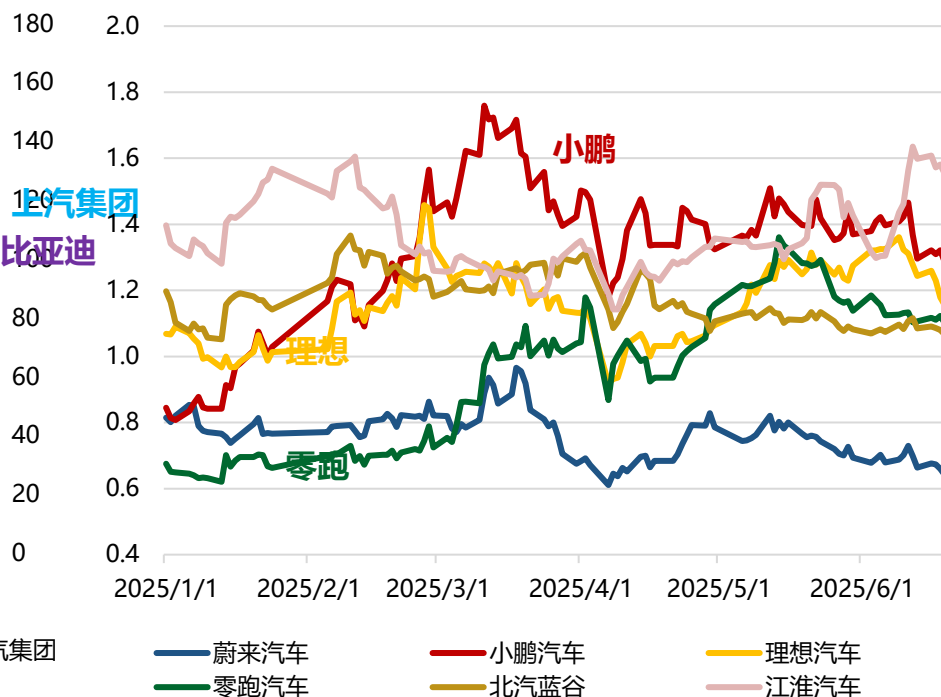
乘用车板块估值复盘：2025H1标的估值

- ◆ **比亚迪**由于出口持续表现较佳+智驾转型估值在25H1提升至20x左右；**理想/赛力斯**由于MEGA/M8进一步确认了在高端市场地位估值从20x提升至25x左右；几个未盈利车企中，**零跑**随着交付逐月验证25H1全年的营收预期有一定上修（下图中所列PS未反应），目前PS1.2x左右；**小鹏**在1.5x上下。

图：主机厂2025H1 PE估值（特斯拉为左轴）



图：主机厂2025H1 PS估值

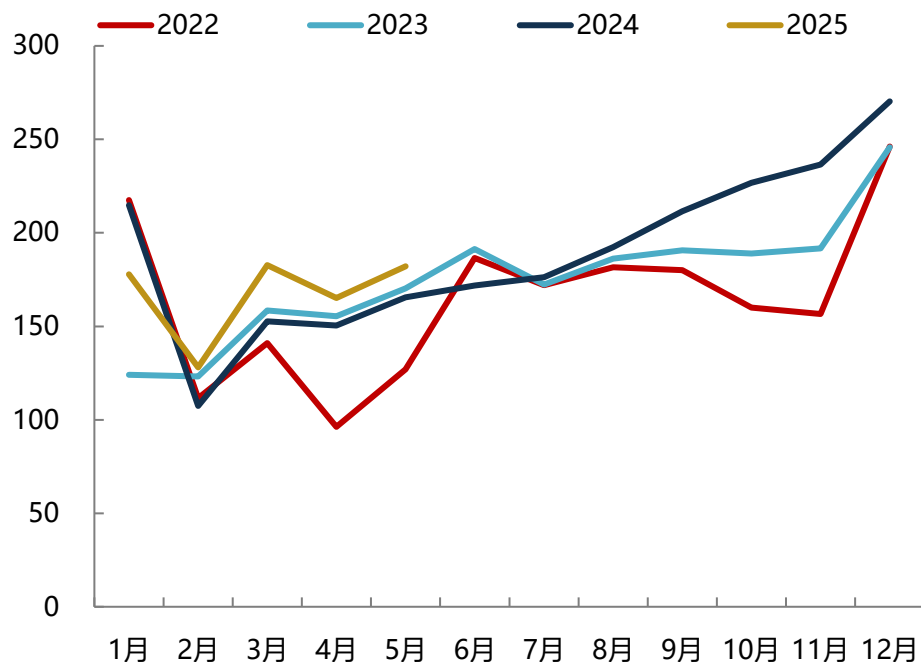


注：图中PE/PS计算均基于2025年营收和归母净利润进行预测

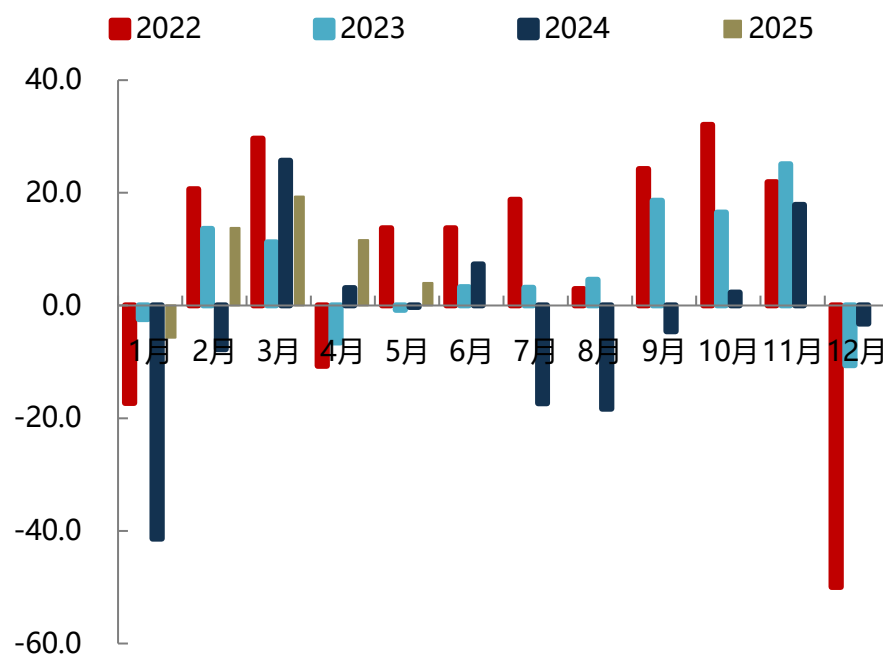
2025H1乘用车景气度复盘-国内总量

- ◆ **2025前5个月乘用车整体内需表现符合预期。**2025年1-5月乘用车零售口径销量合计836万辆，同比+5.7%，表现符合我们预期。商务部等在1月就明确汽车以旧换新政策延续，稳定消费者信心，同时24年同期基数较低（24年同期无政策支持），因此零售增速表现较佳。
- ◆ 2025年前5个月行业整体的渠道库存合计+43万辆，24年同期为-21万辆，行业整体加库，其中新能源车加库23万辆，略高于油车的加库水平。

图：2021-2025M5乘用车月度交强险/万辆

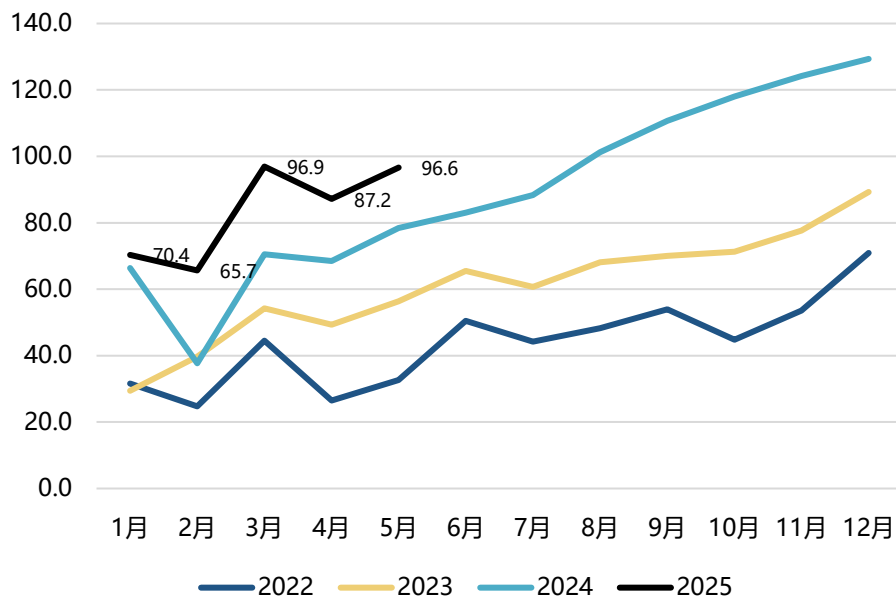


图：2021-2025M5乘用车月度渠道库存/万辆

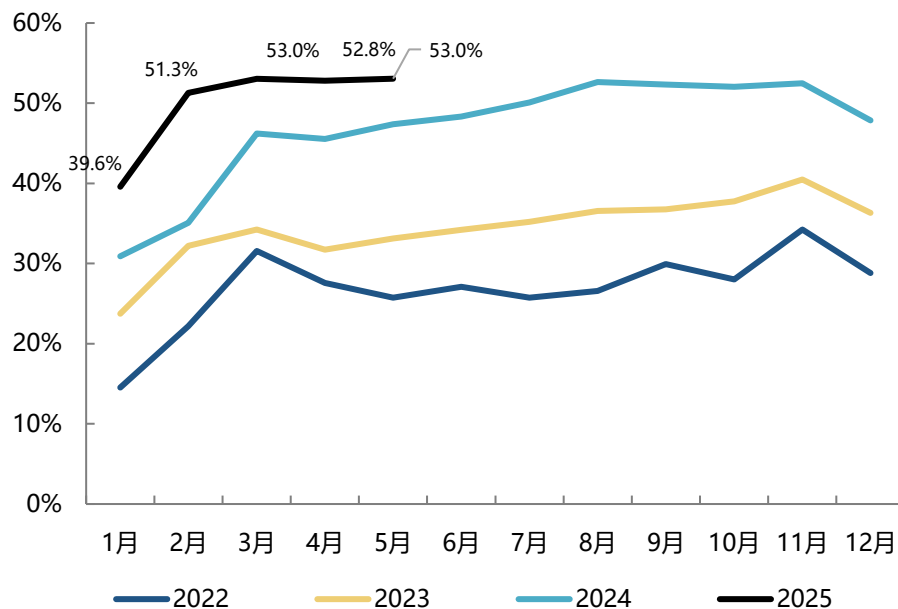


- ◆ **2025前5个月新能源乘用车整体内需表现略低预期。** 2025年1-5月新能源乘用车零售口径销量合计417万辆，同比+30%，新能源渗透率在3-5月份维持在53%上下（其中EV渗透率3-5月环比均下行），新能源渗透率表现略低于我们预期。主要原因为：1) 2025年许多油车品牌（如凯迪拉克、别克、MG等）推出一口价，价格透明化+降价的策略取得一定效果。2) 多款新能源重磅新车（I6/YU7等）在6月底之后推出，部分消费者仍在观望新车。3) 最底层的原因是新能源渗透率突破50%后需要更多的技术创新和体验优化来打动消费者。

图：2021-2025M5新能源乘用车月度交强险数据/万辆



图：2021-2025M5新能源乘用车月度零售渗透率/%

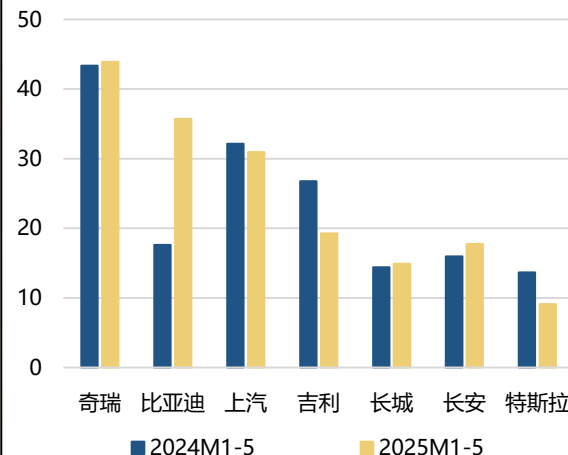


2025H1乘用车景气度复盘-出口

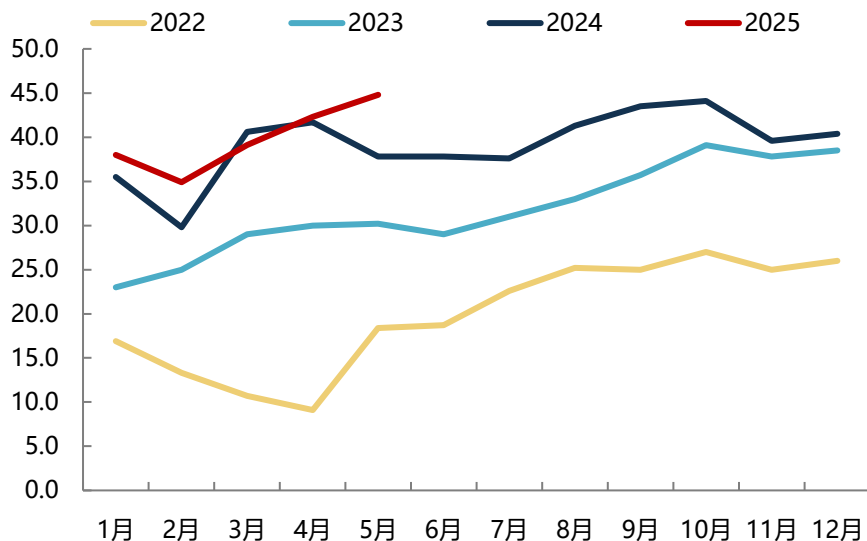
◆ 2025前5个月乘用车出口表现略低我们预期，但比亚迪出口表现超预期。2025年1-5月乘用车出口销量合计199万辆，同比+7.4%，低于我们年初+11.4%的预期，从流向上来看出口俄罗斯/巴西销量同比下滑较多。其中新能源车出口79万辆，同比+57%，好于我们年初预期。主要原因为比亚迪出口表现超预期，2025M1-5出口同比增速达102%。

图：2024M1-5&2025M1-5乘用车月度出口对比/万辆

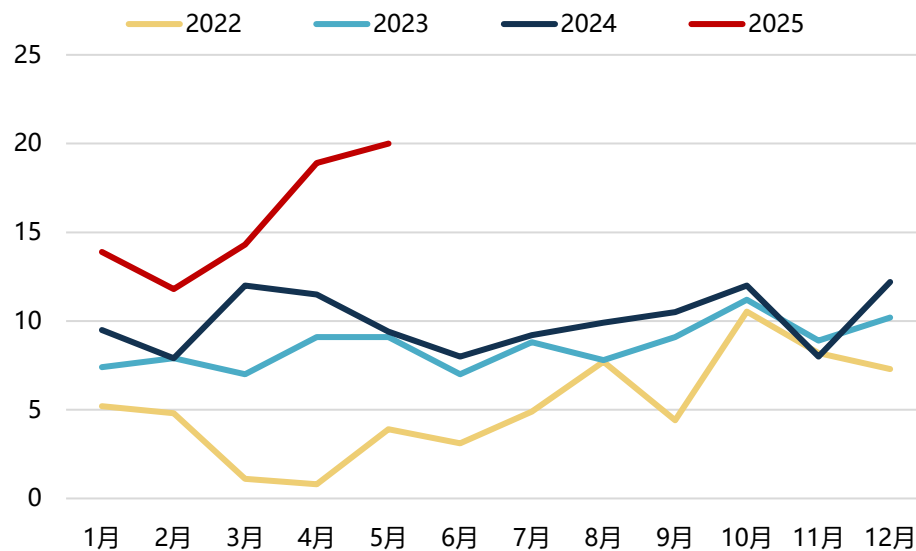
	2024M1-5	2025M1-5	差额
墨西哥	15	16	1
阿联酋	11	15	4
俄罗斯	33	14	-18
巴西	16	11	-5
沙特阿拉伯	7	10	2
澳大利亚	7	7	-1
哈萨克斯坦	3	6	3
英国	10	6	-4
马来西亚	4	5	0
意大利	4	4	1
西班牙	4	4	0
比利时	12	4	-9



图：2022-2025M5乘用车月度出口/万辆



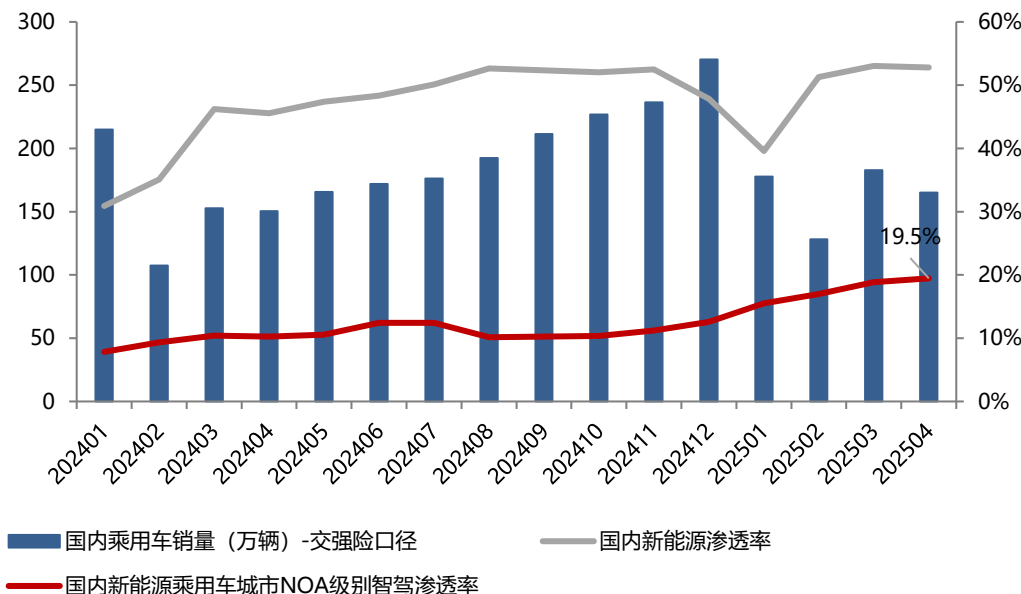
图：2022-2025M5新能源乘用车月度出口/万辆



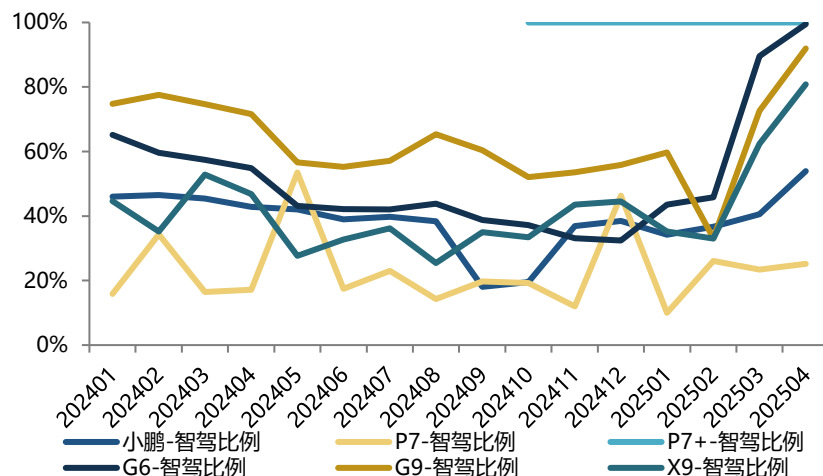
2025H1乘用车景气度复盘-国内智能化

- ◆ **新能源车城区NOA智驾销量渗透率表现符合我们预期。** 2025年4月新能源车城区NOA智驾渗透率为19.5%，相较于2025年1月15.5%增长4pct，表现符合我们预期。小鹏换代全系标配城区NOA/问界换代车标配/特斯拉FSD入华等事件均助推城区NOA渗透率在新能源渗透率变化不大背景下持续上行。
- ◆ **L2+智驾销量表现低于我们预期。** 主要原因为比亚迪智驾版在上半年的产品切换节奏&终端反馈低于我们预期。

