

政策激发行业规模效应，驱动板块业绩增长

—— 汽车行业 2024 年报与 2025 年一季报业绩综述

2025 年 5 月 12 日

核心观点

- 行情：Q4 以来乘用车与零部件板块超额收益明显：**2024 年 Q4，汽车板块（ZX）绝对收益率为 4.76%，乘用车板块（ZX）绝对收益率为 7.82%，零部件板块（ZX）绝对收益率为 5.41%，商用车板块（ZX）绝对收益率为-7.99%，汽车、乘用车、零部件分别跑赢万得全 A 指数 3.14pct、6.20pct 和 3.79pct，商用车板块跑输万得全 A 指数 9.61pct，Q4 在以旧换新政策支持下汽车市场进入消费旺季，地方置换补贴政策激发前期积压购车需求，车市销量同比高增长，乘用车板块超额受益明显。2025 年 Q1，汽车板块绝对收益率为 11.30%，乘用车板块绝对收益率为 9.40%，零部件板块绝对收益率为 14.37%，商用车板块绝对收益率为 9.01%，汽车、乘用车、零部件、商用车分别跑赢万得全 A 指数 9.40pct、8.24pct、12.47pct 和 7.11pct，Q1 汽车以旧换新政策延续，推动汽车市场高景气延续，销量延续同比高增长，助力汽车板块跑出明显超额收益，零部件板块亦受益于火热的人形机器人行情，超额收益最为明显。
- 销量：以旧换新政策驱动，Q4 以来销量持续高增，乘用车销量连续两季同比增速超 10%，2024 年乘用车新能源渗透率增长至接近 45%：**2024Q4 汽车市场累计销量为 986.5 万辆，同比+9.3%，环比+31.1%，9 月地方置换补贴政策陆续落地，对乘用车换购需求形成强刺激，驱动车市在 Q4 走出销量颓势，2025Q1 汽车市场累计销量为 747.0 万辆，同比+11.2%，环比-24.3%，2025 年初汽车以旧换新政策延续，对车市高景气延续形成支撑。2024Q4 乘用车累计销量为 888.4 万辆，同比+12.0%，环比+32.6%，2025Q1 乘用车累计销量为 641.9 万辆，同比+12.9%，环比-27.8%。**新能源方面**，2024Q4 新能源乘用车累计销量为 434.6 万辆，同比+42.1%，环比+34.1%，渗透率提升至 48.9%，2024 年全年新能源乘用车累计销量为 1229.0 万辆，同比+35.8%，渗透率同比提升 9.9pct 至 44.6%。2025Q1 新能源乘用车累计销量为 290.3 万辆，同比+46.4%，渗透率 45.2%。**出口方面**，2024Q4/2025Q1 乘用车累计出口销量分别为 132.2 万辆/117.8 万辆，同比分别+1.6%/+6.1%，商用车累计出口销量分别为 98.1 万辆/105.1 万辆，同比分别-10.2%/+1.8%。
- 业绩：在政策激发的规模效应下行业景气向上，乘用车板块 2025Q1 扣非归母净利润同比+50%，零部件板块 2025Q1 扣非归母净利润同比+13%，表现亮眼：**2024 年 Q4/2025 年 Q1，汽车行业实现营收 1.12 万亿元/8435 亿元，同比+14%/+6%，实现扣非归母净利润 156 亿元/305 亿元，同比+4%/+23%。（一）**乘用车：板块业绩高增长，“价格战”下经营韧性十足。**2024 年 Q4/2025 年 Q1，乘用车板块实现营业收入 6676 亿元/4383 亿元，同比+18%/+7%，实现扣非归母净利润 34 元/115 亿元，同比-33%/+50%。（二）**零部件：下游车市景气带动营收利润高增长，经营性现金流大幅好转。**2024 年 Q4/2025 年 Q1，零部件板块实现营业收入 2780 亿元/2365 亿元，同比+8%/+7%，实现扣非归母净利润 72 亿元/127 亿元，同比-1%/+13%。（三）**商用车：营收增速放缓，盈利能力回落。**2024 年 Q4/2025 年 Q1，商用车板块实现营业收入 1422 亿元/1357 亿元，同比+5%/+1%，实现扣非归母净利润 39 亿元/44 亿元，同比+49%/-4%。
- 投资建议：**整车推荐比亚迪、理想汽车，受益标的吉利汽车、隆鑫通用；智能化零部件推荐华域汽车、伯特利、德赛西威、科博达、均胜电子、星宇股份；新能源零部件推荐法拉电子、中熔电气、华纬科技、精锻科技、拓普集团、旭升集团。
- 风险提示：**汽车销量不及预期的风险；政策效果不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；出口面临海外政策不确定性的风险。

汽车行业

推荐 维持评级

分析师

石金漫

☎: 010-80927689

✉: shijinman_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030002

研究助理

秦智坤

✉: qinzhikun_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2025-5-9



资料来源: 同花顺 iFinD, 中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

一、 行情：Q4 以来乘用车与零部件板块超额收益明显	3
二、 销量：以旧换新政策驱动，Q4 以来销量持续高增	4
三、 业绩：行业景气向上，乘用车与零部件板块表现亮眼.....	7
（一） 汽车板块：规模效应推动营收利润齐升，板块盈利能力向上.....	7
（二） 乘用车：板块业绩高增长，“价格战”下经营韧性十足.....	10
（三） 零部件：下游车市景气带动营收利润高增长，经营性现金流大幅好转	15
（四） 商用车：营收增速放缓，盈利能力回落	18
四、 估值：估值仍有上升空间，推荐乘用车/零部件板块.....	21
五、 投资建议	23
六、 风险提示	24

一、行情：Q4 以来乘用车与零部件板块超额收益明显

Q4 以来汽车板块取得超额收益，乘用车与零部件板块表现亮眼。2024 年 Q4，汽车板块（ZX，下同）绝对收益率为 4.76%，乘用车板块（ZX，下同）绝对收益率为 7.82%，零部件板块（ZX，下同）绝对收益率为 5.41%，商用车板块（ZX，下同）绝对收益率为-7.99%，汽车、乘用车、零部件分别跑赢万得全 A 指数 3.14pct、6.20pct 和 3.79pct，商用车板块跑输万得全 A 指数 9.61pct，Q4 在以旧换新政策支持下汽车市场进入消费旺季，地方置换补贴政策激发前期积压购车需求，车市销量同比高增长，乘用车板块超额受益明显。2024 年全年，汽车板块绝对收益率为 17.61%，乘用车板块绝对收益率为 39.49%，零部件板块绝对收益率为 5.18%，商用车板块绝对收益率为 14.52%，汽车、乘用车、商用车分别跑赢万得全 A 指数 7.60pct、29.48pct 和 4.51pct，零部件板块跑输万得全 A 指数 4.82pct。

2025 年 Q1，汽车板块绝对收益率为 11.30%，乘用车板块绝对收益率为 9.40%，零部件板块绝对收益率为 14.37%，商用车板块绝对收益率为 9.01%，汽车、乘用车、零部件、商用车分别跑赢万得全 A 指数 9.40pct、8.24pct、12.47pct 和 7.11pct，Q1 汽车以旧换新政策延续，推动汽车市场高景气延续，销量延续同比高增长，助力汽车板块跑出明显超额收益，零部件板块亦受益于火热的人形机器人行情，超额收益最为明显。

表1：Q4 以来汽车板块取得超额收益，乘用车与零部件板块表现亮眼

	万得全 A	汽车（ZX）		乘用车（ZX）		零部件（ZX）		商用车（ZX）	
	绝对收益	绝对收益	相对收益	绝对收益	相对收益	绝对收益	相对收益	绝对收益	相对收益
2022Q1	-13.92%	-22.21%	-8.30%	-24.59%	-10.67%	-21.34%	-7.43%	-21.80%	-7.88%
2022Q2	5.10%	24.91%	19.81%	43.38%	38.29%	16.01%	10.92%	6.69%	1.59%
2022Q3	-12.61%	-15.75%	-3.13%	-24.25%	-11.64%	-8.18%	4.43%	-17.30%	-4.68%
2022Q4	2.89%	-1.44%	-4.33%	-1.37%	-4.26%	-2.34%	-5.23%	6.22%	3.33%
2023Q1	6.47%	3.53%	-2.94%	-0.75%	-7.22%	2.36%	-4.11%	20.92%	14.45%
2023Q2	-3.20%	3.28%	6.48%	-0.80%	2.41%	8.00%	11.20%	3.76%	6.96%
2023Q3	-4.33%	-1.00%	3.33%	1.01%	5.34%	-1.30%	3.04%	-2.28%	2.05%
2023Q4	-3.84%	-0.94%	2.89%	-0.39%	3.45%	-0.79%	3.04%	0.65%	4.48%
2024Q1	-2.85%	0.38%	3.23%	4.61%	7.46%	-6.28%	-3.43%	16.72%	19.57%
2024Q2	-5.32%	-3.62%	1.70%	5.33%	10.64%	-10.55%	-5.24%	-0.94%	4.37%
2024Q3	17.68%	16.03%	-1.64%	17.42%	-0.26%	19.03%	1.35%	7.64%	-10.04%
2024Q4	1.62%	4.76%	3.14%	7.82%	6.20%	5.41%	3.79%	-7.99%	-9.61%
2024 年	10.00%	17.61%	7.60%	39.49%	29.48%	5.18%	-4.82%	14.52%	4.51%
2025Q1	1.90%	11.30%	9.40%	8.24%	6.34%	14.37%	12.47%	9.01%	7.11%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

年初以来乘用车与零部件板块涨势良好，Q2 经历深度调整与反弹后行情趋稳。截止 2025 年 4 月 30 日，自年初以来汽车板块绝对收益率为 11.18%，乘用车板块绝对收益率为 8.91%，零部件板块绝对收益率为 14.29%，商用车板块绝对收益率为 4.93%，汽车、乘用车、零部件、商用车板块分别跑赢万得全 A 指数 9.83pct、7.56pct、12.94pct、3.58pct，受以旧换新政策延续带来的乘用车市场销量高增与人形机器人火热行情驱动，乘用车与零部件板块涨势良好。4 月初受美国加征关税影响，A 股市场经历深度调整，汽车板块调整后快速反弹，此后行情趋稳，主要是由于高基数影响

下市场预期车市销量增速将有所下降，对行情的驱动效果减弱。

图1：年初以来乘用车与零部件板块涨势良好，Q2 经历深度调整与反弹后行情趋稳



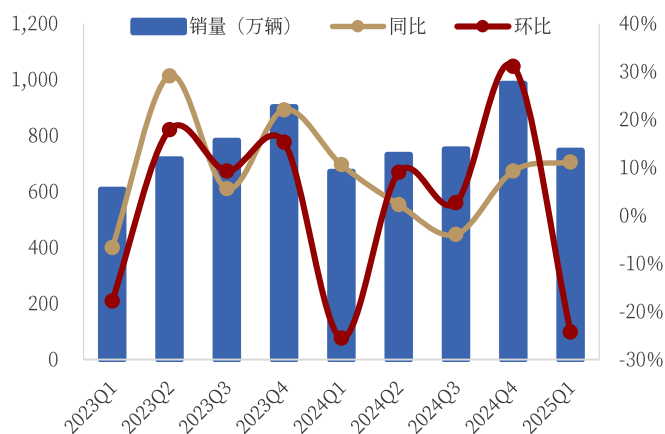
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、销量：以旧换新政策驱动，Q4 以来销量持续高增

受以旧换新政策驱动，2024 年 Q4 与 2025 年 Q1 汽车市场销量同比高增，新能源渗透率保持高增长。2024 年 Q4 汽车市场累计销量为 986.5 万辆，同比+9.3%，环比+31.1%，9 月地方置换补贴政策陆续落地，对乘用车换购需求形成强烈刺激，驱动车市在 Q4 走出销量颓势，销量取得同比高增长，2024 年全年汽车累计销量同比+4.5%至 3143.6 万辆，以旧换新拉动效应明显。2025 年 Q1 汽车市场累计销量为 747.0 万辆，同比+11.2%，环比-24.3%，2025 年初汽车以旧换新政策延续，对车市高景气延续形成支撑，2024 年同期无政策刺激，在低基数效应下车市销量延续高增态势。据商务部数据，截止 2025 年 4 月 10 日零时，汽车以旧换新补贴申请 223.2 万份，其中汽车报废更新补贴申请 74.7 万份，汽车置换补贴申请 148.5 万份，对车市销量拉动效应明显。

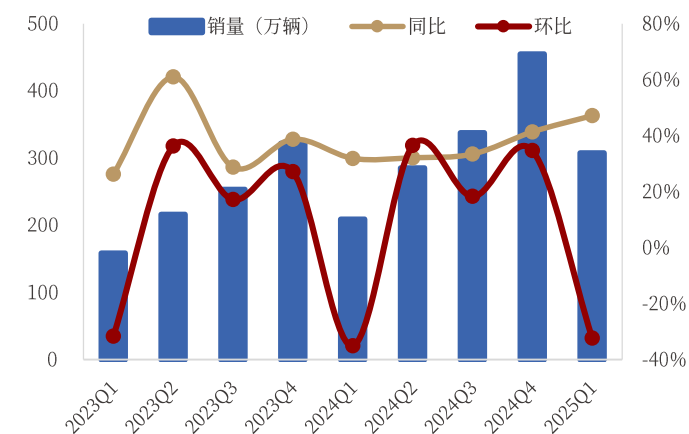
新能源方面，2024 年 Q4 新能源汽车市场累计销量为 454.6 万辆，同比+41.3%，环比+34.7%，渗透率为 46.1%，同比+10.4pct，2024 年全年新能源汽车市场累计销量为 1286.6 万辆，同比+35.5%，渗透率为 40.9%，同比+9.4pct。2025 年 Q1 新能源汽车市场累计销量为 307.5 万辆，同比+47.1%，环比-32.4%，渗透率为 41.2%，同比+10.1pct，受益于以旧换新政策对换购新能源产品的更高补贴（相对燃油车）以及自主品牌新能源产品力的不断提升，汽车市场新能源渗透率保持高增态势。

图2：2024Q4/2025Q1 汽车销量同比分别+9.3%/+11.2%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

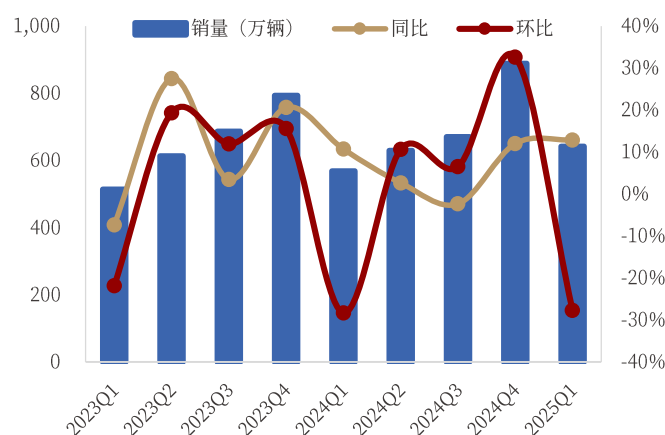
图3：2024Q4/2025Q1 新能源汽车销量同比分别+41.3%/+47.1%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

