

# 2024Q2财报综述： 韧性有余，拥抱龙头

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：021-60199790

2024年9月1日

## 整车：单车盈利能力分化，合资盈利下滑；展望Q3量利均有望向上

- **复盘：涨跌幅**—Q2主线为华为链&比亚迪。量—2024Q2行业整体产批零同比增速分别为+3%/+2.2%/-5.7%，零售同比下滑，观望情绪逐步转化但需求整体偏弱，加码前以旧换新政策实施效果相对有限（7月底加码后申报数量提升较多）。出口层面Q2除出口至欧洲地区销量环比下滑外，其余地区环比均保持高增长。Q2渠道加库也相对克制，产批表现较稳定。**结构**—新能源零售渗透率加速上行，PHEV车型为新能源渗透率提升主力。**利**—ASP：同比而言延续23Q4以来出口&高端车型支撑ASP趋势，赛力斯/长城表现较佳，ASP持续上行。其余车企Q2 ASP普遍环比下行，主要原因包括产品结构影响（理想L6占比提升）；折扣加大（特斯拉/比亚迪等）。**毛利率**—24Q2车企毛利率同环比表现无一致性趋势，毛利率环比上行主要原因有销量提升规模效应显著（零跑）+产品结构改善（赛力斯，M9单车毛利率或超30%；长城，出口/坦克贡献；小鹏，出口/X9贡献）+供应链降本（吉利+小鹏）。毛利率环比下行的主要原因有销量环比下行（广汽+上汽）+低价产品占比提升（比亚迪+理想）+会计准则调整（长安，保证类质保费用由销售费用转至营业成本，24H1集中于Q2体现）+折扣加大（特斯拉）等。**费用率**—多数车企Q2期间费用率环比均下行，积极控费降本。**单车盈利**—分化显著。其中长城坦克/出口贡献较大盈利弹性；赛力斯Q2产品结构改善明显；比亚迪Q2销量环增58%，规模效应显著；长安Q1终端折扣增加较多同时供应链降本未能落地，导致Q2环比基数较低。小鹏/零跑环比均减亏。
- **展望**：24Q3景气度在政策加码情况下有望持续向好，价方面受益于规模效应提升/出口持续贡献/供应链降本影响，单车盈利能力有望企稳向上。

## 零部件：2024Q2板块业绩整体符合预期，板块内部分化已经开启

- **复盘：2024Q2零部件公司业绩整体符合预期。涨跌幅：**2024Q2汽零板块整体下跌，福耀玻璃/沪光股份/岱美股份等标的涨幅较好，市场偏好估值低、行业格局好、客户结构好，具备强阿尔法的标的。**营业收入：**配套核心自主/头部新势力车企的零部件公司（尤其是华为-赛力斯产业链标的）普遍2024Q2收入兑现较高，特斯拉产业链公司普遍客户多元化，一定程度上对冲了特斯拉2024Q2销量的环比下滑。**盈利能力：**下游整车竞争加剧，零部件行业盈利开始出现分化，拥有“好格局+好客户+好管理”的零部件企业在整车供应链降本诉求下的盈利能力兑现度更高，且能更加有效的消化原材料价格、运费等外部因素的影响。
- **展望：**我们认为，2024年自主崛起/新能源向上的趋势仍将延续，前两年行业筛选出的零部件赛道龙头标的有望依旧保持强势，继续享受国内电动化/智能化红利叠加海外市场扩张加速，优质龙头标的将持续成长。

## 重卡：24Q2终端需求偏弱，燃气重卡&海外出口表现较好，潍柴/重汽持续受益

- **复盘：**1) **行业总量维度：**24Q2行业销量不及预期，终端需求平淡+渠道去库影响下，批发销量同环比下滑；2) **股价维度：**重卡板块整体股价下行，重汽H/潍柴股价表现相对较好；3) **公司业绩维度：**24Q2潍柴超预期，重汽/解放/中集符合预期，福田不及预期；4) **潍柴/重汽：**24Q2燃气重卡渗透率同环比进一步提升，潍柴作为气体机龙头核心受益，重汽燃气重卡市占率提升，出口销量持续增长，潍柴/重汽销量及营收表现优于行业；受益产品结构改善，潍柴盈利性明显提升，行业竞争加剧背景下，重汽盈利表现相对较好，潍柴/重汽24Q2业绩表现亮眼。
- **展望：**等待以旧换新政策效果逐步显现。24Q3为重卡淡季，叠加油气价差持续收窄，天然气重卡渗透率或有下滑，以旧换新政策落实尚需时日，终端需求迎来等待期，我们预计24Q3重卡批发21万台，同比-3.6%，天然气重卡终端5.1万台，对应渗透率33.1%，出口6.8万台，同比-1.4%。随以旧换新政策效果逐步显现，我们预计24Q4重卡销量将迎来反弹。

## 客车：行业贝塔向上龙头超预期，复苏趋势从龙头传导至全行业

- **复盘：**2024Q2国内外需求共振延续，国内座位客车超预期+出口高增驱动行业整体量利齐升，一二线车企宇通/金龙/中通均较好兑现业绩，由于2024年上半年欧洲电动客车需求超预期宇通业绩增幅跑赢行业。
- **展望：**我们认为，2024年下半年预计国内国外复苏持续演化，国内看公交更新需求/政策导向销量触底反弹，出口趋势有望延续2023年趋势，且看好电车增速跑赢油车，带动客车企业业绩全面向好

■ **板块景气度：以旧换新政策托底，汽车景气度依有韧性。** 2024Q3核心预测数据：乘用车批发销量/上险/出口分别675/548/122万辆，同比增速-0.1%/-0.1%/+15.4%；重卡批发/上险/出口分别21/15.3/6.8万辆，同比增速-3.6%/-0.2%/-5.4%；客车批发/上险/出口分别2.7/1.7/1万辆，同比增速+11%/-2%/+23%。

■ **全球化主线：优选内外需业绩共振龙头。** 客车板块优选【宇通客车】，零部件板块优选【福耀玻璃】，乘用车板块优选【比亚迪】，重卡板块优选【潍柴动力/中国重汽】。

■ **智能化主线：优选新车周期强势车企及产业链。** 整车优选【特斯拉/华为系（赛力斯+长安汽车+江淮汽车+北汽蓝谷）/小鹏汽车】。零部件优选【域控制器（德赛西威+华阳集团+均胜电子+经纬恒润等）】+【线控底盘（伯特利+耐世特等）】，其次特斯拉产业链【新泉股份+拓普集团等】。

■ **风险提示：全球经济复苏力度低于预期；L3-L4智能化技术创新低于预期等**

# 核心覆盖标的业绩汇总——2024Q2

分类	覆盖公司	2024Q2		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			
整车	小鹏汽车	60.2%	——	超我们预期	Q2毛利率14%，整车销售毛利率6.4%，表现明显超预期，主要系上游原材料成本下降+海外出口占比提升优化产品结构。	营收下调利润上调
	理想汽车	10.6%	-51.9%	超我们预期	Q2毛利率19.5%，整车销售业务18.8%，表现略超预期，主要系L6产能快速爬坡带动产能利用率和规模效应上行	营收下调利润上调
	特斯拉	2.3%	-45.3%	略超我们预期	Q2储能与积分收入超预期，整体营收规模表现较好；毛利率17.95%，同比下降/环比提升，表现基本符合预期	——
	长城汽车	18.7%	224.4%	略超我们预期	24Q2海外市场盈利超预期，产品结构改善带动均价以及毛利率超预期向上	营收/利润均上调
	吉利汽车	38.6%	954.8%	符合我们预期	24Q2毛利率同环比显著改善主要原因为降本主要在Q2确认&规模效应增强&出口贡献提升；此外公司于期内出售资产录得一次性74.7亿元正向影响	营收保持利润上调 (非经事件影响)
	赛力斯	547.7%	295.4%	符合我们预期	毛利率 27.5%，表现超预期，主要来自规模效应+M9 贡献。期间费用率环增 4pct，公司加大渠道建设/营销力度&研发资本化率下降。综合影响下业绩符合预期。	营收/利润均上调
	比亚迪	25.9%	32.8%	符合我们预期	24Q2毛利率下滑主要系低价荣耀版车型批量交付，销量绝对值相比24Q2大幅提升，但公司有效控制费用实现费用率明显下滑，业绩兑现	保持
	长安汽车	28.3%	145.1%	符合我们预期	剔除会计准则变化影响后，海外出口高盈利车型占比提升带动公司真实毛利率环比上涨	营收/利润均下调
	零跑汽车	22.6%	——	符合我们预期	研发费用率同比提升主要原因为增加智驾相关投入&新车研发投入较多	营收/利润均下调
	广汽集团	-30.2%	——	略低于我们预期	Q2合资企业销量同比均下行，同时商政投入加大&人员优化费用提升&产能计提部分减值，因此Q2对联营企业和合营企业的投资收益同环比下滑较多	营收/利润均下调
上汽集团	-21.6%	-9.0%	略低于我们预期	上汽通用调整库存结构，2024H1亏损22.7亿元；MG印度引入印度本土投资者，通过股权转让&增资扩股对公司增利51.3亿元。	营收下调利润上调 (非经事件影响)	
两轮车	春风动力	23.2%	26.4%	符合我们预期	——	营收/利润均上调
	爱玛科技	18.1%	12.1%	符合我们预期	存在股权激励相关费用确认影响	营收/利润均上调
	雅迪控股	-15.4%	-12.9%	略低于我们预期	受国检&分销商去库存周期等因素影响，公司24H1销量同环比下滑	营收/利润均下调

注：图中所示利润均为归母净利润

# 核心覆盖标的业绩汇总——2024Q2

分类	覆盖公司	2024Q2		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			
零部件	德赛西威	27.5%	64.0%	超我们预期	智能驾驶业务毛利率超预期，推测为产品产能爬坡产生规模效应及新项目量产所致	保持
	华域汽车	0.3%	13.7%	超我们预期	期间费用率同环比收窄，同环比下降主要为规模效应影响及研发费用收窄所致	保持
	伯特利	32.4%	35.0%	超我们预期	24Q2毛利率环比修复，线控制动及机械转向业务盈利能力大幅提升	营收/利润均下调
	福耀玻璃	19.12%	21.11%	超我们预期	全球份额及产品ASP持续提升，内部持续提质增效	保持
	星宇股份	32.07%	33.61%	超我们预期	赛力斯、奇瑞、蔚来等客户2024Q2销量环比增长，公司盈利能力环比提升	保持
	双环传动	18.64%	27.42%	超我们预期	新能源齿轮业务+民生齿轮业务持续增长，盈利能力持续提升	保持
	华阳集团	41.9%	38.8%	符合我们预期	——	保持
	中国汽研	20.7%	18.3%	符合我们预期	——	保持
	亚太股份	12.4%	47.8%	符合我们预期	——	保持
	均胜电子	0.1%	20.2%	符合我们预期	——	营收下调利润维持
	上声电子	25.3%	28.5%	符合我们预期	——	保持
	中鼎股份	15.0%	32.2%	符合我们预期	——	营收维持利润上调
	爱柯迪	15.88%	-3.80%	符合我们预期	——	——
	文灿股份	23.75%	73.75%	符合我们预期	——	营收/利润均下调
	瑞鹄模具	29.46%	81.70%	符合我们预期	——	收入下调，利润上调
	拓普集团	39.25%	25.94%	符合我们预期	——	利润下调
	继峰股份	7.41%	52.02%	符合我们预期	——	营收/利润均下调
	岱美股份	12.53%	21.66%	符合我们预期	——	——
	新泉股份	26.74%	-7.66%	符合我们预期	——	——
	银轮股份	17.55%	33.34%	符合我们预期	——	保持
松原股份	77.85%	103.91%	符合我们预期	——	保持	
沪光股份	53.0%	/	符合与我们预期	——	保持	
耐世特	/	/	略低于我们预期	无形资产减值及所得税开支增加等因素所致	营收保持利润下调	
保隆科技	+19.0%	-11.4%	略低于我们预期	股权激励费用较高，空悬核心配套车型销量表现不佳	营收/利润均下调	
旭升集团	-14.91%	-46.49%	略低于我们预期	部分客户销量下滑+铝价二季度上涨	——	

注：图中所示利润均为归母净利润

# 核心覆盖标的业绩汇总——2024Q2

分类	覆盖公司	2024Q2		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			(考虑非经事项影响)
重卡	潍柴动力	6.47%	61.71%	略超我们预期	燃气重卡核心受益，盈利能力明显提升	保持
	中国重汽H	17.96%	38.82%	符合我们预期	销量表现优于行业，出口增长，盈利性受行业竞争影响相对较小	保持
	中国重汽A	18.23%	26.60%	符合我们预期	销量表现优于行业，盈利性受行业竞争影响相对较小	保持
	一汽解放	-12.41%	-9.01%	符合我们预期	内销及出口份额提升，销量受库存波动影响，毛利率环比有所改善	保持
	中集车辆	-19.40%	-79.00%	符合我们预期	北美市场半挂车售价回归中枢，国内市场稳步发展	保持
	福田汽车	-20.00%	-48.70%	略低于我们预期	销量表现不及行业，收入降幅较大	保持
客车	宇通客车	29.00%	190.60%	超我们预期	模效应带动公司盈利中枢上移，2024Q2公司毛利率为26.1%，同环比+2.6pct/+1.3pct	保持
	金龙汽车	2.90%	34.70%	符合我们预期	24Q2公司大中客出口销量占比提升，推动公司收入端同环比提升；24Q2公司非经常性损益为1.13亿元，应收账款减值冲回发生0.88亿元增厚公司利润。	保持

注：图中所示利润均为归母净利润



- 一：乘用车：单车盈利能力分化，合资盈利下滑
- 二：零部件：业绩整体符合预期，板块内部分化已经开启
- 三：重卡：终端需求偏弱，燃气/出口表现较好
- 四：客车：整体贝塔向上，龙头跑赢行业
- 五：两轮车：业绩基本符合预期，春风两轮表现强劲
- 六：风险提示

**乘用车：单车盈利能力分化，合资盈利下滑**

# 乘用车板块行情复盘：景气度判断仍是重要指标

◆ **乘用车行业指数：消费景气度仍是板块行情第一参考指标。**2023年3月起湖北东风大额降价引发行业性价格战担忧&终端消费景气度未出现显著恢复，乘用车指数显著下行，3-5月持续震荡。6-7月新车密集上市交付&周度交付数据持续超预期&大众小鹏达成战略合作等多重利好叠加，板块情绪提振明显。8月乘用车板块回调较多核心原因为淡季行业总量增速放缓+特斯拉等新能源品牌官降背景下价格战担忧较多。9月持续震荡。10月由于部分整车公司三季报表现超预期/权重公司赛力斯涨幅较大，乘用车指数持续上行。11月比亚迪发布官方权益，消费景气度一般，指数下行。2024年2月伴随大盘反弹+比亚迪以价换量效果显著+部分车企23Q4业绩超预期，香港/申万乘用车指数大幅反弹，3月中旬起周度交付数据开始低预期，由于对以旧换新政策&车企进一步降价&车展新车终端开始观望，成交率一般，乘用车指数历经下跌+震荡。4月以旧换新政策发布，整体对行情影响不大。5月底比亚迪发布第五代DM技术&S9在M7 Ultra发布会上正式开启预售，权重个股比亚迪&北汽蓝谷录得较大涨幅，行业指数上行，历经欧盟加征关税/以旧换新政策加码，整体对行情影响不大。5-7月整体行业零售表现低预期，新能源渗透率表现超预期。

图：2023Q1-2024Q1乘用车/沪深300指数涨跌幅（%）

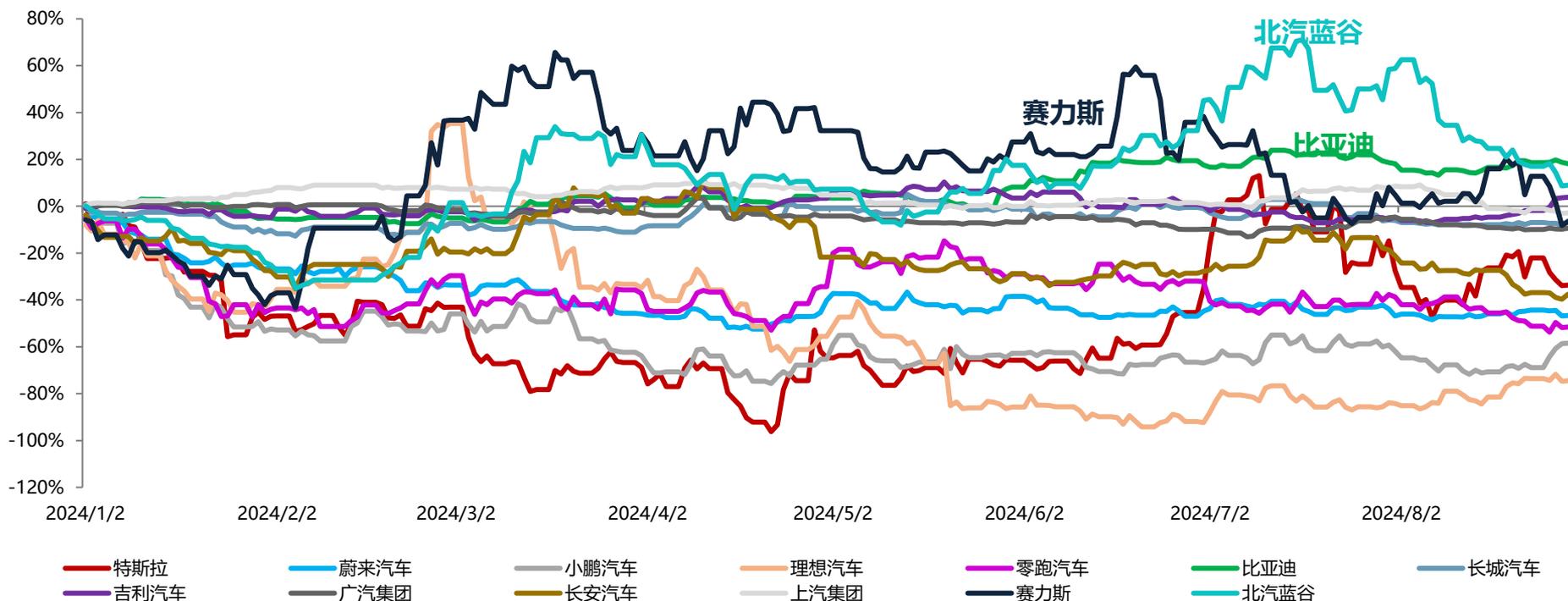


注：图中所列数据为以2023/1/4收盘价为基数计算的指数涨跌幅

数据来源：wind，东吴证券研究所

◆ **标的涨跌幅：年初至今多数整车企业均未录得正超额涨幅。**分阶段来看，以A+H 12家整车标的为样本池，2024Q1历经指数大幅调整后有较大涨幅的仍是华为汽车链，赛力斯交付稳定提升/M9订单稳定涨幅较高，北汽蓝谷享界S9预期带动下涨幅明显；此外理想汽车在2023Q4季报超预期情况下在3月之前也有较大涨幅。2024Q2比亚迪受益于荣耀版车型放量明显/5.0平台车型上市&北汽蓝谷持续受S9预期拉动涨幅，涨幅显著跑赢其他车企。7月初至今整车指数下行，多数车企均向下调整。

图：2024Q1-2024Q2乘用车标的超额涨跌幅（%）



注：图中所列数据为以2024/1/4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

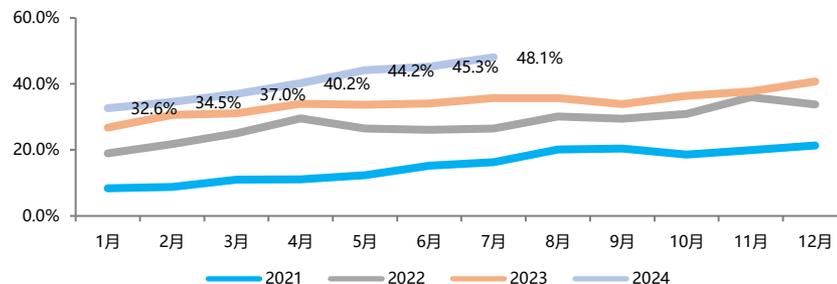
- ◆ **2024Q1：产批零在基数较低情况下同比上行（环比数据意义不大），渠道/企业层面均去库，出口同比增速放缓但仍保持较高景气。** 2024Q1产批零同比上行，但由于2023Q1购置税政策&新能源国补政策退坡/春节假期影响，基数较低，因此2024Q1同比上行符合预期，整体景气度表现符合预期。库存层面以主动去库为主，包括比亚迪降价/通用等合资品牌主动控制产量，Q1共去库41万辆，为近2年单季去库最多的季度。出口同比增速放缓，但整体增速仍高于产批零。
- ◆ **2024Q2：零售整体表现较弱，出口增速放缓。** 2024Q2行业整体产批零同比增速分别为+3%/+2.2%/-5.7%，零售同比下滑，观望情绪逐步转化但需求整体偏弱，加码前以旧换新政策实施效果相对有限（7月底加码后申报数量提升较多）。出口层面Q2除出口至欧洲地区销量环比下滑外，其余地区环比均保持高增长，其中非洲/独联体国家Q2出口环比增速达到76.3%/39.5%。Q2渠道加库也相对克制，产批表现较稳定。

表：乘用车行业产批零/出口/库存情况（单位：万辆）

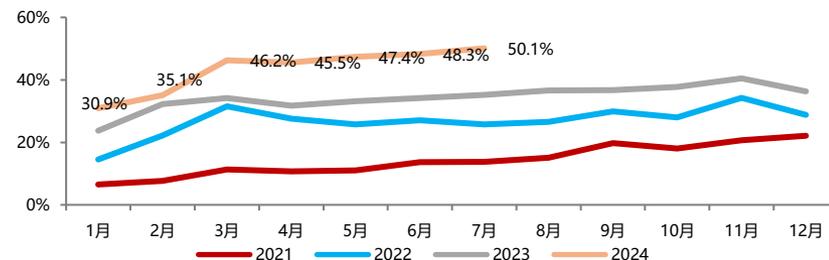
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
<b>1. 产量-乘联会</b>	<b>537</b>	<b>484</b>	<b>663</b>	<b>649</b>	<b>509</b>	<b>594</b>	<b>677</b>	<b>777</b>	<b>545</b>	<b>612</b>
YOY	1.9%	2.3%	40.2%	-2.5%	-5.3%	22.7%	2.1%	19.8%	7.1%	3.0%
环比	19.2%	-9.9%	37.0%	-2.2%	21.5%	16.7%	14.0%	14.8%	29.8%	12.2%
<b>2. 批发-乘联会</b>	<b>544</b>	<b>473</b>	<b>652</b>	<b>645</b>	<b>505</b>	<b>602</b>	<b>675</b>	<b>773</b>	<b>557</b>	<b>615</b>
YOY	8.8%	-1.5%	37.1%	-0.7%	-7.2%	27.4%	3.5%	19.9%	0.3%	2.2%
环比	16.2%	13.1%	38.0%	-1.2%	21.7%	19.2%	12.1%	14.5%	27.9%	10.4%
<b>3. 交强险零售</b>	<b>470</b>	<b>410</b>	<b>534</b>	<b>563</b>	<b>406</b>	<b>517</b>	<b>549</b>	<b>626</b>	<b>475</b>	<b>488</b>
YOY	-9.4%	14.5%	13.1%	2.2%	13.7%	26.2%	2.9%	11.3%	17.0%	-5.7%
环比	14.6%	12.9%	30.3%	5.5%	27.9%	27.4%	6.2%	14.1%	24.2%	2.7%
<b>4. 出口</b>	<b>45</b>	<b>49</b>	<b>75</b>	<b>83</b>	<b>83</b>	<b>95</b>	<b>106</b>	<b>125</b>	<b>111</b>	<b>123</b>
YOY	69.3%	40.1%	75.3%	49.5%	82.5%	93.3%	40.4%	50.6%	34.3%	29.0%
环比	18.6%	9.1%	52.5%	10.4%	-0.6%	15.5%	10.8%	18.4%	11.4%	10.9%
<b>5. 总体库存变化</b>	<b>22</b>	<b>25</b>	<b>54</b>	<b>3</b>	<b>21</b>	<b>(18)</b>	<b>22</b>	<b>26</b>	<b>(40)</b>	<b>1</b>
企业库存变化	(7)	11	11	4	4	(8)	2	5	(12)	(3)
渠道库存变化	29	14	44	(1)	17	(10)	20	21	(28)	5

- ◆ **2024Q1**：2024年3月新能源零售渗透率大幅上升，单月渗透率达46.2%。核心原因为比亚迪等新能源品牌降价，油车促销力度相比去年减弱，合资油车促销活动几乎停滞。
- ◆ **2024Q2**：延续Q1趋势，新能源零售/批发渗透率持续环比上行，新能源品牌新品周期强势&价格策略积极。分能源类型看，PHEV车型为新能源渗透率提升主力，6月PHEV车型渗透率为20.8%，环比3月+2.1pct；EV车型渗透率为27.6%，环比3月+0.05pct（零售口径数据）。

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）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
<b>新能源批发</b>	<b>118</b>	<b>127</b>	<b>187</b>	<b>216</b>	<b>150</b>	<b>204</b>	<b>236</b>	<b>297</b>	<b>194</b>	<b>266</b>
YOY	150.8%	106.5%	106.7%	65.7%	26.7%	60.5%	26.3%	37.4%	29.3%	30.5%
环比	-9.1%	7.4%	47.1%	15.3%	-30.5%	36.1%	15.8%	25.4%	-34.6%	37.4%
新能源批发渗透率	21.8%	26.9%	28.7%	33.5%	29.7%	33.9%	35.0%	38.4%	34.8%	43.3%
<b>新能源零售</b>	<b>101</b>	<b>110</b>	<b>146</b>	<b>169</b>	<b>123</b>	<b>171</b>	<b>199</b>	<b>238</b>	<b>175</b>	<b>230</b>
YOY	133.6%	93.9%	90.7%	50.4%	22.3%	56.0%	35.7%	40.7%	41.5%	34.4%
环比	-10.4%	8.8%	33.5%	15.6%	-27.1%	38.7%	16.1%	19.8%	-26.7%	31.7%
新能源零售渗透率					30.4%	33.1%	36.2%	38.0%	36.8%	47.2%
<b>新能源出口</b>	<b>11</b>	<b>8</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>30</b>	<b>29</b>	<b>29</b>
YOY					102.7%	215.0%	51.2%	68.3%	31.8%	14.7%
环比		-27.3%	112.5%	5.9%	23.9%	13.0%	2.0%	17.9%	-3.0%	-1.7%
<b>新能源渠道库存</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>24</b>	<b>28</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>28</b>	<b>(10)</b>	<b>7</b>

# 产批零比较：问界同比表现最佳

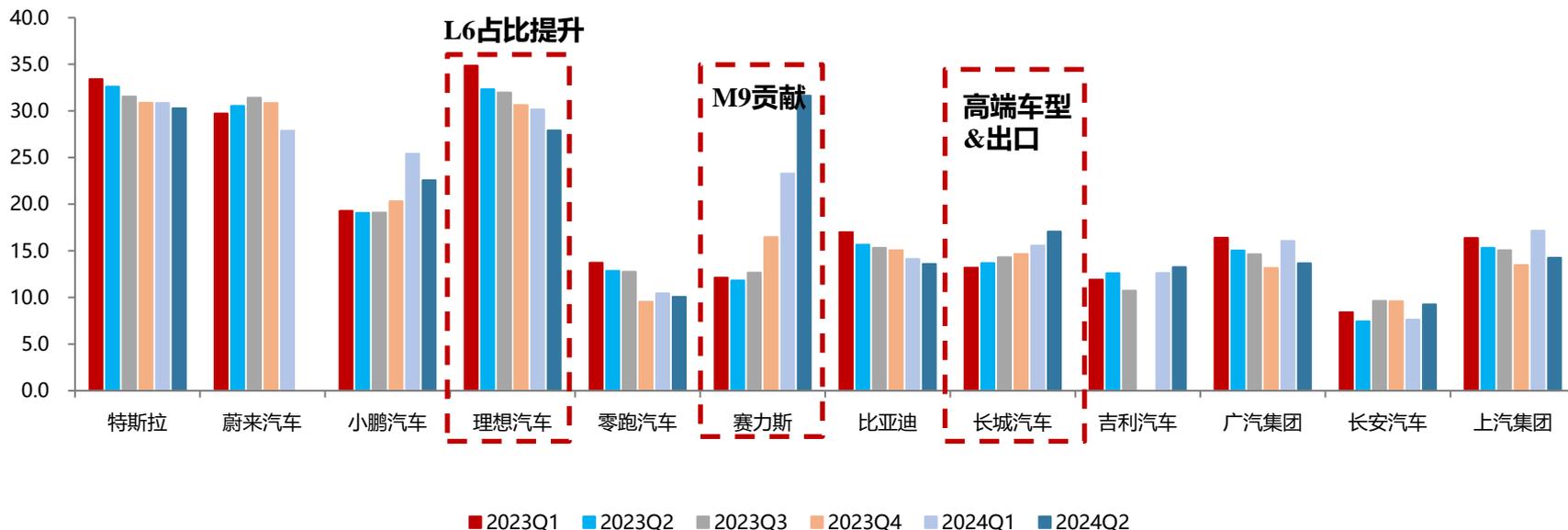
- ◆ **2024Q1**：车企产批零同比表现分化，其中自主品牌好于合资品牌，表现最佳的为问界，环比保持正增长。自主品牌中埃安同比下滑幅度最大。
- ◆ **2024Q2**：从同比变化而言，民企车企表现整体好于国企车企，问界/蔚来/零跑/比亚迪零售同比增速最佳，主要原因为基数较低/BaaS方案调整/3月全系上新/荣耀版&DM5.0技术车型持续放量。自主品牌中上汽乘用车同比下滑幅度最大。