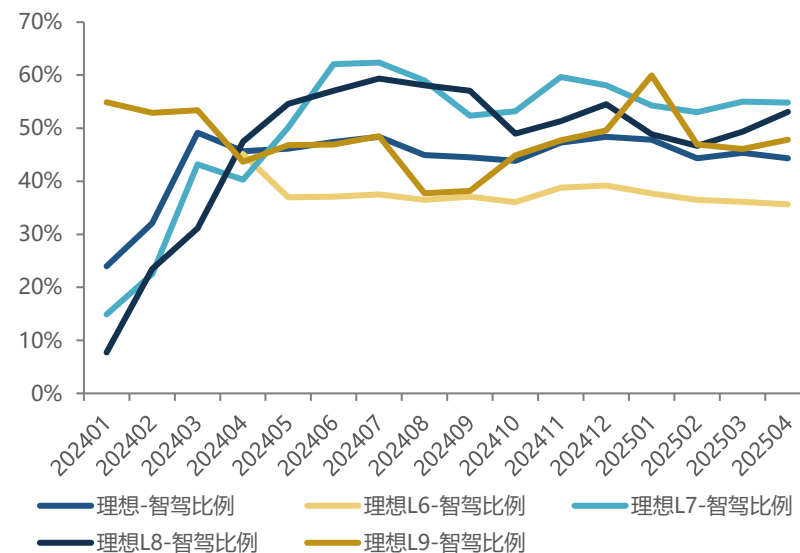
图：国内乘用车销量（左轴/万辆）及新能源/城市NOA渗透率（右轴/%）



图：小鹏整体及分车型智驾销量比例（%）



图：理想整体及分车型智驾销量比例（%）



2025H1乘用车格局复盘

- ◆ 从零售口径的新能源市占率来看，比亚迪下行，吉利/长安/小米/小鹏上行。比亚迪25H1整体市占率环比24H2下行（2024年7月比亚迪新能源市场的市占率为35%，2025年5月为29%），吉利由于银河品牌放量明显，市占率环比上行。从市场整体批发渗透率来看，整体市占率变化不大。

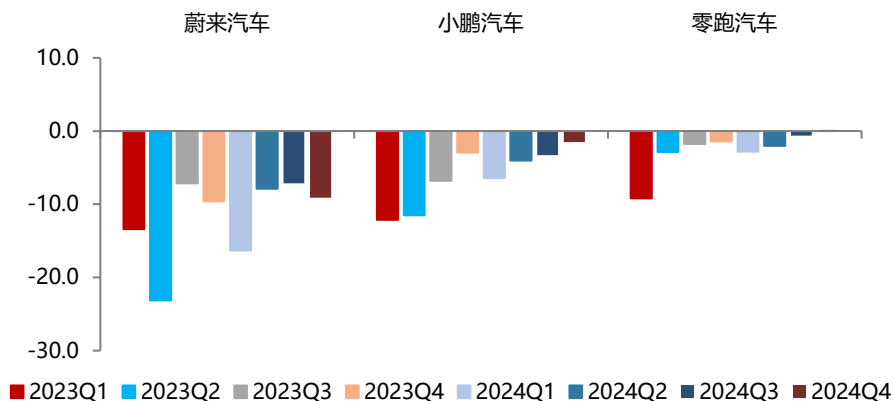
月度口径：集团批发市占率	202407	202408	202409	202410	202411	202412	202501	202502	202503	202504	202505
比亚迪	17%	17%	17%	18%	17%	17%	14%	18%	15%	17%	16%
上汽	10%	10%	11%	13%	14%	14%	10%	13%	13%	14%	13%
吉利	9%	10%	10%	10%	10%	8%	14%	13%	11%	12%	12%
奇瑞	10%	10%	10%	10%	9%	9%	10%	10%	9%	9%	9%
广汽	7%	7%	7%	7%	7%	9%	5%	6%	7%	5%	5%
长安	6%	7%	7%	7%	8%	6%	10%	6%	8%	7%	7%
长城	4%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	4%	4%
特斯拉	4%	4%	4%	2%	3%	3%	3%	2%	3%	3%	3%
理想汽车	3%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	2%	2%	2%
赛力斯	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%
零跑汽车	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%
小鹏汽车	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	1%	2%	1%
蔚来汽车	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
小米	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

月度口径：新能源交强险市占率	202407	202408	202409	202410	202411	202412	202501	202502	202503	202504	202505
比亚迪汽车（含腾势/方程豹）	35%	37%	34%	36%	33%	30%	29%	30%	29%	30%	29%
吉利汽车（含极氪/领克）	6%	8%	8%	9%	9%	10%	12%	12%	11%	11%	12%
特斯拉中国	5%	6%	6%	4%	6%	6%	5%	4%	7%	3%	4%
长安汽车（含深蓝/阿维塔/合资）	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	7%
理想汽车	6%	5%	4%	4%	4%	5%	4%	4%	4%	4%	5%
华为智选（问界+智界+享界）	5%	3%	4%	3%	3%	4%	5%	3%	2%	3%	5%
零跑汽车	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	3%
小米汽车	1%	1%	1%	2%	2%	2%	3%	4%	3%	3%	3%
小鹏汽车	1%	1%	2%	2%	2%	3%	5%	4%	3%	3%	3%

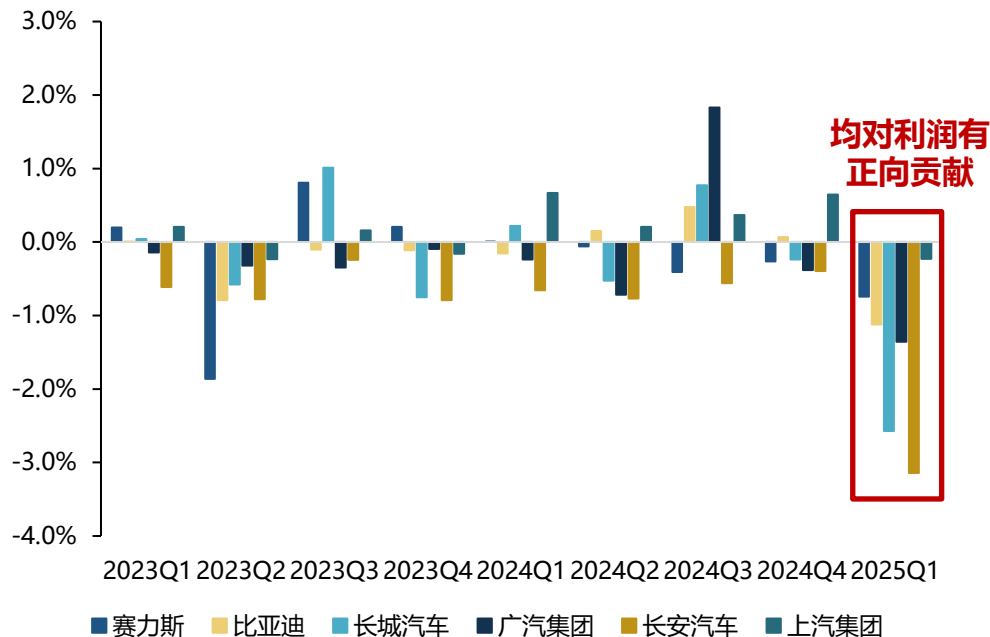
2025Q1乘用车盈利复盘

- ◆ 整体而言车企单车利润在最近两个季度中未有显著改善，原因来自：1) 虽整体而言直接价格竞争趋缓，但自24Q4以来部分车企加码免息等权益；2) 部分车企低端车型占比提升。
- ◆ 由于人民币Q1贬值，出口占比较多的车企在Q1录得较多汇兑浮盈，是车企Q1利润的重要支撑。

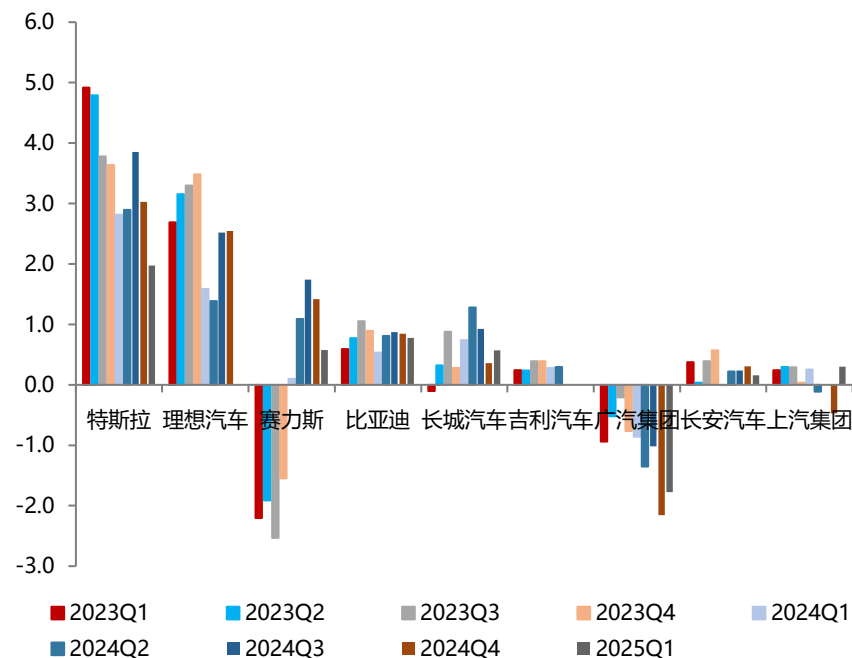
图：重点车企单车净利（万元）



图：重点车企单季度财务费用/营收比例



图：重点车企单车净利（万元）



2025H2乘用车景气度预测

- ◆ 2025年的以旧换新政策自年初就开始施行，对零售拉动作用预计逐月减弱；但同时考虑新能源购置税将于2026年部分退坡，因此我们预计在2025年底将有一波集中购车潮。正反两方面的因素作用下我们对全年国内零售预期为2366万辆，同比+3.9%，2025H2同比增速低于2025H1。

图：乘用车景气度预测

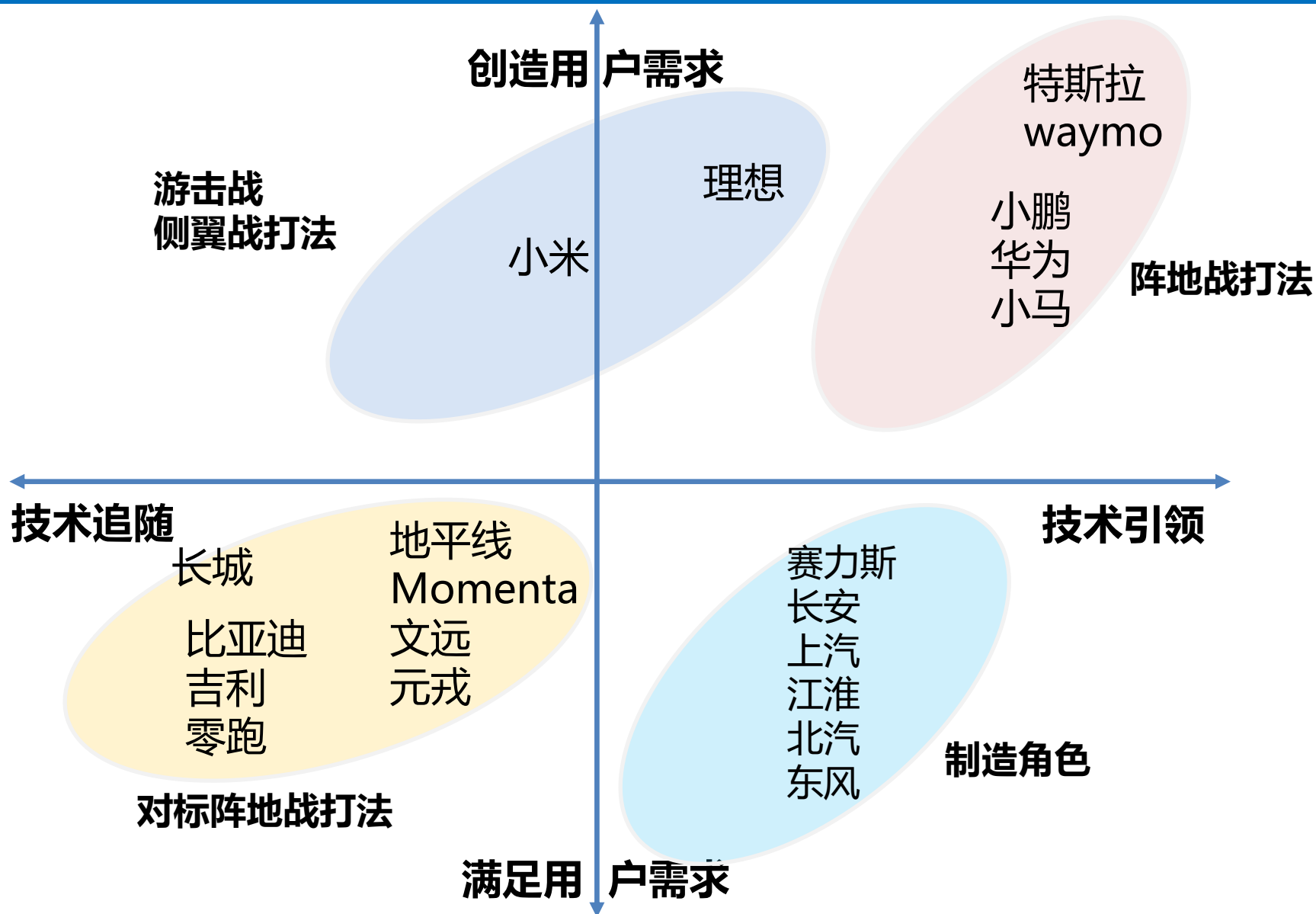
		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2E	2025Q3E	2025Q4E	2025E
内需-交强险口径/万辆														
乘用车销量		406	517	549	626	475	488	580	734	489	537	600	740	2366
	YOY	-13.7%	26.2%	2.9%	11.3%	17.0%	-5.7%	5.7%	17.1%	2.9%	10.1%	3.4%	0.9%	3.9%
自主品牌销量		195	249	279	328	259	279	359	467	306	365	428	491	1585
	YOY	-6.6%	39.1%	19.7%	20.4%	32.9%	12.3%	28.7%	42.5%	17.9%	30.5%	19.4%	5.3%	16.2%
	市占率	48.1%	48.1%	50.7%	52.3%	54.6%	57.3%	61.8%	63.6%	62.5%	67.9%	71.3%	66.4%	67.0%
新能源乘用车销量		123	171	199	238	175	230	300	371	233	297	405	497	1432
	YOY	22.3%	56.0%	35.7%	40.7%	41.5%	34.4%	51.0%	55.9%	33.4%	29.0%	34.9%	33.8%	33.0%
	环比	-27.1%	38.7%	16.1%	19.8%	-26.7%	31.7%	30.5%	23.7%	-37.3%	27.4%	36.5%	22.7%	
	渗透率	30.4%	33.1%	36.2%	38.0%	36.8%	47.2%	51.8%	50.6%	47.7%	55.2%	67.5%	67.2%	60.5%
外需-乘联会口径/万辆														
乘用车出口量		77	89	100	115	106	117	122	124	112	137	133	141	523
	YOY	88.3%	93.1%	37.0%	47.9%	37.5%	31.5%	22.8%	7.5%	5.8%	16.9%	8.7%	13.6%	11.4%
新能源乘用车出口		22	25	26	30	29	29	30	32	40	51	42	50	183
	YOY	102.7%	215.0%	51.2%	68.3%	31.8%	14.7%	15.2%	6.3%	36.1%	76.1%	41.9%	55.3%	52.3%
批发-乘联会口径/万辆														
乘用车批发销量		505	602	675	773	557	615	662	875	628	695	728	893	2944
	YOY	-7.2%	27.4%	3.5%	19.9%	10.3%	2.2%	-1.9%	13.2%	12.7%	13.0%	9.9%	2.1%	8.7%
新能源批发销量		150	204	236	297	194	266	323	432	284	368	436	565	1653
	YOY	26.7%	60.5%	26.3%	37.4%	29.3%	30.5%	36.5%	45.7%	46.3%	38.1%	35.1%	30.8%	36.0%
	渗透率	29.7%	33.9%	35.0%	38.4%	34.8%	43.3%	48.7%	49.4%	45.2%	52.9%	59.9%	63.3%	56.1%
渠道库存总体		22.4	(4.1)	26.4	31.0	(23.4)	10.1	(40.3)	17.0	27.4	20.6	(5.0)	12.0	55
渠道库存新能源		4.3	7.8	11.9	28.0	(10.1)	7.5	(7.1)	28.2	10.6	20.2	(11.0)	18.0	38

◆ 我们预测2025年全年具备城区NOA功能的新能源车渗透率可达26%，同比+15pct。下半年智能化看点主要来自：1) 7月理想VLA大模型上车；2) 6-7月小鹏自研图灵芯片上车&VLA大模型上车；3) 华为ADS4.0在Q3的上车。

图：智能化预测数据/%

备注：L3（城市NOA）	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024	2025E	2026E	2027E
国内乘用车销量（万辆）-交强险口径	475	488	566	712	2240	2366	2200	2200
新能源乘用车渗透率	36.8%	47.2%	51.7%	51.7%	47.6%	60.5%	75.0%	85.0%
国内新能源乘用车销量/万辆	175	230	293	368	1065	1432	1650	1870
YOY			47%	54%	47%	34%	15%	13%
国内新能源乘用车城市NOA智驾销量/万辆	16	25	34	42	118	379	825	1496
YOY			205%	207%	163%	220%	117%	81%
英伟达芯片/万辆	8	14	21	28	74	203	371	598
特斯拉FSD/万辆						70	124	224
国产-华为/万辆	7	11	13	14	45	101	206	374
国产-地平线及车企自研/万辆						5	124	299
国内新能源乘用车城市NOA智驾渗透率/%	9%	11%	12%	11%	11%	26%	50%	80%
英伟达芯片渗透率	53%	56%	63%	67%	62%	54%	45%	40%
特斯拉FSD渗透率						18%	15%	15%
国产-华为渗透率	47%	44%	37%	33%	38%	27%	25%	25%
国产-地平线及车企自研渗透率	0%	0%	0%	0%	0%	1%	15%	20%

公司名称	下半年核心看点汇总
小鹏汽车	1) 图灵芯片上车; 2) VLA大模型上车; 3) G7/E29/增程新车
理想汽车	1) 纯电新车I8/I6; 2) VLA大模型上车
小米集团 (汽车)	1) YU7上市交付; 2) 智驾追赶的进度
华为-江淮汽车	1) 尊界S800交付上量; 2) ADS4.0上车
华为-北汽蓝谷	1) 享界S9旅行版上市; 2) ADS4.0上车
华为-赛力斯	1) M8交付持续上量; 2) 预计Q3的M7改款; 3) ADS4.0上车; 4) 港股上市
华为-上汽集团	1) 尚界首款新车上市
华为-长安汽车	1) 启源A06&紧凑型SUV车型上市; 深蓝轿车车型上市; 阿维塔12改款车型上市等。
华为-广汽集团	1) 传祺搭载华为座舱与智驾系统新车上市; 昊铂HL增程车上市
华为-东风集团	——
比亚迪	1) 智驾车型持续上量; 2) 海外持续超预期兑现
吉利汽车	1) 银河M9/A7上市; 极氪9X/8X上市; 领克10 EMP上市
长城汽车	1) 高山系列7-8-9三款车稳态月销; 2) 哈弗猛龙/狗系列改款; 3) 英伟达thor芯片上车迭代VLA大模型及orin-X芯片智驾方案下放
零跑汽车	1) B01/B05上市; 2) 基于高通芯片的城市NOA辅助驾驶效果