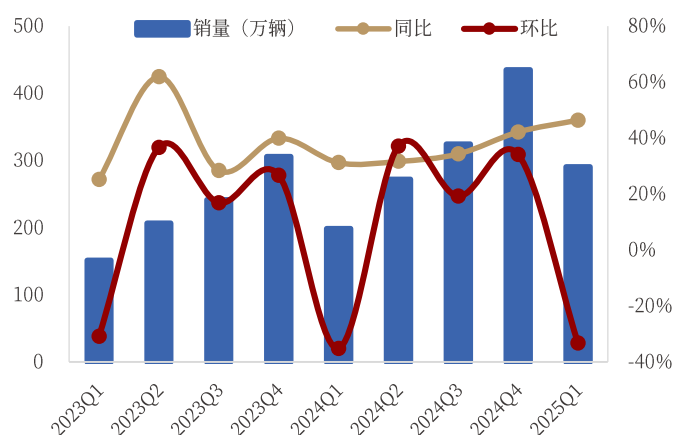
乘用车销量增速快于整体汽车市场，连续两季同比增速超 10%，政策拉动效果更明显，2024 年新能源渗透率增长至接近 45%。2024 年 Q4 乘用车市场累计销量为 888.4 万辆，同比+12.0%，环比+32.6%，2024 年累计销量为 2756.3 万辆，同比+5.8%，乘用车市场销量增速快于整体汽车市场销量增速，以旧换新政策对乘用车市场的拉动效果更为明显。2025 年 Q1 乘用车市场累计销量为 641.9 万辆，同比+12.9%，环比-27.8%，政策刺激下延续高增态势。新能源方面，2024 年 Q4 新能源乘用车市场累计销量为 434.6 万辆，同比+42.1%，环比+34.1%，渗透率为 48.9%，同比+10.4pct，2024 年全年新能源乘用车市场累计销量为 1229.0 万辆，同比+35.8%，渗透率为 44.6%，同比+9.9pct。2025 年 Q1 新能源乘用车市场累计销量为 290.3 万辆，同比+46.4%，环比-33.2%，渗透率为 45.2%，同比+10.4pct。

图4：2024Q4/2025Q1 乘用车销量同比分别+12.0%/+12.9%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

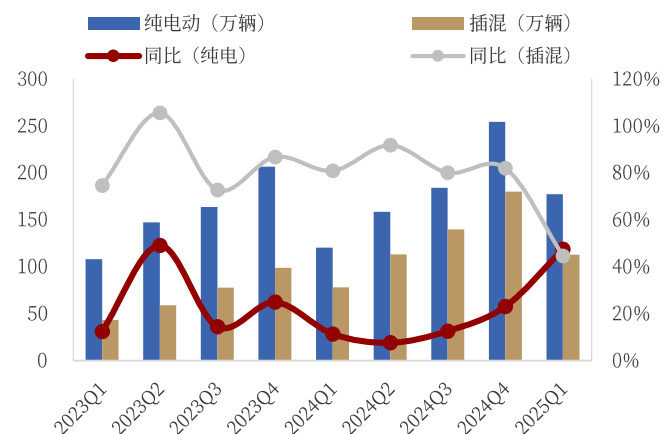
图5：2024Q4/2025Q1 新能源乘用车销量同比分别+42.1%/+46.4%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

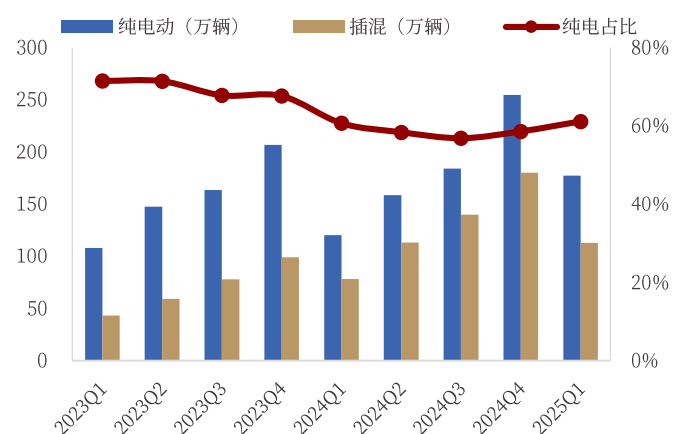
2024 年 Q4 以来纯电新能源乘用车销量比重连续两季回升，主要是受以旧换新政策支持下小型纯电车型销量占比上升所影响。2024 年 Q4 纯电动乘用车与插混乘用车累计销量分别为 254.5 万辆和 180.1 万辆，同比分别+23.1%和+81.9%，纯电动占新能源乘用车的比重为 58.6%。2025 年 Q1 纯电动乘用车与插混乘用车累计销量分别为 177.4 万辆和 112.9 万辆，同比分别+47.5%和+44.7%，纯电动占新能源乘用车的比重为 61.1%，纯电占比连续两个季度环比回升，主要是由于在以旧换新政策支持下，价格更低的小型纯电动车的优惠实感更强，销量占比提升。2024 年全年纯电动乘用车与插混乘用车累计销量分别为 717.6 万辆和 511.3 万辆，同比分别+14.7%和+83.3%，纯电动占新能源乘用车的比重为 58.4%。

图6：2025Q1 插混乘用车销量同比+44.7%，纯电销量同比+47.5%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

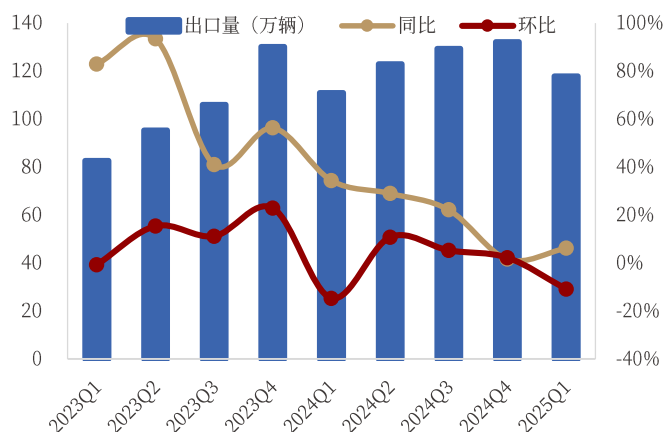
图7：2025Q1 纯电占新能源乘用车销量比重回升至 61.1%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

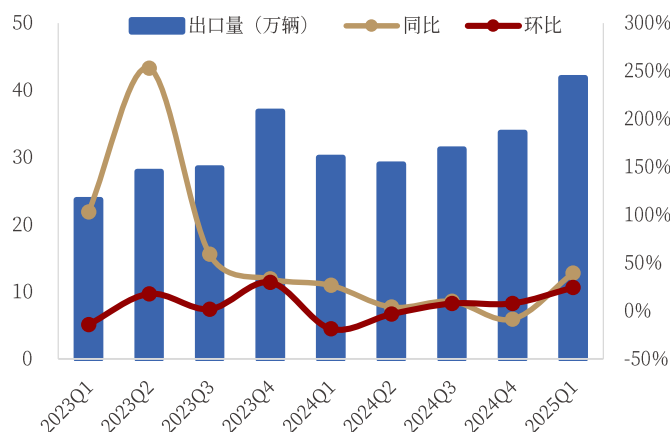
受高基数影响 2024 年 Q4 以来乘用车出口增速放缓，2025 年 Q1 新能源渗透率同环比大幅提升。2024 年 Q4 乘用车累计出口销量为 132.2 万辆，同比+1.6%，环比+2.2%，2025 年 Q1 乘用车累计出口销量为 117.8 万辆，同比+6.1%，环比-10.9%，受不断升高的基数影响，Q4 以来乘用车出口同比增速放缓。2024 年乘用车累计出口 495.5 万辆，同比+19.7%。新能源方面，2024 年 Q4 新能源乘用车累计出口销量为 33.7 万辆，同比-8.5%，环比+7.8%，渗透率为 25.5%，同比-2.8pct，2024 年全年新能源乘用车累计出口销量为 123.9 万辆，同比+6.1%，渗透率为 25.0%，同比-3.2pct，新能源渗透率的回落主要受东南亚汽车市场低迷与欧洲反补贴关税调查影响。2025 年 Q1 新能源乘用车累计出口销量为 41.9 万辆，同比+39.6%，环比+26.3%，渗透率为 35.5%，同比+8.5pct，环比+10.1pct，受益于向东南亚、拉丁美洲新能源出口的高增，渗透率实现同环比大幅提升。

图8：2024Q4/2025Q1 乘用车出口同比分别+1.6%/+6.1%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

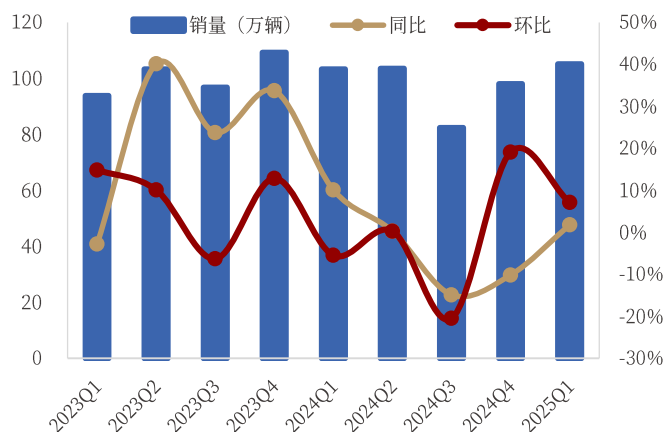
图9：2024Q4/2025Q1 新能源乘用车出口同比分别-8.5%/+39.6%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

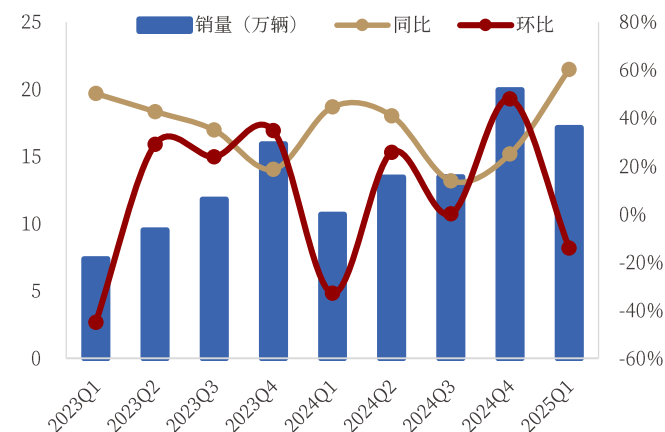
2024 年商用车市场销量有所回落，2025 年 Q1 政策支撑下销量企稳回升，新能源渗透率稳定增长。2024 年 Q4 商用车累计销量为 98.1 万辆，同比-10.2%，环比+19.1%，2024 年商用车累计销量为 387.3 万辆，同比-3.9%，2024 年商用车市场受到内需疲软影响，销量有所回落。2025 年 Q1 商用车累计销量为 105.1 万辆，同比+1.8%，环比+7.1%，年初延续的汽车以旧换新补贴政策将货车报废更新补贴范围由国三扩展至国四，并提高新能源城市公交报废更新平均补贴 2 万元，对 Q1 商用车市场形成有力支撑，推动销量企稳回升。新能源方面，2024 年 Q4 新能源商用车累计销量为 20.0 万辆，同比+25.1%，环比+48.1%，渗透率为 20.4%，同比+5.7pct，2024 年全年新能源商用车市场累计销量为 57.6 万辆，同比+30.8%，渗透率为 14.9%，同比+3.8pct。2025 年 Q1 新能源商用车市场累计销量为 17.2 万辆，同比+60.4%，环比-14.1%，渗透率为 16.3%，同比+6.0pct。

图10：2024Q4/2025Q1 商用车销量同比分别-10.2%/+1.8%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

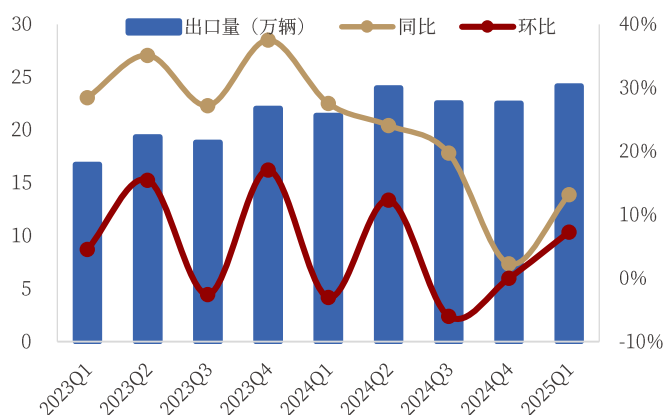
图11：2024Q4/2025Q1 新能源商用车销量同比分别+25.1%/+60.4%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

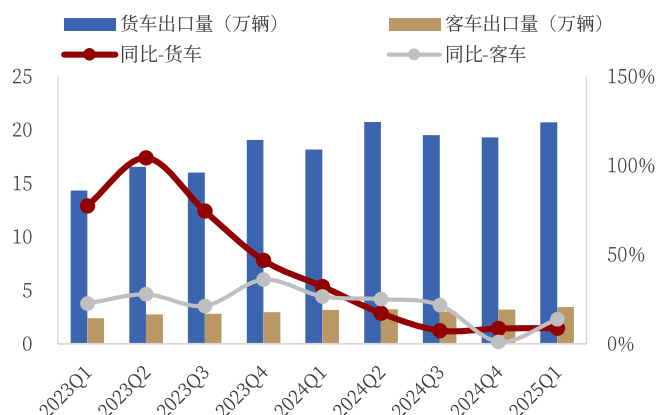
2025 年 Q1 商用车出口增速回升，货车与客车表现均衡。2024 年 Q4 商用车累计出口销量为 22.5 万辆，同比+2.3%，环比持平，2024 年商用车累计出口销量为 90.4 万辆，同比+17.5%。2025 年 Q1 商用车累计出口销量为 24.2 万辆，同比+13.1%，环比+7.3%，增速有所回升。分车型来看，2024 年 Q4 货车和客车累计出口销量分别为 19.3 万辆和 3.2 万辆，同比分别+8.6%和+1.3%，环比分别-1.1%和-6.6%，客车出口量波动较大。2024 年货车和客车累计出口销量分别为 77.8 万辆和 12.7 万辆，同比分别+17.8%和+15.7%。2025 年 Q1 货车和客车累计出口销量分别为 20.7 万辆和 3.5 万辆，同比分别+8.9%和+13.9%，环比分别+7.3%和+6.9%，表现较为均衡。

图12: 2024Q4/2025Q1 商用车出口同比分别+2.3%/+13.1%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 2025 年 Q1 货车与客车出口表现较为均衡



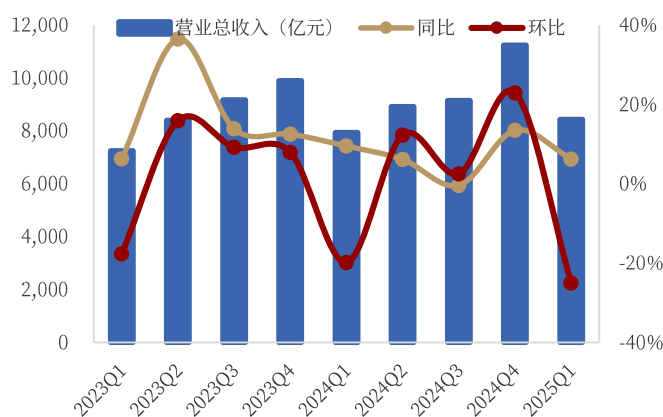
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、业绩：行业景气向上，乘用车与零部件板块表现亮眼

（一）汽车板块：规模效应推动营收利润齐升，板块盈利能力向上

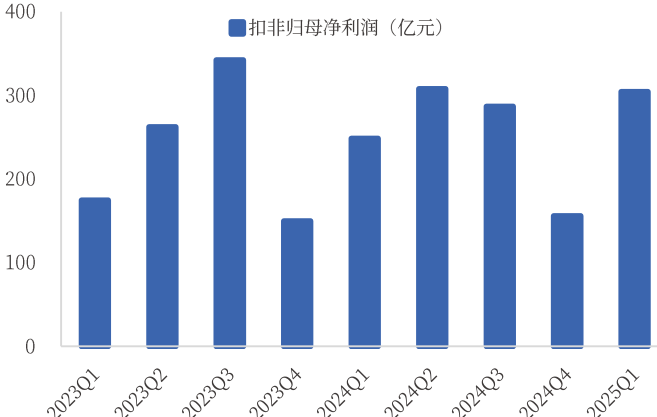
规模效应驱动下板块盈利齐升，行业景气向上回升。2024 年汽车板块合计实现营收 3.72 万亿元，同比+7.2%，其中 Q4 单季实现营收 11240.8 亿元，同比+13.5%，环比+23.0%，在以旧换新政驱动带来的行业销量高增背景下，汽车板块扭转营收下滑颓势。2025 年 Q1 汽车板块合计实现营收 8434.7 亿元，同比+6.3%，环比-25.0%，延续增长态势。盈利能力方面，2024 年汽车板块合计实现扣非归母净利润 999.9 亿元，同比+7.6%，其中 Q4 单季实现扣非归母净利润 156.2 亿元，同比+4.2%，环比-45.6%，汽车板块 Q4 盈利通常受到资产/信用减值计提、年终奖计提等因素影响，因而出现较大幅度环比回落。2025 年 Q1 汽车板块实现扣非归母净利润 304.7 亿元，同比+22.5%，环比+95.1%，受益于销量高增带来的规模效应提升，实现同环比大幅增长。