图：2024Q1&2024Q2主要整车公司产批零数据汇总（万辆）

公司简称	批发销量汇总/万辆				产量汇总/万辆				零售汇总/万辆			
	2024Q1	2024Q2	Q2同比	Q2环比	2024Q1	2024Q2	Q2同比	Q2环比	2024Q1	2024Q2	Q2同比	Q2环比
行业	557.3	615.2	2%	10%	544.8	611.9	3%	12%	474.8	487.8	-6%	3%
新能源	193.9	266.4	31%	37%	195.2	261.6	30%	34%	174.6	230.0	34%	32%
特斯拉（国内）	22.1	20.6	-17%	-7%	22.4	19.1	-22%	-14%	13.5	14.6	-7%	8%
小鹏汽车	2.2	3.0	30%	38%	2.6	2.6	39%	0%	2.3	2.8	20%	22%
蔚来汽车	3.0	5.7	144%	91%	3.0	5.7	144%	91%	3.1	5.6	131%	79%
理想汽车	8.0	10.9	25%	35%	10.1	9.6	11%	-5%	8.5	10.8	24%	27%
零跑汽车	3.3	5.3	57%	59%	3.4	4.5	28%	34%	3.2	5.4	55%	71%
问界汽车	8.3	9.5	717%	14%	8.6	9.9	745%	15%	8.6	9.4	553%	9%
长城汽车	27.5	28.7	-4%	4%	26.5	29.6	-4%	12%	17.1	14.6	-20%	-15%
比亚迪	62.6	98.7	40%	58%	61.2	102.0	44%	67%	56.2	78.0	31%	39%
吉利汽车	47.6	48.0	29%	1%	13.7	47.5	379%	247%	31.1	29.8	-5%	-4%
长安汽车	69.2	64.2	6%	-7%	61.9	61.5	5%	-1%				
长安自主	58.9	53.3	6%	-10%					29.6	26.5	-16%	-11%
长安福特	5.6	5.4	0%	-3%					2.9	2.6	-22%	-11%
广汽集团	41.0	45.3	-27%	11%	40.3	45.7	-28%	13%				
广汽本田	11.7	9.1	-35%	-22%	8.4	10.1	-37%	21%	11.0	11.5	-29%	5%
广汽丰田	15.6	18.0	-23%	15%	16.6	17.3	-29%	4%	15.8	18.9	-22%	19%
广汽传祺	8.5	10.3	-1%	21%	9.3	10.0	9%	7%	7.8	6.7	-27%	-15%
广汽埃安	4.9	7.7	-41%	59%	5.8	8.2	-37%	41%	6.5	9.0	-24%	38%
上汽集团	83.4	99.3	-16%	19%	82.4	99.0	-14%	20%				
上汽大众	24.8	26.4	-5%	6%	25.1	26.9	3%	7%	28.8	23.2	-19%	-20%
上汽通用	11.2	11.4	-57%	2%	10.0	10.7	-59%	7%	14.5	11.9	-50%	-18%
上汽乘用车	16.3	17.2	-20%	6%	15.5	17.2	-26%	11%	6.0	3.9	-43%	-35%
上汽通用五菱	22.4	34.6	6%	54%	23.0	34.4	14%	50%	17.1	14.1	-13%	-17%

◆ **2024Q2：1) 营业收入：**同比而言除广汽/上汽外其余车企营收均保持正增长，6月自主品牌批发口径渗透率相比1月+4.6pct，因此多数自主品牌批发同比均为正，带动营收正增长。上汽由于通用Q2批发同比-57%（去库存影响）营收表现较弱；广汽则是由于埃安在网约车市场萎缩，纯电市场增速放缓情况下Q2批发同比-41%，导致广汽营收表现也偏弱。**2) 单车收入：**同比而言延续23Q4以来出口&高端车型支撑ASP趋势，赛力斯/长城表现较佳，ASP持续上行。其余车企Q2 ASP普遍环比下行，主要原因包括产品结构影响（理想L6占比提升）；折扣加大（特斯拉/比亚迪等）。

表：重点车企单车均价（万元）

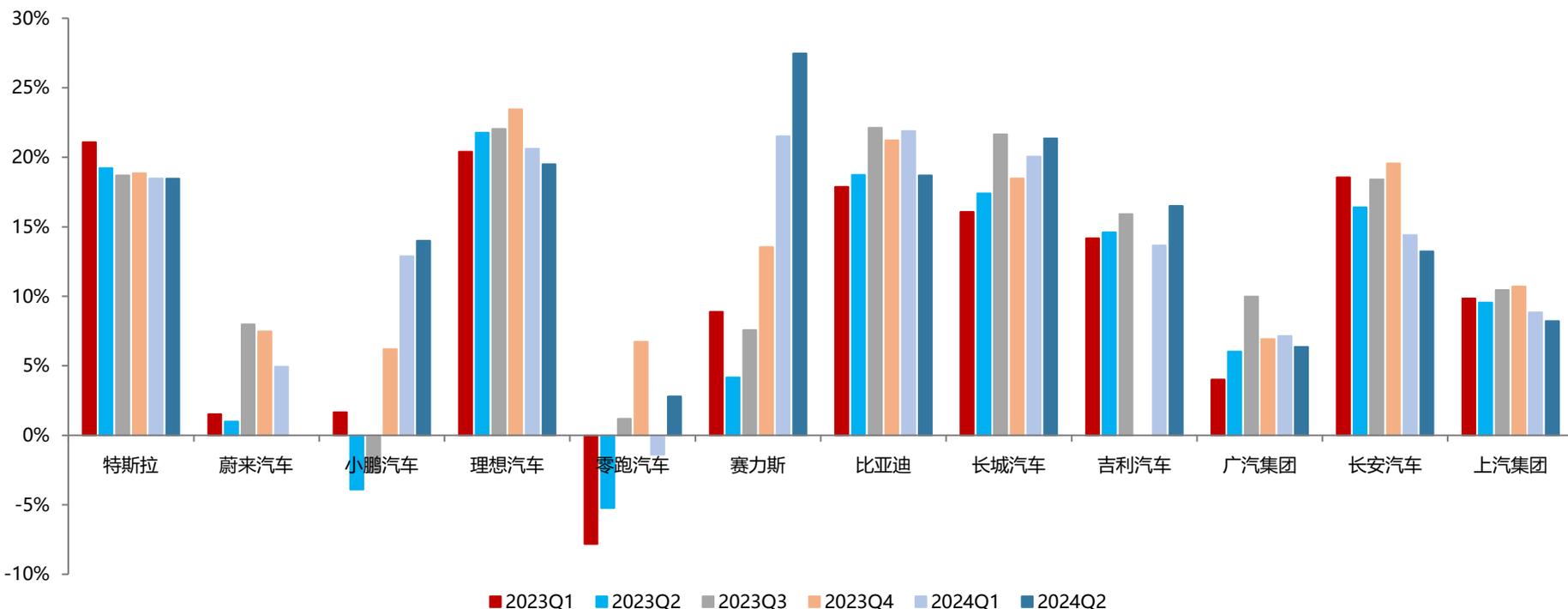


注：广汽集团/长安汽车表内单车售价均指自主品牌；其余均采取数据可得范围内的近似值。

## ◆ 2024Q2车企毛利率同环比表现无一致性趋势。

➢ 环比：1) 毛利率上行主要原因有销量提升规模效应显著（零跑）+产品结构改善（赛力斯，M9单车毛利率或超30%；长城，出口/坦克贡献；小鹏，出口贡献）+供应链降本（吉利+小鹏）；2) 毛利率环比下行的主要原因有销量环比下行（广汽+上汽）+低价产品占比提升（比亚迪+理想）+会计准则调整（长安，保证类质保费用由销售费用转至营业成本，24H1集中于Q2体现）+折扣加大（特斯拉）。

表：重点车企毛利率（%）



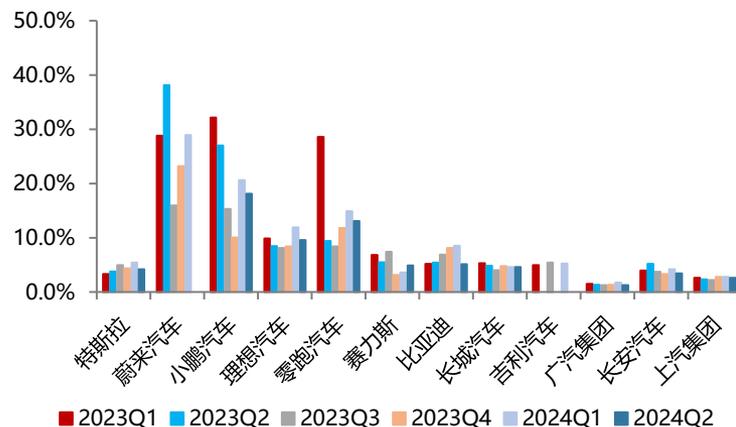
注：毛利率均指公司整体毛利率

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

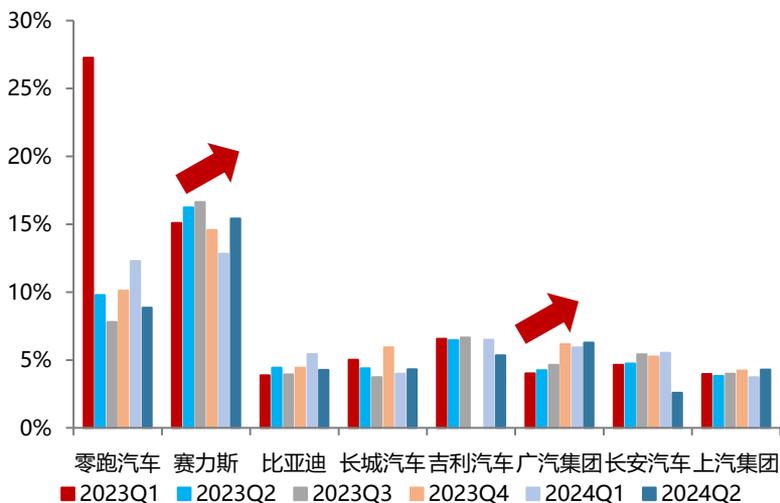
# 费用率比较：整体环比下行

◆ 多数车企Q2期间费用率环比均下行，积极控费降本。其中变化较大的：**1) 长安汽车**：Q2销售费用率环比大幅下降主要原因为会计准则变化影响。**2) 赛力斯**：Q2期间费用率环增4pct，其中销售费用率环比+2.6pct达15.4%，公司加大渠道建设/营销力度，且Q2上市两款新车（新M5/M7 Ultra），研发费用率环增1.3pct，主要原因为研发资本化率下降。**3) 广汽**：销售费用率同环比增加主要原因为自主品牌面临新能源转型以及国际化推广，增加广宣费和售后服务及奖励投入等综合所致。管理费用率同比增加主要原因为埃安长沙工厂及其配套企业落户长沙导致事务经费增加，以及折旧摊销增加等综合所致。**4) 零跑**：单季度研发费用率同比提升较大，主要原因为本季度公司加码智能化相关研发。

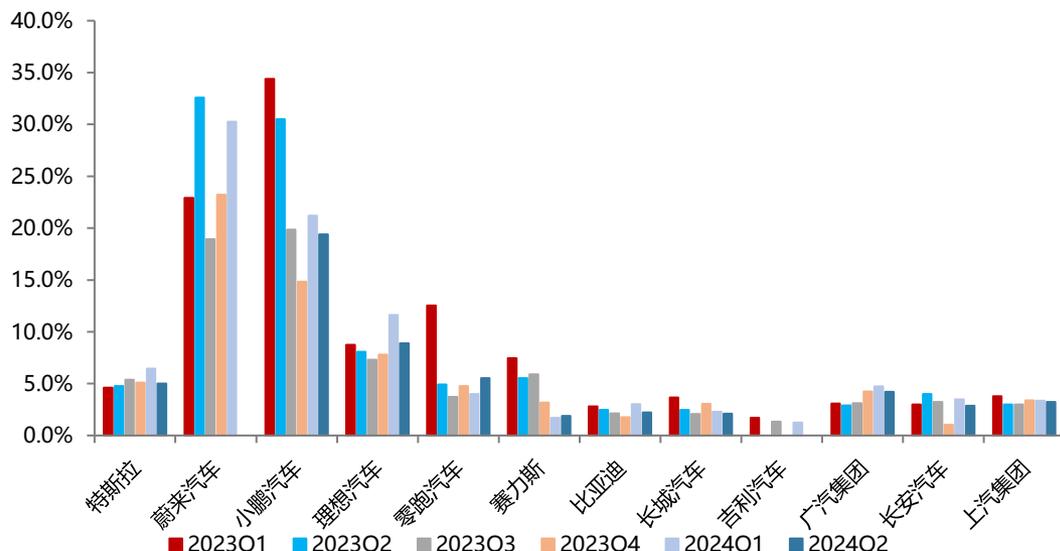
表：重点车企研发费用率/%



表：重点车企销售费用率/%



表：重点车企管理费用率/%

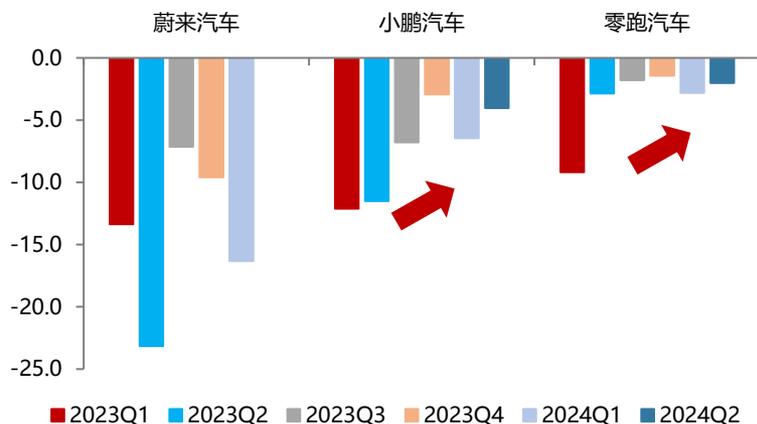


注：不分别披露销售及管理费用的车企统一记作管理费用

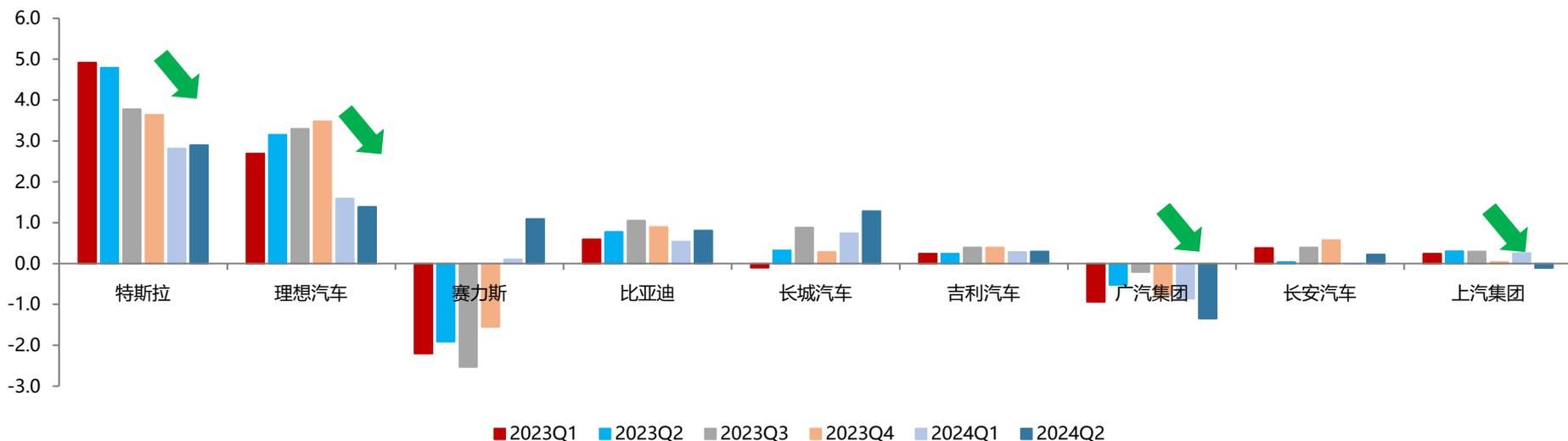
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

- ◆ **24Q2车企单车净利环比普遍下滑。** 1) **环增**：长城坦克/出口贡献较大盈利弹性；赛力斯产品结构改善明显，M9占比提升较多；比亚迪销量环增58%，规模效应显著；长安Q1终端折扣增加较多同时供应链降本未能落地，导致Q2环比基数较低。小鹏/零跑环比均减亏。2) **环降**：特斯拉/理想/广汽/上汽Q2单车净利下降。
- ◆ **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：重点车企及单车净利（万元）



图：重点车企及单车净利（万元）

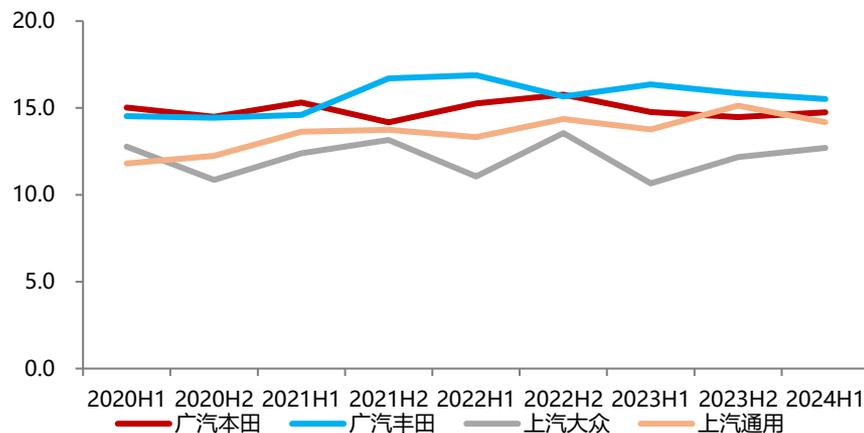


注：比亚迪单车盈利计算时扣除持股65.76%的比亚迪电子盈利，广汽集团/长安汽车/上汽集团单车净利计算均扣除投资收益（即计算自主品牌单车净利）。蔚来/理想/小鹏/特斯拉均为经调整利润/销量。上述车企单车盈利均为近似值。

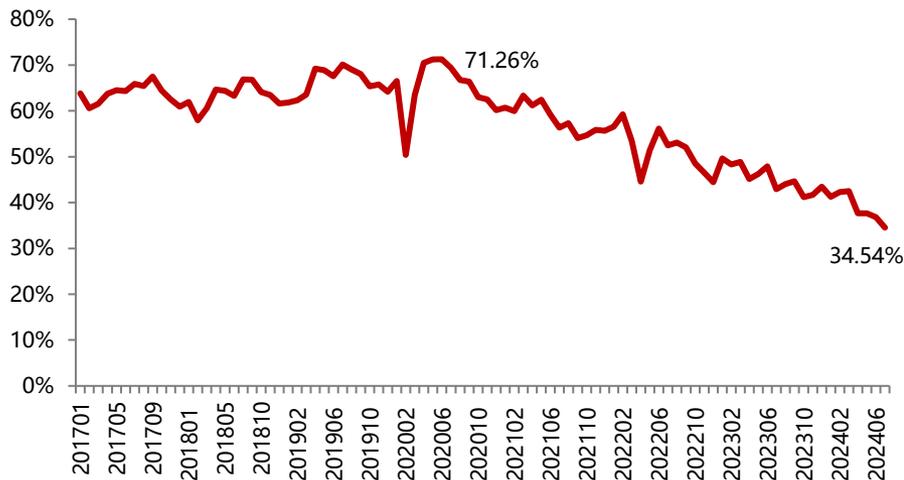
# 合资品牌盈利情况汇总

- ◆ 从销量市占率角度而言，合资品牌市占率自新能源渗透率开始提升之后持续下滑。2024年7月合资品牌销量市占率为35%，较2017年以来历史高峰相比下滑约37pct。
- ◆ 从盈利能力而言，合资品牌单车盈利下滑较多。随着市场竞争加剧，销量下滑/终端让利损伤合资盈利水平。从24H1情况来看，上汽通用/广汽本田均出现亏损，上汽大众/广汽丰田利润下滑较多。

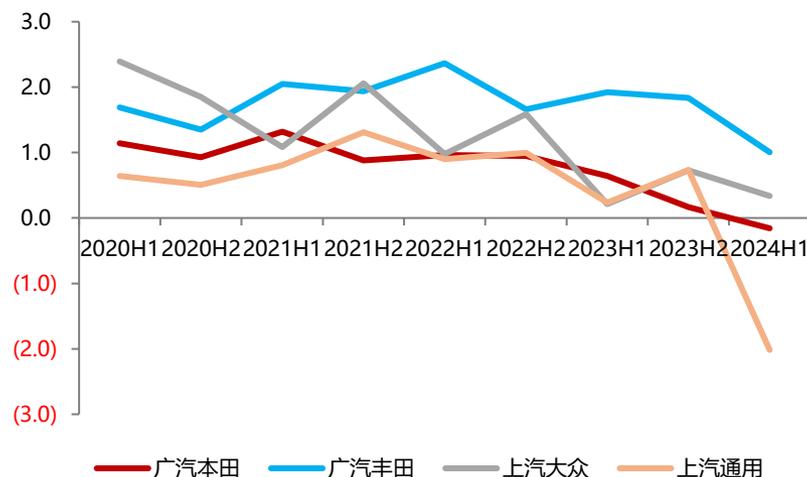
图：合资品牌单车收入情况/万元



图：合资品牌批发口径市占率情况/%



图：合资品牌单车净利情况/万元



注：合资品牌单车盈利数据由公司报表数据近似计算；东风集团股份2023年完整年报暂未公布，但根据快报可得盈利下滑较多

## ◆ Q2销量环比高增，24年销量预计400万辆。

- 24H1累计销161万辆，同增28%，市占率35%，累计出口20万辆，同增174%。其中Q2销98.5万辆，同环比+40%/57%，其中高端车型销量4.3万辆，环增10%，占比4%，出口10.6万辆，环增8%，占比11%，王朝网海洋网依靠荣耀版车型放量，销量84万辆，占比85%。公司DM5.0新车周期+价格下探推动市占率提升，且我们预计下半年出口+高端化进一步贡献增量，我们预计24年销量400万辆，同增32%，25年维持20%增速。结构来看，我们预计24年出口40-45万辆，同增65%+，占比10%+，我们预计25年可保持50%以上增长。
- 规模效应推动Q2单车盈利环比提升，下半年单车盈利预计可维持。** Q2单车售价环比下滑，主要系荣耀版车型开始放量，和出口+高端化占比下降所致；单车净利环增29%，规模效应带动单车费用及单车折旧摊销下降明显。随着Q3起DM5.0平台车型大批量交付，且Q4起高端品牌新车型上市，我们预计下半年单车净利稳中有升。

表：比亚迪核心财务指标拆分（单位：亿元）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2同比	Q2环比
<b>营业收入/亿元</b>	<b>1201.7</b>	<b>1399.5</b>	<b>1621.5</b>	<b>1800.4</b>	<b>1249.4</b>	<b>1761.8</b>	25.9%	41.0%
比亚迪电子营业收入/亿元	263.7	298.1	359.6	378.1	364.8	421.0	41.3%	15.4%
扣除电子业务营业收入/亿元	938.0	1101.5	1261.9	1422.3	884.6	1340.8	21.7%	51.6%
<b>归母净利润/亿元</b>	<b>41.3</b>	<b>68.2</b>	<b>104.1</b>	<b>86.7</b>	<b>45.7</b>	<b>90.6</b>	32.8%	98.4%
扣非后归母净利润/亿元	35.7	61.3	96.5	91.1	37.5	85.6	39.7%	128.2%
比亚迪电子归母净利润/亿元	4.6	10.6	15.3	10.0	6.1	9.1	-14.2%	48.7%
扣除电子业务净利润/亿元	38.3	61.3	94.1	80.2	41.7	84.7	38.1%	103.1%
扣非且扣除电子净利润	32.6	54.3	86.5	84.6	33.5	79.7	46.6%	137.8%
<b>汽车业务-单车净利/万元</b>	<b>0.69</b>	<b>0.87</b>	<b>1.14</b>	<b>0.85</b>	<b>0.67</b>	<b>0.86</b>	-1.4%	29.1%
<b>扣非且扣除电子后单车净利/万元</b>	<b>0.59</b>	<b>0.77</b>	<b>1.05</b>	<b>0.90</b>	<b>0.54</b>	<b>0.81</b>	4.7%	51.1%
<b>单车均价/万元</b>	<b>16.99</b>	<b>15.66</b>	<b>15.31</b>	<b>15.05</b>	<b>14.13</b>	<b>13.61</b>	-13.1%	-3.7%
<b>批发销量/辆</b>	<b>552,076</b>	<b>703,561</b>	<b>824,001</b>	<b>944,779</b>	<b>626,263</b>	<b>985,272</b>	40.0%	57.3%

◆ 风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

- ◆ **24Q2业绩处于业绩预告中值，剔除会计准则变化后，Q2毛利率环比回升；自主经营向好。**
- **销量维度**，公司24Q2实现总销量64.2万台，同环比+5.6%/-7.3%，并表销量42.9万台，同环比+3.2%/-11.6%，其中Q2实现海外出口9.4万台，同环比分别+69.1%/-13.5%；折算Q2并表单车均价9.26万元，同环比分别+24.3%/+21.3%，产品结构优化向上。
- **毛利率维度**，公司Q2表观报表口径毛利率13.23%，同环比分别-4.1/-5.1pct，下滑主要系会计准则调整，保证类质保费用由销售费用转至营业成本，24H1集中于Q2体现，影响毛利/销售费用Q2确认；还原该因素后，公司Q2实际经营性毛利率环比Q1改善，主要系供应链降本确认幅度增加+海外出口盈利能力持续提升。
- **费用率维度**，公司Q2销管研费用率分别2.59%/2.87%/3.45%，同比分别-2.1/-1.1/-1.7pct，环比分别-3.0/-0.6/-0.7pct，销售费用率调整主要原因为会计准则变化影响，管理及研发费用率小幅降低，基本稳定。
- **核心子公司角度**，长安深蓝/阿维塔24H1分别亏损-7.4/-13.6亿元，同比分别减亏3.2/4.0亿元，净利率分别为-5.3%/-22.7%，随交付规模提升，盈利改善；深蓝24H1单车均价19.7万元，亏损1.0万元，同比-61%；阿维塔单车均价29.3万元，亏损6.6万元，同比-61%。
- 以扣非归母净利润-合联营企业投资收益近似计，在出口增长+供应链降本+阿维塔/深蓝减亏等多因素共同驱动下，24Q2长安并表自主经营性单车盈利0.22万元，同环比均实现大幅增长。

**表：长安汽车核心财务指标拆分（单位：亿元，毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct）**

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2同比	Q2环比
<b>营业收入/亿元</b>	<b>345.56</b>	<b>309.36</b>	<b>427.14</b>	<b>430.91</b>	<b>370.23</b>	<b>396.99</b>	28.3%	7.2%
<b>毛利率</b>	<b>18.56%</b>	<b>16.41%</b>	<b>18.40%</b>	<b>19.55%</b>	<b>14.41%</b>	<b>13.23%</b>	-4.1	-5.1
销售费用率	4.65%	4.73%	5.41%	5.26%	5.54%	2.59%	-2.1	-3.0
管理费用率	3.00%	3.99%	3.23%	1.03%	3.47%	2.87%	-1.1	-0.6
研发费用率	3.94%	5.18%	3.70%	3.33%	4.17%	3.45%	-1.7	-0.7
财务费用率	-0.61%	-0.78%	-0.24%	-0.79%	-0.66%	-0.77%	0.0	-0.1
<b>投资收益</b>	49.59	0.65	4.04	(23.77)	1.77	1.74	大幅增长	-2.1%
对联营合营企业投资收益	(0.63)	(1.17)	3.79	(24.00)	1.49	1.04	转正	-30.1%
深蓝整体净利/亿元	(10.59)		(19.40)		(3.20)	(4.20)	减亏	增亏
阿维塔科技（39.02%持股）/亿元	(17.56)		(19.36)		(5.00)	(9.00)	减亏	增亏
<b>归母净利润/亿元</b>	<b>69.70</b>	<b>6.83</b>	<b>22.29</b>	<b>14.45</b>	<b>11.58</b>	<b>16.74</b>	大幅增长	44.5%
扣非后归母净利润/亿元	14.81	0.28	21.03	1.69	1.12	10.57	大幅增长	大幅增长
长安汽车并表销量/万辆	41.03	41.51	44.3	44.85	48.48	42.86	3.2%	-11.6%
长安自主品牌销量/万辆	<b>51.8</b>	<b>50.2</b>	<b>52.9</b>	<b>54.9</b>	<b>58.9</b>	<b>53.3</b>	6.1%	-9.6%
长安自主乘用车销量/万辆	<b>39.6</b>	<b>37.2</b>	<b>41.1</b>	<b>41.8</b>	<b>43.7</b>	<b>38.5</b>	3.4%	-12.0%
深蓝销量/万辆	1.5	2.6	4.1	4.7	3.9	3.2	25.3%	-17.7%
自主出口销量/万辆	6.0	5.6	5.8	6.3	10.9	9.4	69.1%	-13.5%
出口占比	11.7%	11.1%	10.9%	11.4%	18.5%	17.7%	59.5%	-4.3%
长安自主单车均价（近似）/万元	8.42	7.45	9.64	9.61	7.64	9.26	24.3%	21.3%
长安自主单车盈利（近似）/万元	0.38	0.04	0.39	0.57	(0.01)	0.22	大幅增长	大幅增长