- ◆ **核心推荐逻辑：**智能化是2025-2030年汽车行业全新产业趋势，小鹏汽车是本轮自主品牌技术引领者。
- ◆ **下半年的看点：**1) 自研图灵芯片上车+超大参数大模型上车，智驾体验效果大幅提升；2) 重磅新车：G7/E29/全新增程；3) Q4扭亏为盈。

表：小鹏汽车业绩拆分（未特别注明，单位为亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销量/万辆	12.1	14.3	19.0	51.9	84.6	144.7
YOY	35%	18%	33%	173%	63%	71%
内需			16.9	47.7	78.6	134.7
外需			2.1	4.2	6.0	10.0
单价/万元		19.6	18.9	16.8	18.6	16.4
总营收/亿元	248.4	306.8	408.7	946.9	1675.7	2490.7
YOY	18%	24%	33%	132%	77%	49%
汽车销售收入/亿元	248.4	280.1	358.3	872.9	1575.7	2375.7
大众合作技术收入/亿元			18.0	24.0	25.0	25.0
综合毛利率	11.5%	1.5%	14.3%	16.7%	18.1%	18.8%
汽车毛利率		-1.6%	8.3%	13.5%	15.8%	17.0%
研发费用/亿元	52.1	52.8	64.6	85.2	117.3	174.4
研发费用率	19.4%	17.2%	15.8%	9.0%	7.0%	7.0%
销售、行政及一般费用/亿元	66.9	65.6	68.7	85.2	113.9	169.4
销售、行政及一般费用率	26.9%	21.4%	16.8%	9.0%	6.8%	6.8%
归母净利润/亿元	-91.4	-103.8	-57.9	3.5	76.5	120.3
YOY					2091%	57%
归母净利率	-36.8%	-33.8%	-14.2%	0.4%	4.6%	4.8%

- ◆ 核心推荐逻辑：在2025-2030年智能化产业趋势下，理想汽车有望成为智能高端品牌。
- ◆ 下半年的看点：1) 纯电系列SUV：I8+I6陆续新车上市；2) VLA大模型上车的效果

表：理想汽车业绩拆分（未特别注明，单位为亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
销量/万辆	3.3	9.0	13.3	37.6	50.1	52.4	82.0
L系列增程	3.3	9.0	13.3	37.6	50.1	41.5	50.0
纯电车型						10.9	32.0
YOY		177%	47%	182%	33%	5%	56%
单价/万辆	28.5	28.9	33.1	32.0	27.7	26.1	26.1
营收/亿元	94.6	270.2	452.8	1238.5	1444.6	1436.4	2233.0
YOY		186%	68%	174%	17%	-1%	55%
毛利率	16.4%	21.3%	19.4%	22.2%	20.5%	20.5%	20.5%
研发费用	11.0	32.9	67.8	105.9	110.7	114.9	167.5
研发费用率	11.6%	12.2%	15.0%	8.5%	7.7%	8.0%	7.5%
销售、行政及一般费用	11.2	35.0	56.7	97.7	122.3	103.4	156.3
售、行政及一般费用率	11.8%	12.9%	12.5%	7.9%	8.5%	7.2%	7.0%
归母净利润	-1.5	-3.2	-20.3	116.5	80.4	81.6	136.6
YOY				-673%	-31%	1%	67%
归母净利率	-1.6%	-1.2%	-4.5%	9.4%	5.6%	5.7%	6.1%

- ◆ 2024年下半年公司完成从集团到主要子公司&合联营公司管理层更换。涉及调整人员多达十余位高层。同时上海市府坚定支持上汽转型发展，形成支持上汽坚定转型发展的强大合力，确保各项改革任务顺利实施。此外合资板块推动资产梳理&反向合作，通用2024年进行了大幅减值甩掉包袱。与华为合作方面，**尚界品牌首款车型将于2025H2正式上市，补足鸿蒙智行低价格带产品谱系。我们维持公司2025/2026/2027年归母净利润预期为97/128/167亿元，维持公司“买入”评级。**

图：上汽集团核心指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
上汽集团并表销量/万辆	502	401	403	429	483
yoy	-2.4%	-20.1%	0.5%	6.4%	12.6%
通用五菱/万辆	140	134	147	163	0
上汽大众/万辆	122	115	92	73	0
上汽通用/万辆	100	44	39	34	0
上汽乘用车/万辆	99	71	88	97	107
尚界		0	5	15	30
智己	4	7	13	26	52
营业收入/亿元	7447	6276	6402	6887	7845
Yoy	0.1%	-15.7%	2.0%	7.6%	13.9%
单价/万元	14.8	15.6	15.9	16.1	16.2
yoy	0.1%	-15.7%	2.0%	7.6%	13.9%
通用五菱单车收入/万元	5.1	5.3	5.7	6.3	7.1
上汽大众单车收入/万元	12.5	11.1	12.3	12.7	13.1
上汽通用单车收入/万元	13.9	14.2	13.3	12.5	11.6
上汽乘用车单车收入/万元	8.6	8.9	8.8	9.8	11.3
毛利率	10.19%	8.13%	9.70%	10.00%	10.50%
归母净利润/亿元	141.06	16.66	97.49	127.73	167.28
Yoy	-12%	-88%	485%	31%	31%
投资收益/亿元	149.49	71.80	66.13	59.07	57.39
上汽大众单车盈利/万元	0.26	0.15	0.15	0.10	0.00
上汽通用单车盈利/万元	0.25	(0.50)	0.06	0.05	0.00
上汽自主单车盈利/万元	(0.09)	(0.78)	0.36	0.71	1.03

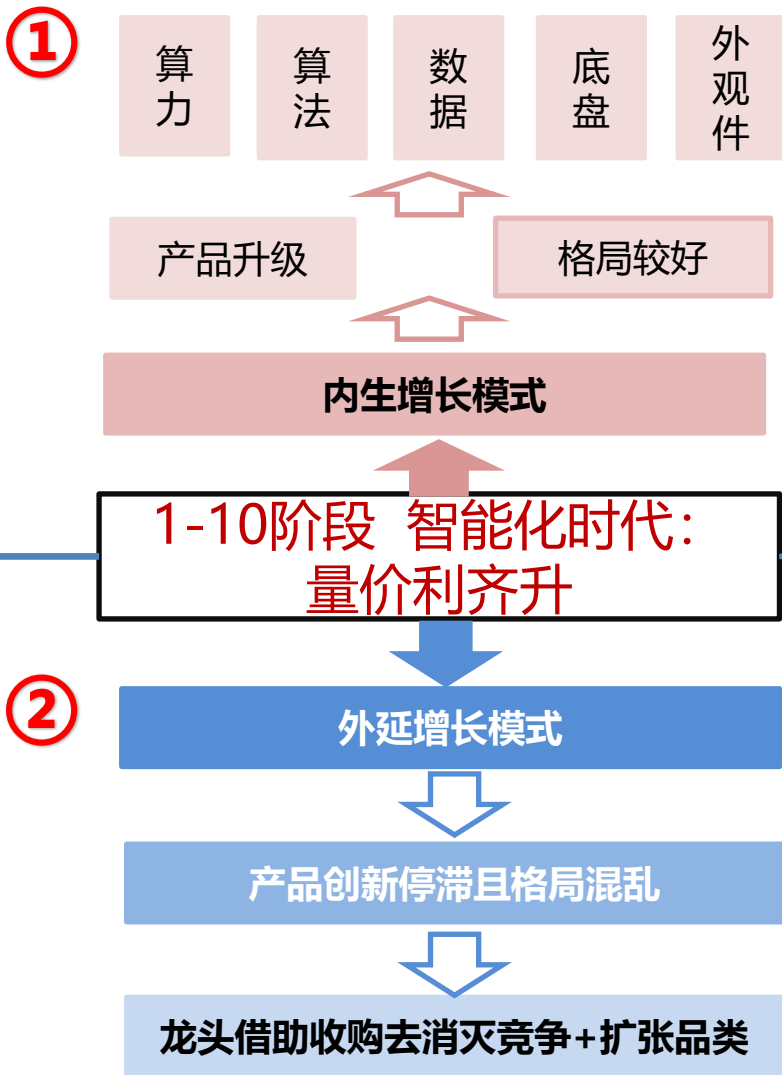
◆ **车型方面**，M8已上市，大定表现亮眼。M7改款预计在25H2正式上市；**资本市场运作方面**，公司拟发行境外上市外资股股票并在联交所主板挂牌上市，打造国际化资本运作平台，提高综合竞争力，有望在25H2正式上市。我们维持公司2025/2026/2027年归母净利润预期为96/142/185亿元。**问界品牌锚定高端，品牌势能继续向上。维持公司“买入”评级。**

图：赛力斯核心指标

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
AITO销量/万辆	7.8	10.4	38.9	46.2	59.4	71.2
YOY	——	33%	276%	19%	29%	20%
AITO单价/万辆	27.4	26.3	34.8	31.0	29.7	28.4
AITO营收/亿元	213.9	272.3	1354.0	1430.2	1762.7	2021.5
总营收/亿元	341.1	358.4	1451.8	1520.7	1851.3	2108.3
YOY		5%	305%	5%	22%	14%
毛利率/%	11.3%	10.4%	26.2%	27.3%	27.5%	28.3%
单车毛利/万元	4.9	3.6	9.8	9.0	8.6	8.4
研发费用率/%	3.9%	4.7%	3.8%	3.7%	3.6%	3.4%
销售费用率/%	14.1%	15.3%	13.2%	13.0%	12.2%	12.1%
管理费用率/%	5.2%	4.6%	2.4%	2.2%	2.0%	2.0%
归母净利润/亿元	-38.3	-24.5	59.5	96.1	142.0	185.3
归母净利率	-11.2%	-6.8%	4.1%	6.3%	7.7%	8.8%

二、零部件板块H1复盘及H2展望

2025年零部件选股思路：①/④>②/③



产品拓展

0-1阶段 机器人时代：卡位

技术路线/下游客户如何选择？

自研还是并购？

市场拓展

核心竞争力：不管哪个客户都离开不你

逆势资本开支：产能投放

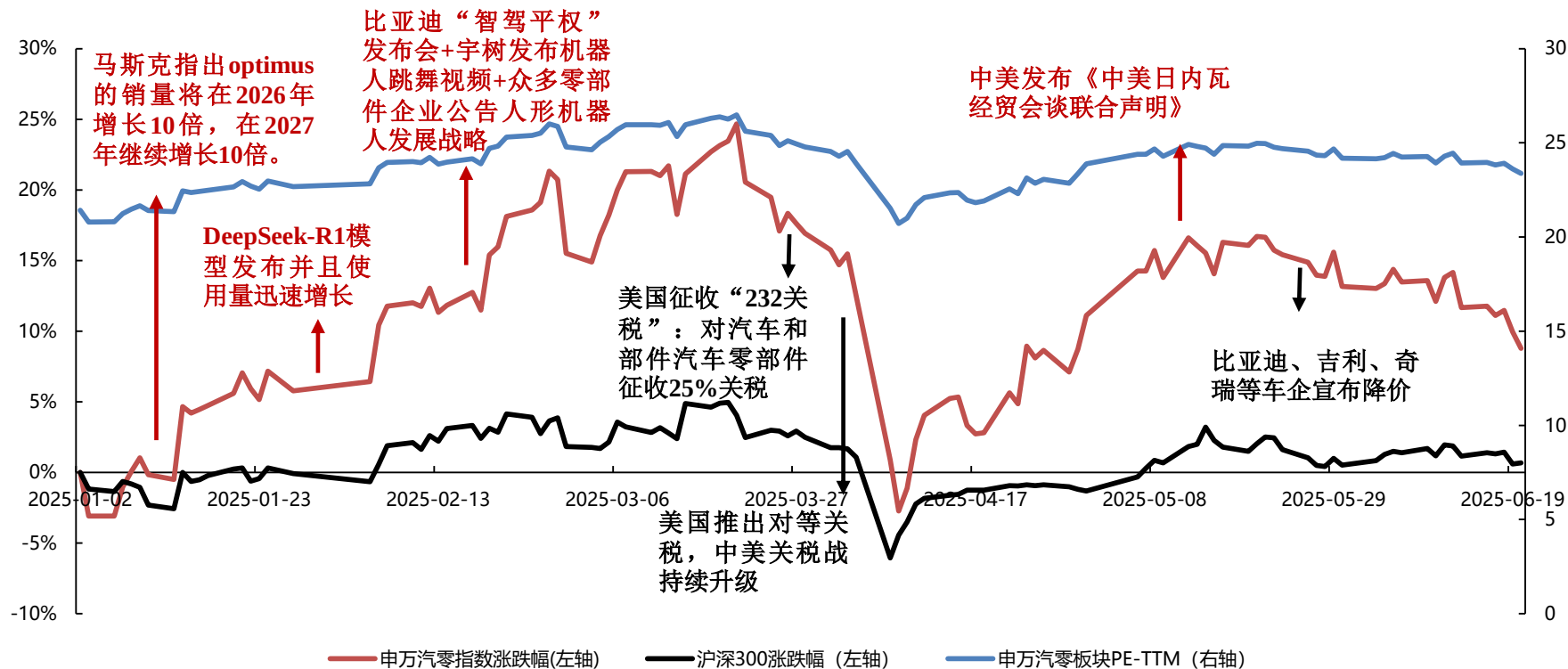
10-N阶段 全球化时代：盈利

④

③

- ◆ **2025H1汽车零部件整体行情：AI+机器人贡献明显超额，近期行业β承压指数有所调整。**
- ✓ **1月-3月：**受人形机器人量产临近+AI大模型等密集催化，汽车零部件指数明显跑赢大盘；
- ✓ **4月：**受美国“232关税”及“对等关税”等影响，汽零指数迅速回调，但汽零大部分公司对美直接敞口占比较小，因此在4月中下旬至5月上旬汽零指数逐步修复。
- ✓ **5月：**比亚迪、吉利、奇瑞等车企陆续降价，市场对行业内卷担忧再起，指数开始回调。
- ◆ **2025H1汽车零部件板块估值：**汽零板块市盈率从2025年年初的约21倍持续提升至3月末的26倍以上；受中美关税战影响，板块估值在4月上旬回落至21倍，后逐渐修复至25倍的水平；5月下旬以来受行业内卷担忧影响，再次回落至23-24倍的估值区间。

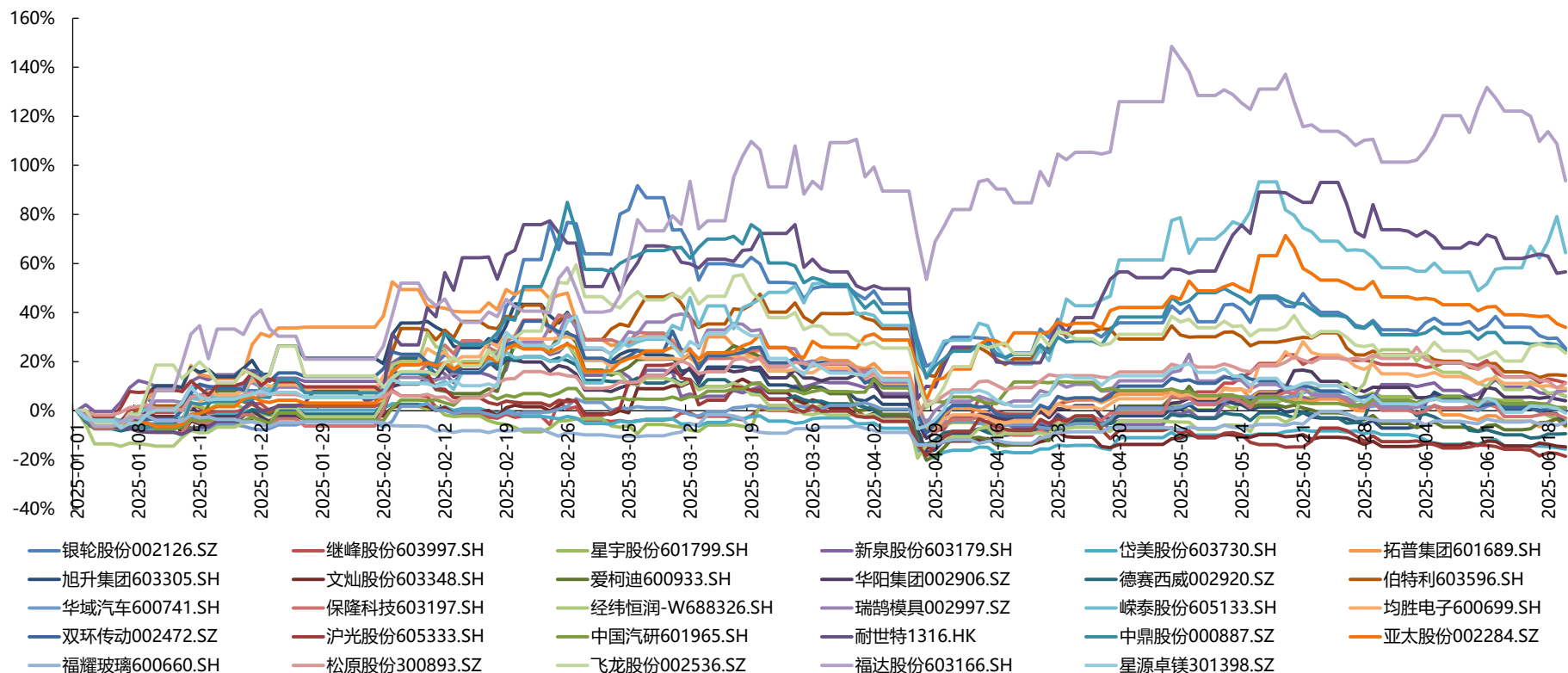
图：2025H1汽车零部件板块涨跌幅及估值复盘



◆ 个股表现分化，整体看人形机器人相关汽零标的2025H1涨幅居前。

- ✓ 2025H1涨幅较大的标的包括：银轮股份、嵘泰股份、耐世特、中鼎股份、亚太股份、飞龙股份和福达股份。
- ✓ 2025H1跌幅较多的标的包括：岱美股份、文灿股份、沪光股份。