图14: 2024Q4/2025Q1 汽车板块营业收入同比分别+13.5%/+6.3%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

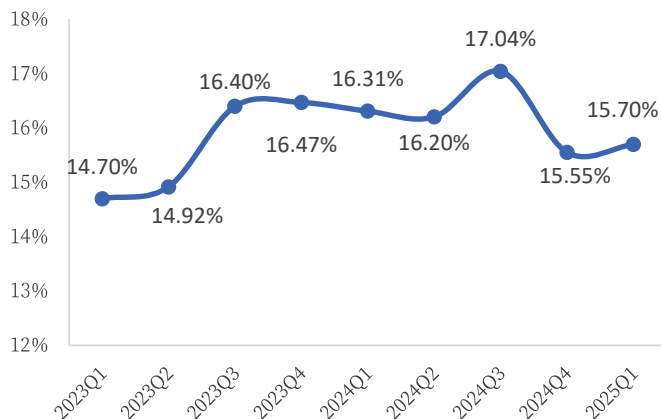
图15: 2024Q4/2025Q1 汽车板块扣非归母净利润同比分别+4.2%/+22.5%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

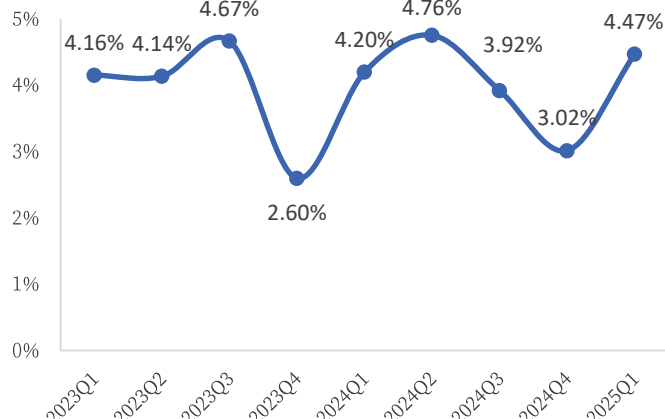
毛利率受会计政策调整回调，净利率同比提升。2024 年 Q4 汽车板块销售毛利率为 15.55%，同比-0.92pct，环比-1.49pct，主要受会计政策调整影响，2024 年 Q4 会计政策规定将不属于单项履约义务的保证类质量保证产生的预计负债中应当确定的金额从“销售费用”科目调整为“营业成本”科目，造成企业毛利率的普遍降低，2024 年汽车板块销售毛利率同比+0.51pct 至 16.25%，受益于规模效应提升，毛利率实现增长。2025 年 Q1 汽车板块销售毛利率为 15.70%，同比-0.61pct，环比+0.15pct，同样受会计政策调整影响。2024 年 Q4 汽车板块销售净利率为 3.02%，同比+0.42pct，环比-0.91pct，2024 年汽车板块销售净利率为 3.93%，同比+0.05pct，2025 年 Q1 汽车板块销售净利率为 4.47%，同比+0.27pct，环比+1.46pct，板块盈利能力稳定提升。

图16：2024Q4/2025Q1 汽车板块毛利率同比分别-0.92pct/-0.61pct



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

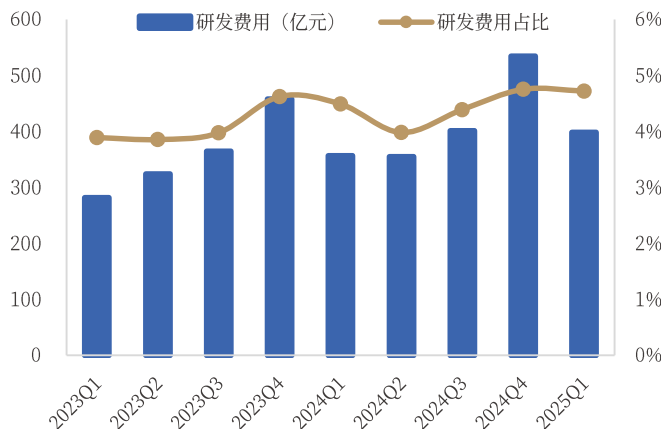
图17：2024Q4/2025Q1 汽车板块净利率同比分别+0.42pct/+0.27pct



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

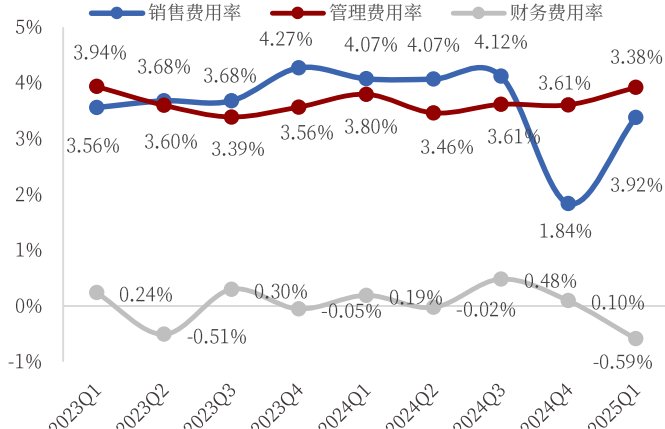
研发投入力度持续提升，2025 年 Q1 汇兑带来财务费用率的明显下降。2024 年 Q4 汽车板块研发费用为 534.2 亿元，同比+16.7%，研发费用率为 4.75%，同比+0.13pct，2024 年板块研发费用为 1646.3 亿元，同比+15.3%，研发费用率同比提升 0.31pct 至 4.42%，2025 年 Q1 板块研发费用为 398.1 亿元，同比+11.7%，研发费用率为 4.72%，同比+0.23pct，研发投入力度保持上升态势。2024 年 Q4 汽车板块销售/管理/财务费用率分别为 1.84%/3.61%/0.10%，同比分别-2.43pct/+0.04pct/+0.15pct，2024 年汽车板块销售/管理/财务费用率分别为 4.88%/5.18%/0.26%，同比分别-0.46pct/+0.14pct/+0.27pct，2025 年 Q1 汽车板块销售/管理/财务费用率分别为 3.38%/3.92%/-0.59%，同比分别-0.69pct/+0.12pct/-0.78pct，销售费用率的大幅下降主要是由于会计政策调整影响，综合销售费用与毛利率来看，汽车板块规模效应的提升带来了成本与销售费用的分摊，2025 年 Q1 受益于汇兑损益财务费用率明显下降。

图18：2024Q4/2025Q1 板块研发费用率同比分别+0.13pct/+0.23pct



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

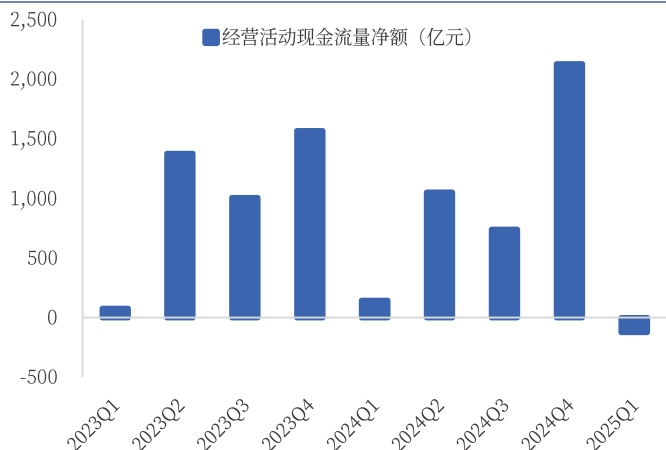
图19：2025 年 Q1 汽车板块财务费用率明显下降



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

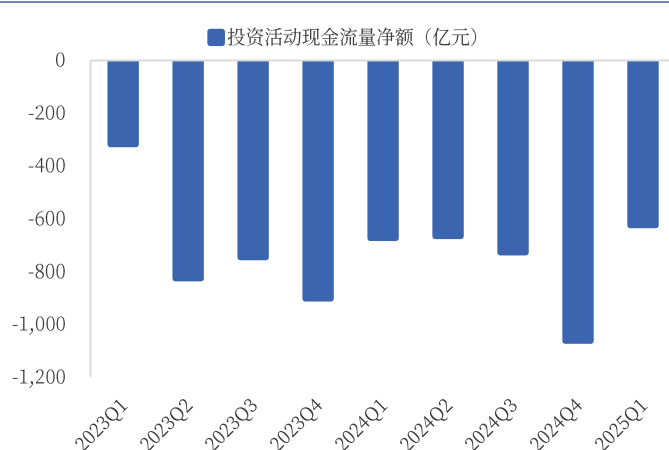
受账款兑付与收入减少影响板块经营性现金流量净额 2025 年 Q1 转负，投资性现金流出相对稳定。2024 年 Q4 汽车板块经营活动现金流量净额为 2130.5 亿元，同比+35.9%，环比+187.8%，2024 年汽车板块经营活动现金流量净额为 4068.5 亿元，同比+1.0%，较为稳定。2025 年 Q1 汽车板块经营活动现金流量净额为-125.0 亿元，同环比转负，主要是受乘用车主机厂账款兑付带来经营性支出增加以及部分乘用车与商用车主机厂终端销量不振带来经营性收入减少共同影响所致。2024 年 Q4 汽车板块投资活动现金流量净额为-1063.0 亿元，流出同比+17.7%，环比+45.9%，2024 年汽车板块投资活动现金流量净额为-3132.2 亿元，流出同比+12.0%，2025 年 Q1 汽车板块投资活动现金流量净额为-625.7 亿元，流出同比-7.2%，相对稳定。

图20: 2024Q4/2025Q1 板块经营现金流量净额同比分别+35.9%/转负



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

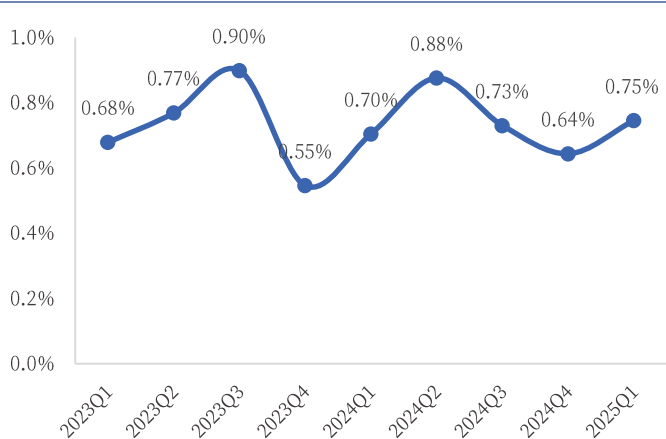
图21: 2024Q4/2025Q1 投资现金流量净流出同比分别+17.7%/-7.2%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

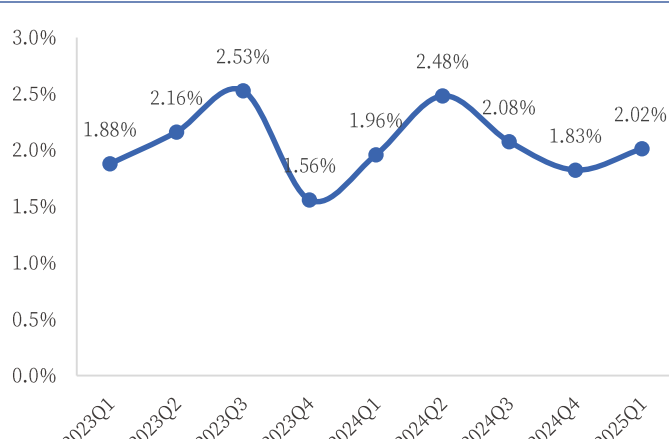
2025 年 Q1 板块盈利能力回升。2024 年 Q4 汽车板块单季总资产净利率和 ROE (扣非、摊薄) 分别为 0.64%和 1.83%，同比分别+0.10pct和+0.26pct，环比分别-0.09pct和-0.25pct，环比回落主要为季节性影响。2025 年 Q1 汽车板块单季总资产净利率和 ROE (扣非、摊薄) 分别为 0.75%和 2.02%，同比分别+0.04pct和+0.05pct，环比分别+0.10pct和+0.19pct。

图22: 2024Q4/2025Q1 板块 ROA 同比分别+0.10pct/+0.26pct



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

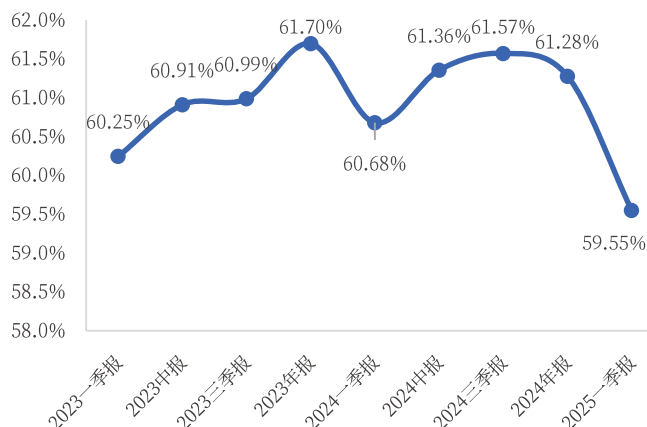
图23: 2024Q4/2025Q1 板块 ROE 同比分别+0.26pct/+0.05pct



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (注: ROE 为扣非后摊薄值)

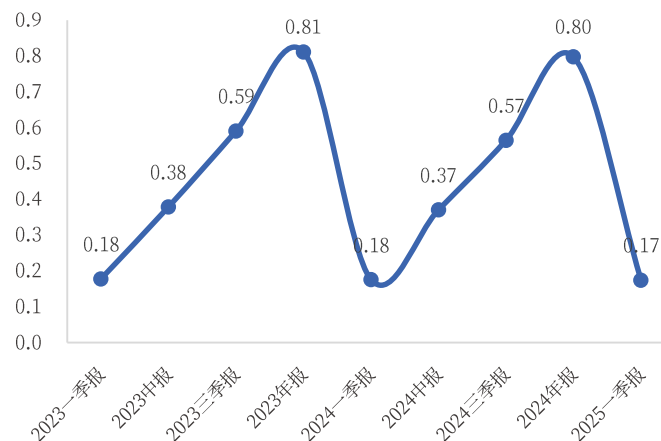
2025 年 Q1 资产负债率下降至 60%以下，总资产周转率稳定。截止 2025 年 Q1，汽车板块资产负债率为 59.55%，同比-1.13pct，环比-1.73pct。2024 年，汽车行业总资产周转率为 0.80 次，同比-1.7%，2025 年 Q1，汽车行业总资产周转率为 0.17 次，同比-0.6%。

图24：截止 2025 年 Q1 汽车板块资产负债率为 59.55%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

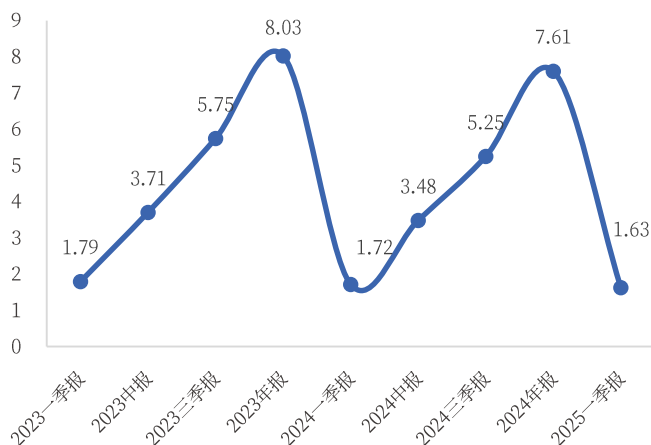
图25：2024Q4/2025Q1 汽车板块总资产周转率同比分别-1.7%/-0.6%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