◆ **风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期**

## ◆ Q2业绩超预期，毛利率同环比持续向上

- **单车均价再创新高**，2024Q2公司合计批发销量实现28.43万辆，同环比分别-4.9%/+3.3%，Q2单车均价近似为17.08万元，同口径下同环比分别+24.8%/+9.7%，单车均价再度提升，产品结构持续改善，主要系1) 公司Q2海外出口占比38.3%，同环比分别+14.2/+4.6pct，比例进一步提升，海外市场平均交付均价相比国内更高；2) 坦克等高价越野品牌销量比例进一步提升，24Q2实现23.5%，同环比分别+12.1/+5.6pct。产品结构的优化同时带来毛利率的持续提升，公司24Q2实现毛利率21.36%，同环比分别+4.0/+1.3pct，出口/坦克越野等细分市场整体盈利表现好于国内常规乘用车市场。
- **费用率维度**，公司Q2销管研费用率分别实现4.3%/2.1%/4.6%，同比分别-0.1/-0.4/-0.2pct，环比分别+0.3/-0.3/+0.0pct，费用率同比明显下滑主要系均价提升带动提升规模增长，环比表现基本持平；经营维度，公司持续深耕差异化优势市场，Q2于国内和海外市场销售竞争策略基本保持稳定。
- 24Q2公司单车净利实现1.36万元，同环比分别+241.2%/+15.5%，单车扣非后净利实现1.28万元，同环比分别+294.7%/+73.5%，盈利能力显著改善。Q2经营活动产生现金流量净额94.06亿元，同环比转正，现金流表现向好，经营健康。

表：长城汽车核心财务指标拆分（单位：亿元）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
营业收入	336.19	285.15	373.46	378.60	290.39	409.33	495.32	537.09	428.60	485.69
营业成本	278.43	228.71	289.54	310.72	243.72	338.08	388.04	437.88	342.72	381.95
毛利率	17.2%	19.8%	22.5%	17.9%	16.1%	17.4%	21.7%	18.5%	20.0%	21.4%
销售费用率	3.1%	4.1%	4.4%	5.3%	5.0%	4.4%	3.7%	5.9%	4.0%	4.3%
管理费用率	3.5%	3.6%	3.3%	3.8%	3.7%	2.5%	2.1%	3.1%	2.3%	2.1%
研发费用率	3.9%	6.5%	4.1%	4.6%	5.3%	4.8%	4.0%	4.8%	4.6%	4.6%
财务费用率	0.9%	-11.3%	0.5%	0.7%	0.0%	-0.6%	1.0%	-0.7%	0.2%	-0.5%
归属于母公司所有者的净利润	16.34	39.67	25.60	1.06	1.74	11.87	36.34	20.27	32.28	38.51
单车净利	0.61	1.77	0.90	0.04	0.08	0.40	1.06	0.56	1.18	1.36
扣非归母净利润	13.03	7.56	22.81	23.81	24.81	25.81	26.81	27.81	28.81	29.81
扣非单车净利	0.48	0.34	0.80	0.82	1.13	0.86	0.78	0.77	1.05	1.06

## ◆ 风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

# 赛力斯：毛利率表现超预期，购买引望股权正式落地

- ◆ **二季度为规模盈利起点，毛利率表现超预期。Q1毛利率超预期。** 1) **营收**：量增/产品结构改善共振下营收环比改善明显。24Q2赛力斯公告口径销量12.17万辆，同环比+142.4%/+6.6%，其中问界品牌交付（乘联会口径）9.87万辆，同环比+748.3%/+18.4%。ASP由于M9交付占比由Q1 13%提升至Q2 49%随之提升至39万元（仅包含aito车型），环比+22%。2) **毛利率**：毛利率27.5%，同环比分别+23.3/+6.0pct，表现超预期，主要来自规模效应+M9贡献。3) **费用率**：期间费用率环增4pct，其中销售费用率环比+2.6pct达15.4%，公司加大渠道建设/营销力度，且Q2上市两款新车（新M5/M7 Ultra），研发费用率环增1.3pct，研发资本化率下降。3) **净利润**：合并报表口径单车盈利1.1万元（扣非后），盈利能力环比大幅改善。
- ◆ **公告购买引望10%股权，入股车BU超预期落地。**

表：赛力斯核心财务指标拆分（单位：亿元，毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct）

单位：亿元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比
<b>营业收入</b>	<b>50.91</b>	<b>59.42</b>	<b>56.48</b>	<b>191.62</b>	<b>265.61</b>	<b>384.84</b>	547.7%	44.9%
<b>毛利率</b>	<b>8.88%</b>	<b>4.17%</b>	<b>7.58%</b>	<b>13.54%</b>	<b>21.51%</b>	<b>27.47%</b>	23.3	6.0
<b>期间费用率</b>	<b>29.54%</b>	<b>25.40%</b>	<b>30.76%</b>	<b>21.13%</b>	<b>18.11%</b>	<b>22.11%</b>	-3.3	4.0
销售费用率	15.08%	16.23%	16.62%	14.58%	12.82%	15.41%	-0.8	2.6
管理费用率	7.47%	5.54%	5.90%	3.19%	1.70%	1.89%	-3.6	0.2
研发费用率	6.79%	5.50%	7.42%	3.16%	3.59%	4.87%	-0.6	1.3
财务费用率	0.20%	-1.86%	0.81%	0.20%	0.00%	-0.06%	1.8	-0.1
<b>归母净利润</b>	<b>-6.25</b>	<b>-7.19</b>	<b>-9.50</b>	<b>-1.56</b>	<b>2.20</b>	<b>14.05</b>	扭亏为盈	539.9%
<b>销售净利率</b>	<b>-17.5%</b>	<b>-21.0%</b>	<b>-23.2%</b>	<b>-3.7%</b>	<b>0.3%</b>	<b>3.3%</b>	24.3	3.0
<b>扣非归母净利润</b>	<b>-9.24</b>	<b>-9.61</b>	<b>-11.30</b>	<b>-18.02</b>	<b>1.14</b>	<b>13.23</b>	扭亏为盈	1056.8%
<b>销量 (万辆)</b>	<b>4.19</b>	<b>5.02</b>	<b>4.46</b>	<b>11.64</b>	<b>11.41</b>	<b>12.17</b>	142.4%	6.6%
<b>AITO销量 (万辆)</b>	<b>1.16</b>	<b>1.16</b>	<b>1.42</b>	<b>6.61</b>	<b>8.33</b>	<b>9.87</b>	748.3%	18.4%
M5	0.73	0.97	0.72	1.08	0.29	1.35	38.4%	360.0%
M7	0.43	0.19	0.70	5.53	6.97	3.70	1862.7%	-46.9%
M9					1.07	4.82	—	350.3%
<b>单车收入 (万元/辆)</b>	<b>12.14</b>	<b>11.84</b>	<b>12.66</b>	<b>16.46</b>	<b>23.27</b>	<b>31.63</b>	167.2%	35.9%
<b>单车净利 (万元/辆)</b>	<b>-1.49</b>	<b>-1.43</b>	<b>-2.13</b>	<b>-0.13</b>	<b>0.19</b>	<b>1.15</b>	扭亏为盈	500.4%

- ◆ **风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期**

## ◆ 营收结构向好，汽车业务以及整体毛利率表现靓丽。

- 24Q2公司整体交付实现3.0万台，同比+30.2%；单车均价22.57万元，同环比分别+18.4%/-11.2%，主要系X9/G9等产品交付占比变化所致，Q2交付X9比例降低，均价下滑。公司Q2服务及其他收入实现12.9亿元，同环比分别+102.5%/+28.8%，大幅改善主要系售后维修服务增长，同时公司与大众平台化/软件合作贡献技术授权费用，营收结构同比改善。
- 24Q2公司整体毛利率实现14.0%，同环比分别+17.9/+1.1pct；其中汽车销售业务毛利率6.4%，同环比分别+15/+0.9pct，同比大幅提升主要系上游成本降低以及产品结构优化，Q2公司实现出口销量4430台，环比+174%，出口车型盈利表现较好同样贡献正向毛利率增量。
- 费用维度，公司Q2实现R&D/SG&A费用支出分别14.7/15.7亿元，对应费用率18.1%/19.4%，环比进一步下降，摊销作用明显。此外，公司Q2实现其他收入净额2.8亿元，同环比增长主要系政府补助增加所致。截止24Q2末，公司拥有现金及等价物等资产373.3亿元，现金流依然相对充裕。

表：小鹏汽车核心财务指标拆分（未单独标注单位的指标单位均为亿元）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
小鹏合计销量 (辆)	18230	23205	41072	60158	21821	30207
YOY (%)	-47.3%	-32.6%	38.9%	170.9%	19.7%	30.2%
营业收入	40.33	50.63	85.30	130.50	65.48	81.12
YOY	-45.9%	-31.9%	45.9%	153.9%	62.4%	60.2%
汽车销售	35.14	44.25	78.44	122.30	55.44	68.19
服务及其他	5.19	6.38	6.85	8.20	10.04	12.93
毛利率 (%)	1.70%	-3.90%	-2.67%	6.20%	12.89%	14.00%
研发费用率 (%)	32.13%	27.00%	15.31%	10.02%	20.62%	18.08%
销售、行政及一般费用率 (%)	34.38%	30.49%	19.84%	14.84%	21.20%	19.40%
净利润	(23.37)	(28.05)	(38.87)	(13.48)	(13.68)	(12.85)
归母净利润	(23.37)	(28.05)	(38.87)	(13.48)	(13.68)	(12.85)
Non-GAAP后净利润	(22.10)	(26.70)	(27.90)	(17.70)	(14.10)	(12.20)
净利率 (%)	-57.9%	-55.4%	-45.6%	-10.3%	-20.9%	-15.8%
单车毛利 (万元)	(0.48)	(1.64)	(1.16)	0.83	1.39	1.44
单车净利 (万元)	(12.82)	(12.09)	(9.46)	(3.41)	(7.54)	(5.33)

## ◆ 风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

◆ 毛利率表现靓丽，L6交付提升公司整体交付中枢。

公司Q2交付实现10.86万台，单车均价对应27.92万元，同环比分别-13.6%/-7.4%，L6上市带来的产品结构变化是主要影响因素。1) **毛利率维度**，理想Q2整体毛利率19.5%，同环比分别-2.3/-1.1pct，其中汽车销售业务毛利率18.8%，同环比分别-2.3/-0.6pct，公司Q2低价低毛利率的L6交付占比进一步提升，对冲规模效应上涨带来的正向贡献。2) **费用支出维度**，公司Q2研发费用支出30亿元，SG&A费用支出28亿元，对应费用率分别为9.6/8.9%，同比分别+1.1/+0.8pct，环比分别-2.3/-2.7pct，同比提升主要系理想持续扩张产品组合，在智能化以及超充领域的投入持续增加；环比下降主要系规模效应提升带来的费用摊销。此外，公司利息收入以及其他收益相关变化较为明显的主要原因在于投资收益以及相关税费返还等因素的影响。3) **现金流维度**，公司现金以及现金等价物相关资产合计973亿元，储备依然充足；Q2经营活动现金净额-4.29亿元，同比明显降低，主要系购买存货相关的付款增加；环比Q1净额支出减少，主要系车型交付回暖；24Q2自由现金流为-19亿元，同比转负，环比向好增加32亿元。

表：理想核心财务指标拆分（单位：亿元）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
合计销量/辆	52584	86533	105108	131805	80400	108581
营业收入 / 亿元	187.90	286.50	346.80	417.32	256.34	316.78
车辆销售收入/亿元	183.30	279.70	336.16	403.79	242.52	303.20
产品销售及服务收入/亿元	4.60	6.80	10.64	13.53	13.82	13.59
营业成本	-149.57	-224.17	-270.35	-319.45	-203.49	-255.01
<b>毛利率</b>	<b>20.40%</b>	<b>21.76%</b>	<b>22.04%</b>	<b>23.45%</b>	<b>20.61%</b>	<b>19.50%</b>
汽车销售毛利率	19.80%	21.04%	21.19%	22.73%	19.34%	18.75%
产品销售及服务毛利率	44.31%	51.03%	48.86%	45.06%	43.00%	36.30%
研发费用率	9.9%	8.5%	8.1%	8.4%	11.9%	9.6%
销售、行政及一般费用率	8.8%	8.1%	7.3%	7.8%	11.6%	8.9%
<b>归母净利润</b>	<b>9.30</b>	<b>22.93</b>	<b>28.23</b>	<b>56.58</b>	<b>5.93</b>	<b>11.03</b>
<b>Non-GAAP净利润</b>	<b>14.14</b>	<b>27.28</b>	<b>34.67</b>	<b>45.89</b>	<b>12.76</b>	<b>15.03</b>
<b>归母净利率</b>	<b>4.95%</b>	<b>8.00%</b>	<b>8.14%</b>	<b>13.56%</b>	<b>2.31%</b>	<b>3.48%</b>
单车净利	1.77	2.65	2.69	4.29	0.74	1.02

◆ 风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

# 零跑汽车：24Q2业绩基本符合预期，加码智能化

- ◆ 2024Q2单季度业绩基本符合预期。
  - 1) 产品结构影响单季度ASP表现：Q2单季度实现销量5.3万辆，同环比分别+56.8%/+59.5%；从销量结构来看ASP较低的T03车型单季度销量占比同比提升11pct，单车ASP下滑至10.1万元/辆。
  - 2) 毛利率表现基本符合预期：公司Q2单季度毛利率为2.8%，符合公司对外沟通指引，同环比分别+8.0/+4.2pct，Q2后随新款交付+库存处理结束，毛利率环比改善，6月单月毛利率近5%，全年毛利率目标仍维持5%。
  - 3) 费用率表现略低于我们预期：公司Q2销售/管理/研发费用率分别为8.9%/5.5%/13.1%，同比分别-0.9/+0.6/+3.7pct，环比分别-3.4/+1.5/-1.8pct。研发费用率同比提升主要原因为增加智驾相关投入&新车研发投入较多。
  - 4) 最终公司Q2单季度实现亏损11.99亿元，同环比增亏，单车亏损2.2万元/辆。

表：零跑汽车核心财务指标拆分（单位：亿元，毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2同比	Q2环比
主营业务收入 (百万元)	1,442.5	4,370.6	5,655.5	5,278.1	3,486.2	5,359.2	22.6%	53.7%
销量合计 (万辆)	1.1	3.4	4.4	5.5	3.3	5.3	56.8%	59.5%
单车收入 (万元/辆)	13.7	12.9	12.8	9.5	10.4	10.1	-21.8%	-3.6%
毛利率 (%)	-7.8%	-5.2%	1.2%	6.7%	-1.4%	2.8%	8.0	4.2
毛利	-112.7	-229.1	67.3	354.9	-48.8	149.0	-165.1%	-405.3%
单车毛利 (万元/辆)	-1.1	-0.7	0.2	0.6	-0.1	0.3	—	-291.4%
费用率 (%)	68.4%	24.1%	19.9%	26.7%	31.2%	27.5%	3.4	-3.7
销售费用率 (%)	27.3%	9.8%	7.8%	10.1%	12.3%	8.9%	-0.9	-3.4
管理费用率 (%)	12.5%	4.9%	3.7%	4.8%	4.0%	5.5%	0.6	1.5
研究费用率 (%)	28.6%	9.4%	8.4%	11.8%	14.9%	13.1%	3.7	-1.8
+ 销售及营销开支 (百万元, 下同)	393.2	427.3	441.3	533.4	427.9	474.8	11.1%	11.0%
+ 一般行政管理开支	180.7	214.8	210.7	251.3	139.3	295.7	37.6%	112.3%
+ 研究与开发	412.4	410.8	474.0	622.6	520.0	701.3	70.7%	34.9%
GAAP净利润 (百万元)	-1,133.0	-1,143.1	-985.7	-954.5	-1,012.9	-1,198.8	—	—
经调整净亏损	-964.3	-972.2	-789.2	-792.8	-937.2	-1,079.0	—	—
单车亏损 (万元/辆)	-10.8	-3.4	-2.2	-1.7	-3.0	-2.2	—	—

- ◆ 风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

# 吉利汽车：2024Q2经营性业绩符合预期

## ◆ Q2毛利率同环比改善显著，业绩符合我们预期。

- **营收方面：**公司Q2实现总销量48万台，同环比分别+27.7%/+0.9%，扣除领克品牌后，公司24Q2吉利+极氪单车均价（含零部件以及技术授权等费用近似）13.25万元，同环比+5.1%/+5.0%。
- **毛利率：**2024Q2毛利率为16.5%，同环比分别+1.9/+2.8pct，主要原因为降本主要在Q2确认&规模效应增强&出口贡献提升。
- **其他事项：**极氪影响下2024H1股份支付同比+193%至12.8亿元；此外公司于期内以资产出资合营公司Horse Powertrain和对Horse Powertrain部份出售事项作估值调整而录得一次性的视作出售附属公司之收益及分类为持作出售的资产之减值亏损，共形成74.7亿元正向影响。
- 扣除出售附属公司收益后公司24Q2实现归母净利润15.67亿元，同环比分别+82.9%/+0.4%。对应单车净利为0.3万元（指吉利品牌单车净利），同环比分别+24.8%/+7.0%。其中极氪2024Q2净利为-5.6亿元（2023Q2为-1.3亿元，2024Q1为-4.4亿元），规模效应下单车环比减亏（单车亏损-1.02万元，24Q1为-1.34万元）。

表：吉利汽车核心财务指标拆分（单位：亿元）

	2023H1	2023H2	2024H1	24H1同比	24H1环比	2023Q1	2023Q2	2024Q1	2024Q2
营业收入/亿元	731.82	1,060.22	1,073.05	46.6%	1.2%	335.06	396.76	523.15	549.90
营业成本/亿元	626.41	891.48	910.85	45.4%	2.2%	287.59	338.82	451.68	459.17
毛利率	14.40%	15.92%	15.12%	0.7%	-0.8%	14.17%	14.60%	13.66%	16.50%
销售费用率	6.51%	6.66%	5.90%	-0.6%	-0.8%	6.56%	6.47%	6.48%	5.34%
行政费用率	6.65%	6.75%	6.45%	-0.2%	-0.3%	6.85%	6.49%	5.85%	7.01%
研发费用率	4.96%	5.39%	5.21%	0.2%	-0.2%	—			
管理费用率	1.69%	1.35%	1.24%	-0.5%	-0.1%	—			
归母净利润/亿元	15.71	37.37	105.98	574.7%	183.6%	7.14	8.57	15.61	90.37
出售附属公司之收益/亿元	—	—	74.70	—	—	—	—	—	74.70
扣除出售公司收益后净利润/亿元	15.71	37.37	31.28	99.2%	-16.3%	7.14	8.57	15.61	15.67
总销量/万辆	69.40	99.25	95.57	37.7%	-3.7%	31.82	37.58	47.57	48.00
吉利品牌单车收入（除领克）/万元	10.12	10.73	10.54	4.2%	-1.8%	11.92	12.60	12.62	13.25
吉利品牌单车净利（除领克）/万元	0.24	0.39	1.19	396.0%	201.0%	0.24	0.24	0.28	0.30
领克公司收入/亿元（合营）	124.62	223.24	212.97	70.9%	-4.6%	—			
领克公司净利/亿元	(6.60)	(4.45)	(2.46)	—	—	—			
领克品牌单车收入/亿元	15.19	16.15	16.90	11.3%	4.6%	—			
领克品牌单车净利/万元	(0.80)	(0.32)	(0.20)	—	—	—			

## ◆ 风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

# 广汽集团：2024Q2业绩略低于我们预期

## ◆ Q2合资品牌盈利能力下滑影响整体业绩表现

- **营收：**广汽自主Q2销量为18.09万台，同环比分别 -23.2%/+34.6%。广汽自主单车Q2收入13.65万元，广汽乘用车&埃安单车净利-1.35万元（2024Q1为-0.86万元，广汽自主单车净利根据（扣非归母净利润-投资收益）/自主销量近似计算）。
- **毛利率：**Q2毛利率为6.35%，同环比分别+0.3/-0.8pct。毛利率环比下滑主要原因为商政投入加大。
- **费用率：**Q2销售/管理/研发费用率分别为6.29%/4.20%/1.24%，同比分别+2.0/+1.3/-0.1pct，环比分别+0.4/-0.5/-0.5pct。其中销售费用率同环比增加主要原因为自主品牌面临新能源转型以及国际化推广，增加广宣费和售后服务及奖励投入等综合所致。管理费用率同比增加主要原因为埃安长沙工厂及其配套企业落户长沙导致事务经费增加，以及折旧摊销增加等综合所致。
- **投资收益：**①Q2合资企业销量同比均下行，同时商政投入加大&人员优化费用提升&产能计提部分减值，因此Q2对联营企业和合营企业的投资收益同环比分别-91.9%/-89.4%。2024H1广汽本田净利润约-3.3亿元，同环比转亏，广丰净利润约33.8亿元，同环比分别-61.2%/-63.0%。②如祺出行港股上市估值溢价增利影响下公司Q2整体投资收益实现14.14亿元。
- **最终公司Q2归母净利润为2.96亿元，扣非后归母净利润为-10.25亿元。**

表：广汽集团核心财务指标拆分（单位：亿元）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
营业总收入	265.57	353.54	362.71	315.24	215.66	246.89
毛利率	4.01%	6.02%	9.98%	6.93%	7.14%	6.35%
期间费用率	8.44%	8.14%	8.64%	11.64%	12.17%	11.01%
投资收益	29.55	24.94	18.33	13.79	18.44	14.14
对联营企业和合营企业的投资收益	29.24	23.76	17.71	12.77	18.18	1.93
归母净利润	15.38	14.28	15.45	-0.82	12.20	2.96
扣非后归母净利润	14.34	12.68	13.21	-4.51	6.87	-10.25
销售净利率	4.95%	3.75%	4.27%	-1.37%	5.12%	0.51%
广汽乘用车营业收入/亿元	287.31		287.15		254.29	
广汽埃安营业收入/亿元	223.87		308.47		124.01	
广汽乘用车批发销量/万辆	8.36	10.45	10.62	11.06	8.55	10.34
广汽埃安批发销量/万辆	7.84	13.09	14.16	12.90	4.89	7.75
广汽乘用车单车收入/万元	15.28		13.24		13.46	
广汽埃安单车收入/万元	10.70		11.40		9.82	
广汽自主单车收入/万元	16.40	15.02	14.63	13.16	16.05	13.65
广汽乘用车&埃安单车净利/万元	-0.94	-0.52	-0.21	-0.76	-0.86	-1.35
广汽本田营业收入/亿元	428.04		507.24		306.68	
广汽丰田营业收入/亿元	740.55		788.14		521.50	
广汽本田批发销量/万辆	14.95	14.05	14.59	20.46	11.70	9.10
广汽丰田批发销量/万辆	22.00	23.28	23.30	26.42	15.61	17.99
广汽本田单车收入/万元	14.76		14.47		14.75	
广汽丰田单车收入/万元	16.35		15.85		15.52	
广汽本田当期净利润/亿元	18.70		5.79		-3.28	
广汽丰田当期净利润/亿元	87.07		91.31		33.79	
广汽本田单车净利/万元	0.64		0.17		-0.16	
广汽丰田单车净利/万元	1.92		1.84		1.01	

◆ 风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

# 上汽集团：2024Q2业绩略低于我们预期

## ◆ 2024Q2业绩基本符合预期

- **营收**：2024Q2上汽集团批发销量为99.28万辆，同环比分别-15.90%/+19.02%；单车ASP 14.26万元，同环比分别-6.78%/-16.84%。
- **毛利率**：2024Q2集团毛利率为8.21%，同环比分别-1.33/-0.63pct，毛利率同环比下滑主要原因为竞争加剧下价格竞争激烈。
- **投资收益**：2024Q2 公司投资净收益57.27亿元，同环比分别+79.55%/+107.96%，其中对联营和合营企业的投资收益为0.04亿元，同环比分别-99.83%/-99.83%。上汽大众Q2批发销量为26.40万辆，同环比分别-4.67%/+6.44%，上汽通用Q2批发销量为11.41万辆，同环比分别-56.95%/+2.31%。Q2上汽通用持续终端去库，渠道库存-6.9万辆（批发-零售-出口），为后续可持续发展蓄力。2024H1大众单车净利为0.17万元，同环比分别+59.1%/-53.7%，上汽通用单车亏损1.0万元。此外MG印度引入印度本土投资者，通过股权转让&增资扩股对公司增利51.3亿元。
- **最终公司2024Q2扣非后归母净利润-11.00亿元，同环比分别-131.38%/-151.88%。**

表：上汽集团核心财务指标拆分（单位：亿元，毛利率/费用率同环比单位均为pct）

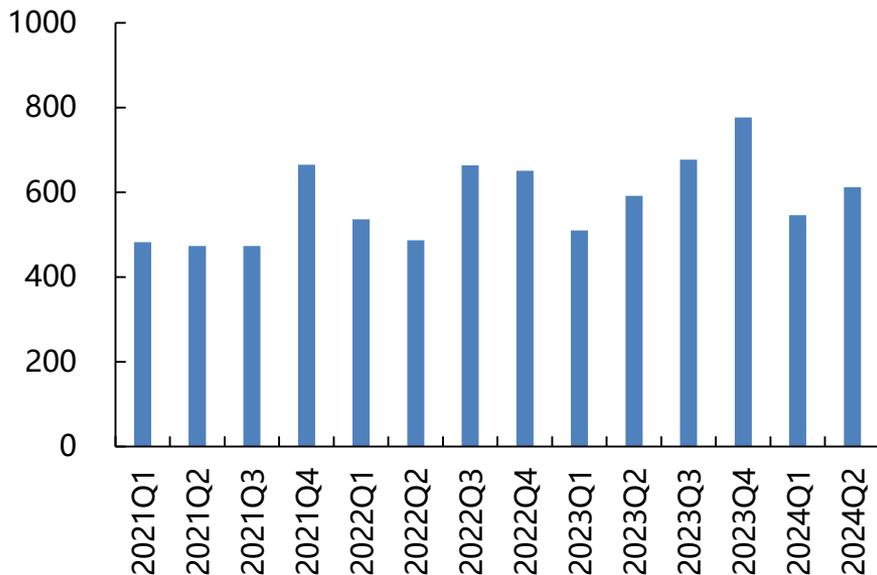
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2同比	Q2环比
<b>营业总收入</b>	<b>1,459.16</b>	<b>1,806.38</b>	<b>1,967.87</b>	<b>2,213.63</b>	<b>1,430.72</b>	<b>1,416.14</b>	<b>-21.60%</b>	<b>-1.02%</b>
<b>毛利率</b>	<b>9.83%</b>	<b>9.54%</b>	<b>10.45%</b>	<b>10.71%</b>	<b>8.84%</b>	<b>8.21%</b>	<b>-1.33</b>	<b>-0.63</b>
销售费用率	3.96%	3.82%	4.00%	4.21%	3.73%	4.29%	0.47	0.56
管理费用率	3.78%	2.98%	2.99%	3.38%	3.36%	3.24%	0.27	-0.12
研发费用率	2.61%	2.29%	2.18%	2.76%	2.76%	2.63%	0.34	-0.13
财务费用率	0.21%	-0.23%	0.16%	-0.16%	0.67%	0.21%	0.44	-0.46
<b>其他收益</b>	<b>6.54</b>	<b>13.42</b>	<b>4.21</b>	<b>17.15</b>	<b>7.69</b>	<b>11.09</b>	<b>-17.36%</b>	<b>44.18%</b>
<b>投资收益</b>	<b>30.49</b>	<b>31.89</b>	<b>45.99</b>	<b>41.12</b>	<b>27.54</b>	<b>57.27</b>	<b>79.55%</b>	<b>107.96%</b>
对联营和合营企业的投资收益	22.71	22.89	28.09	33.52	22.03	0.04	-99.83%	-99.83%
扣非归母净利润-投资收益-公允价值变动收益	-14.10	0.51	-5.83	-39.36	-6.52	-73.76	—	—
<b>公允价值变动收益</b>	<b>5.24</b>	<b>2.65</b>	<b>-2.14</b>	<b>3.98</b>	<b>0.19</b>	<b>5.50</b>	<b>107.38%</b>	<b>—</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>-0.77</b>	<b>-2.23</b>	<b>-6.73</b>	<b>-34.73</b>	<b>1.66</b>	<b>-1.74</b>	<b>—</b>	<b>—</b>
<b>信用减值损失</b>	<b>-3.78</b>	<b>0.02</b>	<b>-6.35</b>	<b>-24.94</b>	<b>-3.03</b>	<b>0.31</b>	<b>—</b>	<b>—</b>
<b>资产处置收益</b>	<b>1.17</b>	<b>-0.03</b>	<b>-0.13</b>	<b>11.74</b>	<b>0.05</b>	<b>-0.23</b>	<b>—</b>	<b>—</b>
<b>归母净利润</b>	<b>27.83</b>	<b>43.02</b>	<b>43.22</b>	<b>26.99</b>	<b>27.14</b>	<b>39.14</b>	<b>-9.03%</b>	<b>44.22%</b>
归母净利润-投资收益	-2.67	11.13	-2.77	-14.13	-0.40	-18.13	—	—
<b>扣非后归母净利润</b>	<b>21.63</b>	<b>35.06</b>	<b>38.02</b>	<b>5.73</b>	<b>21.21</b>	<b>-11.00</b>	<b>-131.38%</b>	<b>-151.88%</b>
上汽大众批发销量/万辆	22.63	27.70	32.90	38.27	24.81	26.40	-4.67%	6.44%
上汽通用批发销量/万辆	18.60	26.50	27.33	27.68	11.15	11.41	-56.95%	2.31%
上汽乘用车批发销量/万辆	19.65	21.43	23.97	33.55	16.25	17.23	-19.61%	6.02%
上汽通用五菱批发销量/万辆	19.25	32.76	36.63	51.67	22.40	34.60	5.62%	54.46%
<b>上汽整车合计批发销量/万辆</b>	<b>89.12</b>	<b>118.05</b>	<b>130.57</b>	<b>164.35</b>	<b>83.42</b>	<b>99.28</b>	<b>-15.90%</b>	<b>19.02%</b>
<b>单车收入/万元</b>	<b>16.37</b>	<b>15.30</b>	<b>15.07</b>	<b>13.47</b>	<b>17.15</b>	<b>14.26</b>	<b>-6.78%</b>	<b>-16.84%</b>
<b>单车净利/万元</b>	<b>0.24</b>	<b>0.30</b>	<b>0.29</b>	<b>0.03</b>	<b>0.25</b>	<b>-0.11</b>	<b>-137.32%</b>	<b>-143.59%</b>