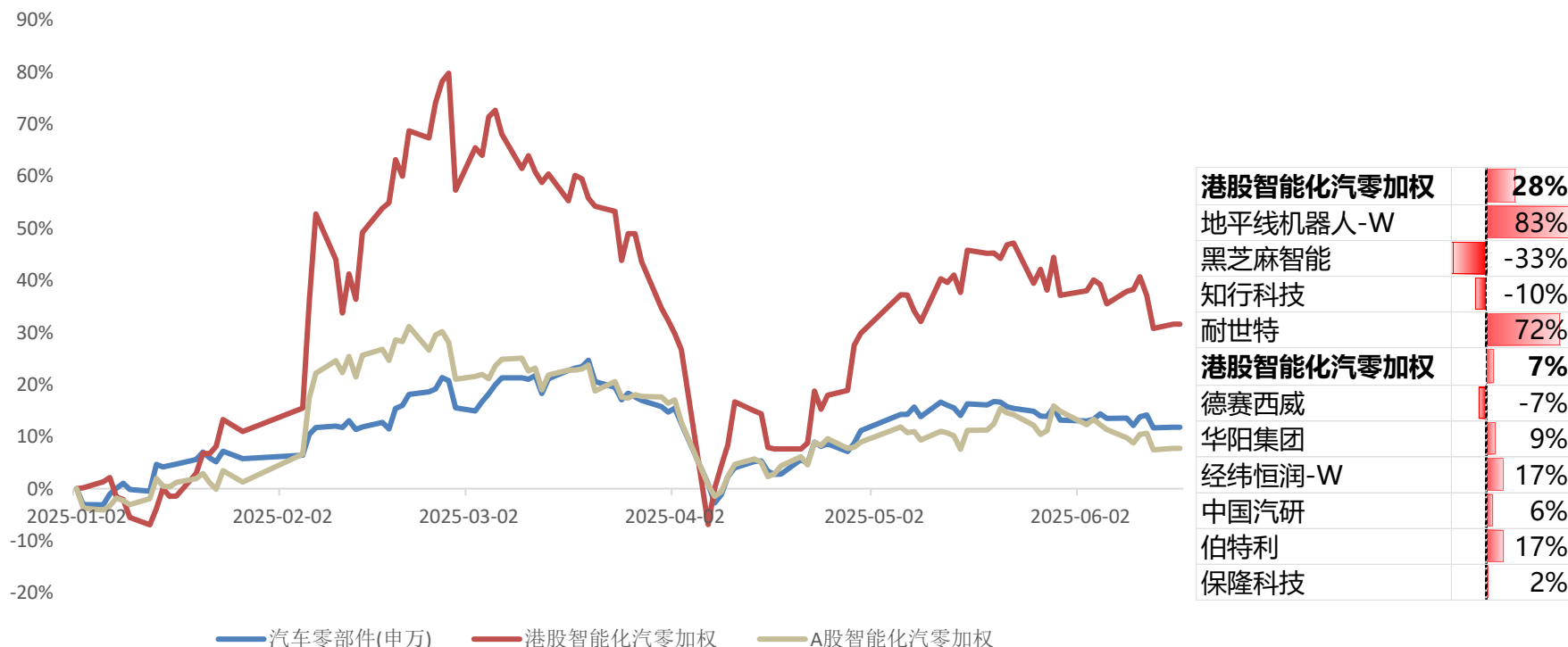
图：2025H1汽车零部件个股涨跌幅情况



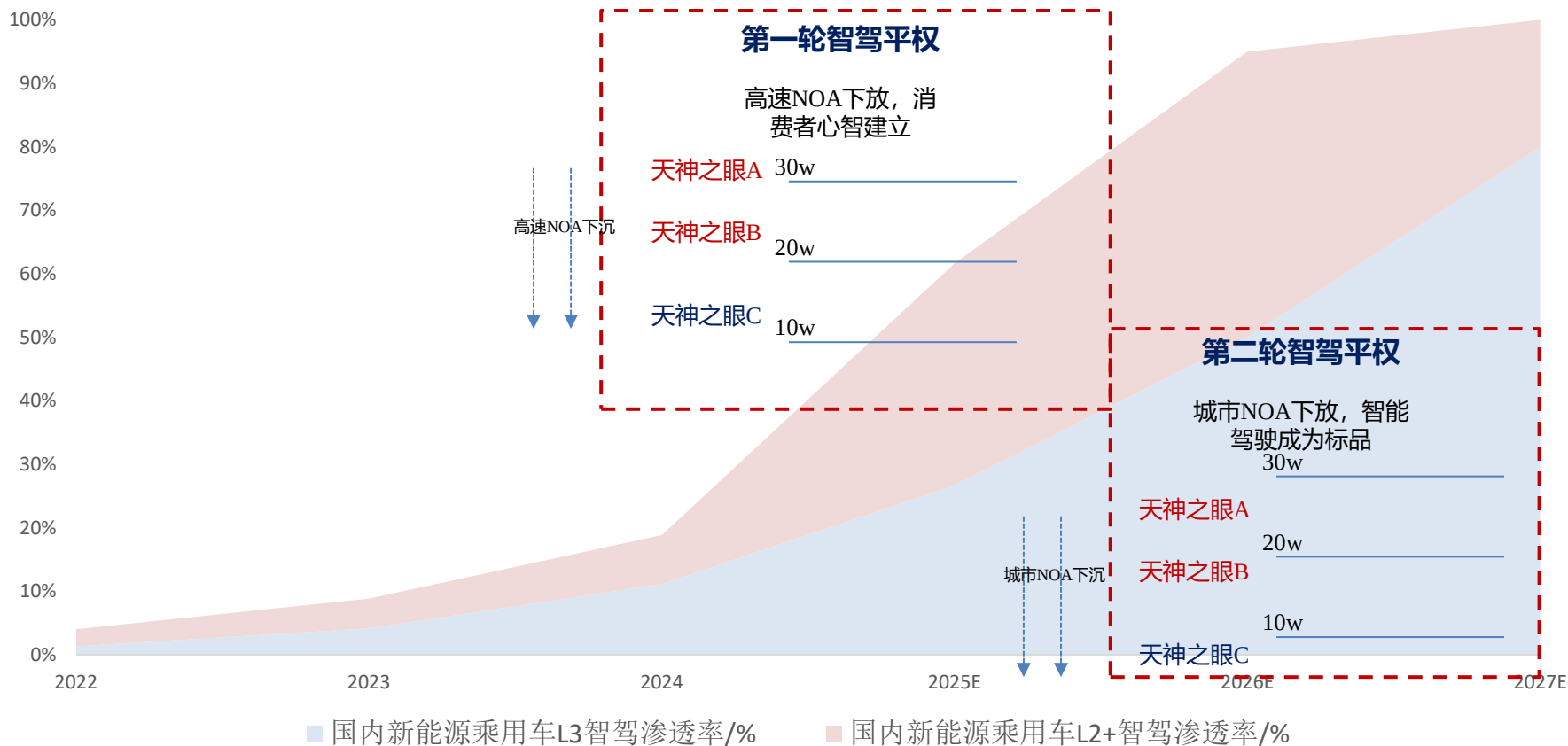
2025H1 “智能化” 零部件复盘

- ◆ **25H1智能化汽配收涨，港股强于A股。**我们分别选取港股和A股智能化汽配标的复盘，25H1（截止2025/6/17）港股智能化汽配加权+28%，A股智能化汽配加权+7%，板块整体收涨。结构来看，港股智能化汽配重地平线机器人/耐世特具备阿尔法，主要为智驾平权及RoboX板块行情驱动影响；A股智能化汽配整体有贝塔行情，4月前主要受智驾平权行情影响整体上涨。

图：25H1智能化汽车零部件股价复盘（截止2025/6/17）



- ◆ **国产芯片加速上车，降本增效推动新一轮智驾平权到来。** 25H2我们或可以观察到更多汽车产业智能化进展，尤其是国产高阶芯片落地量产，会推动更多自主车企选择高性能的国产芯片。**行业贝塔向上，选股角度我们从格局视角出发，优选智驾相关度高且壁垒高的智能化赛道标的：芯片+算法【地平线机器人】/【黑芝麻智能】，域控制器【德赛西威/知行科技】，底盘【伯特利/耐世特】。**



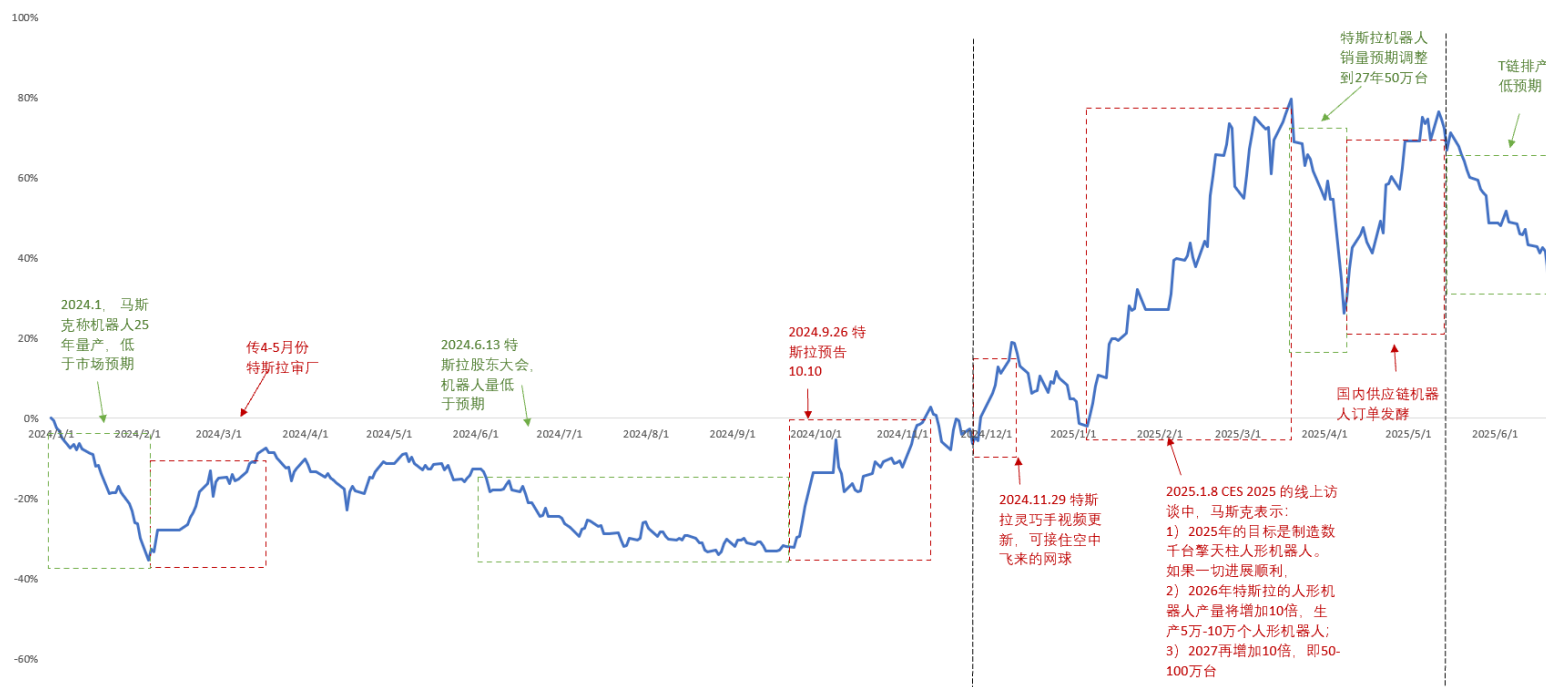
- ◆ L4产业链分为整机、代工、运营、供应链几个环节，从25H1行情复盘来看，每个环节龙头均录得较大涨幅（整机运营-小马智行（美股）、运营-中邮科技、底盘零部件-耐世特/浙江世宝），近期板块有所回调但回调幅度不大。
- ◆ 从产业落地和政策支持两个方面，我们看好下半年L4产业链行情。产业落地维度，龙头Robotaxi公司均在下半年有明确的车辆投放计划，龙头Robovan公司目前在手订单饱满；政策维度，一线城市陆续出台智能驾驶利好政策，Robotaxi运营区域扩大、Robovan发放更多上路牌照成为明显趋势。

图：L4产业链梳理（未特殊说明，单位均为亿元）

	板块	代码	公司	客户	市值	2024 收入	PS	2024 净利润	PE	25H1区间 最大涨幅	25H1区间 最大回撤
整机	无人出租	PONY	小马智行/美元		45	0.8	59.9	-2.7	-16	208%	-41%
	无人出租	WRD	文远知行/美元		21	0.5	42.1	-3.5	-6	27%	-36%
	无人物流车	未上市	九识	三通一达							
	无人物流车	未上市	新石器	顺丰, 中通							
	无人物流车	未上市	白犀牛	顺丰							
运营	运营	688648.SH	中邮科技	中国邮政	66	9	7.2	-1.5	-45	176%	-32%
	运营	301070.SZ	开勒股份	河南ROBOX	39	3	11.9	-0.1	-373	47%	-34%
	运营	601777.SH	千里科技	吉利	375	70	5.3	0.4	937	47%	-13%
	运营	600650.SH	锦江在线	小马智行	64	18	3.5	2.0	33	33%	-23%
	运营	9680.HK	如祺出行		20	25	0.8	-5.6	-4	47%	-42%
代工和零 部件	代工	000903.SZ	云内动力	九识	78	47	1.6	-12.2	-6	68%	-35%
	代工	600686.SH	金龙汽车	文远知行, 阿波罗	87	230	0.4	1.6	55	23%	-18%
	代工	未上市	易咖智车	九识							
	域控	688326.SH	经纬恒润	白犀牛	107	55	1.9	-5.5	-19	38%	-16%
	底盘	1316.HK	耐世特		131	43	3.1	0.6	211	75%	-22%
	底盘	1057.HK	浙江世宝		86	27	3.2	1.5	58	93%	-18%
	传感器	HSAI	禾赛/美元		24	2.9	8.3	-0.1	-168	75%	-20%
	传感器	2498.HK	速腾聚创		149	16	9.0	-4.8	-31	31%	-26%

- ◆ **人形机器人0-1阶段，行情极致演绎。** 25年1月马斯克指引27年50-100万台人形机器人的量，拓普集团、三花智控、北特科技等核心供应链大涨，板块情绪扩散，25年3-5月T链不断下修指引，25年3月起，特斯拉不断下修机器人指引，员工大会指引25年下线5千台，27年50-100万台，GEN3机器人发布会迟迟未开，核心标的增调整，集中交易新标的。此后行情主要增长方向：1) 新T链标的；2) 收并购；3) 轻量化+灵巧手方向。
- ◆ **产业趋势高确定性，看好长期增长空间。** 受特斯拉人形机器人量的波动影响，板块近期有所调整，产业进度0-1阶段有所波动，但人形机器人趋势确定，市场空间大，看好板块长期成长空间，优选环节/客户卡位标的：拓普集团、北特科技、福达股份、豪能股份、均胜电子、中鼎股份等。

图：人形机器人指数复盘



2025H1 “机器人” 零部件复盘-指数成分

◆ 人形机器人板块2025年1月1日至今涨幅来看，增长较为明显的主要在灵巧手+轻量化方向，特斯拉机器人GEN3发布为机器人板块下一个重要节点，关注新型减速器、灵巧手等技术变化方向。

图：人形机器人指数构成

部件	序号	代码	公司	产品	2025.1至今涨幅
整机	1	603666.SH	亿嘉和	整机	43%
	2	002779.SZ	中坚科技	整机	9%
	3	688306.SH	均普智能	整机	21%
	58	002048.SZ	宁波华翔	-	24%
总成类	4	002050.SZ	三花智控	总成	13%
	5	601689.SH	拓普集团	总成	-1%
	6	601100.SH	恒立液压	线性关节	35%
	7	600699.SH	均胜电子	头部总成	16%
灵巧手	8	603728.SH	鸣志电器	灵巧手电机	10%
	9	003021.SZ	兆威机电	灵巧手	40%
	10	300969.SZ	恒帅股份	灵巧手电机	-19%
	11	300680.SZ	隆盛科技	减速器+灵巧手	66%
	13	688160.SH	步科股份	无框力矩电机	47%
	14	603897.SH	长城科技	电磁线	1%
	15	002979.SZ	雷赛智能	电机	47%
	16	603278.SH	大业股份	腱绳	17%
	17	300918.SZ	南山智尚	腱绳	91%
	25	002126.SZ	银轮股份	灵巧手、线性、旋转模组	31%
轻量化	26	002965.SZ	祥鑫科技	灵巧手+机械臂模组	20%
	18	603119.SH	浙江荣泰	手部微型丝杠	94%
	19	603305.SH	旭升集团	壳体	0%
	20	301000.SZ	肇民科技	电机散件	85%
	21	600933.SH	爱柯迪	壳体	4%
	22	301210.SZ	金杨股份	关节结构件	38%
	23	605208.SH	永茂泰	骨骼+外壳	76%

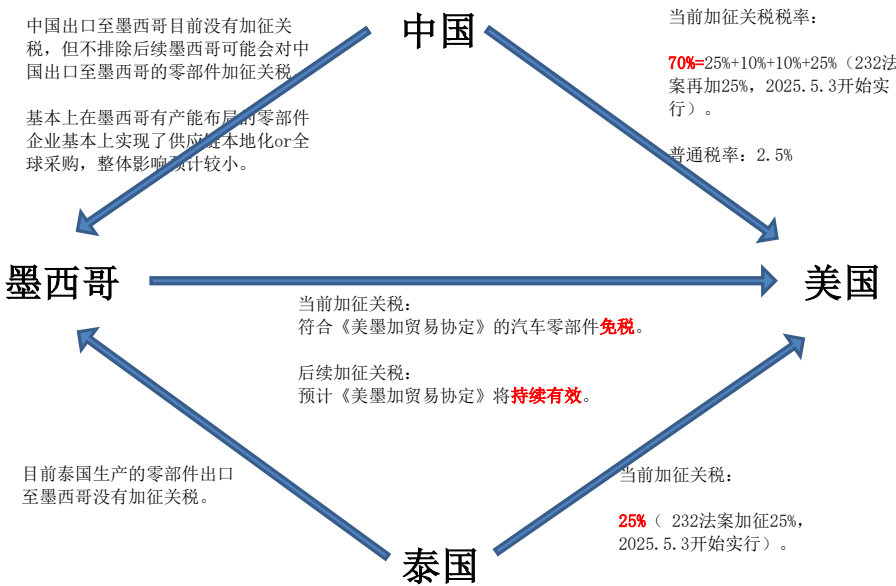
部件	序号	代码	公司	产品	2025.1至今涨幅
关节	24	600592.SH	龙溪股份	关节轴承	134%
	12	002664.SZ	信质集团	电机	35%
丝杠	27	603667.SH	五洲新春	丝杠	33%
	28	001282.SZ	三联锻造	丝杠	38%
	29	300953.SZ	震裕科技	丝杠	38%
	30	300100.SZ	双林股份	丝杠	72%
	31	603009.SH	北特科技	丝杠	2%
	32	300580.SZ	贝斯特	丝杠	8%
	33	300652.SZ	雷迪克	丝杠	103%
	34	603040.SH	新坐标	丝杠	64%
	35	605133.SH	嵘泰股份	丝杠	75%
	36	301550.SZ	斯菱股份	减速器	10%
减速器	37	688017.SH	绿的谐波	减速器	16%
	38	300258.SZ	精锻科技	减速器	54%
	39	002896.SZ	中大力德	减速器	93%
	40	300503.SZ	昊志机电	减速器	17%
	41	001306.SZ	夏厦精密	减速器	36%
	42	301596.SZ	瑞迪智驱	减速器	-12%
	43	603809.SH	豪能股份	减速器	20%
	44	002765.SZ	蓝黛科技	减速器	52%
	45	000887.SZ	中鼎股份	减速器	35%
	46	301160.SZ	翔楼新材	减速器	45%
	47	002472.SZ	双环传动	减速器	5%
	48	603915.SH	国茂股份	减速器	25%
	49	603166.SH	福达股份	减速器	104%
	50	600480.SH	凌云股份	传感器	9%
	51	301413.SZ	安培龙	传感器	35%
	52	300354.SZ	东华测试	传感器	12%
	53	603662.SH	柯力传感	传感器	-9%
传感器	54	300007.SZ	汉威科技	传感器	95%
	55	603286.SH	日盈电子	传感器	54%
	56	603758.SH	秦安股份	传感器	88%
	57	605488.SH	福莱新材	传感器	57%

- ◆ 特朗普再次当选美国总统后，美国的对外关税呈现“范围扩大化”和“对等化升级”。2025年2月以来，美国共对外加征多轮关税。
- ◆ 对汽车零部件行业的影响：
 - ✓ 2025年前三轮的关税加征均与汽车零部件产品有关，“对等关税”则对汽车及零部件进行了豁免。需要重点注意的是，《美墨加贸易协定》当前仍然有效。
 - ✓ 叠加此前的“301调查”，中国直接出口至美国的汽车零部件产品最高加征税率将达到70%。