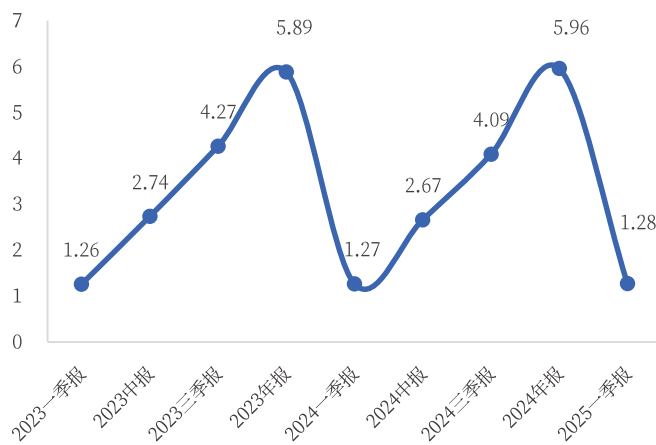
汽车板块应收账款周转率有所下降，存货周转能力提升。2024 年/2025 年 Q1 汽车板块应收账款周转率分别为 7.61 次/1.63 次，同比分别-5.3%/-5.1%，市场激烈竞争背景下产业链各环节向上游供应商压款现象普遍增多，使得应收账款周转能力下降。2024 年/2025 年 Q1 汽车板块存货周转率分别为 5.96 次/1.28 次，同比分别+1.2%/+0.8%，存货周转能力有所提升。

图26：2024Q4/2025Q1 板块应收账款周转率同比分别-5.3%/-5.1%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图27：2024Q4/2025Q1 汽车板块存货周转率同比分别+1.2%/+0.8%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

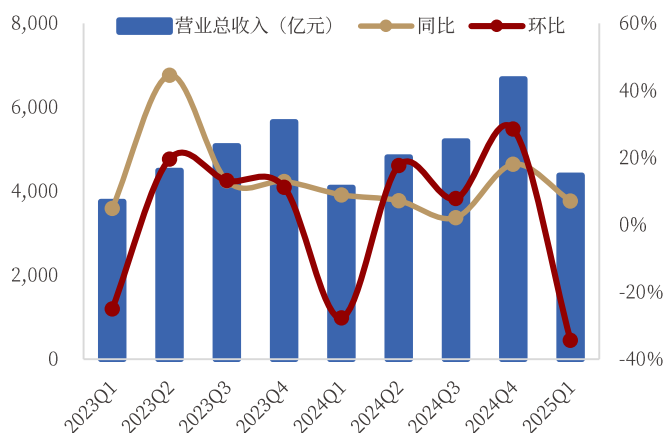
（二）乘用车：板块业绩高增长，“价格战”下经营韧性十足

乘用车板块营收增速高于整体汽车板块，龙头比亚迪利润高增推动 2025 年 Q1 板块扣非归母净利润同比高增长。2024 年乘用车板块合计实现营收 2.08 万亿元，同比+9.4%，其中 Q4 单季实现营收 6676.3 亿元，同比+18.0%，环比+28.5%，2025 年 Q1 乘用车板块合计实现营收 4382.9 亿元，同比+7.1%，环比-34.4%，营收增速高于整体汽车板块，乘用车市场景气度高于商用车市场。当前乘用车板块营收增速仍受到市场“价格战”的明显影响，2024 年 Q4 市场“价格战”有所平息，终端成交均价有所回升，乘用车板块营收取得高于市场销量增速的增长，2025 年 Q1 市场“价格战”有所恶化，终端成交均价下探，使得乘用车板块营收增速在新能源渗透率高速增长、自主品牌市占率提升的背景下弱于市场销量增速。

盈利能力方面，2024 年乘用车板块合计实现扣非归母净利润 346.5 亿元，同比-8.4%，其中 Q4 单季实现扣非归母净利润 34.2 亿元，同比-33.3%，环比-72.9%，主要受到上汽、广汽合资与自主品牌亏损扩大影响，2025 年 Q1 乘用车板块实现扣非归母净利润 114.9 亿元，同比+49.6%，环比+235.8%，主要得益于龙头主机厂比亚迪扣非归母净利润的大幅增长，Q1 比亚迪扣非归母净利润由

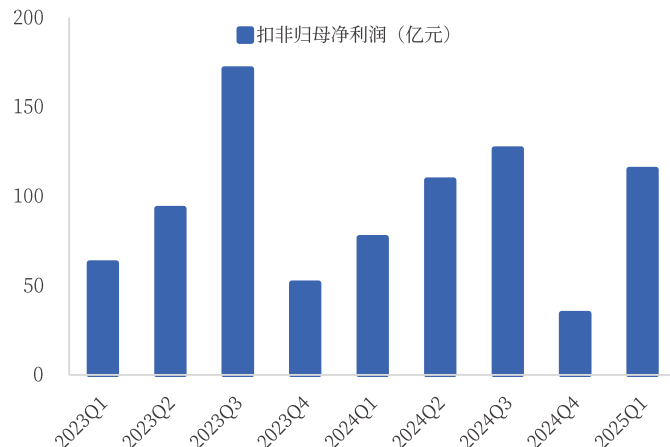
2024 年同期的 37.5 亿元增长至 2025 年的 81.7 亿元，增量 44.2 亿元是板块扣非归母净利润增量的 116%。

图28：2024Q4/2025Q1 乘用车板块营业收入同比分别+18.0%/+7.1%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

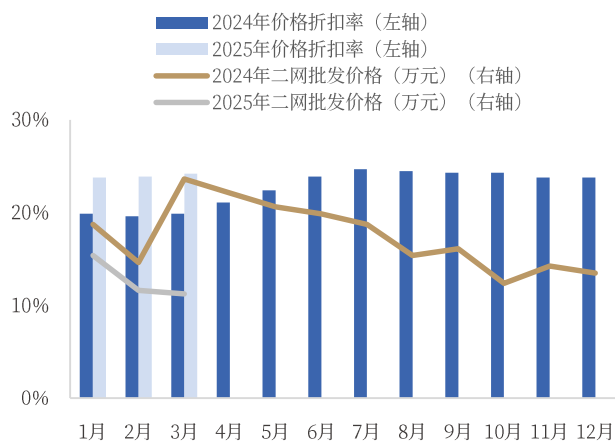
图29：2024Q4/2025Q1 板块扣非归母净利润同比分别-33.3%/+49.6%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

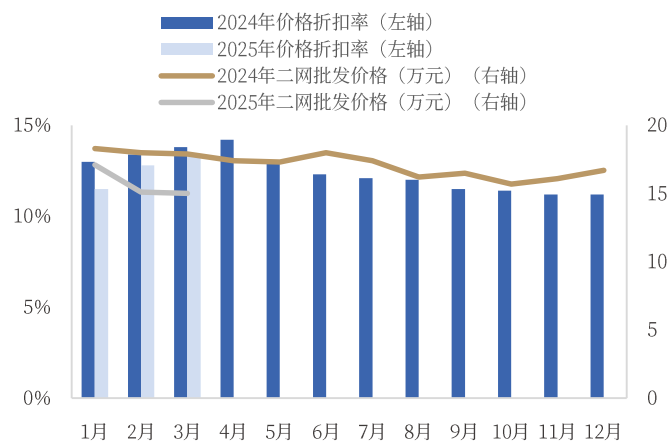
2024 年 Q4 以来乘用车市场价格波动较大，对板块营收增速产生较大影响。据大搜车智云数据，2024 年 Q4 燃油乘用车市场价格折扣有所收窄，新能源乘用车市场批发价格有所回升，对乘用车板块营收增长形成正向作用。2025 年 Q1 燃油乘用车市场价格折扣继续扩大，新能源乘用车市场批发价格回落，对乘用车板块营收增长形成负向作用。

图30：2024Q4 燃油乘用车市场折扣收窄，2025Q1 继续扩大



资料来源：大搜车智云，中国银河证券研究院

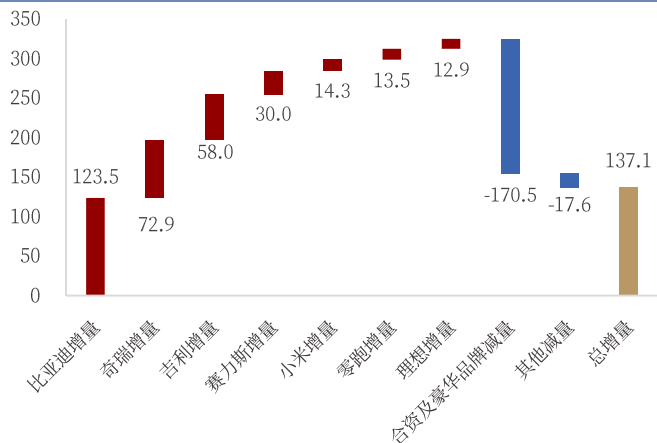
图31：2024Q4 新能源乘用车市场批发价回升，2025Q1 回落



资料来源：大搜车智云，中国银河证券研究院

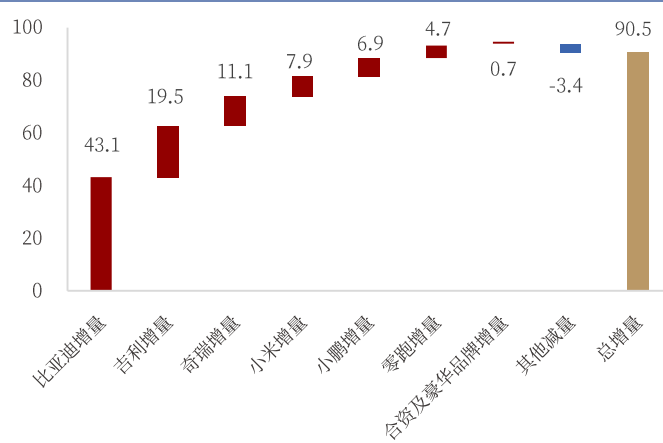
头部自主品牌持续推进对合资及豪华品牌市场份额的替代，实现市占率的提升。2024 年乘用车市场头部自主品牌贡献主要市场增量，如比亚迪（123.5 万辆）、奇瑞（72.9 万辆）、吉利（58.0 万辆）、赛力斯（30.0 万辆）、小米（14.3 万辆）、零跑（13.5 万辆）、理想（12.9 万辆），合资及豪华品牌销量同比减少 170.5 万辆。2025 年头部自主品牌继续贡献主要增量，如比亚迪（43.1 万辆）、吉利（19.5 万辆）、奇瑞（11.1 万辆）、小米（7.9 万辆）、小鹏（6.9 万辆）、零跑（4.7 万辆），合资及豪华品牌仅有 0.7 万辆销售增量，自主品牌通过持续推进在全价格段对合资及豪华品牌市场份额的替代实现市占率的提升。

图32：2024 年头部自主品牌对合资/豪华品牌替代效应明显（万辆）



资料来源：Marklines, 中国银河证券研究院

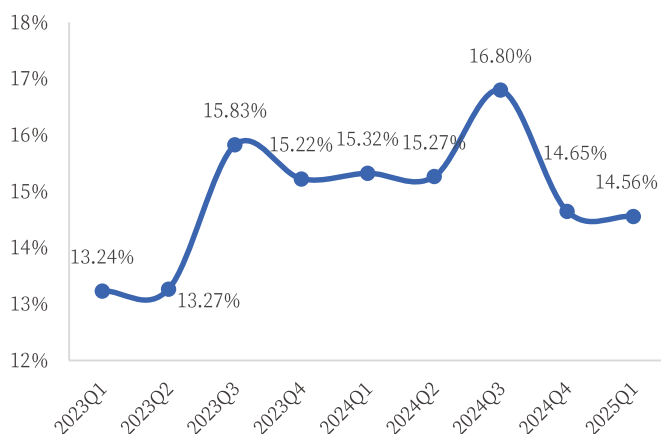
图33：2025 年 Q1 头部自主品牌贡献市场主要销售增量（万辆）



资料来源：Marklines, 中国银河证券研究院

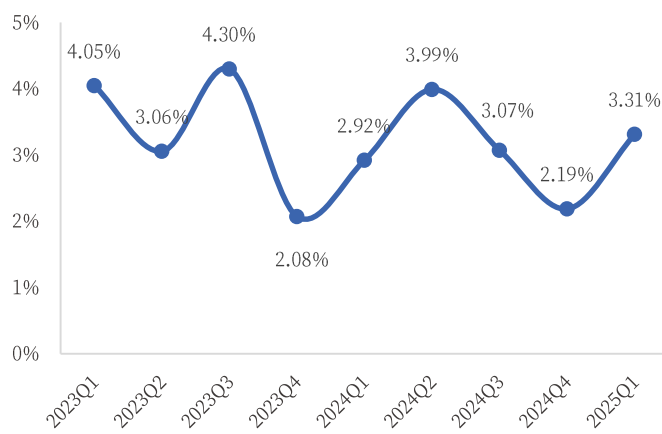
毛利率受会计政策调整影响，2025 年 Q1 净利率回升。2024 年 Q4 乘用车板块销售毛利率为 14.65%，同比-0.58pct，环比-2.15pct，主要受会计政策调整影响，2024 年乘用车板块销售毛利率同比+0.93pct 至 15.46%，规模效应明显。2025 年 Q1 乘用车板块销售毛利率为 14.56%，同比-0.76pct，环比-0.09pct，同样受会计政策调整影响。2024 年 Q4 乘用车板块销售净利率为 2.19%，同比+0.11pct，环比-0.88pct，2024 年乘用车板块销售净利率为 2.97%，同比-0.32pct，2025 年 Q1 汽车板块销售净利率为 3.31%，同比+0.39pct，环比+1.12pct，板块盈利能力回升。

图34：2024Q4/2025Q1 乘用车板块毛利率同比分别-0.58pct/-0.76pct



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

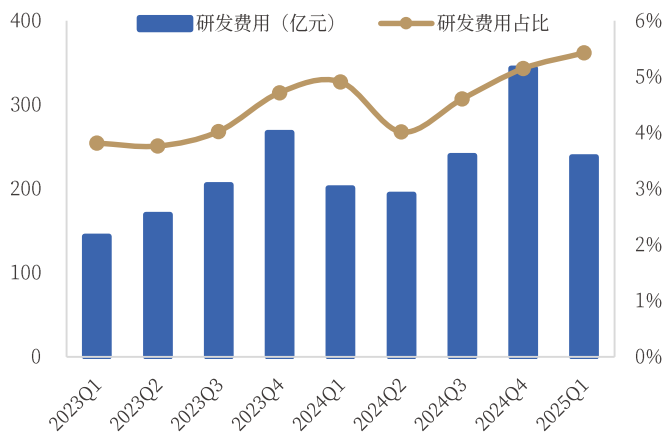
图35：2024Q4/2025Q1 板块净利率同比分别+0.11pct/+0.39pct



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

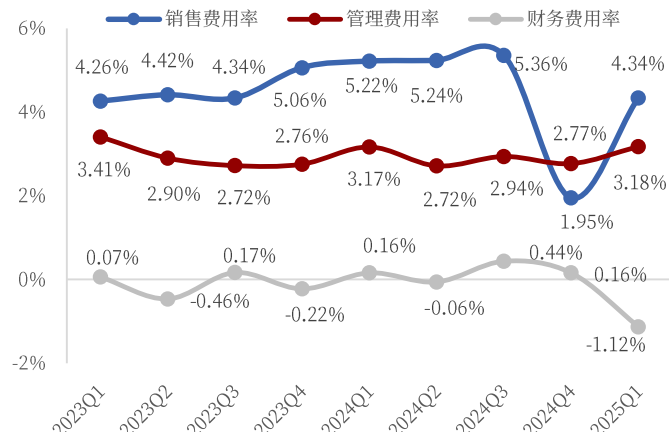
研发投入增势不减，2025 年 Q1 汇兑带来财务费用率的明显下降。2024 年 Q4 乘用车板块研发费用为 343.6 亿元，同比+28.8%，研发费用率为 5.15%，同比+0.43pct，2024 年板块研发费用为 977.2 亿元，同比+24.7%，研发费用率同比提升 0.57pct 至 4.70%，2025 年 Q1 板块研发费用为 237.8 亿元，同比+18.3%，研发费用率为 5.43%，同比+0.53pct，研发投入增长态势不减，研发费用率连续三季逐季提升。2024 年 Q4 乘用车板块销售/管理/财务费用率分别为 1.95%/2.77%/0.16%，同比分别-3.11pct/+0.01pct/+0.38pct，2024 年乘用车板块销售/管理/财务费用率分别为 6.20%/4.24%/0.27%，同比分别-0.29pct/+0.09pct/+0.43pct，2025 年 Q1 乘用车板块销售/管理/财务费用率分别为 4.34%/3.18%/-1.12%，同比分别-0.88pct/+0.01pct/-1.29pct，销售费用率的大幅下降主要是由于会计政策调整影响，综合销售费用与毛利率来看，乘用车板块规模效应的提升带来了成本与销售费用的分摊，2025 年 Q1 受益于汇兑损益财务费用率明显下降。