## ◆ 风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

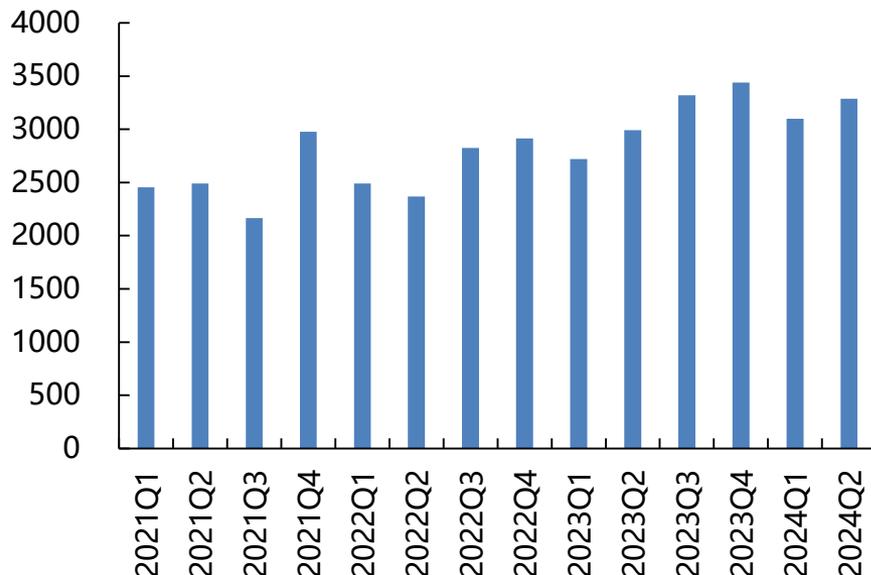
**零部件：业绩整体符合预期，板块内部分化已经开启**

- ◆ **国内狭义乘用车行业2024Q2产量实现同环比增长。** 国内狭义乘用车行业2024Q2实现产量611.86万辆，同比增长3.48%，环比增长12.10%。
- ◆ **申万零部件板块2024Q2营收变化与下游乘用车行业产量保持相同趋势。** 2024Q2申万零部件板块营收3287.01亿元，同比增长9.84%，环比下降6.10%，环比表现与下游狭义乘用车行业产量表现一致。

图：国内狭义乘用车季度产量（万辆）

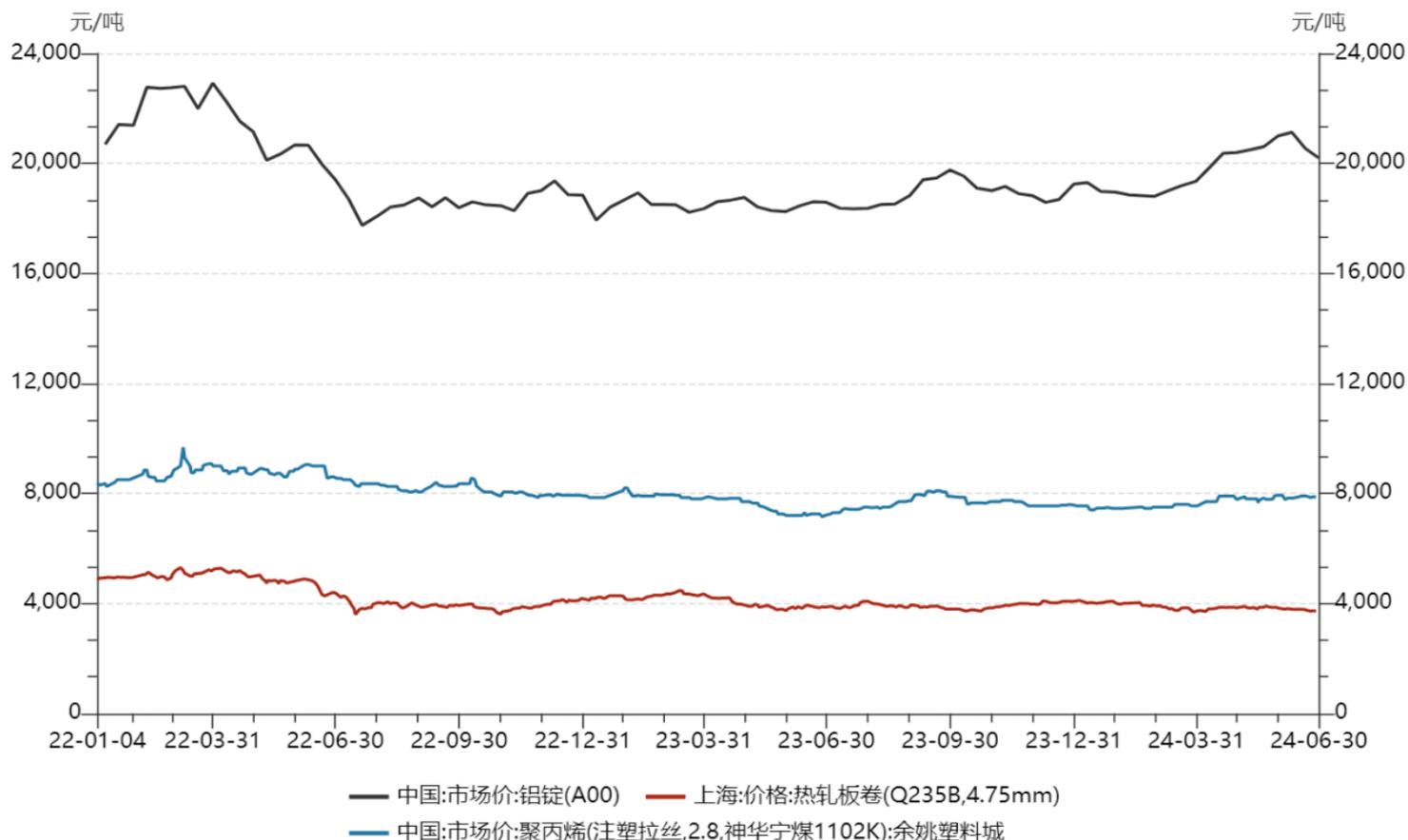


图：申万零部件板块季度营收汇总（亿元）



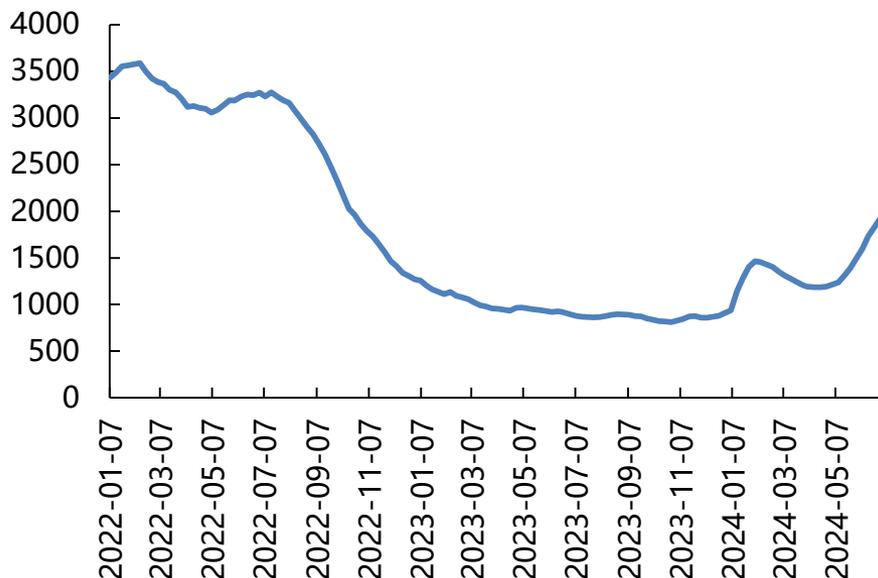
- ◆ 2024Q2原材料价格整体稳定，铝价出现小幅上涨。主要原材料方面，钢材和塑料的价格在2024Q2整体保持稳定；铝锭价格在2024Q2出现小幅上涨，从3月末的1.94万元/吨上涨至6月高点的2.11万元/吨。

图：汽车零部件上游主要原材料价格变化情况

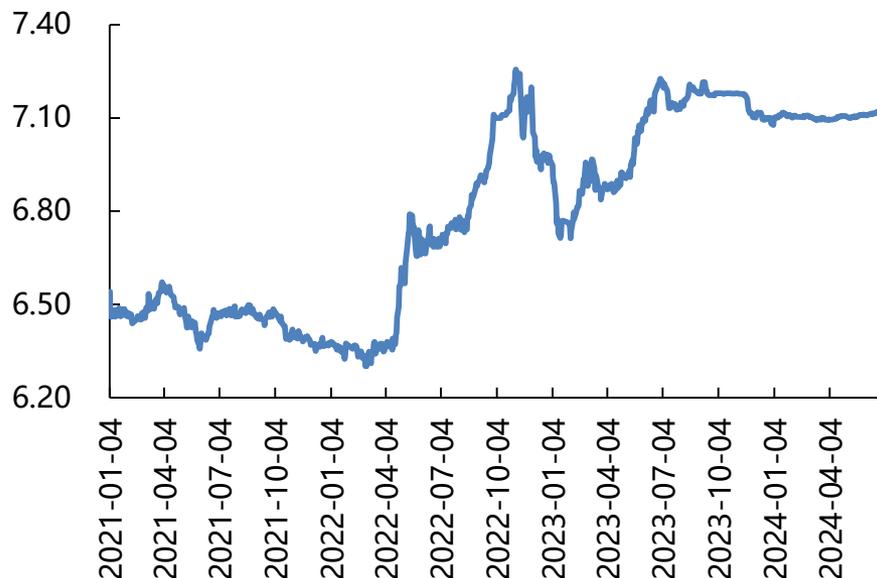


- ◆ **2024Q2以来海运价格冲高。** 海运价格方面，今年以来的红海绕行造成了运力短缺，叠加美线补库存和一些提前出货的因素，二季度以来海运价格出现上涨，中国出口集装箱运价指数从4月初的1191.37点上涨至6月末的1922.46点。
- ◆ **美元兑人民币汇率2024Q2整体保持稳定。** 根据人民银行的数据，2024年二季度美元兑人民币中间价整体在7.11上下保持稳定。

图：中国出口集装箱运价指数

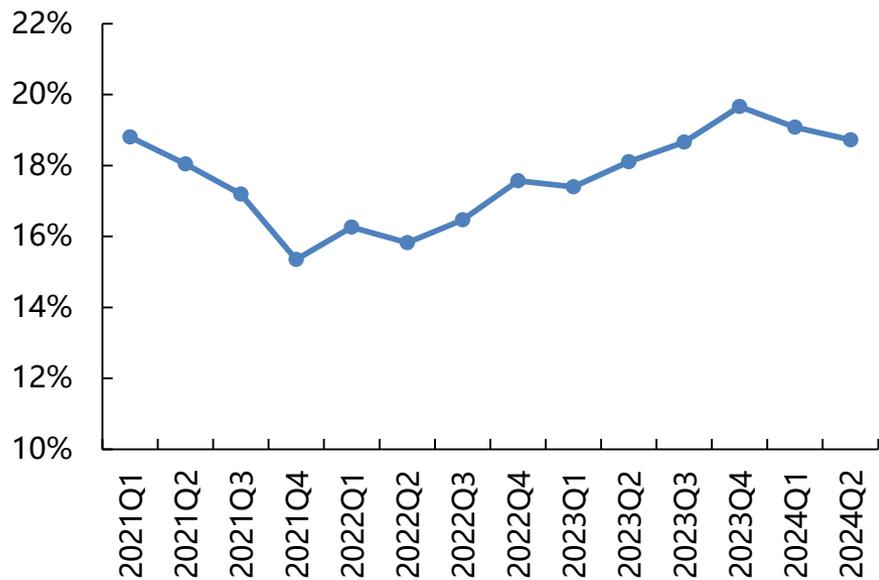


图：美元兑人民币中间价

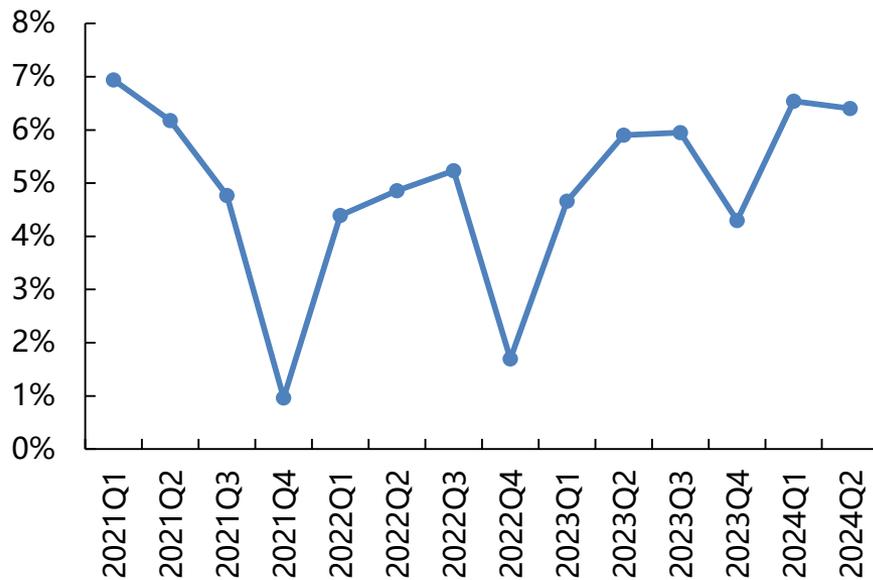


- ◆ **2024Q2 汽零板块毛利率环比微降，同比实现提升。** 毛利率方面，2024Q2 汽零板块毛利率为18.73%，环比微降0.35个百分点，但仍同比提升0.62个百分点。
- ◆ **汽零板块净利率水平同比提升，环比基本稳定。** 2024Q2 汽零板块净利率为6.41%，同比提升0.50个百分点，环比微降0.13个百分点。

图：汽零板块单季度毛利率情况

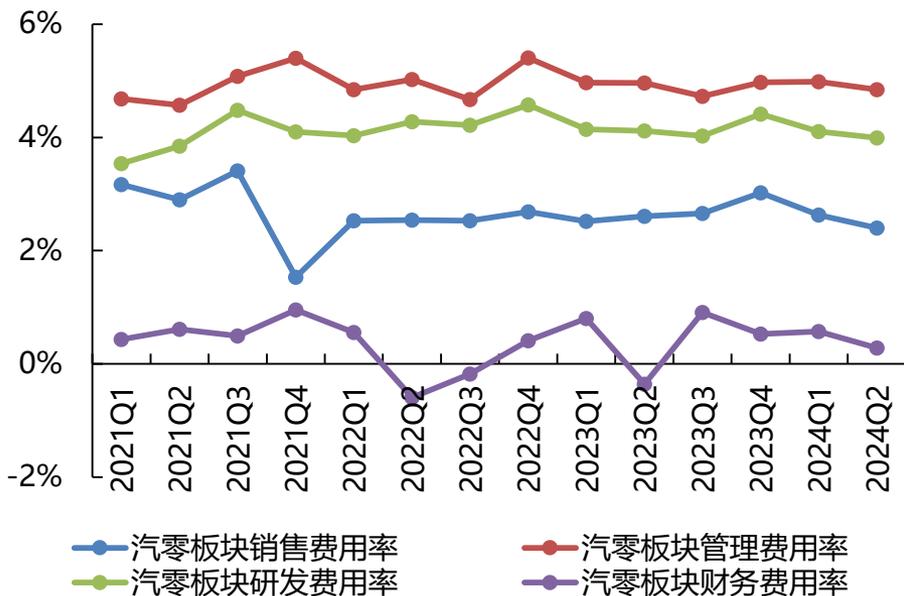


图：汽零板块单季度净利率情况

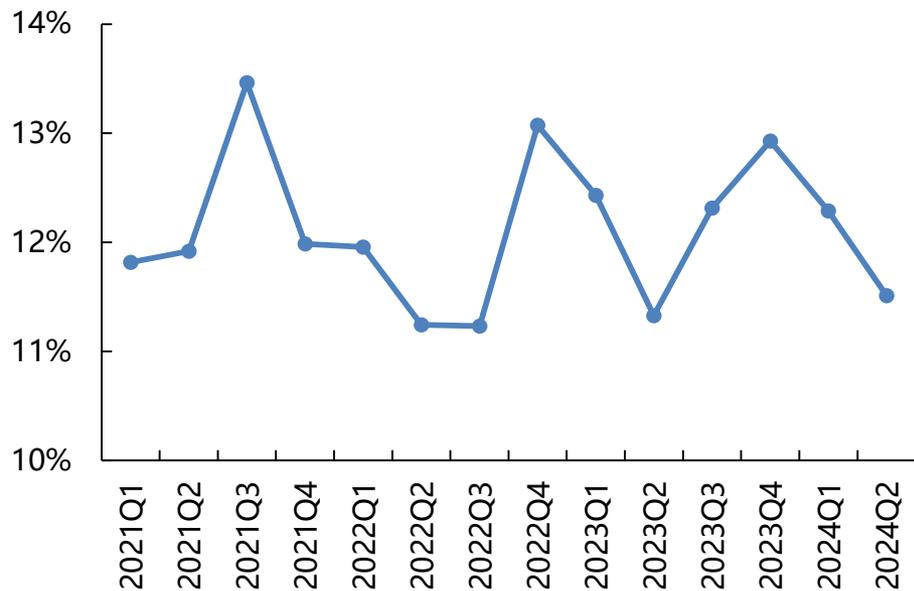


◆ 2024Q2汽零板块费用率环比下降，与上年同期相比整体保持稳定。2024Q2汽零板块期间费用率为11.51%，环比下降0.78个百分点，预计主要系严控费用+收入规模环比增长被动摊薄所致；2024Q2汽零板块期间费用率同比微增0.19个百分点。

图：汽零板块单季度各项费用率情况

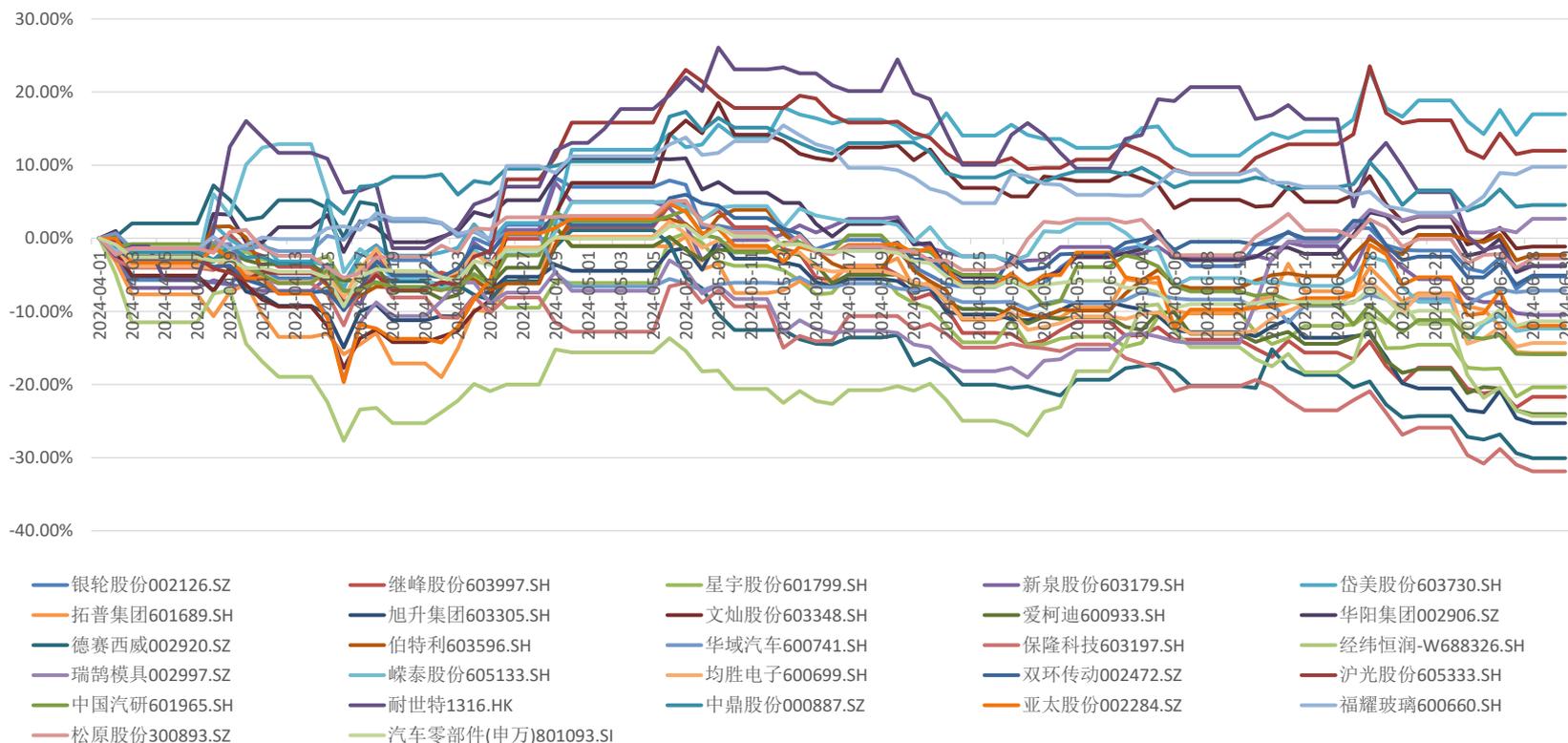


图：汽零板块单季度整体期间费用率情况



- ◆ **针对汽车零部件板块，我们选取26家零部件企业进行重点分析**，包括6家智能化类：德赛西威、华阳集团、经纬恒润，沪光股份、均胜电子、中国汽研，5家轻量化类：爱柯迪、旭升集团、文灿股份、瑞鹄模具、嵘泰股份；2家综合类：华域汽车、拓普集团；5家智能底盘类：耐世特、中鼎股份、亚太股份、保隆科技、伯特利；5家内外饰类：星宇股份、继峰股份、岱美股份、新泉股份、福耀玻璃；1家热管理类：银轮股份；1家传动类：双环传动；1家被动安全类：松原股份。
- ◆ **以始末股价来看，2024Q2汽零指数整体下跌11.36%**。其中，股价表现跑赢行业的公司有：银轮股份、新泉股份、岱美股份、文灿股份、华阳集团、伯特利、华域汽车、瑞鹄模具、双环传动、沪光股份、耐世特、中鼎股份、福耀玻璃、松原股份。

图：2024Q2申万汽车零部件指数以及重点企业收盘价涨跌幅（相较于2024年4月1日）



- ◆ **国产替代加速/新产品拓展/核心客户放量助推2024Q2营收普遍环比增长。**
- ✓ **华为产业链：**2024Q2赛力斯销量环比增长，尤其是问界M9销量环比增长350.47%（问界M9单车ASP普遍较高），助推华为产业链公司2024Q2营收环比实现较好增长。
- ✓ **特斯拉产业链：**特斯拉全球交付量2024Q2环比增长，但特斯拉上海工厂2024Q2批发销量环比下滑6.88%，对特斯拉产业链公司2024Q2收入造成一定影响。
- ✓ **智能化增量零部件：**理想部分车型Q2表现略低于预期，但多数供应链获取外部客户项目增量，收入普遍提高。

表：重点覆盖标的营收指标及核心客户销量变化

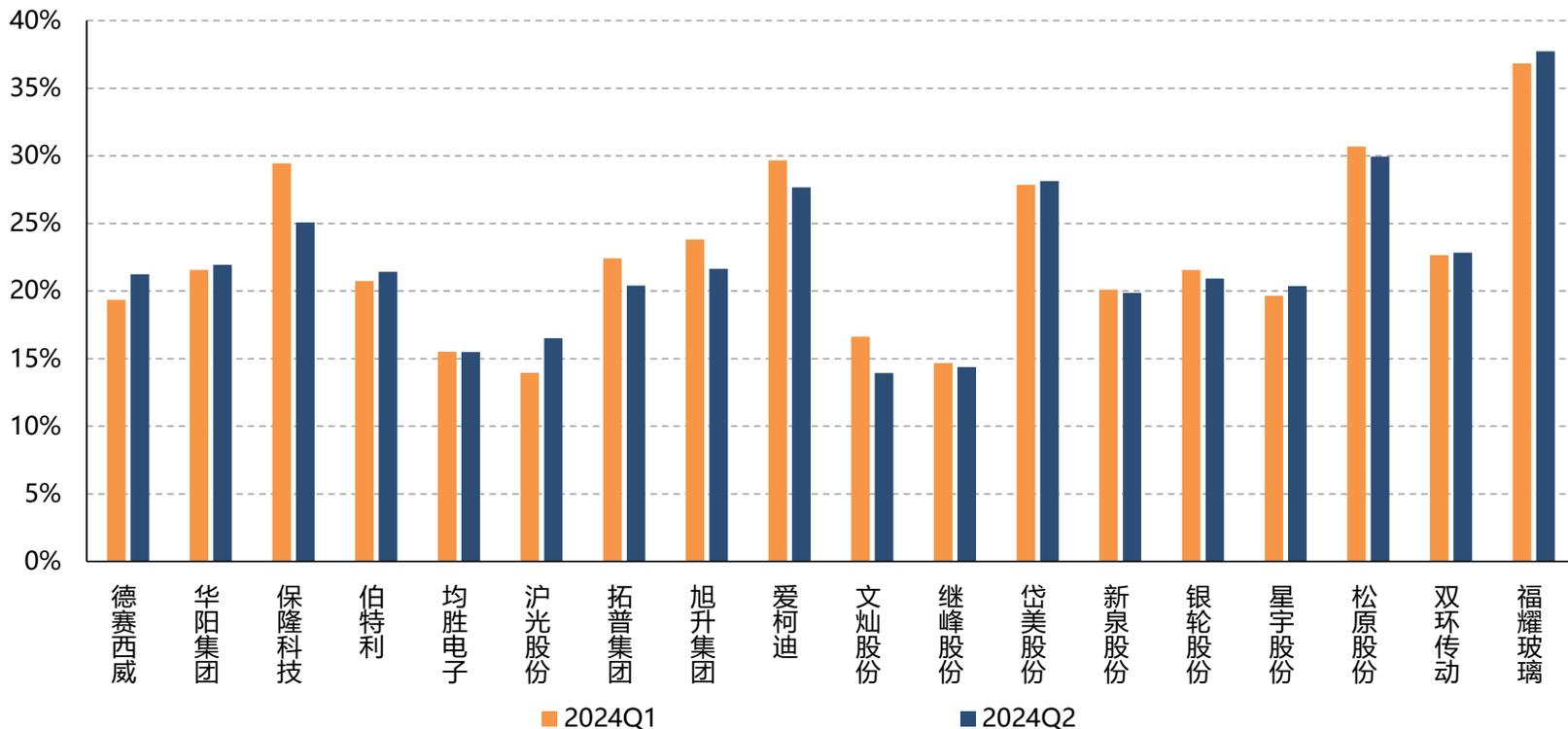
营收 (亿元) / 批发销量 (万辆)	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q2环比
<b>沪光股份</b>	<b>6.55</b>	<b>7.57</b>	<b>9.55</b>	<b>16.36</b>	<b>15.33</b>	<b>18.85</b>	<b>22.97%</b>
上汽大众	22.63	27.70	32.90	38.27	24.81	26.40	6.43%
特斯拉	22.93	24.72	22.25	24.87	22.09	20.57	-6.87%
赛力斯	1.18	1.41	1.87	8.13	9.97	11.14	11.71%
<b>拓普集团</b>	<b>44.69</b>	<b>46.92</b>	<b>49.91</b>	<b>55.49</b>	<b>56.88</b>	<b>65.34</b>	<b>14.86%</b>
特斯拉全球交付	42.29	46.61	43.51	48.45	38.68	44.40	14.79%
吉利汽车	32.25	37.16	46.12	53.12	47.57	48.00	0.90%
比亚迪	54.79	70.02	82.21	94.27	62.44	98.27	57.38%
上汽通用	18.60	26.50	27.33	27.68	11.15	11.41	2.33%
赛力斯	1.18	1.41	1.87	8.13	9.97	11.14	11.71%
<b>文灿股份</b>	<b>12.72</b>	<b>12.89</b>	<b>12.59</b>	<b>12.81</b>	<b>14.80</b>	<b>15.96</b>	<b>7.81%</b>
蔚来汽车	3.10	2.35	5.54	5.00	3.01	5.74	90.70%
赛力斯	1.18	1.41	1.87	8.13	9.97	11.14	11.71%
<b>星宇股份</b>	<b>19.23</b>	<b>25.02</b>	<b>28.12</b>	<b>30.12</b>	<b>24.12</b>	<b>33.04</b>	<b>36.98%</b>
一汽大众	38.25	46.43	46.84	53.25	40.01	35.45	-11.40%
奇瑞汽车	30.75	38.71	48.42	60.33	51.03	54.74	7.27%
一汽丰田	15.32	20.58	22.01	22.11	13.47	17.39	29.10%
一汽红旗	6.11	8.02	10.91	10.04	10.05	10.11	0.60%
蔚来汽车	3.10	2.35	5.54	5.00	3.01	5.74	90.70%
理想汽车	5.26	8.65	10.51	13.18	8.04	10.86	35.07%
赛力斯	1.18	1.41	1.87	8.13	9.97	11.14	11.71%