表：特朗普再次当选后，美国对中国关税变化轮次梳理

轮次	关税适用范围	宣布时间	实施时间	关税税率变化	备注
1	进口自中国的商品	2025. 02. 01	2025. 02. 04	加征10%	援引《国家紧急状态法》强化政策灵活性
2	进口自中国的商品	2025. 03. 03	2025. 03. 04	加征10%	以“芬太尼滥用威胁国家安全”为由
3 (232关税)	进口汽车及部分零部件	2025. 03. 26	汽车： 2025. 04. 03 汽车零部件： 2025. 05. 03	加征25%	基于美国1962年《贸易扩张法》第232条：符合《美墨加贸易协定》的汽车零部件暂不适用此次232措施。
4 (EO 14257 对等关税)	所有进口商品	2025. 04. 02	基准关税： 2025. 04. 05 对等关税： 2025. 04. 09	对所有国家征收10%的“基准关税”；其中，对中国商品征收34%的对等关税税率	已受《232条款》约束的钢铁、铝材、汽车及零部件本轮关税豁免
5 (EO 14259 对等关税)	进口自中国的商品	2025. 04. 08	2025. 04. 09	再加征50%税率，从34%提高到84%	
6 (EO 14266 对等关税)	进口自中国的商品	2025. 04. 09	2025. 04. 10	再加征41%，从84%提高至125%	
7 (日内瓦声明)	进口自中国的商品	2025. 05. 12	2025. 05. 14	14257号命令中的24%关税暂停实施90天，保留10%的关税；取消14259号命令和14266号命令的加征关税。	

图：汽车零部件在不同国家间出口关税加征情况



- ◆ 自主零部件企业加速出海，以特斯拉为代表的global车企开始带领头部自主供应链企业开启全球布局，2025-2026年将迎来海外产能的密集投产期。从出海的目的地来看，墨西哥、东欧和东南亚为海外布局首选。
- ◆ 从出海进度、产能释放节奏和盈利兑现情况来看，福耀、新泉、银轮、伯特利和岱美等企业走在出海前列。

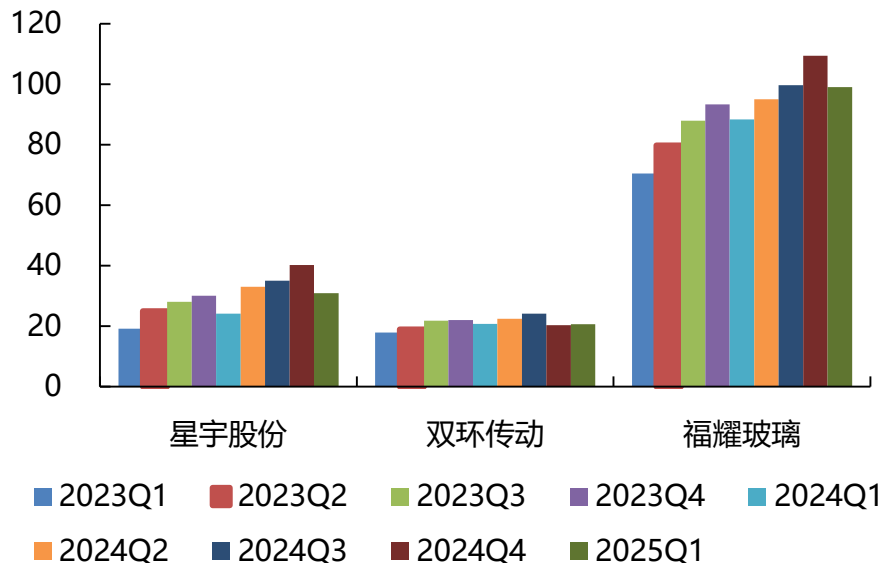
表：主要汽车零部件海外布局情况

公司	主营业务	海外工厂	对应产品	建厂进度	客户
福耀玻璃	汽车玻璃+铝饰条	美国工厂	汽玻+浮法	已投产	美国OEM+AM
		美国工厂扩产		2025投产	
		俄罗斯工厂	汽玻	已投产	俄罗斯OEM+AM
新泉股份	硬内饰	马来西亚工厂	硬内饰	已投产	宝腾
		墨西哥一期	硬内饰	已投产	特斯拉
		墨西哥二期	硬内饰	已投产	特斯拉
		斯洛伐克一期	硬内饰	已投产	特斯拉
		斯洛伐克二期	硬内饰	26年投产	大众、沃尔沃
		美国一期	硬内饰+座椅	26年投产	特斯拉、福特
		德国一期	硬内饰+cockpit	26年投产	奥迪
星宇股份	车灯	塞尔维亚工厂	车灯	已投产	大众、BBA
双环传动	齿轮	匈牙利工厂	新能源主减齿	26年投产	欧洲OEM
银轮股份	热管理	墨西哥工厂	热管理	已投产	特斯拉、福特等
		波兰工厂	热管理	已投产	特斯拉等
伯特利	制动产品	墨西哥一期	轻量化	已投产	通用
		墨西哥二期	轻量化+EPB	已投产	通用，斯特兰蒂斯
		墨西哥三期	轻量化+EPB	未投产	
拓普集团	底盘	墨西哥工厂	底盘件	一期已投产	T\福特\通用\宝马
		泰国工厂	机器人+底盘件	一期180亩地已买，2026 年年初或年中投产	T、吉利等
		波兰工厂	副车架	已投产	T等
爱柯迪	中小压铸	墨西哥工厂一期	铝合金中小件	已投产	海外TIER 1
		墨西哥工厂二期	铝合金压铸件	25M5投产	海外TIER 1
		马来西亚工厂	铝锭	已投产	海外TIER 1
旭升集团	压铸	墨西哥工厂	压铸件	一共400多亩地，分批建设 一期70-80亩	特斯拉、采埃孚、福特、北极星
	储能、机器人	泰国	压铸件	26年投产	特斯拉

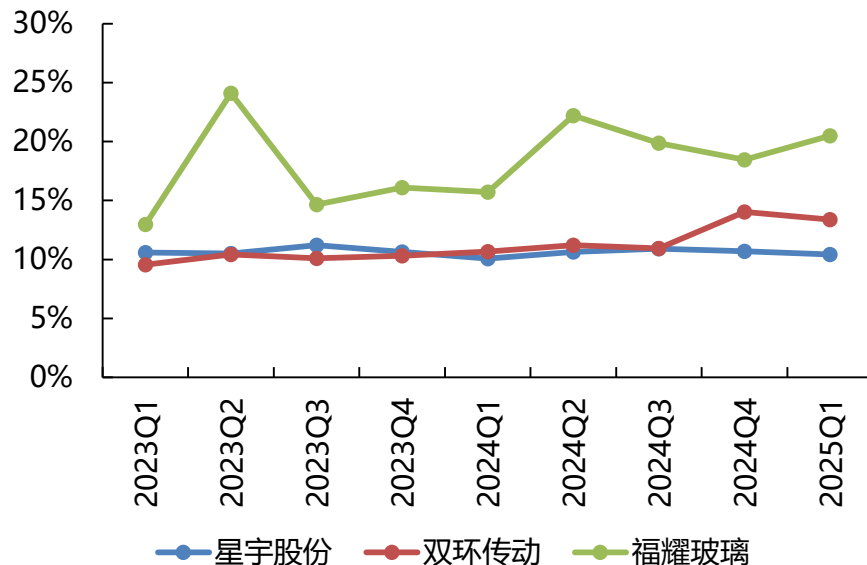
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- ◆ “三好赛道”（好赛道+好格局+好客户）标的更能穿越周期。复盘2017-2020年星宇股份的发展历程，可以看到“好赛道+好格局+好客户”是优质零部件企业的成长公式。
- ◆ 从具体标的业绩兑现上来看，“三好赛道”2025H1的收入和净利润兑现度较高。
- ✓ 福耀2025Q1营收99.10亿元，同比增长12.16%，主要系全球份额持续提升+汽车玻璃升级推高ASP；2025Q1归母净利润为20.30亿元，同比增长46.25%，同比大幅增长主要系2025Q1相比24Q1汇兑收益较大+24Q1存在投资收益的亏损。
- ✓ 星宇2025Q1实现营收30.95亿元，同比增长28.28%，预计增量主要来自于奇瑞+理想+赛力斯+北美新能源车企等客户的贡献；2025Q1实现归母净利润3.22亿元，同比增长32.68%，对应归母净利率10.41%，同比提升0.35个百分点。

图：“三好赛道”核心标的单季度收入情况（单位：亿元）



图：“三好赛道”核心标的单季度归母净利率情况



◆智驾系统解决方案核心供应商，产品迭代享受智驾行业红利。1) 2025年产品进入迭代周期，新一代芯片产品J6系列有望享受地平线、理想等智驾车型放量贡献增量，产品解决方案业务有望保持高速增长；2) 深度合作大众，通过子公司酷睿程为大众提供芯片及自动驾驶解决方案开发业务，海外客户持续拓展，授权及服务业务有望逐渐标准化显著提高人效；3) 跨过产业周期，公司近年来受研发费用高企影响利润释放承压，上市后公司有望实现有效控费基础上收入端飞速发展，我们预计三年内公司表观利润将会大幅改善。

表：地平线业绩预测/亿元

注：盈利预测源自东吴汽车团队

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	371.0	1,551.6	2,383.6	3,451.1	5,497.5	9,186.6
YoY	-21%	71%	54%	45%	59%	67%
毛利率	69%	69%	77%	68%	59%	56%
汽车解决方案	801.1	1,470.4	2,311.7	3,372.1	5,410.6	9,091.0
YoY	95%	84%	57%	46%	60%	68%
毛利率	78%	74%	79%	69%	59%	50%
产品解决方案	319.3	506.4	664.2	1,559.8	3,684.2	6,846.7
YoY	53%	59%	31%	135%	136%	86%
毛利率	62%	45%	46%	45%	45%	45%
授权及服务业务	481.8	964.0	1647.5	1812.3	1726.4	2244.3
YoY	138%	100%	71%	10%	-5%	30%
毛利率	88%	89%	92%	92%	90%	90%
销售费用	3.0	3.3	4.1	3.8	4.4	5.5
管理费用	3.7	4.4	6.4	5.5	6.0	6.4
研发费用	18.8	23.7	31.6	38.0	38.5	36.7
调整后净利润		(16.9)	(15.0)	(16.0)	(8.8)	10.3

风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，乘用车价格战超出预期。

- **推荐逻辑：**1) **空间：**车灯是具备持续迭代升级能力的优质零部件赛道，当前普通LED向ADB/HD ADB/DLP等方案升级，推动车灯ASP持续提升。2) **格局：**高壁垒使得车灯的供给端格局优秀。车灯行业集中度较高，星宇的行业地位也在过去几年中明显提升。3) **客户：**目前星宇深度配套华为智选、奇瑞、理想、蔚来、吉利/领克/极氪（后续份额持续提升）、北美电动车企（正在蜜月期）、小鹏（DLP定点），也突破了小米（HD ADB定点）等新客户。与头部客户的深度合作将使得公司后续持续受益于乘用车行业格局向头部集中。
- **盈利预测：**我们预测公司2025-2027年归母净利润分别为17.59/21.99/26.98亿元，对应PE为21倍、16倍、13倍。（PE对应2025年6月20日收盘价）。
- **风险提示：**乘用车行业销量不及预期；车灯产品升级速度不及预期；新客户开拓不及预期。

表：星宇股份核心财务指标及盈利预测

星宇股份（亿元）	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	60.92	73.23	79.09	82.48	102.48	132.53	163.05	197.08	235.19
YOY		20.21%	8.01%	4.28%	24.25%	29.32%	23.03%	20.87%	19.33%
车灯	56.57	68.55	70.48	75.18	95.99	124.54	153.23	184.59	218.45
控制器	0.00	0.00	0.25	0.11	0.35	0.67	1.34	2.69	5.37
三角警示牌	0.13	0.14	0.15	0.17	0.17	0.15	0.16	0.17	0.18
柔性扁平电缆	0.18	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他业务	4.05	4.53	8.21	7.02	5.98	7.16	8.31	9.64	11.18
毛利率	24.03%	27.30%	22.08%	22.56%	21.18%	19.28%	19.77%	20.24%	20.51%
期间费用率	8.68%	9.00%	9.18%	10.61%	9.54%	7.74%	7.75%	7.65%	7.44%
销售费用率	2.29%	2.27%	1.22%	1.44%	1.06%	0.42%	0.45%	0.45%	0.40%
管理费用率	2.54%	2.58%	2.76%	2.99%	2.65%	2.29%	2.30%	2.25%	2.20%
研发费用率	3.78%	4.21%	4.90%	6.33%	5.95%	4.95%	4.95%	4.90%	4.80%
财务费用率	0.07%	-0.06%	0.29%	-0.15%	-0.12%	0.08%	0.05%	0.05%	0.04%
归母净利润	7.90	11.60	9.49	9.41	11.02	14.08	17.59	21.99	26.98
YOY		46.79%	-18.12%	-0.84%	17.07%	27.78%	24.91%	25.00%	22.69%
归母净利率	12.97%	15.83%	12.00%	11.41%	10.75%	10.63%	10.79%	11.16%	11.47%

■ 投资建议：推荐全球汽车玻璃行业龙头【福耀玻璃】。

✓ 1) 公司积极拓展“一片玻璃”的边界，加强对智能玻璃、集成趋势的研究，持续推进铝饰件业务，提升单车配套价值量；

✓ 2) 全球份额保持提升趋势，福耀有望以高质量&高性价比的竞争优势抢占海外市场竞品企业更多的份额。

■ **盈利预测：**预计2025-2027年归母净利润为88.35亿元、103.88亿元、121.77亿元，对应PE为17倍、14倍、12倍（PE对应2025年6月20日收盘价）。

■ **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及盈利预测

福耀玻璃（亿元）	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	199.07	236.03	280.99	331.61	392.52	461.68	541.84	634.48
YOY	-5.67%	18.57%	19.05%	18.02%	18.37%	17.62%	17.36%	17.10%
汽车玻璃	179.42	213.80	255.91	298.87	357.12	418.73	492.29	576.34
毛利率	39.51%	35.90%	34.03%	35.39%	36.23%	36.54%	36.70%	36.84%
期间费用率	24.42%	20.25%	13.28%	14.30%	12.97%	13.35%	13.40%	13.45%
销售费用率	7.41%	4.88%	4.81%	4.64%	3.01%	2.90%	2.85%	2.80%
管理费用率	10.43%	8.24%	7.63%	7.50%	7.36%	7.30%	7.25%	7.20%
研发费用率	4.10%	4.22%	4.44%	4.23%	4.27%	4.20%	4.20%	4.20%
财务费用率	2.48%	2.91%	-3.60%	-2.07%	-1.67%	-1.05%	-0.90%	-0.75%
归母净利润	26.01	31.46	47.56	56.29	74.98	88.35	103.88	121.77
YOY	-10.27%	20.97%	51.16%	18.37%	33.20%	17.84%	17.58%	17.22%
归母净利率	13.06%	13.33%	16.92%	16.98%	19.10%	19.14%	19.17%	19.19%

“机器人赛道” 首选【拓普集团】

- 推荐逻辑：**1、Tier 0.5 配套模式持续推进，深度绑定国际大客户、华为赛力斯、比亚迪、蔚来、理想和吉利极氪等优质客户，充分受益全球新能源汽车发展红利；2、持续推进平台化战略，扩充产品线，汽车业务拥有 8 大系列产品，ASP约3万元；3、新增机器人执行器，空间广阔。
- 2025年核心增量：**公司广泛绑定各大新能源汽车客户，充分受益于全球新能源渗透率持续提升。国际大客户、赛力斯、小米、理想等客户销量增长及后续新车型将贡献公司 2025 年的核心收入增量。
- 盈利预测：**2025 - 2027 年归母净利润的预测为 37.31、45.74、52.25亿元
- 风险提示：**下游客户销量不及预期；新项目开拓不及预期；原材料价格上涨超预期。

表：拓普集团核心财务指标及预测

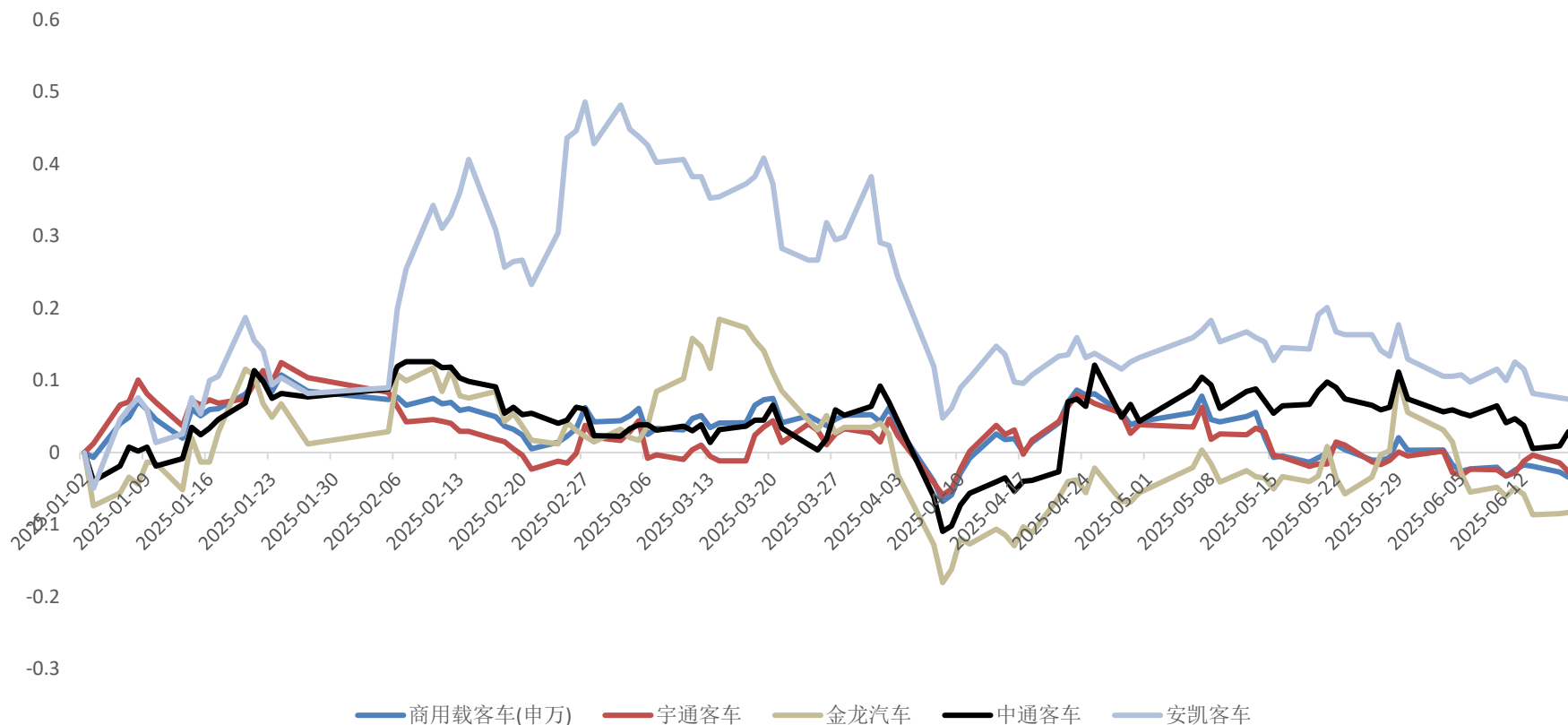
拓普集团 (亿元)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	114.63	159.93	197.01	266.00	339.09	413.90	460.92
YOY	76.05%	39.52%	23.18%	35.02%	27.48%	22.06%	11.36%
减震器	33.47	38.72	42.99	44.02	53.99	63.54	72.43
内饰功能件	35.78	54.63	65.77	84.36	101.29	119.42	129.60
底盘系统	26.24	44.45	61.22	82.03	100.80	119.93	128.55
汽车电子	1.83	1.92	1.81	18.20	3.52	5.28	7.93
热管理系统	12.85	13.69	15.48	21.40	33.55	41.58	43.93
空气悬架	0.00	0.00	0.00	0.00	31.05	38.41	40.69
机器人执行器	0.00	0.00	0.02	0.15	0.30	7.50	15.00
其他业务	4.46	6.53	9.73	15.89	14.59	18.23	22.79
毛利率	19.88%	21.61%	23.03%	20.80%	21.31%	21.45%	21.80%
期间费用率	8.64%	8.64%	9.52%	8.06%	8.40%	8.40%	8.40%
销售费用率	1.37%	1.38%	1.31%	1.03%	1.20%	1.20%	1.20%
管理费用率	2.58%	2.65%	2.76%	2.33%	2.50%	2.50%	2.50%
研发费用率	4.38%	4.69%	5.01%	4.60%	4.40%	4.40%	4.40%
财务费用率	0.31%	-0.08%	0.44%	0.10%	0.30%	0.30%	0.30%
归母净利润	10.17	17.00	21.51	30.01	37.31	45.74	52.25
YOY	61.93%	67.13%	26.50%	39.52%	24.34%	22.59%	14.25%
归母净利润率	8.87%	10.63%	10.92%	11.28%	11.00%	11.05%	11.34%