图36: 2024Q4/2025Q1 板块研发费用率同比分别+0.43pct/+0.53pct



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

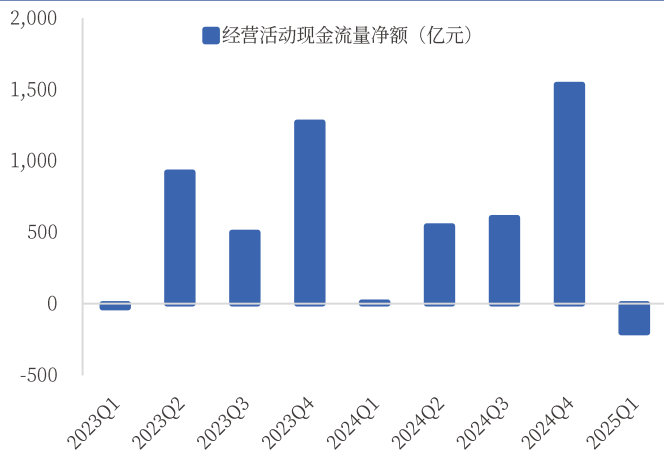
图37: 2025 年 Q1 乘用车板块财务费用率明显下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

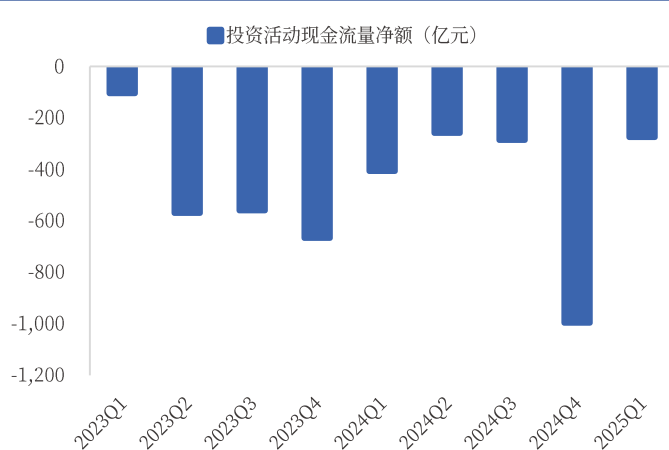
受账款兑付与收入减少影响板块经营性现金流量净额 2025 年 Q1 转负，2025 年 Q1 投资性现金流流出明显收窄。2024 年 Q4 乘用车板块经营活动现金流量净额为 1535.4 亿元，同比+20.9%，环比+154.7%，2024 年乘用车板块经营活动现金流量净额为 2691.7 亿元，同比+1.0%，较为稳定。2025 年 Q1 乘用车板块经营活动现金流量净额为-203.0 亿元，同环比转负，主要是受账款兑付带来经营性支出增加以及终端销量不振带来经营性收入减少共同影响所致。2024 年 Q4 乘用车板块投资活动现金流量净额为-997.2 亿元，流出同比+49.4%，环比+248.5%，2024 年乘用车板块投资活动现金流量净额为-1949.3 亿元，流出同比+2.5%，2025 年 Q1 乘用车板块投资活动现金流量净额为-275.9 亿元，流出同比-32.3%，主机厂收缩投资支出以应对市场竞争，提高经营效率。

图38: 2024Q4/2025Q1 板块经营现金流量净额同比分别+20.9%/转负



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

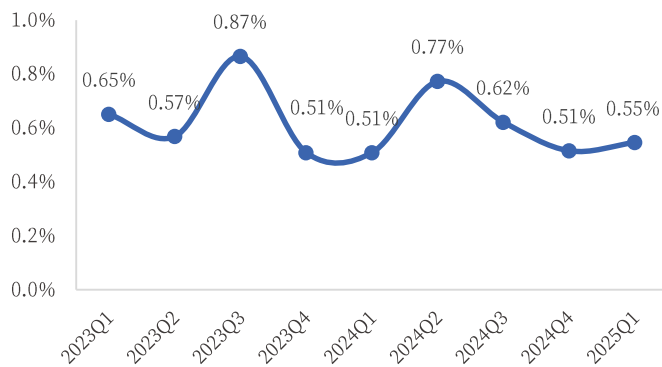
图39: 2024Q4/2025Q1 投资现金流量净流出同比分别+49.4%/-32.3%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

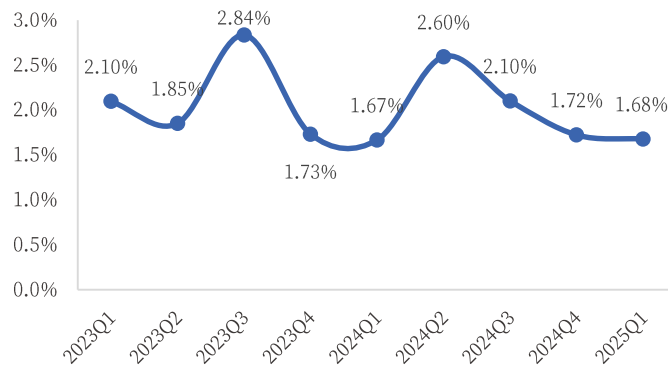
2025 年 Q1 板块盈利能力企稳。2024 年 Q4 乘用车板块单季总资产净利率和 ROE（扣非、摊薄）分别为 0.51%和 1.72%，同比分别+0.01pct和-0.01pct，环比分别-0.11pct和-0.38pct，环比回落主要为季节性影响。2025 年 Q1 汽车板块单季总资产净利率和 ROE（扣非、摊薄）分别为 0.55%和 1.68%，同比分别+0.04pct和+0.01pct，环比分别+0.03pct和-0.05pct，有所企稳。

图40: 2024Q4/2025Q1 板块 ROA 同比分别+0.01pct/+0.04pct



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

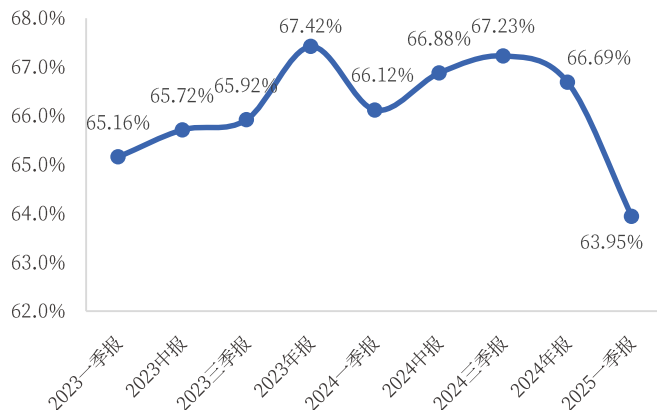
图41: 2024Q4/2025Q1 板块 ROE 同比分别-0.01pct/-0.05pct



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (注: ROE 为扣非后摊薄值)

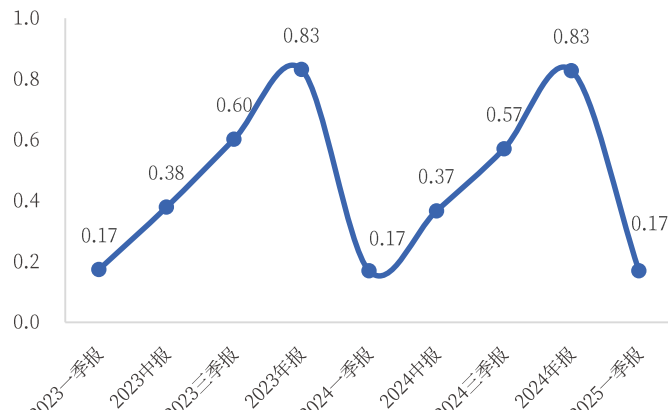
2025 年 Q1 资产负债率大幅下降, 总资产周转率稳定。截止 2025 年 Q1, 汽车板块资产负债率为 63.95%, 同比-2.17pct, 环比-2.74pct。2024 年, 汽车行业总资产周转率为 0.83 次, 同比-0.4%, 2025 年 Q1, 汽车行业总资产周转率为 0.17 次, 同比-0.2%。

图42: 截止 2025 年 Q1 乘用车板块资产负债率为 63.95%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

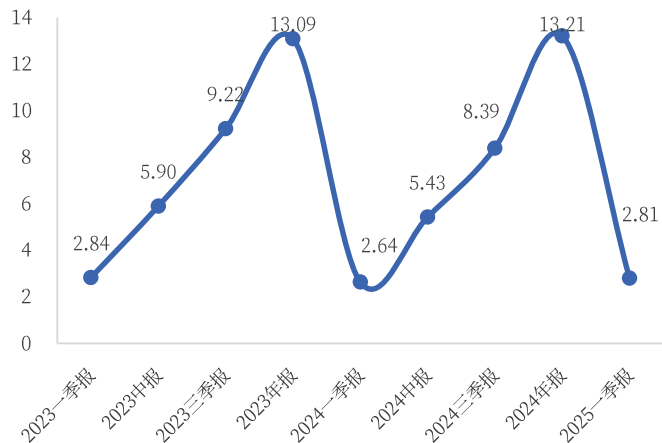
图43: 2024Q4/2025Q1 板块总资产周转率同比分别-0.4%/-0.2%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

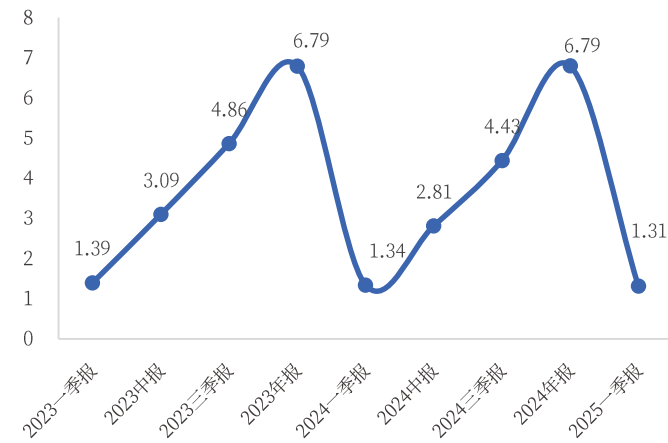
乘用车板块应收账款周转能力有所提升, 存货周转能力稳定。2024 年/2025 年 Q1 乘用车板块应收账款周转率分别为 13.21 次/2.81 次, 同比分别+0.9%/+6.6%, 乘用车主机厂作为 To C 企业回款压力较小, 规模效应推动应收账款营运能力提升。2024 年/2025 年 Q1 乘用车板块存货周转率分别为 6.79 次/1.31 次, 同比分别+0.1%/-2.3%, 存货周转能力较为稳定。

图44: 2024Q4/2025Q1 板块应收账款周转率同比分别+0.9%/+6.6%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图45: 2024Q4/2025Q1 乘用车板块存货周转率同比分别+0.1%/-2.3%

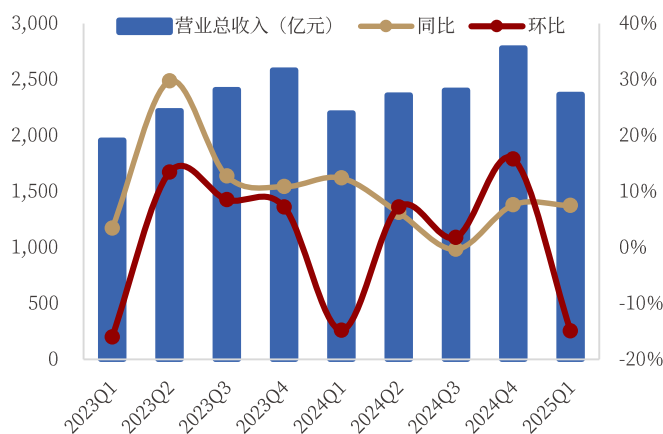


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

（三）零部件：下游车市景气带动营收利润高增长，经营性现金流大幅好转

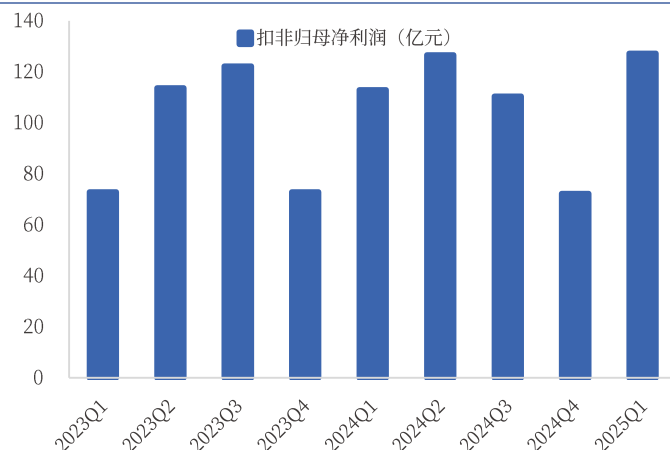
受益于车市高景气，营收利润高增长。2024 年零部件板块合计实现营收 9741.8 亿元，同比+6.2%，其中 Q4 单季实现营收 2780.4 亿元，同比+7.6%，环比+15.8%，2025 年 Q1 零部件板块合计实现营收 2365.2 亿元，同比+7.5%，环比-14.9%，受益于以旧换新政策驱动下的乘用车市场高景气，零部件板块营收实现稳增长。盈利能力方面，2024 年零部件板块合计实现扣非归母净利润 422.1 亿元，同比+10.6%，其中 Q4 单季实现扣非归母净利润 72.2 亿元，同比-0.9%，环比-34.6%，符合季节性规律。2025 年 Q1 零部件板块实现扣非归母净利润 127.1 亿元，同比+12.6%，环比+76.1%，同样受益于下游车市高景气带来的规模效应提升。

图46：2024Q4/2025Q1 零部件板块营业收入同比分别+7.6%/+6.2%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

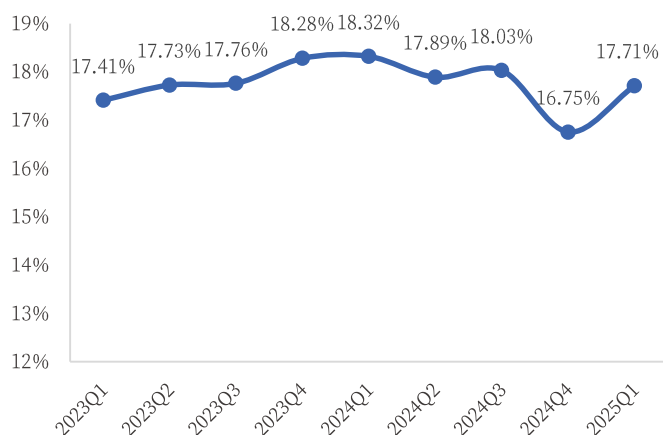
图47：2024Q4/2025Q1 板块扣非归母净利润同比分别-0.9%/+12.6%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