表续：重点覆盖标的营收指标及核心客户销量变化

营收 (亿元) / 批发销量 (万辆)	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q2环比
<b>新泉股份</b>	<b>21.73</b>	<b>24.59</b>	<b>26.87</b>	<b>32.53</b>	<b>30.47</b>	<b>31.17</b>	<b>2.30%</b>
特斯拉上海工厂	22.93	24.72	22.25	24.87	22.09	20.57	-6.88%
吉利汽车	32.25	37.16	46.12	53.12	47.57	48.00	0.90%
奇瑞汽车	30.75	38.71	48.42	60.33	51.03	54.74	7.27%
理想	5.26	8.65	10.51	13.18	8.04	10.86	35.07%
<b>银轮股份</b>	<b>25.55</b>	<b>27.07</b>	<b>27.30</b>	<b>30.26</b>	<b>29.69</b>	<b>31.82</b>	<b>7.17%</b>
国内新能源乘用车	150.10	204.22	236.54	295.60	195.06	266.57	36.66%
国内重卡	24.13	24.70	21.82	20.44	27.24	23.18	-14.90%
特斯拉上海工厂	22.93	24.72	22.25	24.87	22.09	20.57	-6.88%
<b>双环传动</b>	<b>17.92</b>	<b>18.95</b>	<b>21.86</b>	<b>22.02</b>	<b>20.75</b>	<b>22.48</b>	<b>8.35%</b>
国内新能源乘用车	150.10	204.22	236.54	295.60	195.06	266.57	36.66%
国内重卡	24.13	24.70	21.82	20.44	27.24	23.18	-14.90%
<b>旭升集团</b>	<b>11.73</b>	<b>11.87</b>	<b>12.15</b>	<b>12.59</b>	<b>11.39</b>	<b>10.10</b>	<b>-11.31%</b>
特斯拉全球交付	42.29	46.61	43.51	48.45	38.68	44.40	14.79%
<b>德赛西威</b>	<b>39.83</b>	<b>47.41</b>	<b>57.46</b>	<b>74.38</b>	<b>56.48</b>	<b>60.45</b>	<b>7.03%</b>
理想	5.26	8.65	10.51	13.18	8.04	10.86	35.07%
奇瑞汽车	30.75	38.71	48.42	60.33	51.03	54.74	7.27%
吉利汽车	32.25	37.16	46.12	53.12	47.57	48.00	0.90%
<b>华阳集团</b>	<b>13.15</b>	<b>15.52</b>	<b>19.29</b>	<b>23.40</b>	<b>19.91</b>	<b>22.03</b>	<b>10.64%</b>
长城汽车	17.12	24.53	29.46	31.68	23.17	23.57	1.71%
长安汽车	39.23	36.97	41.18	41.87	42.81	37.69	-11.96%
奇瑞汽车	30.75	38.71	48.42	60.33	51.03	54.74	7.27%
吉利汽车	32.25	37.16	46.12	53.12	47.57	48.00	0.90%
赛力斯	1.18	1.41	1.46	6.65	8.37	11.14	33.10%
<b>保隆科技</b>	<b>11.87</b>	<b>14.30</b>	<b>15.39</b>	<b>17.42</b>	<b>14.83</b>	<b>17.01</b>	<b>14.69%</b>
理想	5.26	8.65	10.51	13.18	8.04	10.86	35.07%
<b>伯特利</b>	<b>15.00</b>	<b>15.95</b>	<b>20.11</b>	<b>23.68</b>	<b>18.60</b>	<b>21.11</b>	<b>13.49%</b>
奇瑞汽车	30.75	38.71	48.42	60.33	51.03	54.74	7.27%
全球通用	121.66	154.45	158.80	170.40	113.54	138.49	21.97%
吉利汽车	32.25	37.16	46.12	53.12	47.57	48.00	0.90%
长安汽车	39.23	36.97	41.18	41.87	42.81	37.69	-11.96%

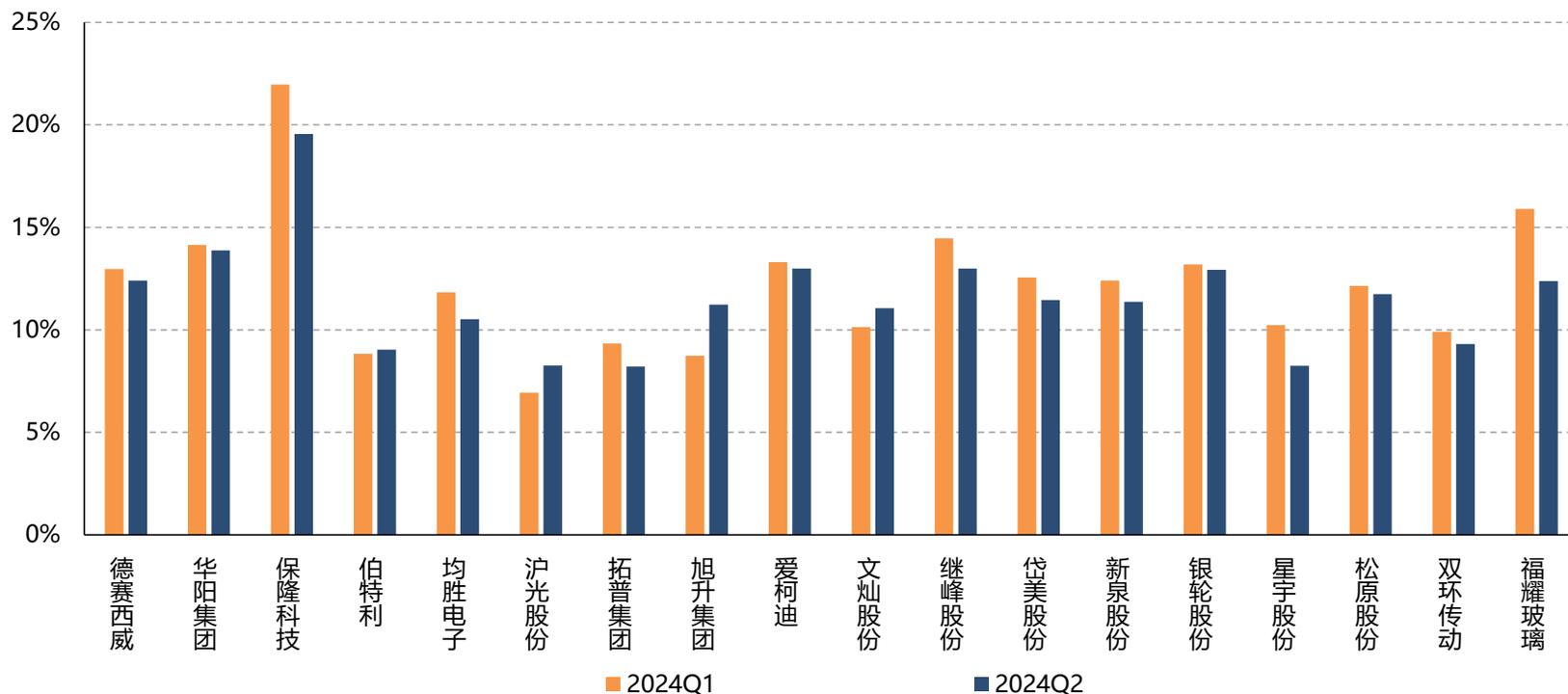
- ◆ **覆盖零部件公司2024Q2毛利率趋势分化，主要影响因素包括：年降、原材料价格、海运费等。**
- ✓ **2024Q2毛利率环比提升较大：**德赛西威（产品优化，智能驾驶业务毛利率超预期）；伯特利（线控制动/转向盈利超预期）；沪光股份（产能利用率提升）；星宇股份（收入规模环比提升带来的规模效应）；福耀玻璃（收入规模环比提升+内部提质增效+原材料价格下降）。
- ✓ **2024Q2毛利率环比下降较大：**保隆科技（年降影响较大，空悬核心车型表现略低预期）；拓普集团（部分客户年降+原材料价格上涨）；旭升集团（铝价2024Q2上涨）；爱柯迪（2024Q2铝价上涨+海运价格上涨）；文灿股份（铝价上涨+墨西哥圣米格尔工厂影响）。

图：重点覆盖标的2024Q2毛利率环比变化情况



- ◆ **2024Q2重点覆盖标的期间费用率整体呈现环比下降的趋势。** 2024Q2大部分汽配公司的期间费用率环比下降，主要系公司内部加强费用控制和提质增效，叠加2024Q2收入规模环比提升对期间费用的摊薄。此外，如岱美股份、福耀玻璃等公司2024Q2财务费用率环比下降也受益于2024Q2的汇兑收益。

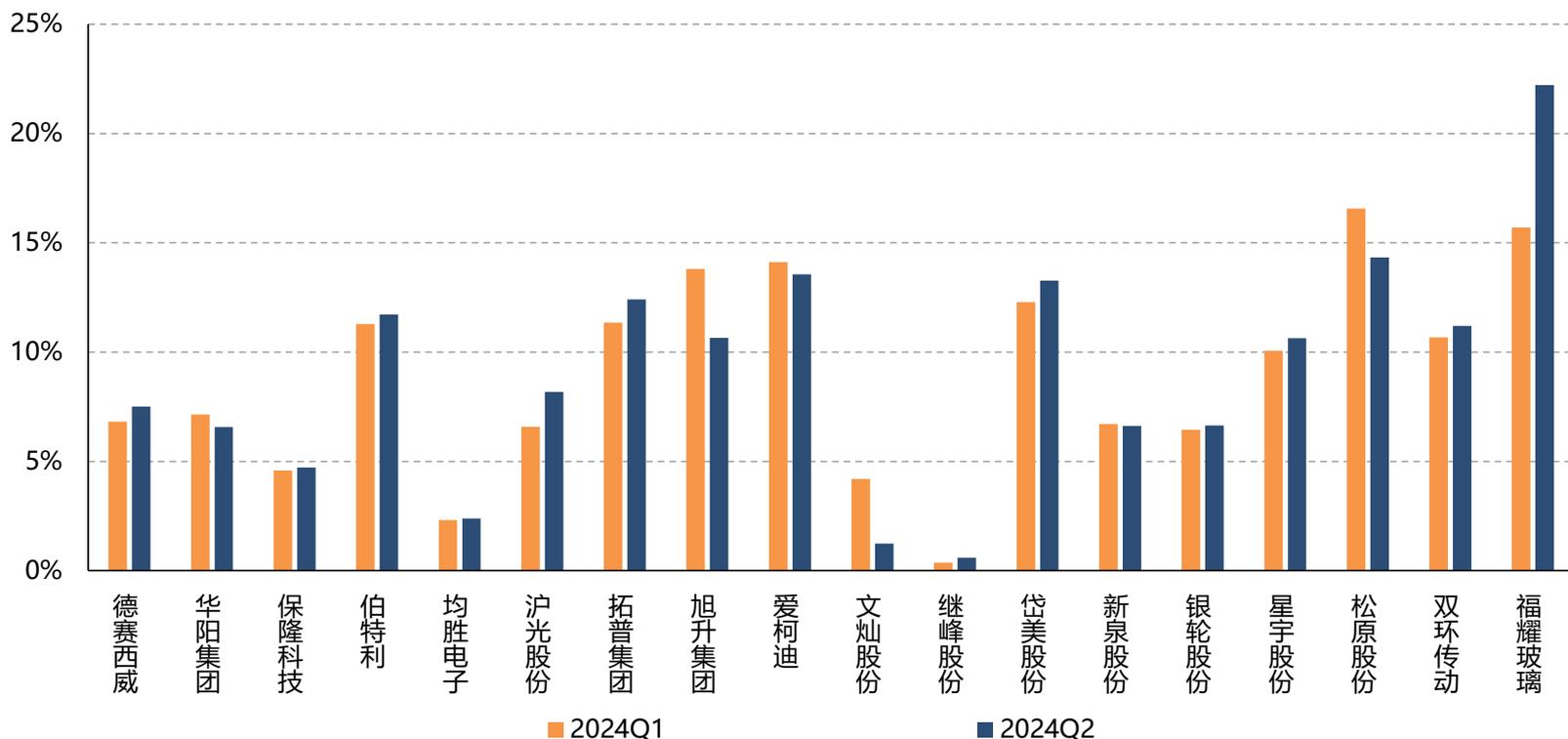
图：重点覆盖标的2024Q2期间费用率环比变化情况



◆ **重点覆盖零部件公司2024Q2归母净利润率变化趋势分化。**

- ✓ **2024Q2归母净利润率环比提升较大：**德赛西威（毛利率提升+规模效应）；沪光股份（核心客户放量，毛利率提升）；拓普集团（2024Q2期间费用率下降+非经常性收益+所得税率下降）；岱美股份（毛利率提升+费用率下降）；星宇股份（毛利率提升+费用率下降）；福耀玻璃（毛利率提升+费用率下降+2024Q1投资收益亏损一次性影响的消除）。
- ✓ **2024Q2归母净利润率环比下降较大：**旭升集团（毛利率下降+费用率增长）；爱柯迪（毛利率下降）；文灿股份（毛利率下降+费用率增长）；松原股份（毛利率微降+部分减值影响）。

图：重点覆盖标的2024Q2归母净利润率环比变化情况



表：重点覆盖标的核心点评

分类	标的	核心点评内容
智能化	德赛西威	2024年中报超预期。1) 2024H1智能座舱业务收入80亿元, 同比+27.4%, 智能驾驶业务收入27亿元, 同比+45.1%, 网联服务及其他业务收入11亿元, 同比+66.9%, 智能驾驶业务贡献较多收入增量, 主要为公司已有客户销量提升及新客户拓展所致。2) 年降影响有限, 24Q2毛利率超预期。2024年二季度公司毛利率为21.3%, 同环比+1.0pct/+1.9pct, 分业务看, 2024H1智能座舱毛利率19.6%, 同比-0.02pct, 2024H1智能驾驶业务毛利率18.9%, 同比+1.9pct, 智能驾驶业务毛利率超预期, 推测为产品产能爬坡产生规模效应及新项目量产所致。
	华阳集团	2024年中报符合预期。1) 分业务看, 2024H1汽车电子实现营业收入31亿元, 较上年同期增长65%, 精密压铸实现营业收入9亿元, 同比增长24%, 汽车电子业务贡献更多收入增量。新产品维度, 公司HUD、无线充电、精密运动机构产品规模提升明显, 2024H1子公司华阳多媒体实现营业收入8.2亿元, 同比+68%; 2) 汽车电子新产品产能爬坡对冲年降影响, 24Q2毛利率环比提升。2024Q2毛利率为21.9%, 同环比-0.2pct/+0.4pct, 推测主要由于汽车电子新产品产能爬坡盈利中枢抬升所致。分子公司看, 华阳多媒体24H1净利润实现0.6亿元(同比+687%, 主要为客户突破), 净利率7.4%(同比+5.8pct, 主要为规模效应所致)
	均胜电子	2024年中报符合预期。1) 公司24H1实现毛利率15.6%, 同比+2.14pct, 由于会计准则变化2024H1公司将0.79亿元的质保费用从销售费用移入营业成本, 压低公司毛利率约0.3pct。分区域, 2024H1国内主营业务毛利率为18.3%, 同比+2.3pct, 海外毛利率为14.5%, 同比+2.1pct, 主要为国内规模扩张及海外安全业务产能整合所致。2) 分业务, 2024H1汽车安全业务毛利率13.9%, 同比+3.3pct, 海外地区业务整合基本完成, 欧洲、美洲区域安全业务盈利能力持续提升, 汽车安全业务业绩实现连续多个季度环比提升, 全球四大业务区域均已实现盈利; 24H1汽车电子业务毛利率19.4%, 同比-0.5pct, 主要为质保费用移入营业成本所致。
轻量化	爱柯迪	符合预期。收入: 24Q2营收16.07亿元, 环比下降2.14%。单季度收入环比下降预计主要受终端国内合资车企的影响。主要下游Q2情况: a、国内狭义乘用车批发615.46万辆, 环比增长10.03%; b、北美汽车销量512.11万辆, 环比增长9.55%; c、欧洲汽车销量460.46万辆, 环比增长2.61%。毛利率: 24Q2单季度毛利率27.66%, 环比下降2.01个百分点, 预计主要系铝价上涨+海运价格上涨等因素影响。费用率: 24Q2期间费用率12.99%, 环比下降0.31个百分点。其中销售/管理/研发/财务费用率环比分别-0.18/+0.43/+0.62/-1.19个百分点。净利润: 24Q2归母净利润2.18亿元, 环比下降6.04%; 对应归母净利润率13.56%, 环比下降0.56个百分点。
	旭升集团	稍低于预期。营收: 24Q2公司营收10.10亿元, 同比下降14.91%, 环比下降11.31%。公司收入环比下降预计主要系部分客户产销量下滑影响。24Q2主要下游表现: T上海工厂批发20.57万辆, 环比下降6.88%; T全球交付44.40万辆, 环比增长14.79%。毛利率: 24Q2公司毛利率21.65%, 环比下降2.16个百分点。预计主要影响因素包括: 铝价上涨+客户年降等。费用率: 24Q2期间费用率为11.24%, 环比提升2.50个百分点。其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为1.46%/3.39%/4.95%/1.43%, 环比分别+0.68/-0.04/-0.09/+1.96个百分点。净利润: 24Q2归母净利润1.08亿, 环比下降31.56%; 对应归母净利润率10.65%, 环比下降3.15个百分点。
	文灿股份	符合预期。收入端, 公司2024Q2实现营业收入15.96亿元, 同比增长23.75%, 环比增长7.81%。从主要客户2024Q2销量表现来看: 1、赛力斯问界批发9.88万辆, 环比增长18.61%, 其中问界M9批发4.82万辆, 环比大幅增长350.47%; 2、蔚来汽车批发5.74万辆, 环比增长90.70%。毛利率方面, 公司2024Q2单季度综合毛利率为13.94%, 环比下降2.70个百分点, 预计主要系铝价二季度上涨+墨西哥新工厂拖累所致。费用率方面, 公司2024Q2单季度期间费用率为11.05%, 环比提升0.91个百分点; 其中, 销售费用率1.42%, 环比提升0.31个百分点, 财务费用率2.66%, 环比提升1.25个百分点。净利润方面, 公司2024Q2单季度实现归母净利润0.20亿元, 同比增长73.75%, 环比下降68.16%; 对应归母净利润率1.24%, 环比下降2.96个百分点。分经营主体来看, 文灿本部2024H1实现营收16.58亿元, 实现净利润0.75亿元; 百炼2024H1实现营收14.18亿元, 实现净利润0.07亿元。
Tier 0.5	瑞鹄模具	符合预期。收入端, 公司2024Q2单季度实现营业收入6.15亿元, 同比增长29.46%, 环比增长21.70%。公司营收持续增长主要系装备类业务稳定发展+汽车零部件业务快速放量。主要下游客户2024Q2表现: 奇瑞汽车批发5.74万辆, 环比增长7.27%。毛利率方面, 公司2024Q2单季度综合毛利率24.49%, 环比提升0.76个百分点, 预计主要系装备类业务盈利提升贡献。费用率方面, 公司2024Q2单季度期间费用率为10.30%, 环比下降1.38个百分点; 其中, 2024Q2销售费用率0.48%, 环比下降1.22个百分点, 研发费用率4.37%, 环比下降1.21个百分点。净利润方面, 公司2024Q2单季度归母净利润0.86亿元, 同比增长81.70%, 环比增长13.29%; 对应归母净利润率为13.96%, 环比下降1.04个百分点。
	拓普集团	业绩整体符合预期。收入端, 公司2024Q2单季度实现营业收入65.34亿元, 环比增长14.86%。从主要下游客户2024Q2表现来看: 特斯拉全球交付44.40万辆, 环比增长14.79%; 吉利汽车批发48.00万辆, 环比增长0.90%; 比亚迪批发98.27万辆, 环比增长57.38%; 上汽通用批发11.41万辆, 环比增长2.33%; 赛力斯问界批发9.88万辆, 环比增长18.61%, 其中问界M9批发4.82万辆, 环比大幅增长350.47%。毛利率方面, 公司2024Q2单季度毛利率为20.40%, 环比下降2.02个百分点, 预计主要系客户年降+铝价上涨+海运价格上涨等因素影响。费用率方面, 公司2024Q2单季度期间费用率为8.22%, 环比下降1.11个百分点, 预计主要系收入规模环比提升摊低费用率。净利润方面, 公司2024Q2单季度实现归母净利润8.11亿元, 环比增长25.63%; 对应归母净利润率12.41%, 环比提升1.06个百分点。公司2024Q2单季度实现扣非后归母净利润7.00亿元, 环比增长17.41%; 对应扣非后归母净利润率为10.71%, 环比提升0.23个百分点。
	保隆科技	2024年中报符合预期。1) 2024年上半年公司新业务传感器/空气悬架业务收入分别为3.1/4.2亿元, 增速分别为+51.7%/+44.5%, 传感器业务收入高增动力来自品类拓展及新客户突破, 空悬业务受益于下游核心配套车型理想L8、腾势N7、智界S7等快速放量实现产销高增。成熟业务中TPMS业务收入增速为+19.7%, 主要受益于TPMS在中国份额提升收入增速较快; 2) 毛利率基本稳定, 股权激励费用计提较多压低利润。2024年上半年毛利率为27.1%, 同比-0.66pct, 新业务如传感器、空气悬挂收入增速较快但毛利率较低, 压低公司整体毛利率, 同时下游车企年降亦有所影响。费用端, 2024年上半年期间费用为6.6亿元, 同比+30%, 增速较快主要为公司计提较多股权激励费用所致。
智能底盘	伯特利	2024年中报符合预期。核心客户产销提升, 线控制动及轻量化产品增速较快。1) 2024Q2公司营收同环比高增长, 24Q2公司核心客户奇瑞汽车产销量同环比+48%/+10%。分子公司看, 24H1伯特利电子(主要为线控制动业务)收入5.7亿, 同比+58%, 威海伯特利(主要为轻量化)收入8.3亿, 同比+40%。2) 24Q2毛利率21.43%, 同环比-1.3pct/+0.7pct, 毛利率环比提升推测为墨西哥工厂盈利修复及新业务盈利提升所致。分子公司: 24H1伯特利电子净利率9%, 同比+3pct, 线控制动盈利提升明显; 浙江万达净利率9%, 同比+5pct, 机械转向盈利提升明显。
	耐世特	2024中报低于预期。1) 2024年上半年公司汇率变化影响公司收入0.2亿美元, 收到的原材料补偿相较于2023年上半年减少0.03亿美元, 排除掉这些因素2024年上半年公司调整后收入相较于去年上半年同比+1%。跑赢比较期间下降的整车制造商生产收入120个基点。2) 经营性利润率稳健提升, 受减值等因素影响归母净利润承压。2024H1公司EBITDA率为9.4%, 同比+0.5pct, 分区域看, 北美区EBITDA率为7.8%, 同比-0.4pct, 亚太区EBITDA率为17.6%, 同比+2.6pct, 欧洲、中东、非洲及南美洲地区EBITDA率为2%, 同比-3.1pct。3) 2024H1公司归母净利润为0.16亿美元, 同比-54%, 下滑较大主要为无形资产减值及所得税开支增加等因素所致, 受特定客户项目的项目取消影响计提无形资产资产减值0.38亿美元, 收到客户补偿0.24亿美元; 2024上半年所得税开支较去年增加0.09亿美元, 主要由于2023年上半年确定巴西净经营亏损很可能变现, 引致一次性收益0.11亿美元。