汽零标的	一句话推荐逻辑	2025H2核心看点
爱柯迪	压铸龙头开启全球化，市占率逐步提升	收购卓尔博贡献增量
瑞鹄模具	奇瑞影子股标的，布局机器人	奇瑞IPO
福达股份	曲轴龙头业绩高增长，布局人形机器人	丝杠产能释放
飞龙股份	电子水泵龙头，进军aidc服务器液冷	
新泉股份	坚定全球化的自主内饰件龙头	海外收入和利润释放
松原安全	持续推动国产替代的自主被动安全龙头	业绩持续兑现+新客户突破
继峰股份	海外经营改善+乘用车座椅国产替代	海外+座椅业绩兑现，座椅持续获取新项目
双环传动	电驱齿轮龙头，智能传动+机器人打开新空间	业绩持续增长+布局人形机器人
伯特利	自主制动龙头，产品品系持续突破	线控制动放量，海外轻量化工厂利润释放，空悬落地
德赛西威	A股智驾龙头，域控制器份额领先	自主品牌智驾平权，小米理想新车周期
华阳集团	智能座舱龙头，新产品放量	小鹏/小米新车周期向上，核心配套
耐世特	转向龙头，线控转向量产落地	线控转向落地，Robotaxi产业进展催化

三、客车板块H1复盘及H2展望

- ◆ 针对客车板块，我们选取4家代表性车企集中分析，分别是宇通客车、金龙客车、中通客车、安凯客车。2025年上半年（截止2025/6/17），行业指数商用载客车（申万）-3.4%，宇通/金龙/中通/安凯涨幅分别为-2.7%/-8.3%/+2.9%/+7.4%，板块整体震荡，宇通受出口交付节奏延后影响，金龙/中通销量及业绩都兑现较好。

图：商用载客车指数及重点车企收盘价涨跌幅（截止2025/6/17）



2025H2客车景气度预测

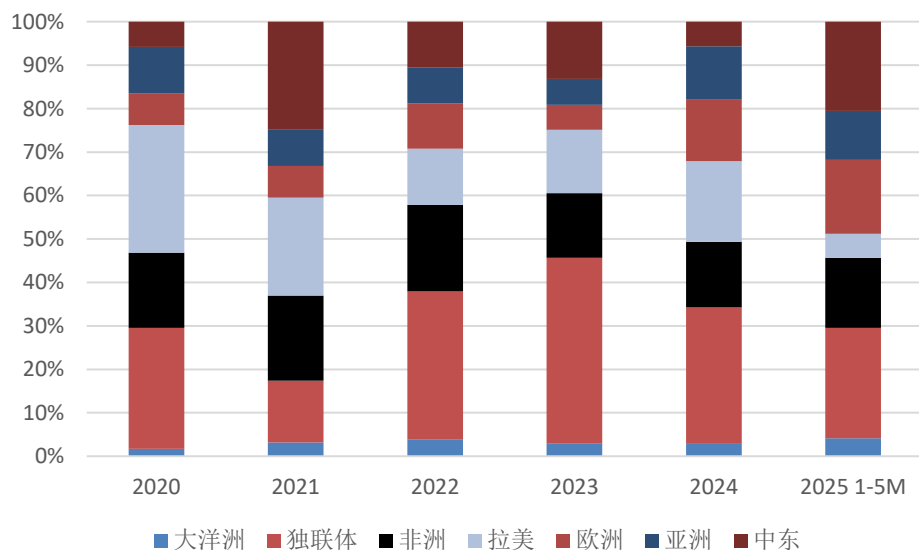
- ◆ 25H1行业整体景气度向上，看好25H2国内外需求共振，预计25H2客车总销量同比+38%，其中国内销量同比+46%（主要受公交集中交付影响），出口销量同比+21%（其中新能源出口同比+30%）
- ◆ 龙头宇通：全年销量预计前低后高，股价表现预计和销量共振
- ◆ 二线标的：关注金龙/中通的个股阿尔法机会

图：客车季度和年度销量

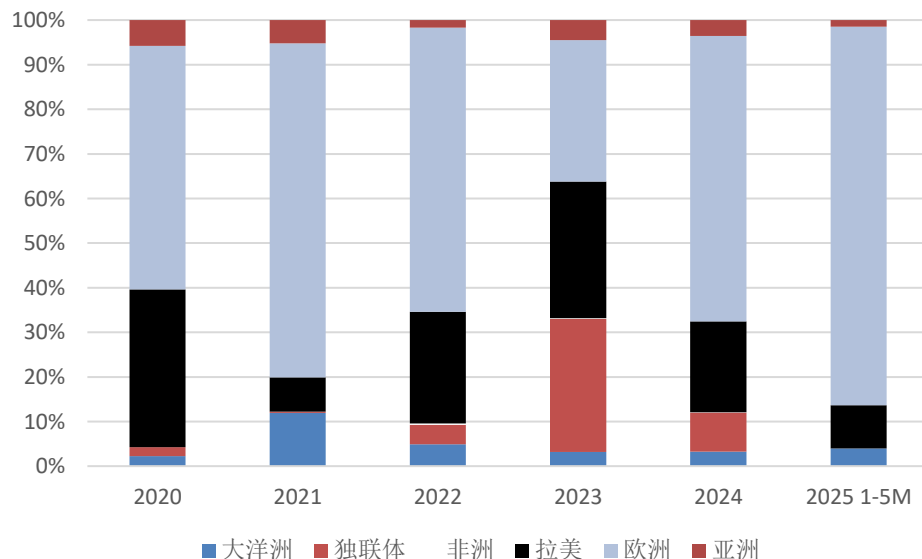
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2E	25H1E	25H2E	2023	2024	2025E
大中客											
1.批发销量/万辆	2.09	2.88	2.58	4.08	2.23	2.62	4.85	9.21	8.74	11.62	14.06
同比	83%	20%	4%	49%	7%	-9%	-2%	38%	5%	33%	21%
环比	-24%	38%	-10%	58%	-45%	18%	-27%	90%			
2.零售销量/万辆	1.30	1.76	1.38	2.86	1.31	1.25	2.56	6.20	5.48	7.30	8.76
同比	75%	21%	-22%	89%	0%	-29%	-16%	46%	-11%	33%	20%
环比	-14%	35%	-22%	107%	-54%	-4%	-40%	142%			
2.2.1公交车	0.34	0.31	0.39	1.99	0.44	0.27	0.71	3.84	2.11	3.03	4.55
同比	42%	-32%	-40%	159%	28%	-11%	10%	61%	-48%	44%	50%
环比	-56%	-11%	28%	410%	-78%	-38%	-70%	441%			
2.2.2座位客车	0.89	1.37	0.85	0.70	0.72	0.91	1.63	2.18	2.87	3.81	3.81
同比	142%	50%	-8%	7%	-19%	-33%	-28%	40%	87%	33%	0%
环比	36%	53%	-38%	-18%	3%	27%	5%	33%			
3.出口销量/万辆	0.92	1.24	0.99	1.27	1.08	1.50	2.58	2.73	3.18	4.42	5.30
同比	74%	36%	18%	40%	18%	21%	19%	21%	51%	39%	20%
环比	1%	35%	-20%	29%	-15%	39%	14%	6%			
3.3新能源	0.17	0.24	0.27	0.46	0.25	0.40	0.65	0.95	0.99	1.14	1.59
同比	-30%	-8%	30%	64%	51%	63%	58%	30%	54%	15%	40%
环比	-41%	47%	11%	71%	-46%	59%	-11%	47%			

- ◆ 公司1-5月出口销量兑现不佳，通过海关数据拆分来看：
- ◆ 出口新能源：非欧区域竞争压力变大，欧洲区景气度依然较好。2025年前五月份新能源出口欧洲占比达到新高的75%（24年64%），但非欧区域新能源几乎没有大单斩获（与之相对中通获取智利900台大单，金龙新能源出口同比增长明显）
- ◆ 出口油车：俄罗斯形成拖累，2024年全年俄罗斯油车出口2422辆，25年前五月份仅贡献263辆。

图：宇通大中客出口分区域（海关口径）



图：宇通新能源大中客出口分区域（海关口径）



2025H2客车其他推荐：金龙汽车

◆25H1公司经历子公司整合和管理层更换后，有望通过内部盈利改善兑现盈利拐点，全年我们预计有望实现扣非归母净利润转正。

◆预计2025-2027年归母净利润为4.4/6.4/8.3亿元，同比+182%/+45%/+28%。

表：金龙汽车核心财务指标拆分

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
营业收入/亿元	177	183	179	140	154	182	194	230	250	268
YoY		3.1%	-2.2%	-22.0%	10.5%	18.3%	6.4%	18.4%	8.8%	7.1%
总销量/万辆	5.8	6.2	5.7	4.4	5.1	4.6	4.2	5.0	5.8	6.4
YoY		6.0%	-7.5%	-23.9%	16.3%	-8.9%	-8.9%	19.1%	14.8%	11.3%
1) 大中客/万辆	2.6	2.7	2.5	1.7	1.9	1.9	2.3	2.9	3.0	3.4
占比	43.9%	43.0%	42.9%	39.2%	38.3%	42.1%	53.9%	57.7%	53.0%	53.2%
2) 出口/万辆	1.4	1.9	2.5	1.6	1.7	1.5	1.9	3.7	2.4	2.8
占比	23.3%	30.8%	44.1%	36.9%	34.3%	32.3%	44.7%	73.2%	42.5%	43.2%
3) 出口-新能源	0.05	0.03	0.06	0.03	0.05	0.33	0.39	0.52	0.67	0.88
占比	3.7%	1.7%	2.5%	1.6%	3.1%	21.9%	21.0%	14.1%	27.6%	31.7%
综合毛利率	18.7%	14.0%	13.8%	12.4%	8.8%	9.6%	11.6%	10.2%	13.0%	14.0%
期间费用率	13.2%	11.9%	11.7%	11.6%	12.6%	10.8%	12.4%	9.7%	9.7%	9.3%
归母净利润/亿元	4.8	1.6	1.8	0.3	-6.0	-3.9	0.8	1.6	4.4	6.4
YoY		-66.8%	14.2%	-82.4%	-	-	-	110.1%	182.0%	45.0%

◆ 注：2021-2023年归母净利润同比数据由于存在负值无法计算

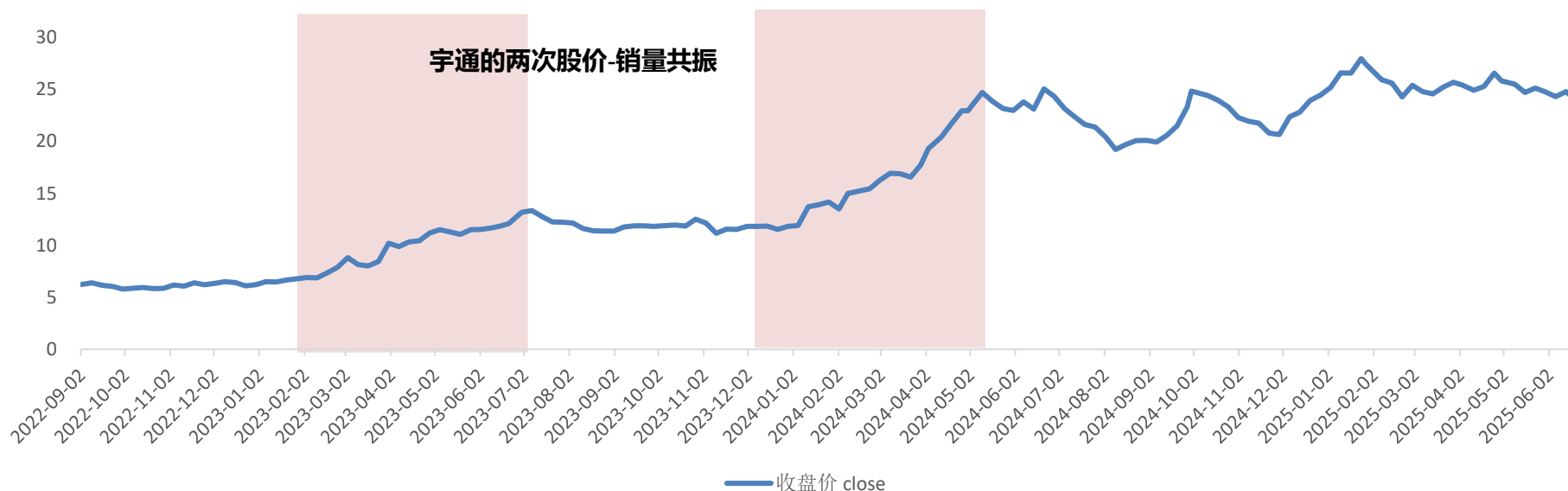
◆ 风险提示：国内外需求不及预期，地缘政治风险

- ◆ **复盘23H1/24H1/25H1年销量兑现情况**，23/24年销量兑现度较好（完成度超过40%，且24年兑现度更好），故23H1/24H1宇通实现销量-业绩-股价共振。
- ◆ **25H2节奏预测**：2506销量高兑现（公司明确指引），若Q3月度销量维持高景气，估计宇通有望在25H2实现新一轮的股价-业绩-销量共振。

图：宇通客车各个年份销量兑现度（单位：辆）

2023					
	1-5M	完成度	1-6M	完成度	目标
出口	2906	29%	4016	40%	10000
新能源出口	486	30%	664	42%	1600
2024					
	1-5M	完成度	1-6M	完成度	目标
出口	4910	35%	6490	46%	14000
新能源出口	936	36%	1174	45%	2600
2025					
	1-5M	完成度	1-6M E	完成度	目标
出口	3860	23%	6340	38%	16500
新能源出口	685	21%	1020	31%	3300

图：宇通客车股价复盘



2025H2客车首选推荐【宇通客车】

- ◆ 25H1公司出口销量兑现一般，我们认为主要为出口交付节奏集中在下半年所致，预计25H2有望演绎新一轮的销量-业绩-股价共振行情。
- ◆ 预计2025~2027年归母净利润预测为46.3/55.5/67.5亿元，同比+12%/+20%/+22%。

表：宇通客车核心财务指标拆分

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
营业收入/亿元	332	317	305	217	232	218	270	372	429	499
YoY		-4.4%	-4.0%	-28.8%	7.0%	-6.2%	24.1%	37.6%	15.3%	16.4%
总销量/万辆	6.8	6.1	6.2	4.2	4.2	3.0	3.7	4.7	5.3	5.7
YoY		-9.9%	1.1%	-32.1%	0.2%	-27.8%	20.9%	28.5%	13.3%	8.0%
综合毛利率	26.3%	25.3%	24.3%	17.5%	18.6%	22.8%	25.6%	22.9%	23.6%	24.3%
国内										
营业收入/亿元	268	255	241	169	165	139	139	176	199	213
YoY		-5.0%	-5.2%	-30.0%	-2.4%	-15.5%	-0.3%	26.5%	13.1%	6.9%
国内销量/万辆	5.9	5.4	5.4	3.8	3.7	2.5	2.6	3.3	3.7	3.9
YoY		-8.8%	1.5%	-30.2%	-2.9%	-33.6%	7.9%	24.4%	11.2%	5.7%
国内单车收入/万元	46	47	44	44	45	57	53	53	54	55
国内毛利率	25.6%	25.7%	24.0%	15.9%	16.1%	20.4%	22.1%	19.4%	19.5%	20.0%
国外										
营业收入/亿元	42	41	42	31	45	56	104	152	182	212
YoY		-4.0%	3.5%	-26.0%	44.5%	24.7%	85.9%	46.2%	19.9%	16.3%
出口销量/万辆	0.9	0.7	0.7	0.4	0.5	0.6	1.0	1.4	1.7	1.9
YoY		-17.2%	-2.4%	-46.6%	30.7%	15.6%	77.0%	39.2%	18.0%	13.0%
出口毛利率	32.3%	26.3%	30.0%	28.7%	31.3%	30.0%	25.9%	28.5%	29.4%	29.8%
其他收入	22	22	21	17	23	23	27	44	48	75
期间费用率	19.3%	17.2%	18.4%	18.5%	17.3%	18.8%	13.6%	9.6%	9.3%	9.1%
归母净利润/亿元	31.3	23.0	19.4	5.2	6.1	7.6	18.2	41.2	46.3	55.5
YoY		-26.5%	-15.7%	-73.4%	19.0%	23.7%	139.4%	126.5%	12.4%	20.0%
归母净利率	9.4%	7.2%	6.4%	2.4%	2.6%	3.5%	6.7%	11.1%	10.8%	11.1%

- ◆ 风险提示：国内外需求不及预期，地缘政治风险

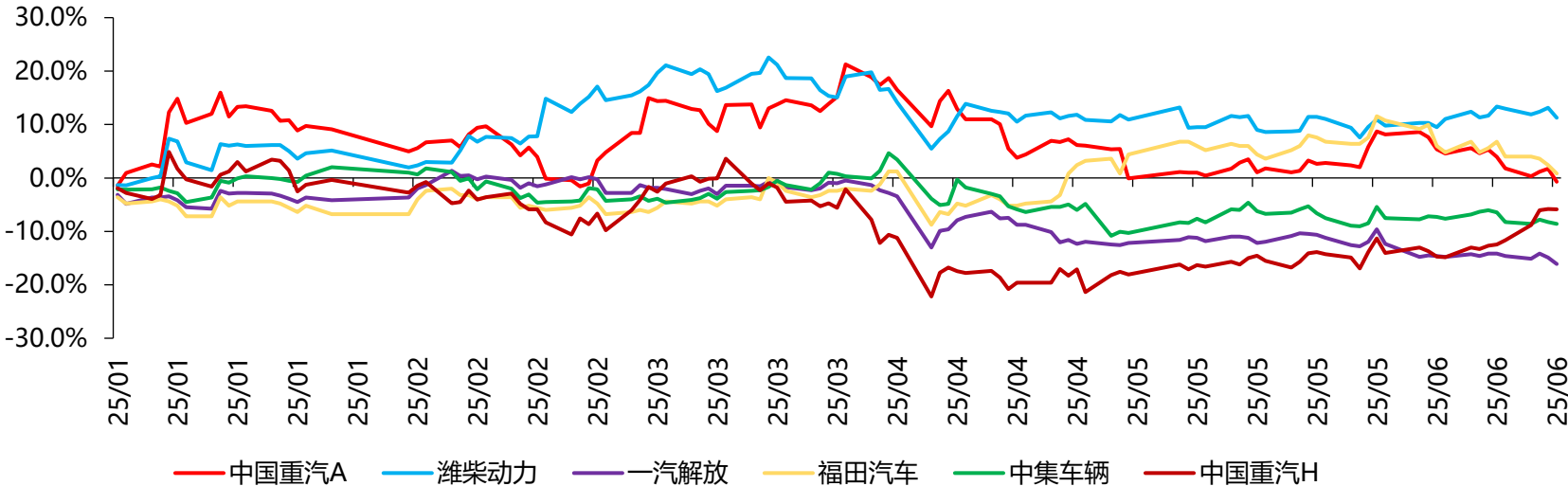
四、重卡板块H1复盘及H2展望

■ 25H1整体行情平淡，个股较为分化。1月：国四营运货车以旧换新政策发布，板块整体上行；2月：春节后行情集中于智能化+机器人，板块资金流出，叠加以旧换新政策尚未落地，行业整体下行，其中潍柴受益于算力行情而持续上涨；3月：2月内销数据超预期+以旧换新政策细则落地（且扩围至天然气），重汽A上行，潍柴股价企稳；4-5月：以旧换新政策4月落地节奏偏慢，行业数据平淡，叠加出口价格战对利润影响担忧，板块整体下行，其中福田由于25年业绩改善弹性较大而上涨。