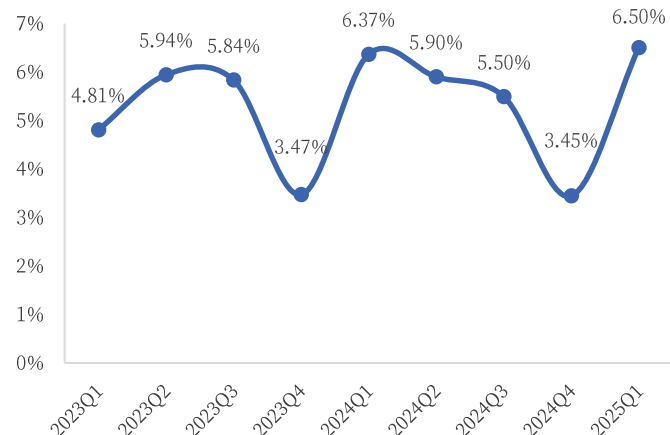
毛利率受会计政策调整影响，2025 年 Q1 净利率明显回升。2024 年 Q4 零部件板块销售毛利率为 16.75%，同比-1.53pct，环比-1.27pct，主要受会计政策调整影响，2024 年零部件板块销售毛利率同比-0.17pct 至 17.76%，下游车市竞争压力向零部件环节传导，超额年降对板块毛利率产生一定影响。2025 年 Q1 零部件板块销售毛利率为 17.71%，同比-0.61pct，环比+0.96pct，同样受会计政策调整影响。2024 年 Q4 零部件板块销售净利率为 3.45%，同比-0.03pct，环比-2.05pct，2024 年零部件板块销售净利率为 5.28%，同比-0.16pct，盈利能力有所下降，2025 年 Q1 零部件板块销售净利率为 6.50%，同比+0.14pct，环比+3.06pct，环比回升明显。

图48：2024Q4/2025Q1 零部件板块毛利率同比分别-1.53pct/-0.61pct



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图49：2024Q4/2025Q1 板块净利率同比分别-0.03pct/+0.14pct

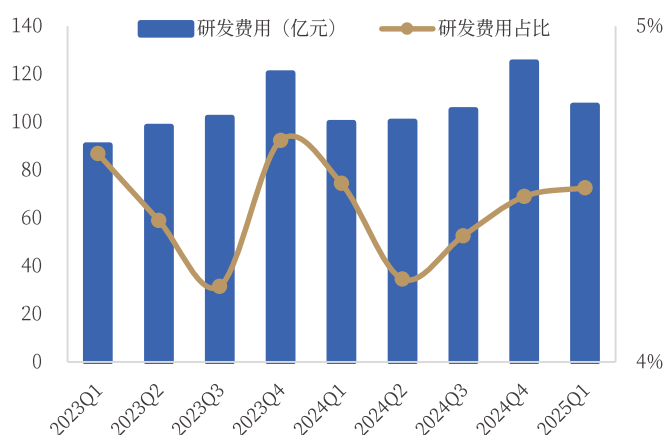


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

研发费用率企稳，2025 年 Q1 管理费用率有所优化。2024 年 Q4 零部件板块研发费用为 124.9 亿元，同比+3.8%，研发费用率为 4.49%，同比-0.17pct，2024 年板块研发费用为 429.9 亿元，同

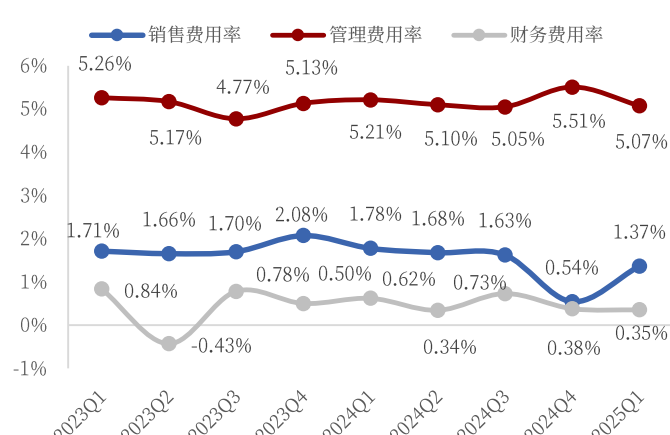
比+4.7%，研发费用率同比降低 0.07pct 至 4.41%，2025 年 Q1 板块研发费用为 106.9 亿元，同比+7.1%，研发费用率为 4.52%，同比-0.01pct，伴随新能源汽车产业链逐渐成熟，零部件板块新产品陆续量产，研发端超前投入减少，研发费用率企稳。2024 年 Q4 零部件板块销售/管理/财务费用率分别为 0.54%/5.51%/0.38%，同比分别-1.53pct/+0.38pct/-0.12pct，2024 年零部件板块销售/管理/财务费用率分别为 1.91%/7.31%/0.72%，同比分别-0.59pct/+0.26pct/+0.13pct，2025 年 Q1 零部件板块销售/管理/财务费用率分别为 1.37%/5.07%/0.35%，同比分别-0.41pct/-0.14pct/-0.27pct，销售费用率的大幅下降主要是由于会计政策调整影响，综合销售费用与毛利率来看，零部件板块规模效应的提升带来了成本与销售费用的分摊，2025 年 Q1 管理费用率有所优化，对推动盈利能力的回升起到重要作用。

图50：2024Q4/2025Q1 板块研发费用率同比分别-0.17pct/-0.01pct



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

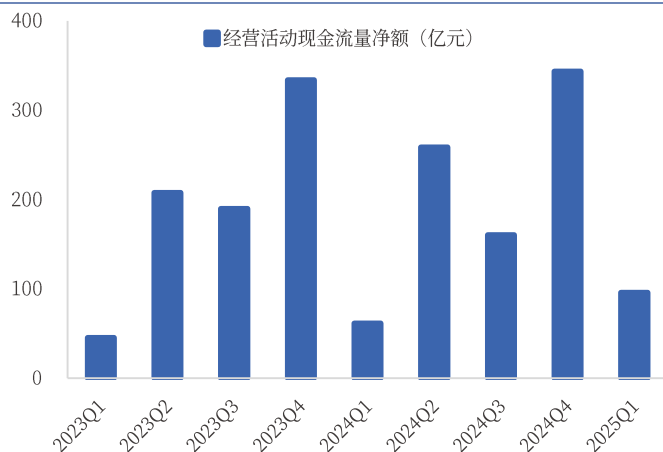
图51：2025 年 Q1 零部件板块管理费用率有所优化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

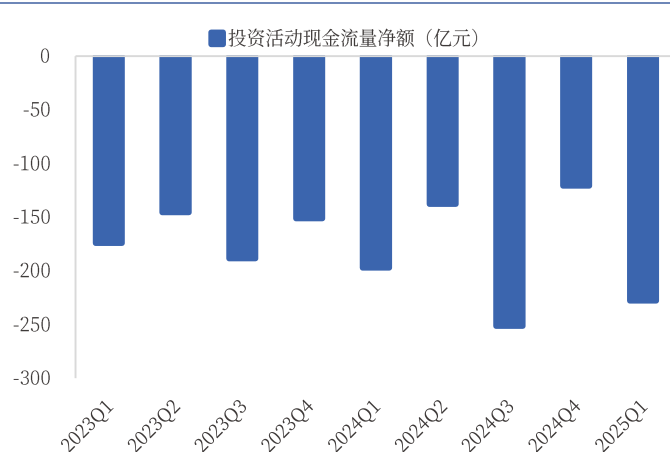
现金流情况良好，2025 年 Q1 经营现金流量大幅增加。2024 年 Q4 零部件板块经营活动现金流量净额为 343.4 亿元，同比+2.8%，环比+114.4%，2024 年零部件板块经营活动现金流量净额为 823.3 亿元，同比+6.0%，2025 年 Q1 零部件板块经营活动现金流量净额为 95.9 亿元，同比+56.8%，环比-72.1%，受益于下游主机厂客户的账款兑付，零部件板块经营现金流量大幅好转。2024 年 Q4 零部件板块投资活动现金流量净额为-120.9 亿元，流出同比-20.1%，环比-51.9%，2024 年零部件板块投资活动现金流量净额为-708.0 亿元，流出同比+7.2%，2025 年 Q1 零部件板块投资活动现金流量净额为-228.2 亿元，流出同比+15.6%，主要为财务类投资的支出增加。

图52：2024Q4/2025Q1 经营现金流量净额同比分别+2.8%/+56.8%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图53：2024Q4/2025Q1 投资现金流量净流出同比分别-20.1%/+15.6%

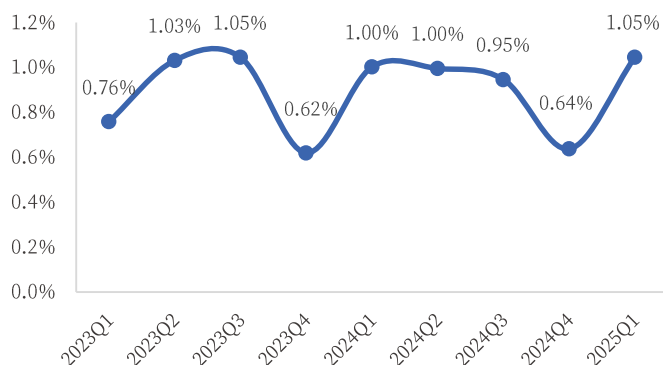


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

板块盈利能力稳中有升。2024 年 Q4 零部件板块单季总资产净利率和 ROE（扣非、摊薄）分别

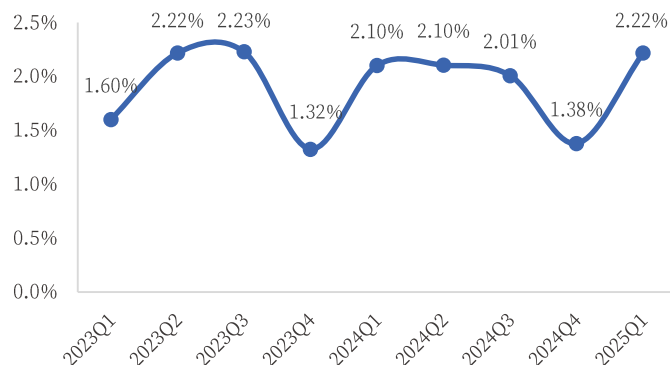
为 0.64% 和 1.38%，同比分别+0.02pct 和+0.05pct，环比分别-0.31pct 和-0.63pct，环比回落主要为季节性影响。2025 年 Q1 零部件板块单季总资产净利率和 ROE（扣非、摊薄）分别为 1.05% 和 2.22%，同比分别+0.04pct 和+0.12pct，环比分别+0.41pct 和+0.84pct，板块盈利能力稳中有升。

图54：2024Q4/2025Q1 板块 ROA 同比分别+0.02pct/+0.04pct



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

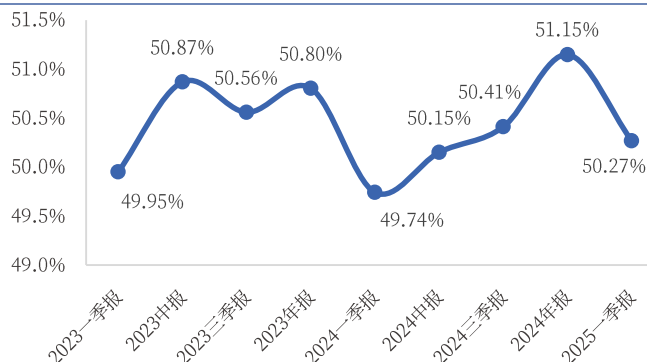
图55：2024Q4/2025Q1 板块 ROE 同比分别+0.05pct/+0.12pct



资料来源：Wind，中国银河证券研究院（注：ROE 为扣非后摊薄值）

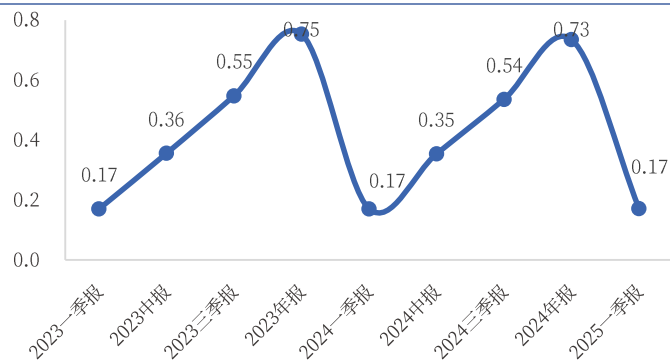
资产负债率与总资产周转率稳定。截止 2025 年 Q1，零部件板块资产负债率为 50.27%，同比+0.53pct，环比-0.88pct。2024 年，零部件行业总资产周转率为 0.73 次，同比-2.5%，2025 年 Q1，零部件行业总资产周转率为 0.17 次，同比+0.5%。

图56：截止 2025 年 Q1 零部件板块资产负债率为 50.27%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

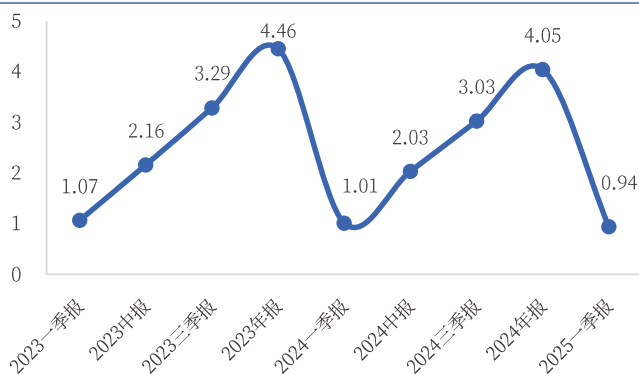
图57：2024Q4/2025Q1 板块总资产周转率同比分别-2.5%/+0.5%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

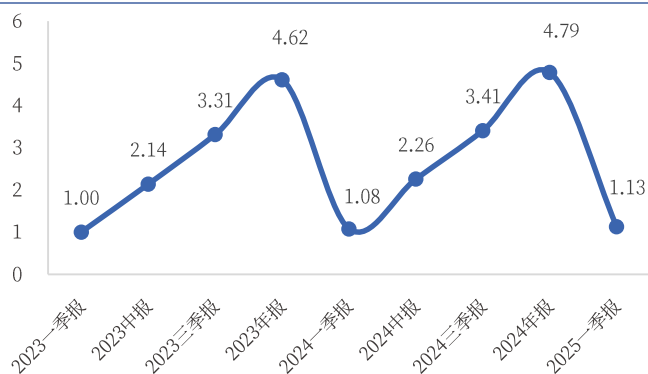
零部件板块应收账款周转率有所下降，存货周转能力提升。2024 年/2025 年 Q1 零部件板块应收账款周转率分别为 4.05 次/0.94 次，同比分别-9.1%/-6.9%，下游主机厂竞争压力提升，仍有较多向零部件环节压款的现象，使得板块应收账款周转能力下降。2024 年/2025 年 Q1 零部件板块存货周转率分别为 4.79 次/1.13 次，同比分别+3.7%/+4.9%，存货周转能力提升。

图58：2024Q4/2025Q1 板块应收账款周转率同比分别-9.1%/-6.9%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图59：2024Q4/2025Q1 零部件板块存货周转率同比分别+3.7%/+4.9%