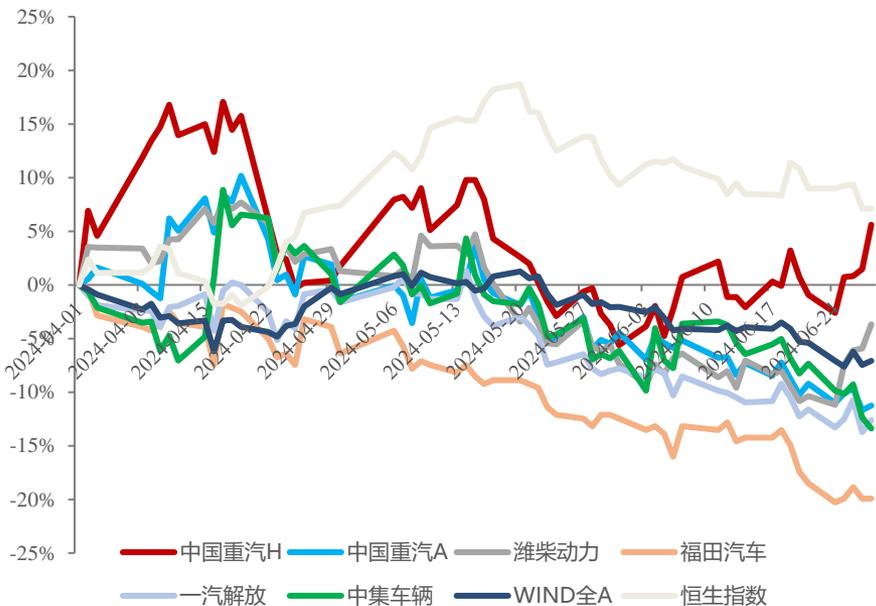
表：重点覆盖标的核心点评

分类	标的	核心点评内容
内外饰	星宇股份	业绩超预期。收入端，2024Q2单季度公司实现营业收入33.04亿元，同比增长32.07%，环比增长36.98%。从主要下游客户2024Q2的表现来看：其中，奇瑞汽车批发54.74万辆，环比增长7.27%；一汽大众批发35.45万辆，环比下降11.40%；一汽红旗批发10.11万辆，环比增长0.60%；蔚来汽车批发5.74万辆，环比增长90.70%；理想汽车批发10.86万辆，环比增长35.07%；赛力斯问界批发9.88万辆，环比增长18.61%，其中问界M9批发4.82万辆，环比大幅增长350.30%。毛利率方面，公司2024Q2单季度综合毛利率为20.37%，环比提升0.73个百分点，预计主要系收入规模环比提升带来的规模效应所致。费用率方面，公司2024Q2期间费用率为8.25%，环比下降1.98个百分点；其中，2024Q2管理费用率为2.11%，环比下降0.53个百分点；研发费用率为4.77%，环比下降1.04个百分点。净利润方面，公司2024Q2单季度实现归母净利润3.51亿元，同比增长33.61%，环比增长44.77%；对应的单季度归母净利率为10.64%，环比提升0.57个百分点。
	继峰股份	业绩符合预期。收入端，公司2024Q2单季度实现营业收入57.19亿元，同比增长7.41%，环比增长8.18%。毛利率方面，公司2024Q2综合毛利率为14.37%，环比微降0.31个百分点。费用率方面，公司2024Q2期间费用率为12.99%，环比下降1.47个百分点，其中公司2024Q2单季度销售/管理/研发/财务费用率分别为1.22%/8.68%/2.23%/0.86%，环比分别-0.19/-0.46/+0.13/-0.95个百分点。净利端，公司2024Q2归母净利润为0.34亿元，同比增长52.02%，环比增长78.63%；对应的归母净利率为0.60%，同比提升0.17个百分点，环比提升0.23个百分点。分部来看，乘用车座椅业务2024上半年交付8.9万套；实现营业收入8.97亿元（去年同期为1.08亿元）；实现归母净利润-0.23亿元，同比亏损大幅收窄（去年同期亏损0.61亿元）。格拉默2024上半年实现营业收入86.25亿元，同比下降2.82%，主要系海外汽车市场产量下滑；实现净利润-0.35亿元，亏损小幅扩大（去年同期亏损0.02亿元）。
	岱美股份	符合预期。收入端，2024Q2单季度实现营业收入16.96亿元，同比增长12.53%，环比增长6.70%。主要下游24Q2表现：a. 北美汽车销量512.11万辆，环比增长9.55%；b. 欧洲乘用车注册量348.48万辆，环比微增2.68%；c. 通用全球（不含上通五菱）销量107.47万辆，环比增长16.53%。毛利率：24Q2单季度毛利率28.12%，环比提升0.28个百分点，整体稳定。费用率：24Q2期间费用率为11.46%，环比下降1.09个百分点。其中销售/管理/研发/财务费用率环比分别+0.24个百分点/+1.14个百分点/持平/-2.47个百分点，2024Q2财务费用率环比下降预计主要系汇兑收益所致。净利润：24Q2归母净利润2.25亿元，同比增长21.66%，环比增长15.32%；对应归母净利率13.27%，环比提升0.99个百分点。
	新泉股份	符合预期。收入：24Q2营收31.17亿元，同比增长26.74%，环比增长2.30%。主要下游24Q2表现：a. 特斯拉上海工厂批发20.57万辆，环比下降6.88%；b. 吉利批发48.00万辆，环比微增0.90%；c. 奇瑞批发54.74万辆，环比增长7.27%；d. 理想批发10.86万辆，环比增长35.07%；e. 重卡批发23.18万辆，环比下降14.90%。毛利率：24Q2单季度毛利率19.86%，同比微降0.07个百分点，环比下降0.25个百分点，整体稳定。费用率：24Q2期间费用率11.36%，环比下降1.04个百分点。其中销售/管理/研发费用率环比分别-0.08/-1.10/-0.90个百分点；24Q2财务费用率为1.63%，环比提升1.04个百分点，预计主要系汇兑影响。净利润：24Q2归母净利润2.06亿元，环比增长1.13%；对应归母净利率6.62%，环比下降0.08个百分点。
热管理	银轮股份	符合预期。收入端，公司2024Q2单季度实现营业收入31.82亿元，同比增长17.55%，环比增长7.17%。从主要下游行业2024Q2表现来看：国内重卡行业批发销量23.18万辆，环比下降14.90%；国内狭义新能源乘用车批发销量266.57万辆，环比增长36.66%；北美知名电动车企业上海工厂批发20.57万辆，环比微降6.88%。毛利率方面，公司2024Q2单季度综合毛利率20.92%，环比微降0.64个百分点，预计主要受2024Q2铝价上涨+海运价格上涨等因素影响。费用率方面，公司2024Q2期间费用率为12.93%，环比下降0.26个百分点；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为2.82%/5.25%/4.61%/0.26%，环比分别+0.43个百分点/-0.05个百分点/持平/-0.64个百分点。利润方面，公司2024Q2实现归母净利润2.11亿元，环比增长10.37%；对应归母净利率6.64%，环比提升0.19个百分点。公司2024Q2实现扣非归母净利润1.85亿元，环比增长3.31%，对应扣非归母净利率5.81%，环比下降0.22个百分点。
传动类	双环传动	业绩超预期。收入端，2024Q2单季度公司实现营业收入22.48亿元，环比增长8.35%。从主要下游2024Q2表现来看：国内新能源乘用车行业批发266.57万辆，环比增长36.66%；其中A0级及以上纯电动乘用车批发129.50万辆，环比增长32.33%；插电混动乘用车批发111.75万辆，环比增长45.68%。国内重卡行业批发23.18万辆，环比下降14.90%。毛利率方面，公司2024Q2综合毛利率22.83%，环比提升0.18个百分点，预计主要系公司持续推进降本增效措施。费用率方面，公司2024Q2期间费用率为9.31%，环比下降0.59个百分点；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为0.96%/3.36%/4.68%/0.31%，环比分别+0.02/-0.31/-0.15/-0.16个百分点。净利润方面，公司2024Q2单季度实现归母净利润2.52亿元，环比增长13.71%；对应归母净利率11.20%，环比提升0.53个百分点。
玻璃	福耀玻璃	业绩超预期。收入端，公司2024Q2营收95.04亿元，同比增长19.12%，环比增长7.56%。公司收入同比增速超越同期下游行业增速，预计主要系：1、公司加大营销力度，在各主要市场的份额持续提升；2、汽车智能化推动汽车玻璃持续升级，公司高附加值产品的销量占比持续提升。毛利率端，公司2024Q2单季度毛利率37.73%，同比提升2.76个百分点，环比提升0.91个百分点，公司2024Q2毛利率同比提升较大主要系内部提质增效+规模效应+原材料价格回落等因素贡献。费用率方面，公司2024Q2期间费用率为12.38%，环比下降3.52个百分点，其中2024Q2管理费用率6.67%，环比下降1.36个百分点；2024Q2财务费用率-2.78%，环比下降1.99个百分点（主要系2024Q2汇兑收益0.74亿元，而2024Q1汇兑亏损0.88亿元）。净利润端，2024Q2公司归母净利润21.11亿元，环比增长52.09%；对应归母净利率22.21%，环比提升6.50个百分点。若还原2024Q1至2024Q2汇兑和投资减值的影响，2024Q2经营性净利润环比增长20.68%，2024Q2经营性净利率环比提升2.33个百分点。
被动安全	松原股份	符合预期。收入端，公司2024Q2单季度实现营业收入4.35亿元，环比增长18.01%。从主要下游客户2024Q2表现来看：奇瑞汽车批发销量54.74万辆，环比增长7.27%；吉利汽车批发48.00万辆，环比增长0.90%；上汽通用五菱批发34.60万辆，环比增长54.46%；长城汽车批发28.44万辆，环比增长3.31%。毛利率方面，公司2024Q2单季度毛利率为29.94%，同比下降0.16个百分点，环比下降0.73个百分点。费用率方面，公司2024Q2单季度期间费用率为11.74%，环比下降0.39个百分点；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为1.59%/3.90%/5.68%/0.58%，环比分别-0.67/-0.53/+0.90/-0.10个百分点。净利润方面，公司2024Q2单季度实现归母净利润0.62亿元，环比微增2.10%；对应归母净利率为14.33%，环比下降2.23个百分点。
检测	中国汽研	2024年中报符合预期。1) 2024年上半年公司汽车技术服务业务实现收入16.3亿元，同比+17%，其中新能源及智能网联业务收入实现2.5亿元，同比+38%，公司在智能化、电动化领域的布局逐渐收获成果，24H1华东总部基地建设主体结构完成封顶。2) 收入结构优化+规模效应影响，24Q2净利率环比提升。24Q2公司毛利率为41.3%，同环比+1.3pct/+1.7pct，主要为高毛利率的技术服务业务收入占比提升所致。费用端规模效应凸显，24Q2期间费用率为14.1%，同环比-1.3pct/-1.7pct，主要为收入增速较快，费用较为刚性产生规模效应。
线束	沪光股份	2024年中报符合预期。1) 2024 Q2公司营收同环比高增，24Q2核心客户赛力斯产量同环比+747%/+14%，尤其是问界M9在24Q2产量环比显著增加，推动公司重庆工厂产能利用率提升，24H1公司重庆工厂实现营业收入19.9亿元，实现净利润1.1亿元，净利率为5%，同比+5pct。2) 公司2024Q2毛利率为16.51%，同环比分别+5.0pct/+2.6pct。公司24Q2期间费用率为8.3%，同环比-5.4pct/+1.3pct，同比下降主要为收入高增带来的规模效应影响，环比提升主要为24Q2公司计提较多售后服务费计入销售费用以及研发投入增加所致。24Q2归母净利率为8.2%，同环比+10.1pct/+1.6pct，单季度归母净利率创2020年以来新高。

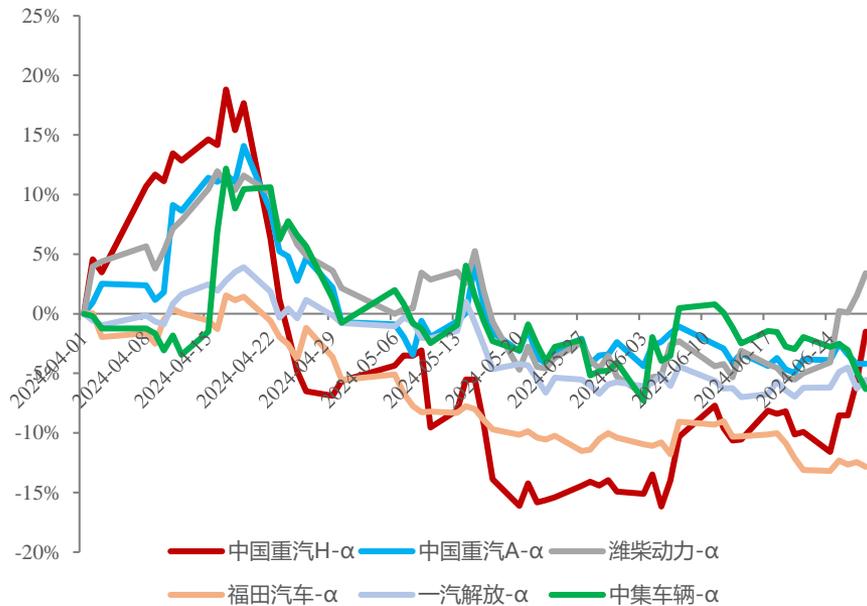
**重卡：终端需求偏弱，燃气/出口表现较好**

■ **24Q2板块下行，潍柴/重汽H表现相对较好。** 24Q2行业批发销量23.2万辆，同环比分别-6.2%/-14.9%，表现不及我们预期，主因终端需求不佳+渠道库存去化；结构上天然气+出口表现持续亮眼，Q2天然气重卡渗透率38.4%，同环比分别+16.4%/+4.9pct，出口7.7万辆，同环比分别+5.4%/+4.6%。24Q2重汽H/重汽A/潍柴/福田/解放/中集股价涨跌幅分别为+5.6%/-11.3%/-3.7%/-19.9%/-12.6%/-13.4%，超额涨跌幅分别为-1.5%/-4.2%/+3.4%/-12.9%/-5.5%/-6.3%，其中重汽H股价涨幅为正、超额跌幅较小，潍柴股价跌幅较小、超额涨幅为正，在重卡板块中表现相对较好。

图：重卡板块核心公司2024Q2股价涨跌幅



图：重卡板块核心公司2024Q2股价超额涨跌幅



# 产批零：24Q2批发及终端销量不及预期

- **产批维度，24Q2表现略低于我们预期。** 24Q2行业批发销量23.2万辆，同环比分别-6.2%/-14.9%，表现不及我们预期，主因终端需求不佳+渠道库存去化（23Q2/24Q2渠道库存分别+1.8/-1.1万）。
- **终端销量维度，24Q2表现略低于我们预期。** 24Q2终端销量16.6万辆，同环比分别+6.7%/+22.2%，同比低基数下正增长（23Q1因疫情开放+拉煤子母车畅销造成需求透支），环比弱于正常季节性（历史上春节位于2月下旬且无其他因素干扰的2016/2019年，Q2销量环比分别+37.8%/+37.9%）。

图：重卡板块核心公司季度重卡产批零售数据比较（单位：万辆）

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2同比	Q2环比
产量	重卡行业	23.76	14.58	12.02	12.79	24.51	24.10	21.03	22.0	26.5	22.4	-7.11%	-15.64%
	福田汽车	3.3	1.0	1.3	0.9	3.0	1.7	1.7	2.3	3.2	1.7	-1.79%	-47.30%
	一汽解放	4.3	2.2	2.2	2.0	5.5	5.0	4.4	4.4	5.8	4.4	-12.14%	-25.07%
	中国重汽-H	5.5	3.6	2.7	3.3	6.0	6.5	6.0	4.6	7.0	6.5	0.23%	-6.56%
	潍柴动力	2.9	3.0	2.4	2.3	3.4	4.4	3.3	4.0	3.6	3.8	-14.33%	6.31%
	中国重汽-A	7.37				10.10							-
批发	重卡行业	23.1	14.8	14.3	14.9	24.1	24.7	21.8	20.44	27.24	23.18	-6.15%	-14.90%
	福田汽车	2.2	1.7	1.6	1.3	2.6	2.1	2.1	2.1	2.1	1.7	-17.24%	-16.53%
	一汽解放	5.5	2.1	2.3	2.6	4.4	5.7	4.2	4.1	5.9	4.7	-17.70%	-20.73%
	中国重汽-H	5.5	3.4	3.7	3.3	6.8	6.2	6.2	4.3	7.7	6.3	0.88%	-18.09%
	潍柴动力	2.6	2.9	2.8	2.5	3.8	4.1	3.6	3.5	3.9	4.2	2.23%	7.05%
	中国重汽-A	4.94		4.66		6.09		6.66		7.05			-
上险	重卡行业	12.1	13.3	12.1	10.5	16.3	15.5	15.4	14.04	13.55	16.56	6.75%	22.17%
	福田汽车	1.3	1.3	1.5	1.0	1.9	1.5	1.8	1.5	1.3	1.6	6.50%	18.38%
	一汽解放	2.5	2.9	2.9	2.0	3.9	3.3	3.9	3.0	3.3	3.7	12.83%	14.92%
	中国重汽-H	2.0	2.2	1.9	1.9	2.5	2.7	2.6	2.6	2.6	3.2	17.82%	23.87%
	潍柴动力	0.9	1.0	0.9	0.8	1.7	1.6	1.7	1.4	1.5	1.8	7.20%	20.72%

# 盈利能力：24Q2盈利环比改善居多，潍柴表现较好

- **营收角度：**24Q2营收表现分化，行业产批同环比下滑背景下，潍柴/重汽营收同比增长，表现优于行业，福田/解放/中集同比表现弱于行业。
- **毛利率角度：**终端折扣及产品结构变化为影响毛利率主因。24Q2福田/解放/潍柴毛利率环比提升，重汽/中集环比下滑。
- **扣非净利率角度：**24Q2环比改善居多，解放/潍柴/重汽/中集环比提升，福田环比下滑。

图：重卡板块核心公司核心财务指标比较 毛利率/净利率同环比单位为pct（调整质保费用影响后）

		2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2同比	Q2环比
营业收入/亿元	福田汽车	109.54	149.74	138.71	140.97	131.55	128.70	110.98	-19.99%	-13.76%
	一汽解放	78.77	140.38	189.77	151.08	157.82	189.81	166.21	-12.41%	-12.43%
	潍柴动力	446.34	534.34	527.01	542.48	535.75	563.80	561.10	6.47%	-0.48%
	中国重汽-A	63.67	92.14	109.74	105.77	113.06	114.27	129.74	18.22%	13.54%
	中集车辆	62.15	65.84	68.86	60.99	55.18	51.53	55.47	-19.45%	7.64%
毛利率	福田汽车	10.68%	11.05%	11.71%	12.64%	9.31%	11.62%	13.54%	1.83	1.92
	一汽解放	12.27%	6.13%	8.24%	7.72%	10.67%	6.30%	6.95%	-1.29	0.65
	潍柴动力	20.33%	18.70%	20.19%	21.77%	23.66%	22.11%	22.79%	2.60	0.68
	中国重汽-A	3.50%	7.92%	7.43%	6.56%	9.41%	7.87%	7.74%	0.31	-0.12
	中集车辆	13.28%	18.47%	19.34%	17.61%	19.52%	15.26%	14.58%	-4.76	-0.68
扣非净利率	福田汽车	-2.75%	1.16%	1.71%	0.29%	-0.01%	1.61%	0.88%	-0.83	-0.73
	一汽解放	-8.18%	-0.59%	1.23%	-0.44%	-1.07%	0.55%	1.08%	-0.15	0.54
	潍柴动力	2.72%	3.26%	3.55%	3.74%	4.56%	4.16%	5.59%	2.04	1.43
	中国重汽-A	-2.34%	2.40%	2.47%	1.38%	3.57%	2.30%	2.46%	-0.01	0.16
	中集车辆	4.11%	7.27%	8.08%	6.04%	2.71%	5.09%	5.20%	-2.88	0.11

# 费用管控：24Q2费用率环比增长居多

- 行业整体来看，重卡企业销售及研发费用同环比增长居多，管理费用表现分化但影响弱于销售及研发费用。
- 销售费用率：除中集外其余车企环比均增加，受营收下滑影响福田增长较多。
- 管理费用率：福田/解放环比增长，潍柴/重汽/中集环比下降。
- 研发费用率：车企研发投入力度持续增加，除重汽外研发费用率均环比提升。

图：重卡板块核心公司费用率比较 同环比单位为pct（调整质保费用影响后）

		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2同比	Q2环比
销售费用率	福田汽车	3.75%	2.82%	4.38%	4.32%	3.32%	4.32%	1.50	1.01
	一汽解放	2.53%	2.21%	2.49%	2.88%	2.30%	2.40%	0.19	0.11
	潍柴动力	5.36%	6.34%	6.24%	7.13%	5.80%	6.49%	0.15	0.69
	中国重汽-A	1.28%	1.47%	1.01%	0.50%	0.89%	1.20%	-0.27	0.31
	中集车辆	2.29%	3.08%	2.78%	2.63%	2.96%	2.39%	-0.69	-0.57
管理费用率	福田汽车	2.82%	3.00%	3.16%	1.93%	3.01%	3.18%	0.18	0.17
	一汽解放	2.80%	2.52%	2.77%	4.07%	2.01%	2.15%	-0.37	0.14
	潍柴动力	4.30%	4.42%	4.35%	4.61%	4.63%	4.42%	0.00	0.21
	中国重汽-A	0.86%	0.01%	0.93%	1.34%	0.80%	0.77%	0.76	0.04
	中集车辆	4.40%	5.00%	4.73%	8.06%	4.62%	3.86%	-1.14	-0.76
研发费用率	福田汽车	2.81%	3.69%	3.94%	4.49%	4.26%	4.46%	0.77	0.21
	一汽解放	3.59%	3.92%	4.46%	6.72%	2.87%	3.55%	-0.37	0.69
	潍柴动力	3.43%	3.58%	3.56%	4.47%	3.71%	3.94%	0.36	0.23
	中国重汽-A	0.89%	1.05%	2.07%	1.53%	1.78%	1.54%	0.49	0.24
	中集车辆	1.39%	1.13%	1.60%	2.35%	0.99%	1.91%	0.78	0.92
销管研合计	福田汽车	9.38%	9.51%	11.48%	10.74%	10.58%	11.97%	2.46	1.39
	一汽解放	8.93%	8.65%	9.72%	13.67%	7.18%	8.11%	-0.54	0.93
	潍柴动力	13.09%	14.34%	14.15%	16.21%	14.14%	14.86%	0.52	0.71
	中国重汽-A	3.02%	2.53%	4.01%	3.37%	3.47%	3.51%	0.98	0.04
	中集车辆	8.08%	9.21%	9.11%	13.04%	8.57%	8.16%	-1.05	-0.41

# 潍柴：24Q2业绩超预期，盈利能力提升明显

■ **24Q2业绩超预期，盈利能力提升明显。** 24H1公司扣非前/后归母净利润分别为59.0/54.8亿元，同比分别为+51.4%/+51.8%。其中24Q2扣非前/后归母净利润分别为33.0/31.3亿元，同比分别为+61.7%/+67.8%，环比分别为+27.1%/+33.7%。调整质保费用后公司24Q2毛利率22.8%，同环比分别+2.6/+0.7pct，盈利能力大幅改善；交强险口径下，24Q2公司发动机配套量5.34万辆，同环比分别+10.2%/+15.2%，天然气发动机配套量3.80万辆，同环比分别+67.3%/+24.2%。

图：潍柴动力24Q2季报核心财务指标拆分（费用率/利润率同环比单位均为pct）

	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2同比	Q2环比
<b>营业收入/亿元</b>	<b>446.34</b>	<b>534.34</b>	<b>527.01</b>	<b>542.48</b>	<b>535.75</b>	<b>563.80</b>	<b>561.10</b>	6.5%	-0.5%
营业成本	355.61	434.42	420.62	424.39	409.00	439.14	433.22	3.0%	-1.3%
<b>毛利率</b>	<b>20.33%</b>	<b>18.70%</b>	<b>20.19%</b>	<b>21.77%</b>	<b>23.66%</b>	<b>22.11%</b>	<b>22.79%</b>	2.6%	0.7%
销售费用/亿元	28.50	28.66	33.39	33.85	38.20	32.72	36.43	9.1%	11.4%
管理费用/亿元	22.07	22.95	23.29	23.64	24.69	26.12	24.83	6.6%	-5.0%
研发费用/亿元	22.17	18.33	18.88	19.29	23.95	20.91	22.11	17.1%	5.8%
财务费用/亿元	-3.15	0.52	-0.31	5.05	0.34	1.06	-0.75		
销管研费用率合计	16.30%	13.09%	14.34%	14.15%	16.21%	14.14%	14.86%	0.5	0.7
销售费用率	6.39%	5.36%	6.34%	6.24%	7.13%	5.80%	6.49%	0.2	0.7
管理费用率	4.95%	4.30%	4.42%	4.36%	4.61%	4.63%	4.42%	0.0	-0.2
研发费用率	4.97%	3.43%	3.58%	3.56%	4.47%	3.71%	3.94%	0.4	0.2
财务费用率	-0.71%	0.10%	-0.06%	0.93%	0.06%	0.19%	-0.13%	-0.1	-0.3
<b>归母净利润/亿元</b>	<b>15.93</b>	<b>18.56</b>	<b>20.43</b>	<b>26.02</b>	<b>25.13</b>	<b>26.00</b>	<b>33.0</b>	61.7%	27.1%
<b>归母净利率</b>	<b>3.57%</b>	<b>3.47%</b>	<b>3.88%</b>	<b>4.80%</b>	<b>4.69%</b>	<b>4.61%</b>	<b>5.89%</b>	2.0	1.3
扣非后归母净利润/亿元	12.14	17.42	18.68	20.28	24.41	23.44	31.3	67.8%	33.7%
<b>扣非后归母净利率</b>	<b>2.72%</b>	<b>3.26%</b>	<b>3.55%</b>	<b>3.74%</b>	<b>4.56%</b>	<b>4.16%</b>	<b>5.59%</b>	2.0	1.4
陕重汽销量/辆-中汽协	25109	37725	40710	36168	34867	38877	41616	2.2%	7.0%
发动机配套/套-交强险	28069	48920	48505	52407	42920	46367	53430	10.2%	15.2%
天然气发动机配套/辆-交强险	3757	12925	22725	34448	28131	30602	38009	67.3%	24.2%

# 重汽H：业绩符合预期，费用管控能力进一步强化

■ 24Q2业绩符合预期，重卡销量及收入表现优于行业，轻卡业务亏损收窄。24H1实现收入488.2亿元，同环比分别+18.0%/+10.7%，归母净利润32.9亿元，同环比分别+38.8%/+11.9%。调整质保费用后24H1公司毛利率15.1%，同环比分别-1.9/-1.3pct，销售/管理费用率分别3.5%/4.8%，同比分别-1.2/-0.2pct，环比分别-1.1/-1.1pct，销管费用率同环比下滑，费用控制能力凸显。

图：中国重汽24年H1核心财务指标拆分（费用率/利润率同环比单位均为pct）

	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	H1同比	H1环比
<b>营业收入/亿元</b>	<b>427.98</b>	<b>554.00</b>	<b>651.69</b>	<b>281.88</b>	<b>290.28</b>	<b>302.63</b>	<b>413.89</b>	<b>441.09</b>	<b>488.23</b>	<b>18.0%</b>	<b>10.7%</b>
分产品：											
重卡	349.54	463.63	576.01	206.57	238.68	259.30	358.83	389.48	420.38	17.2%	7.9%
轻卡及其他	67.16	73.38	59.35	61.55	41.12	33.43	43.91	44.37	58.02	32.1%	30.8%
金融业务	5.63	7.74	8.83	8.97	6.89	5.92	7.99	4.21	6.88	13.9%	63.7%
发动机	5.66	9.24	7.50	4.79	3.59	3.98	3.16	3.04	2.95	6.5%	2.8%
<b>营业成本/亿元</b>	<b>342.23</b>	<b>443.90</b>	<b>543.54</b>	<b>233.39</b>	<b>241.16</b>	<b>251.61</b>	<b>343.67</b>	<b>368.95</b>	<b>414.64</b>	<b>20.7%</b>	<b>12.4%</b>
<b>毛利率</b>	<b>20.04%</b>	<b>19.94%</b>	<b>16.60%</b>	<b>16.78%</b>	<b>16.92%</b>	<b>16.89%</b>	<b>16.97%</b>	<b>16.35%</b>	<b>15.07%</b>	-1.9	-1.3
<b>销售费用</b>	<b>18.65</b>	<b>31.18</b>	<b>32.22</b>	<b>13.18</b>	<b>11.89</b>	<b>16.72</b>	<b>19.54</b>	<b>20.48</b>	<b>17.25</b>	11.7%	15.8%
<b>管理费用</b>	<b>27.62</b>	<b>29.09</b>	<b>25.40</b>	<b>37.45</b>	<b>20.61</b>	<b>27.13</b>	<b>20.64</b>	<b>26.05</b>	<b>23.49</b>	13.8%	9.9%
销售费用率	4.32%	5.06%	4.90%	4.85%	4.02%	4.81%	4.72%	4.64%	3.53%	-1.2	-1.1
管理费用率	6.40%	5.76%	3.86%	6.71%	6.97%	8.02%	4.99%	5.91%	4.81%	-0.2	-1.1
<b>归母净利润/亿元</b>	<b>29.39</b>	<b>38.62</b>	<b>36.16</b>	<b>7.17</b>	<b>12.83</b>	<b>5.08</b>	<b>23.73</b>	<b>29.45</b>	<b>32.94</b>	<b>38.8%</b>	<b>11.9%</b>
<b>归母净利润率</b>	<b>6.87%</b>	<b>6.97%</b>	<b>5.55%</b>	<b>2.54%</b>	<b>4.42%</b>	<b>1.68%</b>	<b>5.73%</b>	<b>6.68%</b>	<b>6.75%</b>	1.0	0.1
<b>销售量/万辆</b>											
重卡	<b>11.81</b>	<b>27.84</b>	<b>20.75</b>	<b>7.44</b>	<b>7.51</b>	<b>8.27</b>	<b>10.89</b>	<b>11.81</b>	<b>12.50</b>	<b>14.8%</b>	<b>5.8%</b>
一国内	10.42	24.75	17.94	4.83	3.97	2.95	4.37	5.32	5.7	29.6%	6.3%
一出口（包括联营出口）	1.39	3.10	2.80	2.60	3.53	5.32	6.52	6.49	6.8	4.9%	5.5%
轻卡	18.10	12.91	8.01	9.66	5.69	-	-	-	-	-	-
以汽车融资销售的卡车	6.93	7.33	2.95	5.28	3.63	-	-	-	-	-	-
<b>发动机销量/万台</b>	<b>28.39</b>	<b>21.79</b>	<b>13.23</b>	<b>12.77</b>	<b>5.33</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>单车均价-重卡</b>	<b>30.16</b>	<b>17.07</b>	<b>28.18</b>	<b>28.45</b>	<b>32.10</b>	<b>31.69</b>	<b>33.59</b>	<b>32.78</b>	<b>34.01</b>	<b>1.3%</b>	<b>3.7%</b>
<b>单车均价-轻卡</b>	<b>8.19</b>	<b>10.14</b>	<b>10.67</b>	<b>10.68</b>	<b>11.90</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>单车归母净利润-重卡</b>	<b>2.49</b>	<b>1.39</b>	<b>1.74</b>	<b>0.96</b>	<b>1.71</b>	<b>0.61</b>	<b>2.18</b>	<b>2.49</b>	<b>2.64</b>	<b>20.9%</b>	<b>5.7%</b>

# 重汽A：24Q2业绩符合预期，量价利表现优于行业

- 24Q2业绩符合预期，24H1重卡量价同比增长，24Q2毛利率同比提升。** 24H1公司扣非前/后归母净利润分别6.2/5.8亿元，同比分别+24.7%/+18.2%，其中24Q2归母净利润3.44亿元，同环比分别+26.6%/+25.7%，扣非后归母净利润3.19亿元，同环比分别+17.7%/+21.5%。量维度，24H1公司实现重卡销售7.05万台，同比+15.8%，表现优于行业；价维度，24H1公司重卡单车均价27.4万元，23H1/23H2分别25.7/27.5万元；利维度，调整质保费用后24Q2公司毛利率7.74%，同环比分别+0.3/-0.1pct，受益于产品结构改善，单车均价及毛利率同比提升。公司24Q2研发费用2.0亿元，同比+73%，产品及技术开发投入增加，保证产品全球市场竞争力领先。

图：中国重汽24Q2季报核心财务指标拆分（费用率/利润率同环比单位均为pct）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2同比	Q2环比
<b>营业收入</b>	<b>74.97</b>	<b>78.35</b>	<b>71.24</b>	<b>63.67</b>	<b>92.14</b>	<b>109.74</b>	<b>105.77</b>	<b>113.06</b>	<b>114.27</b>	<b>129.74</b>	18.2%	13.5%
营业成本	70.00	72.01	66.97	61.44	84.84	101.59	98.83	102.43	105.28	119.69	17.8%	13.7%
<b>毛利率</b>	<b>6.63%</b>	<b>8.09%</b>	<b>6.00%</b>	<b>3.50%</b>	<b>7.92%</b>	<b>7.43%</b>	<b>6.56%</b>	<b>9.41%</b>	<b>7.87%</b>	<b>7.74%</b>	-1.7	-0.1
销售费用	1.14	0.62	1.02	0.43	1.18	1.61	1.07	0.57	1.02	1.56	-3.0%	53.4%
管理费用	0.29	0.89	0.76	0.69	0.79	0.01	0.98	1.51	0.92	1.00	-	8.5%
研发费用	1.09	0.57	0.52	2.16	0.82	1.15	2.19	1.73	2.03	2.00	73.0%	-1.7%
财务费用	(0.22)	(0.20)	(0.27)	(0.26)	(0.44)	(0.50)	(0.57)	(0.78)	(0.67)	(0.56)	-	-
销售费用率	1.5%	0.8%	1.4%	0.7%	1.3%	1.5%	1.0%	0.5%	0.9%	1.2%	0.7	0.3
管理费用率	0.4%	1.1%	1.1%	1.1%	0.9%	0.0%	0.9%	1.3%	0.8%	0.8%	-0.6	0.0
研发费用率	1.4%	0.7%	0.7%	3.4%	0.9%	1.1%	2.1%	1.5%	1.8%	1.5%	0.0	-0.2
财务费用率	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.7%	-0.6%	-0.4%	0.3	0.2
<b>归母净利润</b>	<b>1.24</b>	<b>1.96</b>	<b>0.36</b>	<b>-1.43</b>	<b>2.24</b>	<b>2.72</b>	<b>1.59</b>	<b>4.25</b>	<b>2.74</b>	<b>3.44</b>	26.6%	25.7%
扣非后归母净利润	1.19	1.82	0.32	-1.49	2.21	2.71	1.46	4.04	2.63	3.19	17.7%	21.5%
<b>归母净利率</b>	<b>1.7%</b>	<b>2.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>-2.2%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>3.8%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.7%</b>	-1.1	0.3