图：2025年重卡公司行情总结

	25/1/1-25/6/19涨跌幅	超额涨跌幅	最大超额涨幅	最大超额涨幅日期	最大超额跌幅	最大超额跌幅日期
中国重汽A	-0.7%	-2.3%	21.6%	04/09	-6.3%	02/26
中国重汽H	-5.9%	-22.5%	8.9%	01/08	-33.1%	05/12
潍柴动力	11.2%	9.6%	17.9%	03/31	0.7%	02/10
一汽解放	-16.1%	-17.7%	1.4%	01/06	-18.1%	06/16
福田汽车	0.8%	-0.8%	9.7%	05/30	-10.9%	02/21
中集车辆	-8.6%	-10.2%	4.3%	01/27	-11.5%	06/16

图：2025年重卡公司股价



- **内销：1-2月表现较好，3-4月平淡，5月为拐点。1-5月内销29.5万辆，同比+12.6%。**1-2月：春节较早导致旺季前置+低基数+油气价差处于高位天然气重卡表现好+电动重卡持续高增长，1-2月内销8.2万辆，同比+35.6%；3-4月：油气价差收窄天然气表现较差+高基数+政策落地节奏偏慢，内销表现较为平淡；5月：政策逐步落地，5月内销同比+17.6%，迎来拐点。
- **内销结构：电车表现亮眼，天然气表现较差。**油价大幅下行导致油气价差收窄，1-5月天然气重卡同比-15.8%，表现一般，电车表现持续超预期，1-5月销量同比+204%，渗透率达21%。
- **展望全年，我们认为，以旧换新政策效果显著且逐步全国范围内覆盖，5月或为全年内销景气度拐点，看好6-10月同比增速持续维持高位。**

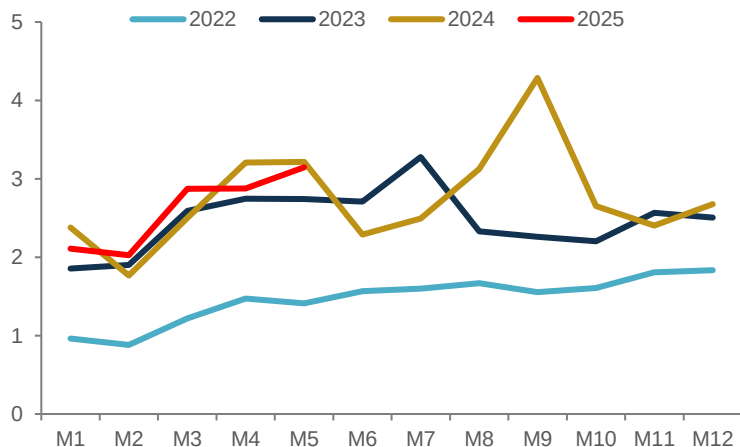
图：2025年重卡行业销量（万辆）

	25M1	25M2	25M3	25M4	25M5	25M1-5	25M1-5 yoy
批发	7.2	8.1	11.1	8.8	8.9	44.1	1.9%
终端	3.4	4.8	7.2	6.9	6.3	28.5	12.6%
天然气	0.77	1.77	2.16	1.71	1.40	7.8	-15.8%
纯电	0.70	0.80	1.43	1.56	1.50	6.0	204.2%
柴油及其他	1.90	2.25	3.59	3.60	3.42	14.8	4.4%
天然气渗透率	22.8%	36.7%	30.1%	24.9%	22.1%	27.3%	-9.2
纯电渗透率	20.8%	16.6%	19.9%	22.7%	23.7%	21.0%	13.2
出口	2.4	2.3	2.8	2.6	2.7	12.6	-1.6%
渠道库存变动	1.5	1.1	1.2	-0.7	-0.1	3.0	
油气价差	2.2	2.3	1.9	1.8	1.4		

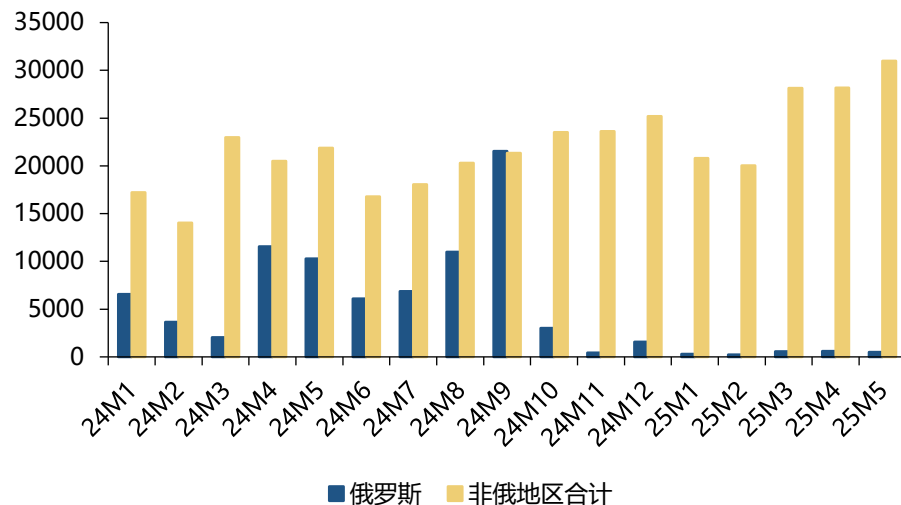
2025H1重卡景气度复盘总结：出口

- **出口复盘：**俄罗斯出口大幅下行，出口表现平淡。中汽协口径下，1-5月出口12.6万辆，同比-1.6%；海关口径下，1-4月出口9.9万辆，同比+0.3%。
- **俄罗斯出口：**自俄罗斯24年10月加征报废税后，库存高企+市场需求下滑+中国品牌市占率下滑等多重因素导致俄罗斯出口大幅下降，1-4月海关口径下俄罗斯出口1677辆，同比-93%。
- **非俄出口：**持续景气，25年非俄出口景气度依旧持续，弥补对俄出口下滑，1-4月海关口径下非俄出口9.7万辆，同比+30%，弥补俄罗斯下滑。
- **展望Q2-Q3，我们认为，俄罗斯出口高基数下，出口同比压力或将进一步加剧；展望Q4，俄罗斯基数较低，负面拖累消除，出口有望迎来拐点。**

图：2020年至今重卡海关出口销量（万辆）



图：2024-2025年重卡对俄/非俄出口销量（辆）



2025H1重卡景气度复盘总结：库存&价格战

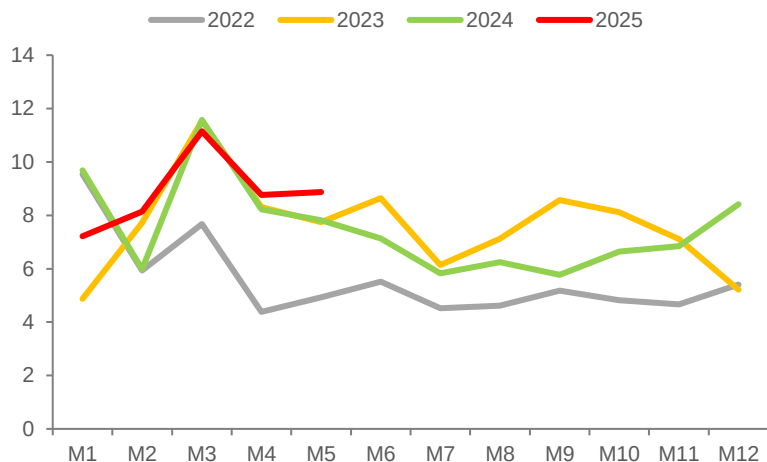
■ 批发&库存复盘：行业理性加库，库存水平合理。

■ **1-3月：**厂商冲刺开门红备战旺季有所加库，渠道库存Q1累计+3.7万辆，去年同期+6.3万辆；**4-5月：**库存逐步去化，4-5月累计-0.8万辆，去年同期-1.2万辆。根据我们测算，当前行业库存系数2.7，处于合理水平；根据调研，当前行业库存14-15万辆，去年同期为18-20万辆，当前库存水平明显低于去年同期，降价去库压力同比改善。

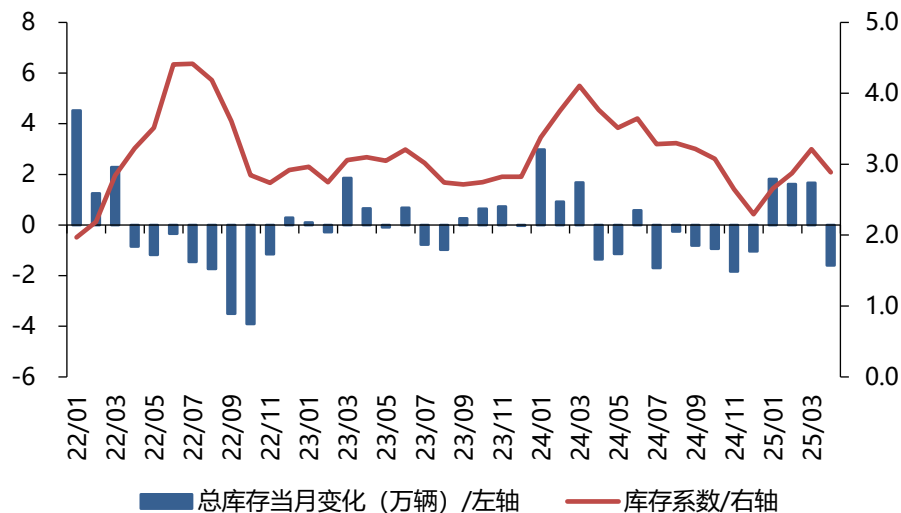
■ 价格战：25年以来较为平稳。

■ 根据经销商调研：1) 电车：年初全国范围全品牌普遍提价约2万，而后价格至今较为平稳，部分地区后续价格有下滑，部分原因为25年以来电池价格有进一步下滑，整体未出现明显价格战情况。2) 传统能源：油车和天然气车部分地区终端有促销加码，整体厂家价格较为平稳，其中部分区域燃油载货车价格有小幅上涨。

图：2022年至今重卡批发销量（万辆）



图：2022年至今重卡库存当月变化值及库存系数



- 展望2025H2，我们维持年初预测，2025年重卡上险量70万台，同比+16%；对应2025年重卡批发销量100万台，同比+11%。
- 全年内销可能走出前低后高行情，5月可能是拐点月。

图：2025年重卡销量（批发/零售/出口/库存）情况预测

	25Q1	25Q2E	25Q3E	25Q4E	2024	2025E
批发/万辆	26.5	26.4	22.2	24.9	90.2	100.0
同比	-2.8%	14.1%	24.4%	13.7%	-1.0%	10.9%
环比	21.0%	-0.2%	-16.0%	12.2%		
上险/万辆	15.4	19.5	16.5	18.6	60.2	70.0
同比	13.7%	17.7%	26.8%	8.9%	-1.7%	16.3%
环比	-10.2%	26.7%	-15.3%	13.0%		
其中：天然气重卡	4.7	4.5	4.2	4.4	17.8	17.8
同比	3.8%	-29.9%	6.2%	48.7%	17.3%	-0.2%
环比	57.8%	-5.3%	-5.7%	5.5%		
天然气渗透率	30.6%	22.9%	25.5%	23.8%	29.6%	25.4%
其中：柴油类重卡	7.7	10.5	7.8	9.0	34.0	35.0
同比	-1.8%	23.4%	13.1%	-15.9%	-20.0%	3.1%
环比	-27.7%	35.2%	-25.5%	15.5%		
其中：电动重卡	2.9	4.6	4.5	5.2	7.7	17.2
同比	177.3%	190.7%	134.6%	64.3%	154.1%	123.0%
环比	-7.5%	55.6%	-1.2%	15.6%		
纯电渗透率	19.0%	23.4%	27.3%	27.9%	12.8%	24.5%
出口/万辆	7.4	7.7	7.1	7.5	29.1	29.7
同比	-0.7%	-0.4%	1.5%	8.8%	5.4%	2.2%
环比	7.5%	4.1%	-8.1%	5.8%		
渠道库存变动值	3.7	-0.8	-1.4	-1.2	0.9	0.3

- **月度预测：批发：**当前行业库存不高+H2内销景气度或较好，我们预计批发销量有望维持15%及以上增长；**上险：**24年6-10月低基数+5-6月河北/山东等重卡大省政策落地，6-10月同比增速有望维持20%及以上水平；**出口：**非俄地区出口持续景气+俄罗斯8-9月高基数+出口发货季节性影响，预计6-7月同比略有增长，8-9月同比承压，Q4出口恢复同比增长。
- **后续景气度预测核心假设与跟踪变量：**1) **国四营运货车报废更新政策落地情况：**当前假设6月政策基本全国范围内落地，且后续无大面积暂停/提前截止现象；2) **非俄地区出口：**当前假设非俄出口具备持续性，全年维持30%左右增速；3) **油气价差：**当前假设油气价差持续位于偏低水平，若后续油价上行，天然气重卡表现或超预期；4) **宏观经济与货运需求：**当前假设宏观经济运行基本平稳，货运需求无明显下滑。

图：2025年重卡销量（批发/零售/出口/库存）情况预测

2025年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年
批发销量/万辆	7.2	8.1	11.1	8.8	8.9	8.8	7.2	7.2	7.8	8.0	8.3	8.6	100.0
Yoy	-25.6%	35.6%	-3.7%	6.5%	13.6%	23.3%	23.5%	15.3%	35.2%	20.5%	21.2%	2.1%	10.9%
环比	-14.3%	12.7%	37.0%	-21.4%	1.3%	-0.9%	-18.2%	0.0%	8.3%	2.6%	3.8%	3.6%	
零售销量/万辆	3.4	4.8	7.2	6.9	6.3	6.3	5.6	5.0	5.9	5.5	6.2	6.9	70.0
Yoy	-0.9%	85.3%	-4.4%	5.9%	17.6%	33.9%	20.6%	24.4%	35.8%	23.1%	8.6%	0.0%	16.3%
环比	-51.4%	42.9%	49.1%	-4.3%	-8.2%	-0.1%	-11.1%	-10.7%	18.0%	-6.8%	12.7%	12.0%	
出口销量/万辆	2.4	2.3	2.8	2.6	2.7	2.5	2.3	2.4	2.4	2.6	2.5	2.4	29.7
Yoy	-7.9%	-6.1%	12.3%	0.8%	-6.4%	5.6%	6.5%	-0.8%	-0.6%	13.4%	8.5%	4.5%	2.2%
环比	4.3%	-5.9%	22.7%	-7.2%	3.5%	-5.7%	-8.0%	2.2%	3.8%	6.6%	-3.8%	-4.0%	
渠道库存	1.45	1.07	1.20	(0.67)	(0.08)	0.00	(0.70)	(0.15)	(0.54)	(0.10)	(0.40)	(0.74)	0.34

中国重汽H：出口龙头，低估值+高股息标的

- 出口首选标的，非俄出口持续发力，低估值+高股息。
- 重卡出口龙头，亚非拉中东市场持续开拓，俄罗斯出口敞口有望降低。
- 25E业绩有望达68亿元；24年分红率55%，25年分红率有望维持或进一步提升，对应股息率较高。

表：中国重汽H业绩预测（亿元）

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
重卡总销量/万辆	28.2	15.8	22.7	24.3	26.5	28.3
重卡内销	22.8	6.9	9.7	10.9	12.0	13.0
重卡出口	5.4	8.9	13.0	13.5	14.5	15.3
轻卡总销量/万辆	12.9	8.0	9.7	10.1	11.6	13.6
营业收入（外销）/亿元	933.6	594.1	855.0	965.3	1068.6	1187.7
重卡	782.6	498.0	748.3	831.5	927.4	1022.2
轻卡	120.9	74.5	88.3	98.4	113.3	133.0
发动机	12.3	7.6	6.2	7.2	9.4	11.7
金融	17.8	12.8	12.2	13.5	18.4	20.9
单车均价（内外销）/万元						
重卡	28.2	31.9	33.2	34.6	35.3	36.5
轻卡	10.1	10.7	10.7	11.1	11.1	11.1
毛利率	16.8%	16.9%	15.8%	15.6%	16.4%	16.7%
销售费用率	4.9%	4.8%	3.9%	3.6%	3.5%	3.5%
管理费用率	6.7%	8.1%	5.5%	5.2%	5.1%	5.1%
税前利润/亿元	58.6	30.1	68.8	77.8	91.4	109.1
税前利润率	6.3%	5.1%	8.1%	8.2%	8.6%	9.2%
归母净利润/亿元	43.2	18.0	53.2	58.6	68.4	81.6
yoy		-58.4%	196.0%	10.2%	16.7%	19.3%

- 整车中利润兑现较好+俄罗斯敞口最小标的。受益25年内需景气反弹+非俄出口增长。
- 我们预计25年中国重汽A业绩有望实现18.8亿元，同比+26.8%，当前估值处于历史低位；24年分红率55%，25年分红率或进一步提升。

表：中国重汽A业绩预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
重卡总销量/万辆	20.2	9.6	12.8	13.3	14.8	16.3
yoy		-52.5%	32.8%	4.3%	11.1%	10.5%
营业收入/亿元	561.0	288.2	420.7	449.3	512.4	565.2
yoy		-48.6%	46.0%	6.8%	14.0%	10.3%
重卡整车收入/亿元	477.6	226.4	339.6	359.3	405.4	450.9
配件收入/亿元	81.9	61.1	80.1	89.1	106.0	113.2
单车均价/万元	23.6	23.6	26.6	27.0	27.4	27.6
毛利率	7.4%	6.2%	7.6%	8.7%	9.4%	9.8%
销售费用率	1.8%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用率	0.5%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
研发费用率	1.1%	1.5%	1.4%	1.8%	1.8%	1.7%
税前利润/亿元	20.9	5.9	18.1	23.3	29.5	36.2
归母净利润/亿元	10.4	2.1	10.8	14.8	18.8	23.4
yoy		-79.4%	405.5%	36.9%	26.8%	24.9%

- 国内重卡发动机龙头，业务多元化。我们预计25年中性预期下公司业绩128亿，当前市值对应估值或已到底部。24年中期分红率55%，25年分红率有望进一步提升。此外，公司大缸径业务+26年凯傲利润修复有望提供业绩弹性。