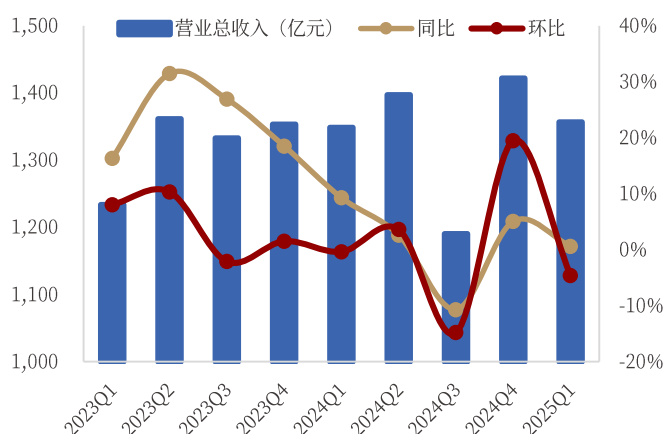


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(四) 商用车：营收增速放缓，盈利能力回落

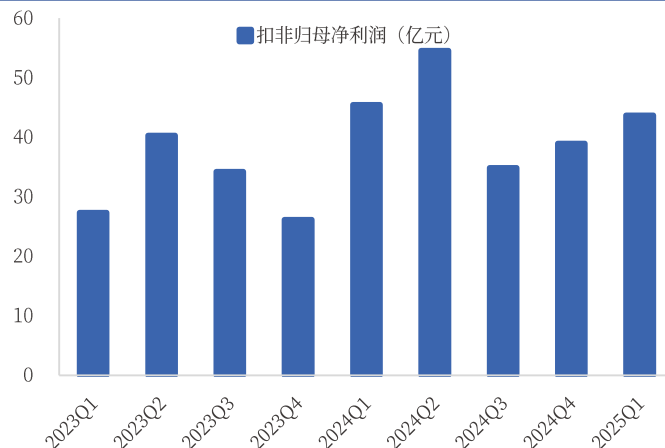
受销量影响营收增速放缓，2025 年 Q1 扣非归母净利润同比负增长。2024 年商用车板块合计实现营收 5358.8 亿元，同比+1.4%，其中 Q4 单季实现营收 1422.3 亿元，同比+5.1%，环比+19.5%，2025 年 Q1 商用车板块合计实现营收 1356.9 亿元，同比+0.6%，环比-4.6%，增速主要受商用车市场销量增速放缓影响。盈利能力方面，2024 年商用车板块合计实现扣非归母净利润 173.8 亿元，同比+35.8%，其中 Q4 单季实现扣非归母净利润 38.9 亿元，同比+49.0%，环比+11.7%，主要得益于商用车市场销量的环比复苏与 2023 年同期低基数。2025 年 Q1 商用车板块实现扣非归母净利润 43.6 亿元，同比-4.0%，环比+12.1%，受同期高基数与销量增速放缓影响，扣非归母净利润出现负增长。

图60：2024Q4/2025Q1 商用车板块营业收入同比分别+5.1%/+0.6%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

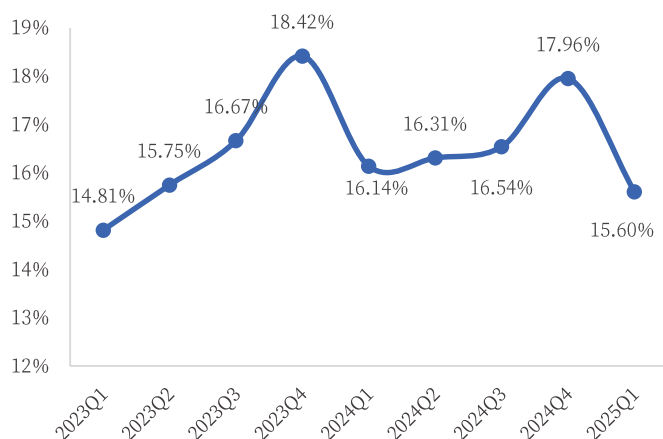
图61：2024Q4/2025Q1 板块扣非归母净利润同比分别+49.0%/-4.0%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

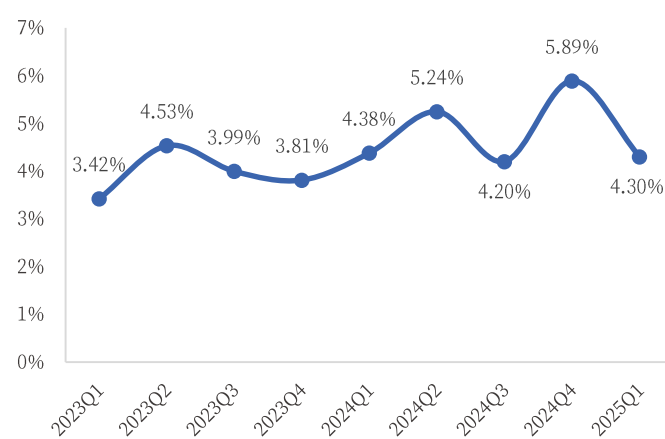
毛利率主要受规模效应与会计政策调整影响，2025 年 Q1 净利率有所回落。2024 年 Q4 商用车板块销售毛利率为 17.96%，同比-0.47pct，环比+1.41pct，主要受商用车销量影响，与 Q4 商用车销量同环比变化一致，2024 年商用车板块销售毛利率同比+0.31pct 至 16.75%。2025 年 Q1 商用车板块销售毛利率为 15.60%，同比-0.53pct，环比-2.35pct，主要受会计政策调整影响。2024 年 Q4 商用车板块销售净利率为 5.89%，同比+2.08pct，环比+1.69pct，2024 年商用车板块销售净利率为 4.97%，同比 1.01pct，盈利能力提升，2025 年 Q1 商用车板块销售净利率为 4.30%，同比-0.08pct，环比-1.59pct，同环比有所回落。

图62：2024Q4/2025Q1 商用车板块毛利率同比分别-0.47pct/-0.53pct



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图63：2024Q4/2025Q1 板块净利率同比分别+2.08pct/-0.08pct

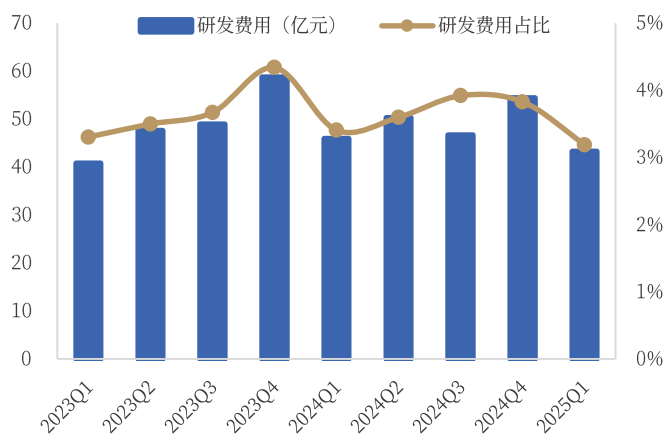


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

研发费用率连续两季回落，2025 年 Q1 管理费用率受潍柴动力子公司计提支出影响。2024 年

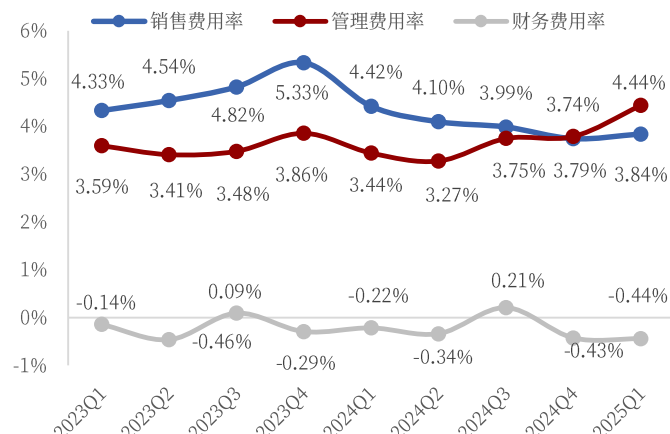
Q4 商用车板块研发费用为 54.4 亿元，同比-7.3%，研发费用率为 3.83%，同比-0.51pct，2024 年板块研发费用为 197.3 亿元，同比+0.6%，研发费用率同比降低 0.03pct 至 3.68%，2025 年 Q1 板块研发费用为 43.3 亿元，同比-5.7%，研发费用率为 3.19%，同比-0.21pct，连续两季回落。2024 年 Q4 商用车板块销售/管理/财务费用率分别为 3.74%/3.79%/-0.43%，同比分别-1.59pct/-0.07ct/-0.13pct，2024 年商用车板块销售/管理/财务费用率分别为 5.52%/4.84%/-0.29%，同比分别-0.88pct/+0.02pct/-0.01pct，2025 年 Q1 商用车板块销售/管理/财务费用率分别为 3.84%/4.44%/-0.44%，同比分别-0.58pct/+1.00pct/-0.23pct，销售费用率的大幅下降主要是由于会计政策调整影响，2025 年 Q1 管理费用率的明显上涨主要来源于潍柴动力子公司 KION GROUP AG 因其效率计划计提相关支出。

图64：2024Q4/2025Q1 板块研发费用率同比分别-0.51pct/-0.21pct



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

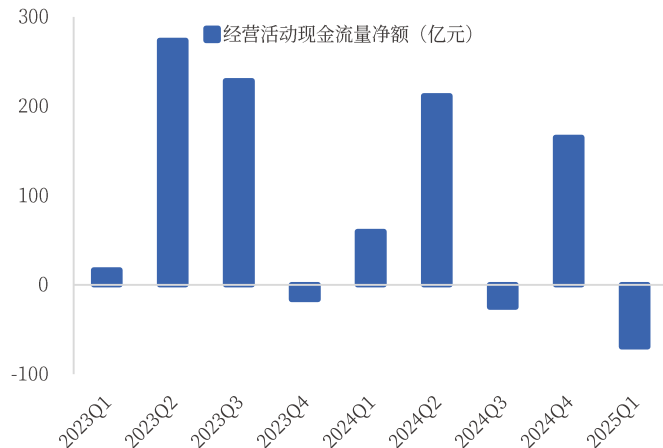
图65：2025 年 Q1 商用车板块管理费用率明显提升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

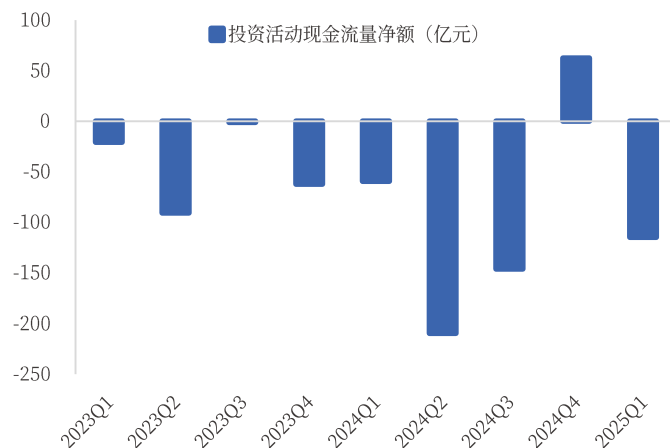
受销量增速放缓影响，经营现金流情况有所恶化。2024 年 Q4 商用车板块经营活动现金流量净额为 164.9 亿元，同环比大幅转正，2024 年商用车板块经营活动现金流量净额为 410.8 亿元，同比-18.2%，2025 年 Q1 商用车板块经营活动现金流量净额为-69.4 亿元，同环比转负，由于商用车市场销量增速的放缓，自 2024 年以来商用车板块的经营现金流情况有所恶化。2024 年 Q4 商用车板块投资活动现金流量净额为 62.3 亿元，同环比转正，主要为主机厂理财投资的现金收回，2024 年商用车板块投资活动现金流量净额为-352.9 亿元，流出同比+7.2%，2025 年 Q1 商用车板块投资活动现金流量净额为-114.7 亿元，流出同比+92.9%，主要为理财投资的增加。

图66：2024Q4/2025Q1 经营现金流量净额同比分别转正/转负



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图67：2024Q4/2025Q1 投资现金流量净额同比分别转正/流出+92.9%

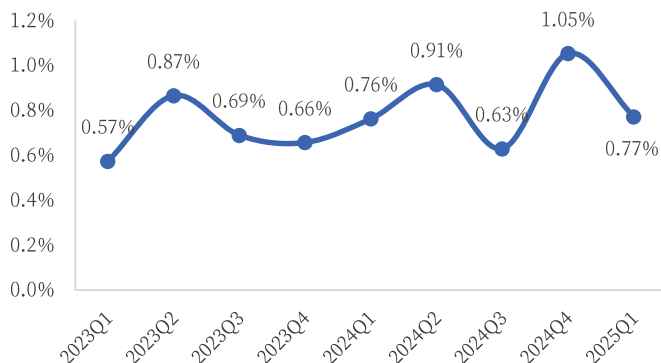


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2025 年 Q1 板块盈利能力有所回落。2024 年 Q4 商用车板块单季总资产净利率和 ROE(扣非、

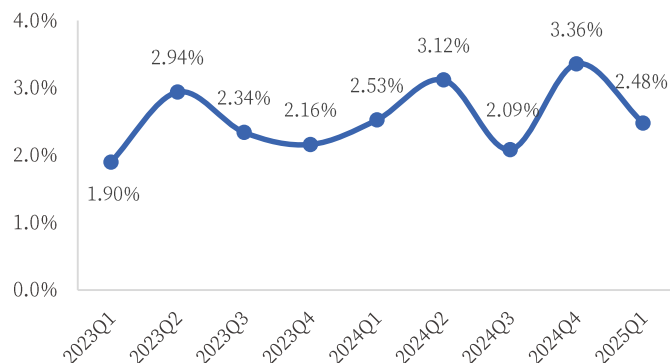
摊薄) 分别为 1.05% 和 3.36%，同比分别+0.40pct 和+1.20pct，环比分别+0.42pct 和+1.27pct。2025 年 Q1 商用车板块单季总资产净利率和 ROE (扣非、摊薄) 分别为 0.77% 和 2.48%，同比分别+0.01pct 和-0.05pct，环比分别-0.28pct 和-0.88pct，板块盈利能力有所回落。

图68: 2024Q4/2025Q1 板块 ROA 同比分别+0.40pct/+0.01pct



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

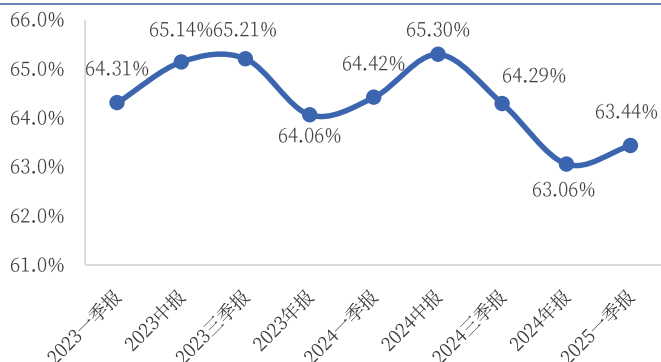
图69: 2024Q4/2025Q1 板块 ROE 同比分别+1.20pct/-0.05pct



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (注: ROE 为扣非后摊薄值)

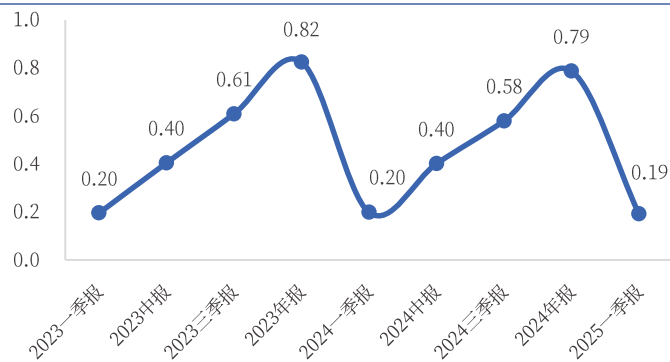
资产负债率与总资产周转率稳定。截止 2025 年 Q1，商用车板块资产负债率为 63.44%，同比-0.98pct，环比+0.38pct。2024 年，商用车行业总资产周转率为 0.79 次，同比-4.6%，2025 年 Q1，商用车行业总资产周转率为 0.19 次，同比-3.6%。

图70: 截止 2025 年 Q1 商用车板块资产负债率为 63.44%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

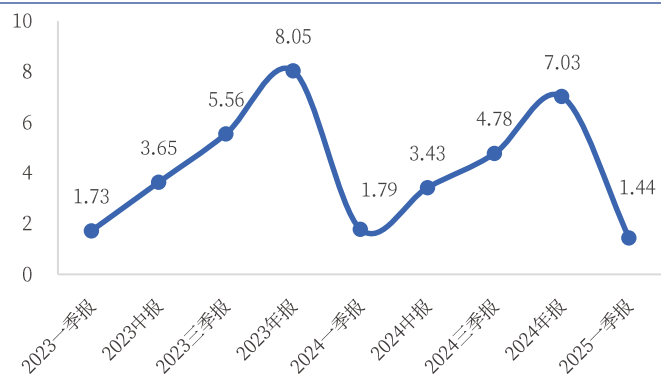
图71: 2024Q4/2025Q1 板块总资产周转率同比分别-4.6%/-3.6%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