# 中集：24Q2业绩符合预期，星链计划成效显著

■ **24Q2业绩符合预期，星链计划成效显著。** 公司2024H1实现营收107.0亿元，同比-20.6%，归母净利润为5.63亿元，同比-70.3%，扣非后归母净利润5.51亿元，同比-46.8%；2024Q2折合营收55.47亿元，同环比分别-19.4%/+7.6%，归母净利润2.98亿元，同环比-79.0%/-12.4%，扣非后归母净利润2.89亿元，同环比-48.1%/+10.0%。Q2净利润环比改善，星链计划成效初步显现。2024H1整体来看，全球销售各类车辆6.2万辆/套。24H1国内市场半挂车业务全面推进星链计划，星链半挂车销量增长24.67%，国内市占率14.12%，同比+2.2pct；收入26.3亿元，毛利率同比+4.03pct。

图：中集车辆24Q2季报核心财务指标拆分（费用率/利润率同环比单位均为pct）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2同比	Q2环比
<b>营业收入/亿元</b>	<b>51.32</b>	<b>60.64</b>	<b>62.11</b>	<b>62.14</b>	<b>65.84</b>	<b>68.86</b>	<b>60.99</b>	<b>55.18</b>	<b>51.53</b>	<b>55.47</b>	-19.45%	7.64%
营业成本	46.05	53.40	53.18	52.21	53.68	54.97	50.24	44.41	43.67	47.38	-13.80%	8.51%
<b>毛利率</b>	<b>10.28%</b>	<b>11.93%</b>	<b>14.37%</b>	<b>15.99%</b>	<b>18.47%</b>	<b>20.17%</b>	<b>17.61%</b>	<b>19.52%</b>	<b>15.26%</b>	<b>14.58%</b>	-4.9%	-0.7%
销售费用	1.16	1.48	1.54	1.09	1.51	2.12	1.70	1.45	1.53	1.32	-37.44%	-13.18%
管理费用	1.83	2.16	2.54	3.81	2.90	3.44	2.89	4.45	2.38	2.14	-37.83%	-9.98%
研发费用	0.69	0.77	0.80	0.79	0.92	0.78	0.97	1.30	0.51	1.06	35.74%	107.72%
财务费用	-0.03	-0.50	-0.42	0.03	0.02	-0.54	-0.16	0.00	-0.42	-0.46		
销售费用率	2.25%	2.44%	2.47%	1.75%	2.29%	3.08%	2.78%	2.63%	2.96%	2.39%	-0.2%	-0.6%
管理费用率	3.56%	3.56%	4.09%	6.13%	4.40%	5.00%	4.74%	8.06%	4.62%	3.86%	-4.2%	-0.8%
研发费用率	1.34%	1.27%	1.29%	1.28%	1.39%	1.13%	1.60%	2.35%	0.99%	1.91%	-0.4%	0.9%
财务费用率	-0.06%	-0.82%	-0.67%	0.06%	0.03%	-0.79%	-0.26%	0.00%	-0.82%	-0.84%	-0.8%	0.0%
<b>归母净利润/亿元</b>	<b>1.24</b>	<b>2.41</b>	<b>2.95</b>	<b>4.57</b>	<b>4.79</b>	<b>14.17</b>	<b>3.81</b>	<b>1.78</b>	<b>2.65</b>	<b>2.98</b>	-78.98%	12.45%
扣非后归母净利润/亿元	1.04	2.45	3.12	2.55	4.79	5.57	3.68	1.50	2.62	2.89	-48.15%	9.98%
全球车辆销售/辆	33208	78831		39831	36386	37018	42869	22742	29483	29484	-20.35%	0.00%
单车均价/万元	15.45	15.57		15.60	18.09	18.60	14.23	24.27	17.48	18.81	1.14%	7.64%
单车净利润/万元	0.37	0.68		1.15	1.32	3.83	0.89	0.78	0.90	1.01	-73.61%	12.45%
单车扣非净利润/万元	0.31	0.71		0.64	1.32	1.50	0.86	0.66	0.89	0.98	-34.90%	9.98%

# 解放：24Q2业绩符合预期，燃气重卡持续领跑

■ **24Q2业绩表现符合预期，天然气重卡持续领跑。** 公司24Q2收入166.2亿，同环比分别-12.4%/-12.4%，扣非前/后归母净利润分别3.09/1.8亿元，同比分别-9.0%/-23.0%，环比分别+82.5%/+74.1%。24Q2公司重卡销量4.7万，同环比分别-17.7%/-20.7%，终端市占率22.6%，同环比分别+1.2/-1.4pct，出口市占率22.9%，同环比分别+9.1/+5.7pct，内销/出口份额均同比提升，销量同比下滑主因23Q2渠道加库较多，24Q2公司于燃气重卡市占率持续位居第一。

图：一汽解放24Q2季报核心财务指标拆分（费用率/利润率同环比单位均为pct）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2同比	Q2环比
<b>营业收入/亿元</b>	<b>151.56</b>	<b>77.15</b>	<b>75.83</b>	<b>78.77</b>	<b>140.38</b>	<b>189.77</b>	<b>151.08</b>	<b>157.82</b>	<b>189.81</b>	<b>166.21</b>	-12.41%	-12.43%
营业成本	137.92	73.23	72.27	69.10	131.77	174.13	139.42	140.97	177.86	154.66	-11.18%	-13.04%
<b>毛利率</b>	<b>9.00%</b>	<b>5.08%</b>	<b>4.70%</b>	<b>12.27%</b>	<b>6.13%</b>	<b>8.24%</b>	<b>7.72%</b>	<b>10.67%</b>	<b>6.30%</b>	<b>6.95%</b>	-3.7	0.7
销售费用/亿元	3.71	1.95	3.04	3.86	3.56	4.19	3.76	4.55	4.36	4.00	-4.67%	-8.31%
管理费用/亿元	4.24	4.63	4.56	6.97	3.94	4.78	4.18	6.42	3.82	3.58	-25.11%	-6.42%
研发费用/亿元	5.17	4.99	7.46	11.34	5.04	7.44	6.74	10.61	5.45	5.91	-20.59%	8.47%
财务费用/亿元	(3.15)	(2.56)	(2.75)	(2.07)	(1.88)	(2.28)	(2.57)	(2.43)	(2.03)	(1.92)	-	-
销售费用率	2.45%	2.53%	4.00%	4.90%	2.53%	2.21%	2.49%	2.88%	2.30%	2.4%	-0.5	0.1
管理费用率	2.80%	6.00%	6.02%	8.85%	2.80%	2.52%	2.77%	4.07%	2.01%	2.2%	-1.9	0.1
研发费用率	3.41%	6.47%	9.83%	14.39%	3.59%	3.92%	4.46%	6.72%	2.87%	3.6%	-3.2	0.7
财务费用率	-2.08%	-3.32%	-3.62%	-2.63%	-1.34%	-1.20%	-1.70%	-1.54%	-1.07%	-1.2%	0.4	-0.1
<b>归母净利润/亿元</b>	<b>4.52</b>	<b>-2.82</b>	<b>-8.23</b>	<b>10.20</b>	<b>0.62</b>	<b>3.40</b>	<b>0.11</b>	<b>3.51</b>	<b>1.69</b>	<b>3.09</b>	-9.01%	82.50%
<b>归母净利率</b>	<b>2.98%</b>	<b>-3.66%</b>	<b>-10.85%</b>	<b>12.95%</b>	<b>0.44%</b>	<b>1.79%</b>	<b>0.07%</b>	<b>2.22%</b>	<b>0.89%</b>	<b>1.86%</b>	-0.4	1.0
非经损益/亿元	0.64	2.12	1.41	16.65	1.44	1.05	0.78	5.19	0.66	1.29	-	-
扣非后归母净利润/亿元	3.88	-4.94	-9.63	-6.45	-0.82	2.34	-0.67	-1.68	1.04	1.80	-23.02%	74.09%
销量/辆	66783	33438	34279	35549	58460	73062	55035	55105	78463	70647	-3.31%	-9.96%
其中：重卡	54715	21105	23252	26499	44413	57026	41774	41174	59187	46929	-17.71%	-20.71%
重卡占比	81.93%	63.12%	67.83%	74.54%	75.97%	78.05%	75.90%	74.72%	75.43%	66.43%	-11.62%	-9.01%
单车均价/万元	22.69	23.07	22.12	22.16	24.01	25.97	27.45	28.64	24.19	23.53	-9.42%	-2.74%
扣非后归母净利率	2.56%	-6.40%	-12.70%	-8.18%	-0.59%	1.23%	-0.44%	-1.07%	0.55%	1.08%	2.2	0.5

# 福田：24Q2业绩不及预期，营收下滑毛利率改善

■ 24Q2业绩不及预期，营收下滑，毛利率改善，费用率有所提升。2024H1归母净利润4.1亿元，同比-31.6%。其中24Q2归母净利润1.58亿元，同环比分别-48.7%/-38.3%；24Q2公司毛利率13.54%，同环比分别+1.1pct/+1.9pct。中重卡方面，24Q2公司销量2.4万辆，同环比分别-13.1%/-17.8%；轻卡方面，公司销量10.5万辆，同环比分别+3.6%/-4.8%；客车方面，公司客车销量1.5万辆，同环比分别+13.8%/+4.9%。

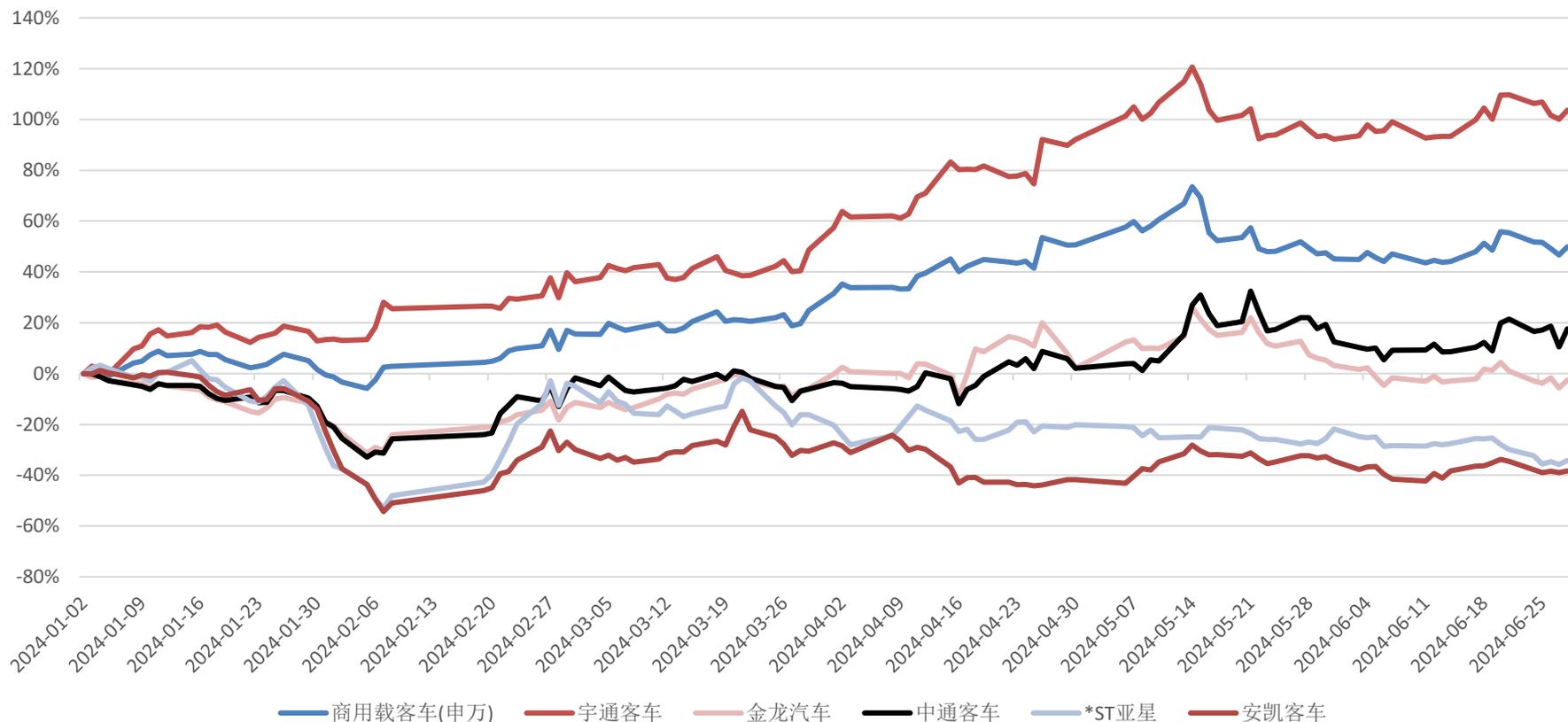
图：福田汽车24Q2季报核心财务指标拆分（费用率/利润率同环比单位均为pct）

	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2同比	Q2环比
<b>营业收入/亿元</b>	<b>123.17</b>	<b>109.54</b>	<b>149.74</b>	<b>138.72</b>	<b>140.97</b>	<b>131.55</b>	<b>128.70</b>	<b>110.98</b>	-20.0%	-13.8%
营业成本	110.67	97.84	133.19	121.48	123.15	119.30	113.75	95.96	-21.0%	-15.6%
<b>毛利率</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.7%</b>	<b>11.0%</b>	<b>12.4%</b>	<b>12.6%</b>	<b>9.3%</b>	<b>11.6%</b>	<b>13.5%</b>	4.2	1.9
销售费用	4.48	3.64	5.61	3.91	6.18	5.68	4.27	4.80	22.8%	12.5%
管理费用	3.87	3.76	4.22	4.16	4.46	2.54	3.87	3.53	-15.0%	-8.8%
研发费用	4.68	4.08	4.21	5.13	5.55	5.91	5.48	4.95	-3.3%	-9.6%
财务费用	-0.90	-0.05	0.13	-0.48	-0.20	-0.09	-0.01	-0.20	-	-
销售费用率	3.64%	3.33%	3.75%	2.82%	4.38%	4.32%	3.32%	4.32%	0.0	1.0
管理费用率	3.14%	3.43%	2.82%	3.00%	3.17%	1.93%	3.01%	3.18%	1.3	0.2
研发费用率	3.80%	3.72%	2.81%	3.69%	3.94%	4.49%	4.26%	4.46%	0.0	0.2
财务费用率	-0.73%	-0.05%	0.09%	-0.34%	-0.14%	-0.07%	0.00%	-0.18%	-0.1	-0.2
期间费用率	9.85%	10.43%	9.46%	9.16%	11.34%	10.67%	10.58%	11.79%	1.1	1.2
投资收益/亿元	(0.02)	(1.56)	1.90	0.54	(1.08)	1.26	0.73	(1.00)	-286.0%	-236.7%
<b>归母净利润/亿元</b>	<b>0.23</b>	<b>-1.76</b>	<b>2.98</b>	<b>3.08</b>	<b>1.83</b>	<b>1.21</b>	<b>2.56</b>	<b>1.58</b>	-48.7%	-38.3%
扣非后归母净利润/亿元	-0.80	-3.01	1.74	2.38	0.41	-0.01	2.07	0.97	-59.0%	-52.9%
扣非扣投资收益后净利润	-0.79	-1.45	-0.16	1.84	1.48	-1.27	1.34	1.98	7.7%	48.1%
中重卡销量	24444	19004	35483	28114	26909	26255	29726	24425	-13.1%	-17.8%
并表销量合计	96855	89310	138488	126548	128086	163418	137967	131538	3.9%	-4.7%
并表单车均价/万元	12.72	12.26	10.81	10.96	11.01	8.05	9.33	8.44	-23.0%	-9.5%

**客车：整体贝塔向上，龙头跑赢行业**

◆ 针对客车板块，我们选取5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、亚星客车、安凯客车。2024H1，行业指数商用载客车（申万）上涨50%，宇通/金龙/中通/亚星/安凯全年涨幅分别为+104%/-0.0%/+0.2%/-0.3%/-0.4%，行业整体上涨，但只有宇通录得超额收益，二三线车企整体震荡。

图：商用载客车指数及重点车企收盘价涨跌幅（相比2024年1月1日）



# 产批比较：24Q2产销同环比高增，龙头效应明显

◆ 2024年二季度，行业总量同环比比高速增长，龙头公司跑赢行业。1) 总量维度，客车行业总体产量/销量分别同比+12%/+10%，环比分别+12%/+5%。2) 结构维度：大中型客车延续增长，龙头销量跑赢行业。2024Q2行业大/中客销量同比+29%/+6%，同比高增主要为国内座位客车和出口销量增长拉动。分车企看，龙头企业宇通/金龙大中客销量基本与行业同频，宇通大型客车销量同环比跑赢行业。

表：客车行业及重点车企产批数据 / 辆

		产量						销量						交强险					
		2023Q1	2023Q2	2024Q1	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比	2023Q1	2023Q2	2024Q1	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比	2023Q1	2023Q2	2024Q1	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比
行业	大型客车							7355	14078	13161	18198	29%	38%	3347	7047	6373	9624	37%	51%
	中型客车	102394	120671	114207	127714	12%	12%	4068	9971	7705	10572	6%	37%	4097	7523	6634	7957	6%	20%
	轻型客车							85619	92781	101412	99476	7%	-2%	71325	80110	87959	114949	43%	31%
宇通客车	大型客车	2544	5718	5204	7464	31%	43%	2100	5593	4595	7430	33%	62%	726	2590	2671	4204	62%	57%
	中型客车	1366	3943	2412	3935	0%	63%	1363	3898	2372	3938	1%	66%	1518	3099	2406	3306	7%	37%
	轻型客车	1052	1141	745	1500	31%	101%	976	1204	764	1456	21%	91%	609	490	471	964	97%	105%
金龙汽车	大型客车	3665	4650	3785	5536	19%	46%	3097	5069	3768	5354	6%	42%	1172	2256	2013	3056	35%	52%
	中型客车	708	2247	1593	2231	-1%	40%	579	2047	1817	2330	14%	28%	456	1292	1268	1443	12%	14%
	轻型客车	4143	5331	4415	5004	-6%	13%	3282	4583	4294	5378	17%	25%	2248	1928	3019	3306	71%	10%
中通客车	大型客车	719	1099	2305	1868	70%	-19%	694	1132	1919	1701	50%	-11%	191	316	344	622	97%	81%
	中型客车	254	799	454	1364	71%	200%	278	626	386	1168	87%	203%	55	346	417	566	64%	36%
	轻型客车	221	251	207	378	51%	83%	258	206	209	320	55%	53%	169	228	170	346	52%	104%
亚星客车	大型客车	65	225	759	1046	/	38%	73	210	693	1022	/	47%	14	41	45	170	/	278%
	中型客车	113	136	150	78	-43%	-48%	108	113	177	114	1%	-36%	41	22	70	61	177%	-13%
	轻型客车	145	134	359	79	-41%	-78%	154	139	81	41	-71%	-49%	73	83	140	192	131%	37%
安凯客车	大型客车	438	180	385	435	142%	13%	186	381	324	515	35%	59%	34	90	129	242	169%	88%
	中型客车	52	476	480	403	-15%	-16%	90	417	494	512	23%	4%	103	303	277	372	23%	34%
	轻型客车	193	307	547	437	42%	-20%	232	301	624	248	-18%	-60%	100	224	150	71	-68%	-53%

# 国内比较：24Q2龙头集中度明显提升

- ◆ 2024Q2全年国内销量同环比提升，宇通/金龙/中通均跑赢行业：1) 2024Q2国内大中客同环比+21%/+35%，分车辆类型看座位客车贡献增量，公交车需求仍较为疲软；2) 分企业，一二线车企宇通/金龙/中通销量均跑赢行业，主要为座位客车龙头集中度较高，三者市占率均提升，宇通市占率提升最显著。

表：客车行业及重点车企国内销量数据 / 辆(市占率同环比单位均为pct)

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比
<b>国内大中客</b>	<b>7444</b>	<b>14570</b>	<b>17695</b>	<b>15125</b>	<b>13007</b>	<b>17581</b>	<b>21%</b>	<b>35%</b>
公交车	2405	4464	6528	7701	3424	3054	-32%	-11%
座位客车	3691	9151	9265	6560	8928	13681	50%	53%
<b>宇通销量</b>	<b>2244</b>	<b>5689</b>	<b>6973</b>	<b>4624</b>	<b>5077</b>	<b>7510</b>	<b>32%</b>	<b>48%</b>
市占率	30%	39%	39%	31%	39%	43%	3.7	3.7
<b>金龙销量</b>	<b>1628</b>	<b>3548</b>	<b>4170</b>	<b>2459</b>	<b>3281</b>	<b>4499</b>	<b>27%</b>	<b>37%</b>
市占率	22%	24%	24%	16%	25%	26%	1.2	0.4
<b>中通销量</b>	<b>246</b>	<b>662</b>	<b>921</b>	<b>888</b>	<b>761</b>	<b>1188</b>	<b>79%</b>	<b>56%</b>
市占率	3%	5%	5%	6%	6%	7%	2.2	0.9

- ◆ **出口红利稳步兑现，龙头宇通市占率再上台阶。** 受益于海外客车需求高涨，中国客车产品国际竞争力较高，且从格局看寡头格局延续，龙头宇通市占率同环比提升。2024Q2年宇通+金龙+中通市占率为71%。
- 1) 2024Q2出口大中客销量同环比+36%/+35%，座位客车增长跑赢公交车；2) 龙头效应增强，24Q2宇通市占率为30%，同环比+1pct/+2pct，金龙市占率26%，同环比-12pct/+3pct，中通市占率14%，同环比+1pct/-5pct。

表：客车行业及重点车企出口销量数据 / 辆

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比
<b>出口大中客</b>	5275	9123	8364	9083	9169	12416	36%	35%
公交车	2346	4306	4426	4687	4489	5456	27%	22%
座位客车	2929	4817	3938	4396	4680	6960	44%	49%
<b>宇通销量</b>	1344	2672	3068	2947	2621	3749	40%	43%
市占率	25%	29%	37%	32%	29%	30%	0.9	1.6
<b>金龙销量</b>	1963	3523	2637	2859	2101	3269	-7%	56%
市占率	37%	39%	32%	31%	23%	26%	-12.3	3.4
<b>中通销量</b>	731	1164	917	862	1724	1764	52%	2%
市占率	14%	13%	11%	9%	19%	14%	1.4	-4.6

# 出口流向：2024H1欧洲/中东/大洋洲增速较快

- 海关口径下，2024H1大中客出口20634辆，同比+35%。分流向来看，1-6月中大客出口增速较快区域分别为欧洲/中东/大洋洲/拉美，1-6月中大客出口量前三大区域分别为中东/独联体/亚洲。

图：大中客出口量分流向（辆）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024						23 1-6M	24 1-6M
										202401	202402	202403	202404	202405	202406		
<b>中东</b>	<b>7599</b>	<b>4968</b>	<b>5814</b>	<b>6432</b>	<b>8227</b>	<b>6244</b>	<b>4975</b>	<b>3282</b>	<b>8028</b>	<b>754</b>	<b>811</b>	<b>1875</b>	<b>1812</b>	<b>1150</b>	<b>506</b>	<b>3830</b>	<b>6908</b>
YoY		-35%	17%	11%	28%	-24%	-20%	-34%	145%	60%	279%	324%	96%	-13%	10%		80%
沙特阿拉伯	3716	1641	2305	3156	5551	5089	624	390	3353	279	277	1570	1615	709	106	2377	4556
<b>亚洲</b>	<b>5276</b>	<b>7836</b>	<b>8593</b>	<b>4933</b>	<b>4365</b>	<b>2386</b>	<b>2740</b>	<b>5268</b>	<b>5459</b>	<b>923</b>	<b>236</b>	<b>545</b>	<b>417</b>	<b>624</b>	<b>520</b>	<b>2581</b>	<b>3265</b>
YoY		49%	10%	-43%	-12%	-45%	15%	92%	4%	66%	1%	32%	4%	15%	19%		27%
泰国	990	1243	381	706	463	105	93	1501	1450	34	4		10	0	12	1092	60
韩国	9		28	50	157	275	468	837	1265	54	26	88	155	106	125	368	554
中国香港	1026	989	638	919	430	286	360	190	269	24	13	8	9	30	32	108	116
其他	1328	2445	5109	995	516	197	125	141	168	8	13	0	12	16	20	77	69
<b>拉美</b>	<b>3932</b>	<b>3845</b>	<b>3329</b>	<b>3158</b>	<b>2702</b>	<b>2675</b>	<b>1594</b>	<b>2677</b>	<b>4859</b>	<b>272</b>	<b>237</b>	<b>214</b>	<b>390</b>	<b>308</b>	<b>750</b>	<b>1431</b>	<b>2171</b>
YoY		-2%	-13%	-5%	-14%	-1%	-40%	68%	82%	-54%	641%	29%	225%	-4%	281%		52%
墨西哥	63	35	321	22	354	316	235	790	1737	135	92	102	81	137	24	540	571
智利	206	237	468	721	939	593	347	1270	1302	39	34	31	7	73	51	606	235
其他	1072	764	569	766	694	758	320	150	719	22	94	68	23	74	303	186	584
<b>非洲</b>	<b>4088</b>	<b>2670</b>	<b>3289</b>	<b>3057</b>	<b>3084</b>	<b>1762</b>	<b>2662</b>	<b>2922</b>	<b>4030</b>	<b>308</b>	<b>220</b>	<b>204</b>	<b>146</b>	<b>351</b>	<b>418</b>	<b>1836</b>	<b>1647</b>
YoY		-35%	23%	-7%	1%	-43%	51%	10%	38%	-21%	-12%	7%	-54%	10%	14%		-10%
<b>独联体</b>	<b>361</b>	<b>416</b>	<b>1090</b>	<b>1916</b>	<b>3391</b>	<b>1679</b>	<b>1648</b>	<b>3873</b>	<b>9625</b>	<b>520</b>	<b>307</b>	<b>684</b>	<b>987</b>	<b>669</b>	<b>1022</b>	<b>4451</b>	<b>4189</b>
YoY		15%	162%	76%	77%	-50%	-2%	135%	149%	21%	14%	-6%	36%	-49%	5%	0%	-6%
俄罗斯	136	162	849	1094	1412	562	708	1988	3962	310	174	390	583	363	480	1970	2300
哈萨克斯坦	184	225	185	674	1338	976	453	1425	2987	124	122	164	195	179	260	1052	1044
乌兹别克斯坦	29	7	32	117	470	131	117	216	1775	84	8	64	12	3	9	1293	180
其他	5	10	7	14	70	10	369	215	177	1	3	15	48	35	19	43	121
<b>欧洲</b>	<b>565</b>	<b>862</b>	<b>732</b>	<b>842</b>	<b>957</b>	<b>1080</b>	<b>1004</b>	<b>1373</b>	<b>1956</b>	<b>475</b>	<b>217</b>	<b>251</b>	<b>371</b>	<b>358</b>	<b>95</b>	<b>834</b>	<b>1767</b>
YoY		53%	-15%	15%	14%	13%	-7%	37%	42%	144%	97%	89%	212%	107%	-9%		112%
北欧	1	7	2	17	97	265	196	259	341	206	3	122	97	62	0	237	490
其他	12	118	6	75	214	51	127	192	110	9	31	14	49	7	15	42	125
<b>大洋洲</b>	<b>573</b>	<b>588</b>	<b>550</b>	<b>841</b>	<b>831</b>	<b>376</b>	<b>455</b>	<b>628</b>	<b>795</b>	<b>104</b>	<b>43</b>	<b>48</b>	<b>84</b>	<b>137</b>	<b>76</b>	<b>322</b>	<b>492</b>
YoY		3%	-6%	53%	-1%	-55%	21%	38%	27%	225%	330%	-33%	4%	67%	69%		53%
其他	62	24	90	142	297	112	10	33	64	1	2	4	1	5	1	14	14
<b>北美洲</b>	<b>33</b>	<b>50</b>	<b>259</b>	<b>188</b>	<b>86</b>	<b>40</b>	<b>45</b>	<b>48</b>	<b>160</b>	<b>8</b>	<b>14</b>	<b>55</b>	<b>50</b>	<b>48</b>	<b>20</b>	<b>42</b>	<b>195</b>
<b>总计</b>	<b>22427</b>	<b>21235</b>	<b>23656</b>	<b>21367</b>	<b>23643</b>	<b>16242</b>	<b>15123</b>	<b>20071</b>	<b>34912</b>	<b>3364</b>	<b>2085</b>	<b>3876</b>	<b>4257</b>	<b>3645</b>	<b>3407</b>	<b>15327</b>	<b>20634</b>