表：潍柴动力业绩预测（亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E
营业收入	1752	2140	2157	2286	2505
发动机&重卡产业链	617	938	898	979	1103
发动机	261	438	393	423	486
重卡发动机	131	278	256	263	301
天然气重卡发动机	23	134	128	132	165
大缸径发动机	30	31	35	54	76
陕重汽	320	450	442	496	549
法士特	103	144	126	134	150
凯傲	789	875	887	912	925
雷沃	172	147	173	178	184
其他	174	180	199	217	293
毛利	311	435	484	533	589
毛利率	17.8%	20.3%	22.4%	23.3%	23.5%
期间费用合计	256	299	313	336	350
销售费用	107	118	125	130	143
管理费用	81	95	103	121	110
研发费用	77	80	83	94	95
财务费用	-9	6	2	-9	2
期间费用率合计	14.6%	14.0%	14.5%	14.7%	14.0%
销售费用率	6.1%	5.5%	5.8%	5.7%	5.7%
管理费用率	4.6%	4.4%	4.8%	5.3%	4.4%
研发费用率	4.4%	3.8%	3.8%	4.1%	3.8%
财务费用率	-0.5%	0.3%	0.1%	-0.4%	0.1%
归属母公司净利润	49	90	114	129	153
归属母公司净利润yoy		83.8%	26.5%	12.8%	19.0%

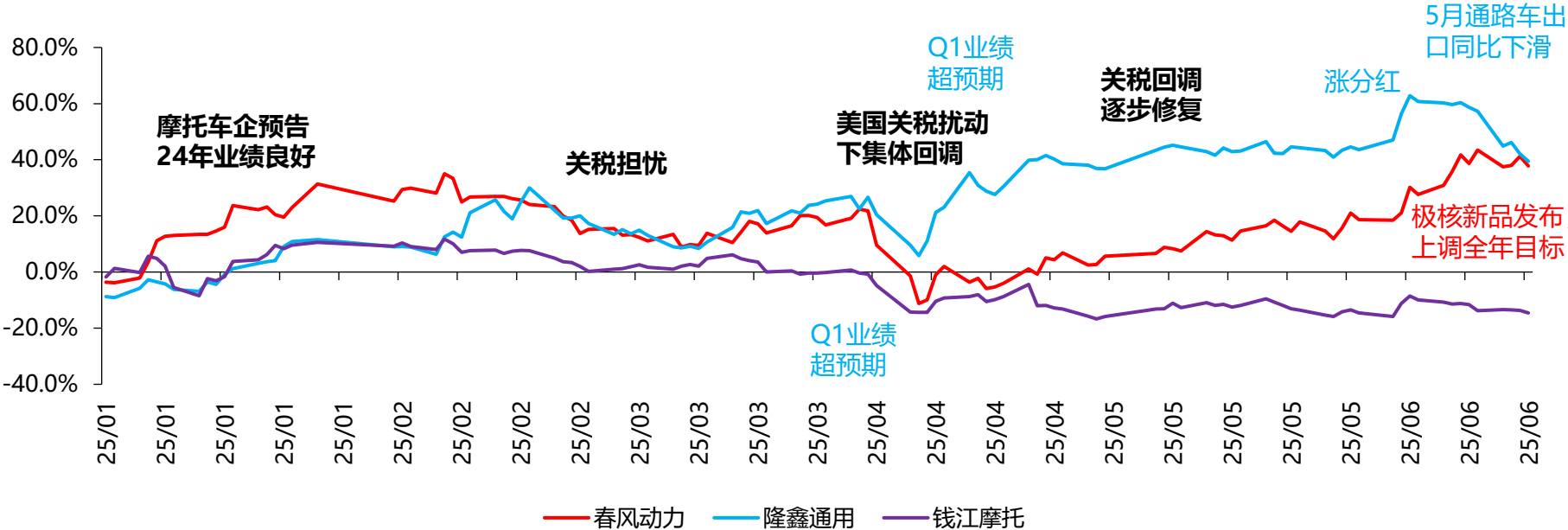
五、两轮车板块H1复盘及H2展望

■ 25H1摩托车行情亮眼，个股走势分化。1月：春风/隆鑫24年业绩预期良好，股价均上涨，中美通话后关税担忧缓和+新品U10pro畅销美国，春风超额显著；2月：关税担忧加剧，股价下行；3月：春风/隆鑫业绩表现好，股价回升；4月：4/2-4/9关税影响下股价大幅下行，隆鑫美国敞口低+Q1业绩预增率股价先恢复且创新高，春风小幅回升；5月：关税缺口逐步修复；6月：1-5月欧洲出口高景气，春风极核发布会上调全年目标，股价进一步上行。

图：2025年摩托车公司行情总结

	25/1/1-25/6/19涨跌幅	超额涨跌幅	最大超额涨幅	最大超额涨幅日期	最大超额跌幅	最大超额跌幅日期
春风动力	37.8%	36.2%	41.1%	06/13	-4.6%	04/09
隆鑫通用	39.4%	37.8%	60.1%	06/05	-6.2%	01/02
钱江摩托	-14.6%	-16.2%	12.9%	01/27	-17.4%	06/03

图：2025年摩托车公司股价



2025H1摩托车景气度复盘：景气持续

- 2025H1摩托车景气度持续，大排量+出口逻辑不变。
- 行业总量：内销平稳，出口持续增长。1-5月行业累计销量682万辆，同比+18%，其中内销同比-1%，主要受小排量持续下滑影响，出口同比+27%，出口维持较好增速。
- 大排量：内销增速超预期，出口持续高增长。1-5月大排量摩托车累计销量40万，同比+50%；其中内销19万辆，同比+32%，在24年基数下实现较高增速，超市场年初预期，出口21万辆，同比+73%，持续高增长。

图：2025年摩托车行业销量（万辆）

	25M1	25M2	25M3	25M4	25M5	25M1-5	2024
总销量	128	103	145	158	149	682	1504
出口	99	72	104	114	109	498	1040
内销	29	31	41	44	40	185	464
总销量yoy	8%	42%	20%	20%	11%	18%	18%
出口yoy	19%	48%	30%	28%	21%	27%	32%
内销yoy	-19%	30%	-1%	2%	-8%	-1%	-6%
大排量销量	5.9	5.8	8.8	9.3	10.1	39.9	75.6
大排量出口	3.9	3.7	4.2	3.9	5.0	20.8	35.9
大排量内销	2.0	2.0	4.6	5.4	5.1	19.1	39.7
大排量销量yoy	53%	135%	68%	28%	31%	50%	44%
大排量出口yoy	76%	202%	101%	23%	52%	73%	82%
大排量内销yoy	22%	66%	46%	32%	15%	32%	22%
小排量销量	122	97	136	149	138	642	1429
小排量出口	95	68	100	110	104	477	1004
小排量内销	27	29	36	39	35	165	425
小排量销量yoy	6%	38%	17%	19%	10%	16%	16%
小排量出口yoy	18%	43%	28%	28%	19%	26%	31%
小排量内销yoy	-21%	28%	-5%	-1%	-11%	-4%	-8%

- **行业总出口：土耳其下滑，亚非拉景气度持续。**亚非拉为摩托车整体出口核心市场（24年销量合计占比85%），土耳其为核心单一市场（24年销量占比4.5%）。海关口径下，1-5月大排量摩托车出口拉美279万辆，同比+41%，出口非洲/亚洲分别216/124万辆，分别同比+74%/+16，出口土耳其22万辆，同比-42%。
- **大排量出口：核心市场拉美+欧洲出口持续高增长。**欧洲+拉美为大排量出口核心市场（24年销量合计占比88%）。1-5月大排量摩托车出口拉美13万辆，同比+75%，出口欧洲17.9万辆，同比+81%，其中出口核心五国6.5万辆，同比+79%，核心五国出口增长明显加速。

图：2025年全排量摩托车出口流向结构（万辆）

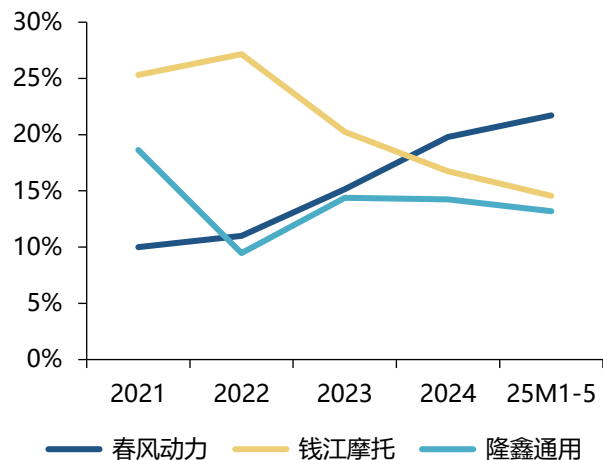
	2022	2023	2024	25M1-5
拉美	390	443	604	279
yoy	-6%	14%	36%	41%
非洲	276	310	375	216
yoy	-29%	12%	21%	74%
亚洲	213	215	254	124
yoy	5%	1%	18%	16%
欧洲	96	141	175	88
yoy	-15%	46%	24%	4%
其中：土耳其	27	57	65	22
yoy	52%	112%	15%	-42%
北美洲	32	30	39	16
大洋洲	5	3	3	2
总计	1012	1142	1450	723
yoy	-15%	13%	27%	37%

图：2025年大排量摩托车出口流向结构（万辆）

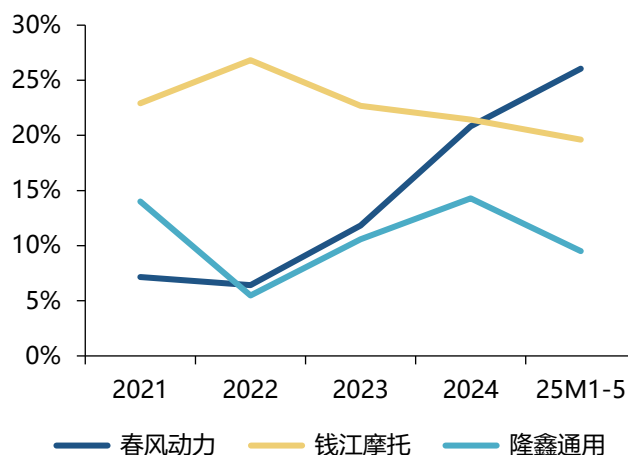
	2022	2023	2024	25M1-5
欧洲	9.8	13.4	23.5	17.9
yoy	41%	37%	75%	81%
其中：核心五国	6.7	6.4	7.4	6.5
yoy	28%	-4%	14%	79%
拉美	5.6	12.5	27.1	13.3
yoy	0%	121%	118%	75%
亚洲	2.3	2.5	4.4	3.8
北美洲	1.2	1.3	1.2	1.0
大洋洲	0.3	0.3	0.6	0.3
非洲	0.3	0.4	0.8	0.7
总计	19.5	30.3	57.6	36.9
yoy	29%	55%	90%	87%

- **整体格局：**1-5月春风/钱江/隆鑫大排量批发市占率分别21.7%/14.6%/13.2%，较24年全年分别+1.9/-2.2/-1.0pct。
- **内销格局：**1-5月春风/钱江/隆鑫大排量内销市占率分别26.1%/19.6%/9.5%，较24年全年分别+5.2/-1.8/-4.8pct。春风675SR/NK及700MT/800MT新品上市，大排量产品供给进一步完善，内销市占率明显提升。
- **出口格局：**1-5月春风/钱江/隆鑫大排量出口市占率分别17.7%/9.9%/16.6%，较24年全年分别-0.9/-1.7/+2.4pct。春风/钱江受土耳其下滑影响+春风25H1更换KTM代理权，出口市占率下滑；隆鑫25年进入大排量出口强势产品周期，供应链产能问题消除，DS900X持续放量，DS625+CU625+DS800 Rally新品推出，土耳其敞口小，出口市占率提升。

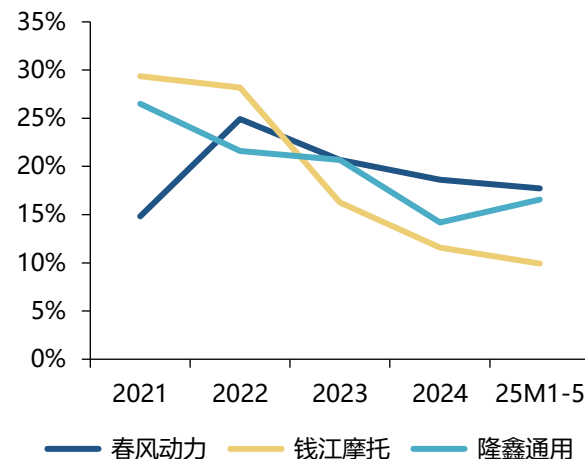
图：2021-2025年大排量批发市占率



图：2021-2025年大排量内销市占率

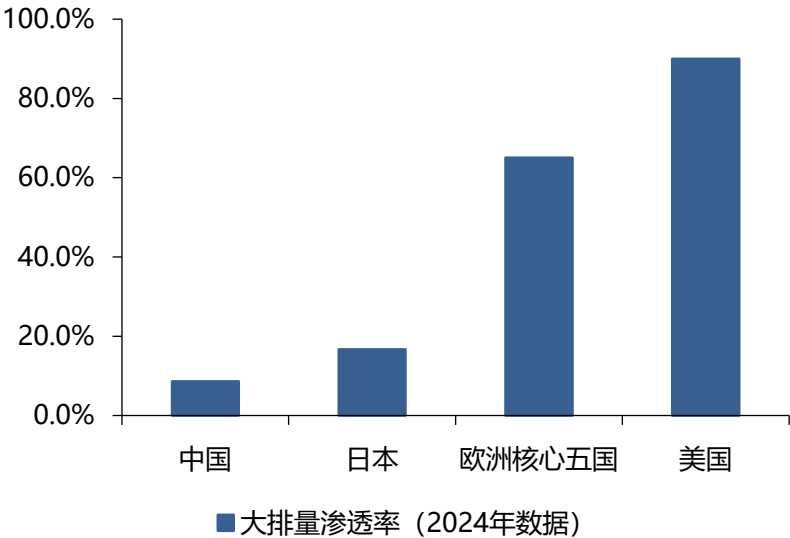


图：2021-2025年大排量出口市占率



- **大排量+出口空间广阔，中国品牌尚在趋势早期，行业景气周期长。**
- **大排量内销中长期展望翻倍空间。**2024年，我国两轮油摩内销总量464万辆，其中250cc < 排量销量40万辆，对应渗透率8.6%；2024年日本大排量渗透率16.7%，且自2011年起持续提升，而欧洲/美国大排量渗透率约为65%/90%，较为稳定。对标海外，我们认为，中国大排量摩托车中长期可看翻倍空间。
- **大排量海外为国内8-9倍空间。**根据statista及调研数据，我们估算2025年海外摩托车市场规模4806万台，其中大排量规模347万台，海外市场整体为国内市场10-11倍，海外大排量市场为国内市场8-9倍。当前中国品牌尚在出口早期阶段，海外市占率低，我们认为，中国品牌凭借差异化产品定位+性价比优势，有望持续打开海外市场，行业出口将长期景气。

图：2024年中国与海外部分国家大排量渗透率



图：2025E海外摩托车市场规模

区域	销量 (万辆)	大排量 占比	大排量销量 (万辆)
欧洲	200	65%	130
核心五国	120	65%	78
拉美	500	10%	50
亚洲	3500	2%	80
东南亚	1300	2%	26
南亚	1800	2%	36
日韩	50	20%	10
非洲	229	2%	5
土耳其	100	10%	10
北美	65	90%	59
中东	200	2%	4
大洋洲	12	80%	10
海外合计	4806	7%	347

数据来源：statista，专家调研，东吴证券研究所

- **总量预测：**我们预测2025年行业总销量1754万辆，同比+17%，其中大排量103万，同比+37%。
- **大排量：**1) **内销：**25Q1大排量内销景气度超预期，我们认为主因低基数+大排量产品供给增加+性价比驱动，预计Q2同比降速，我们预计全年内销50万，同比+26%，有望延续较好景气度；2) **出口：**25Q1低基数下大排量出口同比高增，25Q2预计同比降速，Q2-Q3维持较高增速，Q4高基数下预计增速回落，我们预计全年出口53万，同比+49%。
- **小排量：**1) **内销：**延续长期下滑趋势，我们预计全年内销同比-7%；2) **出口：**随中国品牌出口欧洲踏板车供给丰富+全球通路车市场持续开拓，预计全年出口同比+25%，维持增长趋势。

图：2025摩托车销量预测（万辆）

	25Q1	25Q2E	25Q3E	25Q4E	2024	2025E
总销量	375	468	471	440	1504	1754
yoy	20%	16%	16%	15%	18%	17%
内销总销量	101	126	117	102	464	446
yoy	0%	-3%	-5%	-8%	-6%	-4%
出口总销量	275	342	354	338	1040	1308
yoy	30%	25%	25%	25%	32%	26%
大排量总销量	20	31	30	21	76	103
yoy	77%	30%	39%	17%	44%	37%
内销大排量	9	17	15	9	40	50
yoy	44%	23%	23%	20%	22%	26%
出口大排量	12	14	15	13	36	53
yoy	114%	40%	60%	15%	82%	49%
小排量总销量	355	437	441	418	1429	1651
yoy	18%	15%	15%	15%	16%	16%
内销小排量	92	109	102	93	425	396
yoy	-3%	-6%	-8%	-10%	-8%	-7%
出口小排量	263	328	339	325	1004	1255
yoy	28%	24%	24%	25%	31%	25%

■ 我们预计公司25/26年公司收入分别190/229亿元，归母净利润分别16.8/19.5亿元，同比分别+14%/+16%。若墨西哥工厂爬产/美加墨认定进展超预期，公司业绩与估值有望上修。

表：春风动力业绩预测（亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E
营业收入	113.8	121.1	150.4	190.3	228.7
毛利	28.9	37.2	45.2	56.9	68.4
毛利率	25%	31%	30%	30%	30%
销售费用	9.1	13.3	10.6	15.8	19.0
管理费用	4.6	6.1	7.1	8.6	10.3
研发费用	8.0	9.7	10.3	12.4	14.9
财务费用	-3.4	-2.4	-3.1	-0.7	-0.1
销售费用率	8%	11%	7%	8%	8%
管理费用率	4%	5%	5%	4%	4%
研发费用率	7%	8%	7%	6%	7%
财务费用率	-3%	-2%	-2%	0%	0%
归母净利润	7	10.1	14.7	16.8	19.54
yoy	70%	44%	46%	14%	16%

- 公司自主品牌无极25年处于强势产品周期，我们预计公司25年业绩有望高增长，长期来看，摩托车出口空间大，公司有望持续保持高增长。
- 我们预计公司25/26年公司收入分别209/240亿元，同比+24%/+15%，归母净利润分别18.7/22.9亿元，同比分别+67%/+22%。24年公司分红率73%，25年分红率有望维持较高水平。

表：隆鑫通用业绩预测（亿元）

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
营业收入	130.6	124.1	130.7	168.2	208.8	240.2
yoy	25.10%	-5.00%	5.30%	28.71%	24.11%	15.06%
无极收入	8.4	9.5	14.9	31.5	48	60
无极占收入比	6.40%	7.70%	11.40%	18.70%	23.70%	25.90%
yoy	87.20%	13.50%	57.10%	111.40%	52.20%	25.00%
无极销量（万辆）	5	5.1	8.7	18.1	24	30
ASP（万元）	1.7	1.9	1.7	1.7	2	2
毛利	18	21.6	24.1	29.6	38.2	44.9
毛利率	13.8%	17.4%	18.5%	17.6%	18.3%	18.7%
期间费用	10.1	9.4	11.7	12.3	12.9	14.3
期间费用率	7.70%	7.60%	9.00%	7.28%	6.18%	5.96%
归母净利润	3.8	5.3	5.8	11.2	18.7	22.9
yoy	-19.80%	37.00%	10.60%	93.28%	66.90%	22.29%

风险提示

- 以旧换新政策低于预期：国补和地补如果有暂停会影响汽车内需的需求兑现。
- 贸易战升级超出预期：海外个别重要国家如果对中国汽车出口关税加征会影响出口需求兑现。
- 价格战超出预期：国内汽车各子版块目前的价格战态势如果演绎超出预期，会影响板块的盈利。

免责声明

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

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

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

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

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

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园