# 新能源出口流向：2024H1欧洲需求大幅增加

- 海关口径下，2024H1新能源大中客出口3392辆，同比-13%，主要受交付节奏影响较大。分流向来看，1-6月新能源大中客出口增速靠前的区域为大洋洲/欧洲，1-6月新能源大中客出口量前两大区域分别为欧洲/亚洲。

图：新能源大中客出口量分流向（辆）

行标签	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024						23 1-6M	24 1-6M
								202401	202402	202403	202404	202405	202406		
中东	63	1	81	24	680	519	787	33	0	5	16	105	45	299	204
YoY		-98%	8000%	-70%	2733%	-24%	52%	-45%	-100%	-80%	23%	-36%			-32%
以色列	62	0	12	20	30	272	739	0	0	2	14	84	37	279	137
其他	0	1	66	3	6	3	5	1	0	0	0	0	7	5	8
亚洲	58	199	406	382	909	3273	3471	197	54	114	223	235	277	1449	1100
YoY		243%	104%	-6%	138%	260%	6%	9750%	-31%	-66%	-4%	-47%	-22%		-24%
泰国	2	0	14	19	62	1489	1424	34	4	0	10	0	12	1092	60
韩国	22	48	154	257	379	751	1251	54	26	64	155	106	125	356	530
其他	12	10	23	14	43	53	89	1	1	0	0	2	4	38	8
拉美	9	232	526	1015	125	1255	1368	47	52	53	50	152	52	658	406
YoY		2478%	127%	93%	-88%	904%	9%	-75%	160%	-26%	-40%	1%	-64%		-38%
墨西哥	0	0	63	132	14	184	202	24	7	28	44	96	1	127	200
智利	3	203	284	394	51	1020	984	13	30	2	6	43	47	491	141
其他	5	28	172	481	52	47	132	0	15	20	0	0	4	40	39
非洲	0	0	5	10	10	25	180	5	0	6	42	3	0	83	56
YoY				100%	0%	150%	620%		-100%	500%	2000%	-85%	-100%		-33%
独联体	2	16	103	17	2	52	495	0	0	8	2	0	1	386	11
YoY		700%	544%	-83%	-88%	2500%	852%	-100%	-100%	-94%	-97%	-100%	-98%		-97%
其他	2	0	1	0	0	22	7	0	0	0	0	0	0	7	0
欧洲	91	201	338	780	739	1107	1642	433	159	195	200	246	81	730	1314
YoY		121%	68%	131%	-5%	50%	48%	132%	46%	48%	150%	60%	19%		80%
北欧	2	14	97	265	195	259	340	206	3	122	97	62	0	237	490
希腊	0	0	0	0	2	21	1	139	110	0	0	0	2	0	251
其他	1	22	17	23	105	129	102	9	0	6	9	7	15	42	46
大洋洲	0	3	32	22	113	137	140	39	22	6	25	39	11	72	142
YoY			967%	-31%	414%	21%	2%	333%	2100%	-65%	39%	44%			97%
其他	0	1	20	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
北美洲	25	17	46	4	33	26	156	0	14	47	40	48	10	40	159
总计	248	669	1537	2254	2611	6394	8239	754	301	434	598	828	477	3907	3392

# 收入/ASP比较：收入整体提升，单车ASP分化

- ◆ **营收整体来看**，2024Q2所有车企收入均同环比提升，分车企收入增幅与销量变化基本同频，忽略三线车企基数较低导致的增速异常值，收入环比增速宇通>金龙>中通。
- ◆ **单车售价来看**，2024Q2各车企单车售价增幅分化，宇通由于二季度国内销量增速更快单车ASP有所下降，金龙二季度出口环比大幅增加导致单车ASP环比提升；绝对值来看单车ASP宇通>亚星>中通~金龙~安凯。

表：重点车企收入（亿元）及单车均价（万元）

	营业收入/亿元							
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比
宇通客车	35.76	75.38	78.37	80.92	66.16	97.20	28.95%	46.91%
金龙客车	37.46	56.23	47.15	53.15	39.79	57.83	2.85%	45.33%
中通客车	6.94	9.63	11.30	14.56	12.82	14.74	52.95%	14.95%
亚星客车	1.53	2.30	2.48	5.79	5.58	6.91	200.96%	23.85%
安凯客车	2.31	5.14	6.65	7.35	5.73	5.75	11.81%	0.46%
	单车售价/万元							
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比
宇通客车	80.56	70.48	70.34	79.00	85.58	75.79	7.54%	-11.43%
金龙客车	53.84	48.07	45.13	40.97	40.28	44.28	-7.89%	9.92%
中通客车	56.41	49.05	44.98	64.04	50.99	46.21	-5.80%	-9.38%
亚星客车	45.78	49.72	51.97	70.41	58.69	58.74	18.13%	0.07%
安凯客车	45.54	46.81	57.54	46.99	39.71	45.12	-3.62%	13.62%

- ◆ 2024Q2行业整体毛利率高位震荡，龙头盈利提升，三线车企改善空间大：1) 龙头宇通24Q2毛利率分别+2.6/+1.3pct，毛利率创造2018年以来新高；2) 二线车企金龙/中通毛利率高位盘整，24Q2金龙毛利率同比提升，中通毛利率环比微增；3) 三线企业盈利改善弹性大，亚星/安凯24Q2毛利率均录得同环比高增，主要为行业景气度提升需求从龙头传导至三线车企所致。

表：重点车企毛利率及单车毛利（万元）（毛利率/费用率同环比单位均为pct）

	毛利率							
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比
宇通客车	21%	23%	23%	32%	25%	26%	2.6	1.3
金龙客车	11%	10%	13%	12%	13%	10%	0.2	-2.3
中通客车	23%	21%	19%	30%	15%	16%	-4.9	0.9
亚星客车	5%	3%	16%	18%	12%	15%	11.5	3.0
安凯客车	8%	4%	12%	8%	9%	10%	6.3	1.3
	单车毛利/万元							
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比
宇通客车	17.30	16.56	16.28	25.22	21.26	19.78	19.50%	-6.94%
金龙客车	5.91	4.89	5.73	5.10	5.10	4.58	-6.40%	-10.35%
中通客车	13.19	10.31	8.38	19.37	7.78	7.47	-27.56%	-4.02%
亚星客车	2.24	1.57	8.38	12.97	6.85	8.59	448.42%	25.37%
安凯客车	3.52	1.84	7.02	3.79	3.51	4.60	150.13%	30.83%

# 费用率比较：规模效应从龙头扩散至全行业

- ◆ **行业整体费用率表现分化：** 1) 2024Q2宇通/金龙/中通/亚星/安凯期间费用率分别为14.9%/10.1%/7.1%/7.4%/14.1%，宇通由于拓展海外渠道销售费用率较高；2) 趋势来看，24Q2三四线车企费用率下降明显，宇通/金龙基本震荡，主要由于行业景气度传导至三四线车企，收入提升形成规模效应所致。
- ◆ **管理费用率/研发费用率下降成为体现规模效应的核心变量：** 行业整体管理费用率/研发费用率呈现下降趋势，行业整体无需大额资本开支和研发投入。

表：重点车企期间费用率比较（费用率同环比单位均为pct）

	销售费用率								管理费用率							
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比
宇通客车	8.52%	7.83%	7.29%	6.03%	6.86%	8.30%	0.5	1.4	4.81%	2.49%	2.20%	2.32%	2.82%	2.28%	-0.2	-0.5
金龙客车	5.06%	4.92%	6.02%	7.99%	5.60%	4.29%	-0.6	-1.3	3.18%	2.29%	2.86%	3.55%	3.03%	2.29%	0.0	-0.7
中通客车	8.24%	7.16%	6.60%	12.25%	6.56%	2.41%	-4.7	-4.1	4.53%	4.19%	2.76%	3.26%	2.40%	2.19%	-2.0	-0.2
亚星客车	7.92%	8.24%	13.80%	18.20%	4.09%	3.67%	-4.6	-0.4	4.19%	4.18%	2.88%	3.35%	1.92%	2.27%	-1.9	0.3
安凯客车	13.30%	7.34%	7.97%	8.76%	5.91%	7.07%	-0.3	1.2	7.03%	2.94%	4.10%	3.08%	3.25%	3.09%	0.2	-0.2
	研发费用率								财务费用率							
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比
宇通客车	8.20%	5.30%	5.00%	5.97%	4.70%	4.41%	-0.9	-0.3	-0.40%	-0.73%	0.17%	-0.37%	-0.53%	-0.14%	0.6	0.4
金龙客车	3.77%	3.13%	3.49%	5.02%	3.21%	3.54%	0.4	0.3	-0.05%	-1.54%	0.47%	-0.40%	0.10%	-0.01%	1.5	-0.1
中通客车	5.77%	4.36%	3.47%	6.69%	2.88%	3.35%	-1.0	0.5	1.04%	-3.46%	1.89%	-0.28%	-0.35%	-0.87%	2.6	-0.5
亚星客车	8.10%	5.09%	8.11%	7.33%	2.63%	3.14%	-2.0	0.5	6.37%	-5.54%	2.65%	0.76%	-0.08%	-1.66%	3.9	-1.6
安凯客车	4.62%	3.42%	3.26%	3.90%	3.18%	4.70%	1.3	1.5	5.75%	-0.24%	0.31%	-1.11%	-0.34%	-0.74%	-0.5	-0.4

# 净利润比较：利润增厚，盈利中枢整体上移

- ◆ **龙头企业呈现量利齐升趋势：** 1) 一二线车企宇通/金龙/中通24Q2净利润均同环比高增，主要为国内外需求共振所致； 2) 单车净利宇通高位盘整，主要为24Q2国内客车销量环比增速更快，金龙/中通单车净利同环比大幅提升。

表：重点车企归母净利润（亿元）及单车净利（万元）

	归母净利润/亿元							
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比
宇通客车	1.21	3.50	5.80	7.67	6.57	10.17	190.63%	54.74%
金龙客车	0.11	0.36	0.10	0.18	0.18	0.49	34.70%	175.98%
中通客车	0.21	0.31	0.22	-0.04	0.42	0.69	121.01%	61.76%
亚星客车	-0.32	-0.22	-0.27	-2.56	-0.07	-0.12	/	/
安凯客车	-0.31	-0.35	0.10	-1.14	0.05	0.02	/	-50.44%
	单车净利/万元							
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比
宇通客车	2.72	3.27	5.21	7.48	8.50	7.93	142.38%	-6.72%
金龙客车	0.15	0.31	0.09	0.14	0.18	0.37	20.64%	108.73%
中通客车	1.68	1.58	0.88	-0.18	1.69	2.15	36.11%	27.52%
亚星客车	-9.51	-4.80	-5.71	-31.12	-0.74	-1.01	/	/
安凯客车	-6.09	-3.20	0.85	-7.26	0.34	0.19	/	-43.95%

- ◆ **盈利中枢抬升，业绩释放超预期。** 国内出口双增，24Q2收入利润强兑现。1) 公司Q2销量同环比高增，出口明显跑赢行业，Q2销量12824辆，同环比+20%/+66%，其中根据中客网，2024年4-5月公司出口大中客3749辆，同环比+40%/+43%，由于环比看出口销量增速弱于国内销量增速，24Q2单车收入环比略有下滑；2) 规模效应带动公司盈利中枢上移，2024Q2公司毛利率为26.1%，同环比+2.6pct/+1.3pct，同环比显著提升主要受销量提升带来的规模效应影响
- ◆ 预计2024~2026年归母净利润为33.1/41.1/49.6亿元，同比+82%/+24%/+21%。

表：宇通客车核心财务指标拆分

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入/亿元</b>	<b>332</b>	<b>317</b>	<b>305</b>	<b>217</b>	<b>232</b>	<b>218</b>	<b>270</b>	<b>347</b>	<b>414</b>	<b>499</b>
YoY		-4.4%	-4.0%	-28.8%	7.0%	-6.2%	24.1%	28.4%	19.3%	20.4%
<b>总销量/万辆</b>	<b>6.8</b>	<b>6.1</b>	<b>6.2</b>	<b>4.2</b>	<b>4.2</b>	<b>3.0</b>	<b>3.7</b>	<b>4.6</b>	<b>5.3</b>	<b>6.0</b>
YoY		-9.9%	1.1%	-32.1%	0.2%	-27.8%	20.9%	25.0%	16.8%	12.6%
<b>综合毛利率</b>	<b>26.3%</b>	<b>25.3%</b>	<b>24.3%</b>	<b>17.5%</b>	<b>18.6%</b>	<b>22.8%</b>	<b>25.6%</b>	<b>26.9%</b>	<b>27.4%</b>	<b>27.9%</b>
<b>国内</b>										
国内销量/万辆	5.9	5.4	5.4	3.8	3.7	2.5	2.6	3.3	3.8	4.2
YoY		-8.8%	1.5%	-30.2%	-2.9%	-33.6%	7.9%	23.9%	15.9%	10.3%
国内毛利率	25.6%	25.7%	24.0%	15.9%	16.1%	20.4%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
<b>国外</b>										
出口销量/万辆	0.9	0.7	0.7	0.4	0.5	0.6	1.0	1.3	1.5	1.8
YoY		-17.2%	-2.4%	-46.6%	30.7%	15.6%	77.0%	28.1%	19.0%	18.4%
出口毛利率	32.3%	26.3%	30.0%	28.7%	31.3%	30.0%	31.7%	32.2%	32.8%	32.6%
<b>期间费用率</b>	<b>19.3%</b>	<b>17.2%</b>	<b>18.4%</b>	<b>18.5%</b>	<b>17.3%</b>	<b>18.8%</b>	<b>15.7%</b>	<b>14.1%</b>	<b>13.6%</b>	<b>13.3%</b>
<b>归母净利润/亿元</b>	<b>31.3</b>	<b>23.0</b>	<b>19.4</b>	<b>5.2</b>	<b>6.1</b>	<b>7.6</b>	<b>18.2</b>	<b>33.1</b>	<b>41.1</b>	<b>49.6</b>
YoY		-26.5%	-15.7%	-73.4%	19.0%	23.7%	139.4%	82.4%	23.9%	20.7%
归母净利率	9.4%	7.2%	6.4%	2.4%	2.6%	3.5%	6.7%	9.5%	9.9%	9.9%
综合单车净利/亿元	4.6	3.8	3.2	1.2	1.5	2.5	5.0	7.3	7.7	8.2

- ◆ **风险提示：国内外需求不及预期，地缘政治风险**

- ◆ **盈利改善兑现，24Q2业绩符合预期。** 1) 24Q2公司大中客销量为7684辆，其中出口大中客销量为3269辆，占大中客总销量的43%，占比环比+4.9pct，出口客车平均单车价值更高，推动公司收入端同环比提升。2) 规模效应叠加应收账款减值转回，24Q2归母净利率创2021年以来新高。24Q2公司期间费用率为10.1%，同环比+1.3pct/-1.8pct，环比下降主要为规模效应所致，同比提升主要为23Q2公司受益于人民币贬值获得汇兑收益所致。24Q2公司非经常性损益为1.13亿元，主要为单独进行减值测试的应收款项减值准备转回科目发生0.88亿元增厚公司利润。
- ◆ 预计2024-2026年归母净利润为3.05/6.26/8.91亿元，同比+306%/+105%/+42%。

表：金龙汽车核心财务指标拆分

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/亿元	177	183	179	140	154	182	194	210	238	268
YoY		3.1%	-2.2%	-22.0%	10.5%	18.3%	6.4%	8.1%	13.3%	12.6%
总销量/万辆	5.8	6.2	5.7	4.4	5.1	4.6	4.2	4.9	5.6	6.4
YoY		6.0%	-7.5%	-23.9%	16.3%	-8.9%	-8.9%	16.6%	14.0%	14.8%
1) 大中客/万辆	2.6	2.7	2.5	1.7	1.9	1.9	2.3	2.8	3.2	3.7
占比	43.9%	43.0%	42.9%	39.2%	38.3%	42.1%	53.9%	57.2%	57.3%	57.5%
2) 出口/万辆	1.4	1.9	2.5	1.6	1.7	1.5	1.9	2.3	2.7	3.3
占比	23.3%	30.8%	44.1%	36.9%	34.3%	32.3%	44.7%	46.0%	48.4%	50.6%
3) 出口-新能源	0.05	0.03	0.06	0.03	0.05	0.33	0.39	0.51	0.67	0.87
占比	3.7%	1.7%	2.5%	1.6%	3.1%	21.9%	21.0%	22.7%	24.6%	26.7%
综合毛利率	18.7%	14.0%	13.8%	12.4%	8.8%	9.6%	11.6%	14.0%	14.9%	16.3%
期间费用率	13.2%	11.9%	11.7%	11.6%	12.6%	10.8%	12.4%	12.3%	11.3%	11.3%
归母净利润/亿元	4.8	1.6	1.8	0.3	-6.0	-3.9	0.8	3.1	6.3	8.9
YoY		-66.8%	14.2%	-82.4%	-	-	-	306.1%	105.2%	42.3%
归母净利率	2.7%	0.9%	1.0%	0.2%	-3.9%	-2.1%	0.4%	1.5%	2.6%	3.3%

◆ 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

**两轮车：业绩基本符合预期，春风两轮表现强劲**

# 春风动力：24H1业绩符合预期，两轮表现强劲

**春风动力Q2业绩符合预期：1) 营收端：**①四轮业务：公司持续进行全渠道库存优化，2024H1公司累计销售全地形车8.14万辆，同环比分别为+2.6%/+21.1%，全地形车单车收入为4.34万元，同环比分别-4.10%/-0.01%。②摩托车业务：公司持续深耕消费型细分市场，2024H1共实现两轮车销量15.39万辆，同环比分别+55.9%/+56.6%，两轮车单车收入为2.11万元，同环比分别-8.96%/-5.31%。其中2024H1外销8.58万辆，同比+68.9%，海外累计经销商网络1,500余家，海外业务稳步扩展。③电动两轮：2024H1 ZEEHO成功推出AE2、AE4系列新品，目前极核品牌在国内市场聚焦江苏、广东等核心市场，同时积极拓展国际渠道，产品已覆盖欧洲、亚洲及南美等30余个国家和地区，2024H1累计销售极核电动车2.04万辆，实现销售收入1.16亿元。**2) 成本端：**国际海运费5月以来上涨较多，中国货代运价指数（中国-北美）Q2环比增长37.8%，运输成本提升。此外由于产品结构调整，公司Q2销售毛利率为30.82%，同环比分别-0.52/-1.70pct。**3) 费用端：**Q2公司期间费用率为18.18%，同环比分别+0.5/-1.5pct。环比改善明显。公司外销占比较高且产品以美元结算为主，Q2以来美元兑人民币汇率整体波动不大，财务费用率环比保持稳定。此外由于公司研发费加计扣除&美国促销费增长，公司Q2所得税率较低，增厚公司利润。**4) 最终公司Q2实现4.31亿归母净利润，同环比均实现较大增长。**

表：春风动力业绩拆分表（除标注外其余单位均为亿元），毛利率/费用率同环比单位为pct

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比
<b>营业总收入</b>	<b>28.79</b>	<b>36.26</b>	<b>28.81</b>	<b>27.24</b>	<b>30.61</b>	<b>44.68</b>	23.2%	46.0%
全地形车收入	35.88	29.16	35.32	29.16	35.32	29.16	-1.6%	21.1%
两轮收入	22.88	21.91	32.48	21.91	32.48	21.91	42.0%	48.2%
两轮外销收入	12.42	10.49	18.02	10.49	18.02	10.49	45.1%	71.8%
<b>合计销量/万辆</b>	<b>17.80</b>	<b>16.55</b>	<b>23.53</b>	<b>16.55</b>	<b>23.53</b>	<b>16.55</b>	32.2%	42.2%
全地形车销量/万辆	7.93	6.72	8.14	6.72	8.14	6.72	2.6%	21.1%
两轮销量/万辆	9.87	9.83	15.39	9.83	15.39	9.83	55.9%	56.6%
两轮外销/万辆	5.08	4.69	8.58	4.69	8.58	4.69	68.9%	82.9%
<b>资产减值损失</b>	<b>0.01</b>	<b>-0.23</b>	<b>-0.01</b>	<b>-0.28</b>	<b>-0.01</b>	<b>-0.22</b>	—	—
<b>销售毛利率</b>	<b>34.16%</b>	<b>31.34%</b>	<b>33.67%</b>	<b>35.53%</b>	<b>32.52%</b>	<b>30.82%</b>	-0.52%	-1.70%
<b>期间费用率</b>	<b>25.36%</b>	<b>17.64%</b>	<b>22.85%</b>	<b>22.51%</b>	<b>19.65%</b>	<b>18.18%</b>	0.5%	-1.5%
销售费用率	14.73%	10.98%	11.27%	7.11%	10.40%	9.21%	-1.8%	-1.2%
管理费用率	4.80%	4.15%	5.02%	4.92%	5.24%	4.67%	0.5%	-0.6%
研发费用率	5.93%	5.70%	8.49%	11.10%	6.16%	6.03%	0.3%	-0.1%
财务费用率	-0.10%	-3.18%	-1.93%	-0.62%	-2.15%	-1.74%	1.4%	0.4%
<b>归母净利润</b>	<b>2.10</b>	<b>3.41</b>	<b>2.50</b>	<b>2.06</b>	<b>2.78</b>	<b>4.31</b>	26.4%	55.4%
<b>扣非归母净利润</b>	<b>1.96</b>	<b>3.24</b>	<b>2.47</b>	<b>2.03</b>	<b>2.72</b>	<b>4.15</b>	28.0%	52.5%
<b>销售净利率</b>	<b>7.54%</b>	<b>9.92%</b>	<b>9.10%</b>	<b>7.99%</b>	<b>9.51%</b>	<b>10.09%</b>	0.2%	0.6%

风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

- Q2业绩整体符合预期。**
  - 1) 营收端：**Q2初公司销售仍受抽检影响，5月起逐步恢复正常，Q2营收同环比均正增长。
  - 2) 毛利率：**公司Q2毛利率为17.64%，同环比分别+2.34/-0.39pct。
  - 3) 费用端：**Q2期间费用率同环比均上升。Q2单季度销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为4.18%/2.83%/3.01%，同比分别+0.93/+0.63/+0.35pct，环比分别+0.63/+0.20/+0.50pct。
  - 4) 净利端：**股权激励相关费用确认影响下Q2公司实现归母净利润4.67亿元，同环比分别为+12.06%/-3.31%，销售净利率8.42%，同环比分别-0.33/-1.45pct。整体表现符合预期。
- 产品升级优化+渠道精细化管理+国际化持续拓展。**
  - 1) 渠道层面**公司持续推进渠道拓展，实施渠道下沉策略，借助数智化系统提升门店运营效率加强精细化管理。
  - 2) 公司持续推进新基地的建设工作**，2024年4月公司投资约30亿元建设丰县产业园项目；5月，公司投资约20亿元建设爱玛兰州新区产业园项目。
  - 3) 国际化方面**，公司重点推进在东南亚市场的代理商拓展和售后服务本地化落地工作，2024H1国际业务收入为1.2亿元，同比+40.69%。

表：爱玛科技业绩拆分表（除标注外其余单位均为亿元，毛利率/费用率同环比单位为pct）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比
<b>营业总收入</b>	<b>54.42</b>	<b>47.75</b>	<b>72.39</b>	<b>35.81</b>	<b>49.54</b>	<b>56.37</b>	18.07%	13.81%
<b>销售毛利率</b>	<b>15.82%</b>	<b>15.30%</b>	<b>16.13%</b>	<b>19.95%</b>	<b>18.04%</b>	<b>17.64%</b>	2.34%	-0.39%
<b>费用</b>	<b>2.69</b>	<b>2.86</b>	<b>4.02</b>	<b>3.38</b>	<b>3.45</b>	<b>4.94</b>	72.88%	43.35%
销售费用	1.41	1.55	1.97	1.48	1.76	2.36	51.95%	33.99%
管理费用	1.14	1.05	1.40	1.15	1.30	1.59	52.23%	22.70%
研发费用	1.18	1.27	1.70	1.74	1.25	1.70	33.47%	36.23%
财务费用	-1.04	-1.01	-1.06	-1.00	-0.86	-0.71	—	—
<b>期间费用率</b>	<b>4.94%</b>	<b>5.98%</b>	<b>5.55%</b>	<b>9.44%</b>	<b>6.96%</b>	<b>8.76%</b>	2.78%	1.81%
销售费用率	2.59%	3.25%	2.72%	4.15%	3.55%	4.18%	0.93%	0.63%
管理费用率	2.09%	2.19%	1.94%	3.22%	2.62%	2.83%	0.63%	0.20%
研发费用率	2.17%	2.66%	2.35%	4.86%	2.51%	3.01%	0.35%	0.50%
财务费用率	-1.91%	-2.12%	-1.46%	-2.78%	-1.73%	-1.25%	0.86%	0.48%
<b>归母净利润</b>	<b>4.78</b>	<b>4.17</b>	<b>6.63</b>	<b>3.24</b>	<b>4.83</b>	<b>4.67</b>	12.06%	-3.31%
<b>扣非归母净利润</b>	<b>4.69</b>	<b>3.65</b>	<b>6.13</b>	<b>3.18</b>	<b>4.50</b>	<b>4.43</b>	21.38%	-1.67%
<b>销售净利率</b>	<b>8.85%</b>	<b>8.75%</b>	<b>9.20%</b>	<b>9.25%</b>	<b>9.87%</b>	<b>8.42%</b>	-0.33%	-1.45%

◆ 风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

# 雅迪控股：业绩基本符合预期，毛利率同环比改善

■ **2024H1业绩基本符合预期，毛利率同环比改善。** 1) **营收端：**受国检&分销商去库存周期等因素影响，公司24H1销量同环比下滑。2024H1公司电动自行车销量448万辆，同环比分别-19.07%/-25.56%；电动踏板车销量为190万辆，同环比分别-28.89%/-16.97%；公司单车收入同环比改善，2024H1平均单车收入为1533元，同环比分别+3.05%/+3.00%。公司电池及充电器业务2024H1收入为40.65亿元，同环比分别-9.62% /-14.44%。 2) **毛利率：**产品组合优化&电池及电驱动产品价格上升影响下公司24H1毛利率同环比改善明显。公司2024H1毛利率为18.00%，同环比分别+1.13/+1.00pct。其中电动两轮车及相关配件毛利率为15.94%，同环比分别+0.12/+1.26pct；电池及充电器毛利率为14.82%，同环比分别+4.82/-1.46pct。 3) **费用率：**整体费用率同环比微降。公司2024H1销售/管理/研发/财务费用率分别为4.20%/2.92%/3.41%/0.14%，同比分别-0.61/+0.15/+0.15/+0.01pct，环比分别+0.73/-0.66/-0.19/+0.01pct。 4) **最终业绩：**2024H1公司实现归母净利润10.34亿元，同环比分别-12.88%/-28.86%，对应单车净利为162元，同环比分别+12.07%/-7.38%。

表：雅迪控股业绩拆分表（除标注外其余单位均为亿元），毛利率/费用率同环比单位为pct

单位：亿元	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024H1同比	2024H1环比
营业收入	140.51	170.08	170.41	177.22	144.14	-15.42%	-18.67%
电动自行车	52.02	76.26	76.40	83.13	62.39	-18.33%	-24.94%
电动踏板车	45.97	45.49	45.77	40.58	35.47	-22.52%	-12.61%
电池及充电器	39.07	44.90	44.98	47.51	40.65	-9.62%	-14.44%
电动两轮车零部件	3.45	3.44	3.26	6.00	5.63	72.45%	-6.17%
营业成本	115.32	139.13	141.67	147.11	118.20	-16.57%	-19.65%
毛利率	17.93%	18.20%	16.87%	16.99%	18.00%	1.13%	1.00%
电动两轮车及相关配件毛利率	17.24%	19.16%	15.82%	14.68%	15.94%	0.12%	1.26%
电池及充电器毛利率	8.81%	8.07%	10.00%	16.28%	14.82%	4.82%	-1.46%
费用	16.38	17.82	18.69	19.08	15.37	-17.77%	-19.44%
期间费用率	11.66%	10.47%	10.97%	10.77%	10.66%	-0.31%	-0.10%
归属普通股股东净利润	8.99	12.62	11.87	14.53	10.34	-12.88%	-28.86%
销量（万辆）	614	787	821	831	638	-22.26%	-23.20%
电动自行车	361	537	554	602	448	-19.07%	-25.56%
电动踏板车	253	250	267	229	190	-28.89%	-16.97%
单车收入（元/辆）	1597	1546	1488	1489	1533	3.05%	3.00%
电动自行车	1442	1420	1379	1380	1392	0.92%	0.84%
电动踏板车	1817	1816	1713	1774	1867	8.96%	5.26%
单车净利（元/辆）	147	160	145	175	162	12.07%	-7.38%

◆ 风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

## 风险提示

- ◆ **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。
- ◆ **L3-L4智能化技术创新低于预期。** 如果智能化技术创新不及预期，将会影响智能化技术的应用和相关产业链。
- ◆ **全球新能源渗透率低于预期。** 如果全球新能源渗透率不及预期，将会影响我国汽车产业出海。
- ◆ **地缘政治不确定性风险增大。** 海外市场地缘政治因素波动可能对汽车出口造成干扰。

# 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 财富家园