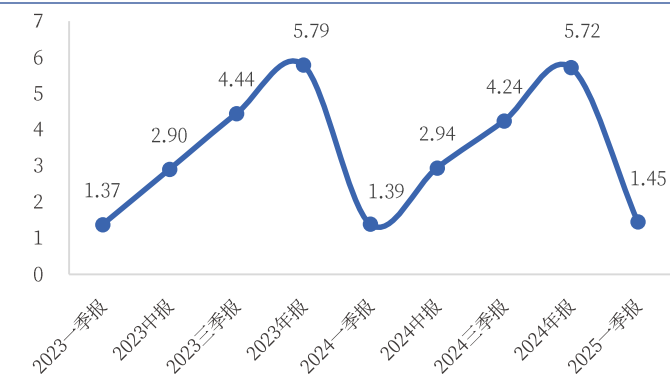
商用车板块应收账款周转率大幅下降，存货周转能力稳定。2024 年/2025 年 Q1 商用车板块应收账款周转率分别为 7.03 次/1.44 次，同比分别-12.6%/-19.5%，收入增长放缓使得板块应收账款营运能力降低。2024 年/2025 年 Q1 商用车板块存货周转率分别为 5.72 次/1.45 次，同比分别-1.2%/+4.5%，存货周转能力稳定。

图72: 2024Q4/2025Q1 板块应收账款周转率同比分别-12.6%/-19.5%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图73: 2024Q4/2025Q1 商用车板块存货周转率同比分别-1.2%/+4.5%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、估值：估值仍有上升空间，推荐乘用车/零部件板块

估值方面，截至 5 月 6 日，汽车、乘用车、汽车零部件、商用车各指数市盈率分别为 24.64x/25.21x/26.96x/16.67x，市净率分别为 2.46x/2.45x/2.69x/1.77x。

表2：汽车指数估值情况（数据截止 5 月 6 日）

指数名称	市盈率	市净率
汽车（ZX）	24.64	2.46
乘用车（ZX）	25.21	2.45
汽车零部件（ZX）	26.97	2.69
商用车（ZX）	16.67	1.77

资料来源：Wind，中国银河证券研究院（市盈率：TTM，剔除负值；市净率：LF）

截止 5 月 6 日，汽车（ZX）指数 PE 为 24.64，高于自 2015 年 10 月以来的均值 22.50，PB 为 2.46，高于自 2015 年 1 月以来的均值 2.33，分板块来看：乘用车（ZX）指数 PE 为 25.21，高于自 2015 年 10 月以来的均值 21.02，PB 为 2.45，高于自 2015 年 1 月以来的均值 2.19；汽车零部件（ZX）指数 PE 为 26.97，高于自 2015 年 10 月以来的均值 26.62，PB 为 2.69，高于自 2015 年 1 月以来的均值 2.67；商用车（ZX）指数 PE 为 16.67，低于自 2015 年 10 月以来的均值 20.16，PB 为 1.77，低于自 2015 年 1 月以来的均值 2.01。乘用车板块估值的持续提升以及零部件板块估值的修复驱动整体汽车板块估值继续位于历史均值之上，商用车板块估值受市场销量增长乏力影响仍较历史均值有一定的差距。展望 Q2 来看，我们认为以旧换新促内需与智驾平权仍将继续作为主线，驱动乘用车与零部件板块业绩与估值的双提升，当前乘用车与零部件板块仍具有较高的资产配置价值：

乘用车方面，从总量来看，Q1 以旧换新补贴政策效果良好，据商务部数据，截止 2025 年 4 月 10 日零时，全国汽车以旧换新补贴申请量达到 223.2 万份，其中汽车报废更新补贴申请 74.7 万份，汽车置换补贴申请 148.5 万份，Q2 进入消费旺季，叠加 4 月底上海车展带来新一轮密集新品供给，政策刺激+新品供给有望合力激发消费者购车需求，推动车市销量向上；从结构来看，自主品牌有望继续依靠不断提升的新能源产品力推动汽车行业新能源转型，实现市占率的继续增长，通过规模效应提升经营业绩；从智能化来看，伴随平价智能化车型的不断发布，智驾平权趋势有望加速，有望通过科技赋能提升乘用车板块估值水平；

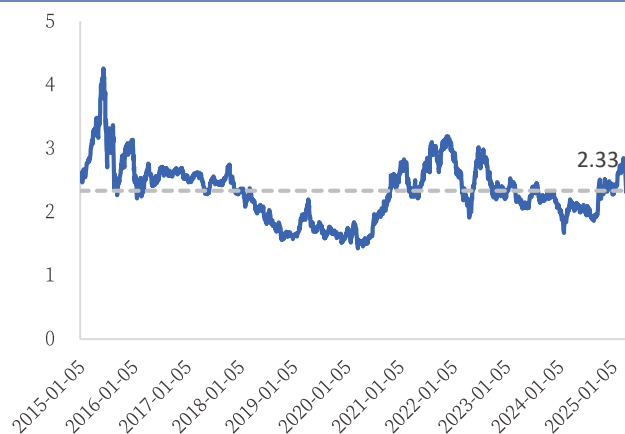
零部件方面，下游主机厂客户销量的增长有望继续带动零部件板块规模效应的提升，智驾平权趋势的加速为零部件板块带来增量产品，提升单车配套价值，推动零部件板块经营规模的扩大。另外，机器人、飞行汽车等新兴产业的发展也为汽车零部件板块带来成长新动能，汽车零部件厂商在车规级制造能力的检验下具备规模生产、质量把控等优势，能够作为机器人、飞行汽车等新兴产业的重要组成部分，与主机厂一同推动新兴产业的发展，新兴产业的发展潜力也有望为零部件板块带来估值提升空间。

图74: 汽车 (ZX) 指数 PE (TTM, 剔除负值)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图75: 汽车 (ZX) 指数 PB (LF)



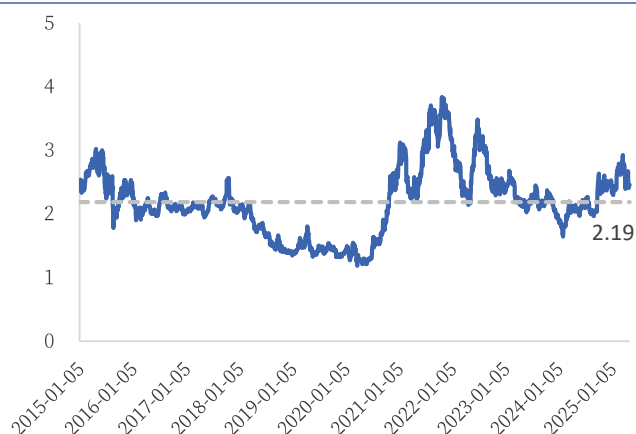
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图76: 乘用车 (ZX) 指数 PE (TTM, 剔除负值)



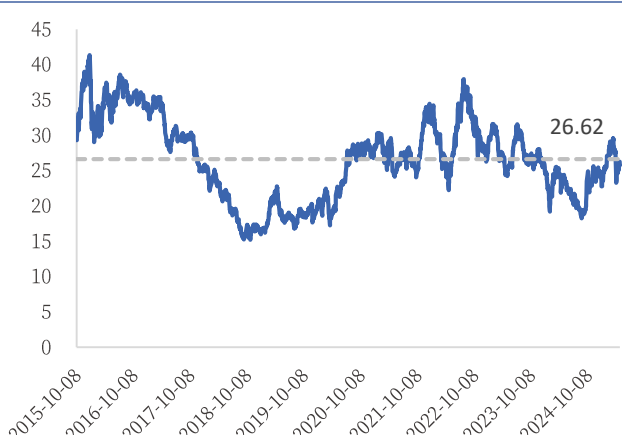
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图77: 乘用车 (ZX) 指数 PB (LF)



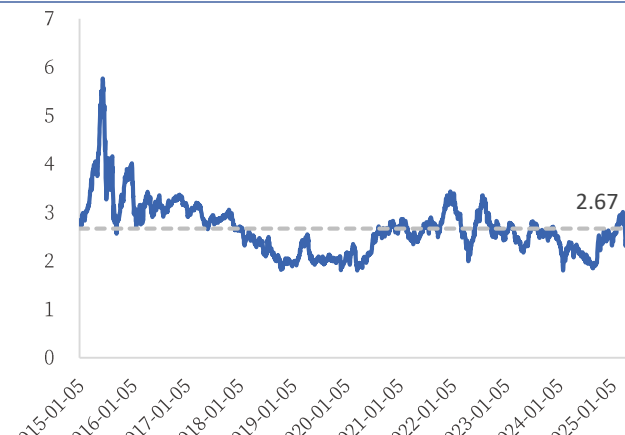
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图78: 零部件 (ZX) 指数 PE (TTM, 剔除负值)



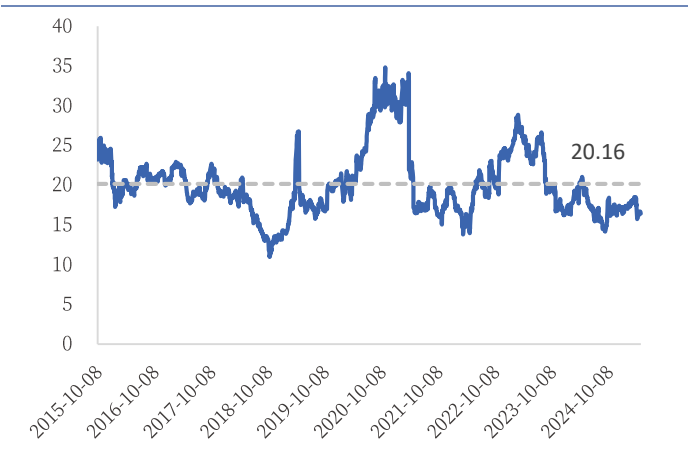
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图79: 零部件 (ZX) 指数 PB (LF)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图80: 商用车 (ZX) 指数 PE (TTM, 剔除负值)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图81: 商用车 (ZX) 指数 PB (LF)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、投资建议

整车推荐比亚迪、理想汽车，受益标的吉利汽车、隆鑫通用；智能化零部件推荐华域汽车、伯特利、德赛西威、科博达、均胜电子、星宇股份；新能源零部件推荐法拉电子、中熔电气、华伟科技、精锻科技、拓普集团、旭升集团。

表3: 重点推荐公司与受益公司 (数据截止 5 月 9 日)

股票代码	股票名称	EPS			PE			2024Q4-2025Q1 涨跌幅	最新收盘价 (元)	投资评级
		2023A	2024A	2025E	2023A	2024A	2025E			
整车环节:										
002594.SZ	比亚迪	10.32	13.84	17.95	19.19	20.43	20.24	21.99%	363.22	推荐
2015.HK	理想汽车	5.55	3.79	5.41	24.17	22.98	17.80	-8.37%	96.29	推荐
0175.HK	吉利汽车*	0.51	1.63	1.36	15.16	8.31	12.52	36.62%	17.03	-
603766.SH	隆鑫通用*	0.28	0.55	0.78	18.16	16.67	16.87	46.02%	13.16	-
智能化零部件:										
600741.SH	华域汽车	2.29	2.12	2.29	7.11	8.30	7.92	0.73%	18.13	推荐
603596.SH	伯特利	2.06	1.99	2.54	33.71	22.37	22.84	27.66%	58.02	推荐
002920.SZ	德赛西威	2.79	3.61	4.88	46.47	30.48	21.58	-5.74%	105.33	推荐
603786.SH	科博达	1.51	1.91	2.59	47.34	32.32	20.83	-1.91%	53.96	推荐
600699.SH	均胜电子*	0.77	0.68	1.09	23.36	22.98	15.10	4.06%	16.46	推荐
601799.SH	星宇股份	3.86	4.93	6.57	33.98	27.08	20.40	-6.73%	134.00	推荐
新能源零部件:										
600563.SH	法拉电子	4.55	4.62	6.01	20.35	25.75	17.77	6.12%	106.81	推荐
301031.SZ	中熔电气	1.77	2.82	4.47	74.08	45.20	28.26	25.22%	126.30	推荐
001380.SZ	华伟科技*	1.27	1.24	1.58	27.37	27.62	21.34	72.04%	33.72	推荐
300258.SZ	精锻科技*	0.49	0.33	0.46	26.20	26.88	30.87	51.86%	14.20	推荐
601689.SH	拓普集团	1.95	1.73	2.18	37.66	27.53	23.34	24.88%	50.88	推荐
603305.SH	旭升集团	0.77	0.45	0.54	25.78	29.48	24.37	25.46%	13.16	推荐

资料来源: 同花顺 iFinD, 中国银河证券研究院

注: *采用 Wind 一致预期, 其余股票采用银河证券汽车组预测

六、风险提示

- 1、汽车销量不及预期的风险；
- 2、政策效果不及预期的风险；
- 3、行业竞争加剧的风险；
- 4、出口面临海外政策不确定性的风险。

图表目录

图 1: 年初以来乘用车与零部件板块涨势良好, Q2 经历深度调整与反弹后行情趋稳.....	4
图 2: 2024Q4/2025Q1 汽车销量同比分别+9.3%/+11.2%.....	4
图 3: 2024Q4/2025Q1 新能源汽车销量同比分别+41.3%/+47.1%.....	4
图 4: 2024Q4/2025Q1 乘用车销量同比分别+12.0%/+12.9%.....	5
图 5: 2024Q4/2025Q1 新能源乘用车销量同比分别+42.1%/+46.4%.....	5
图 6: 2025Q1 插混乘用车销量同比+44.7%, 纯电销量同比+47.5%	5
图 7: 2025Q1 纯电占新能源乘用车销量比重回升至 61.1%.....	5
图 8: 2024Q4/2025Q1 乘用车出口同比分别+1.6%/+6.1%	6
图 9: 2024Q4/2025Q1 新能源乘用车出口同比分别-8.5%/+39.6%	6
图 10: 2024Q4/2025Q1 商用车销量同比分别-10.2%/+1.8%.....	6
图 11: 2024Q4/2025Q1 新能源商用车销量同比分别+25.1%/+60.4%	6
图 12: 2024Q4/2025Q1 商用车出口同比分别+2.3%/+13.1%.....	7
图 13: 2025 年 Q1 货车与客车出口表现较为均衡	7
图 14: 2024Q4/2025Q1 汽车板块营业收入同比分别+13.5%/+6.3%.....	7
图 15: 2024Q4/2025Q1 板块扣非归母净利润同比分别+4.2%/+22.5%	7
图 16: 2024Q4/2025Q1 汽车板块毛利率同比分别-0.92pct/-0.61pct	8
图 17: 2024Q4/2025Q1 汽车板块净利率同比分别+0.42pct/+0.27pct	8
图 18: 2024Q4/2025Q1 板块研发费用率同比分别+0.13pct/+0.23pct	8
图 19: 2025 年 Q1 汽车板块财务费用率明显下降	8
图 20: 2024Q4/2025Q1 板块经营现金流量净额同比分别+35.9%/转负	9
图 21: 2024Q4/2025Q1 投资现金流量净流出同比分别+17.7%/-7.2%	9
图 22: 2024Q4/2025Q1 板块 ROA 同比分别+0.10pct/+0.26pct.....	9
图 23: 2024Q4/2025Q1 板块 ROE 同比分别+0.26pct/+0.05pct.....	9
图 24: 截止 2025 年 Q1 汽车板块资产负债率为 59.55%	10
图 25: 2024Q4/2025Q1 汽车板块总资产周转率同比分别-1.7%/-0.6%.....	10
图 26: 2024Q4/2025Q1 板块应收账款周转率同比分别-5.3%/-5.1%.....	10
图 27: 2024Q4/2025Q1 汽车板块存货周转率同比分别+1.2%/+0.8%	10
图 28: 2024Q4/2025Q1 乘用车板块营业收入同比分别+18.0%/+7.1%	11
图 29: 2024Q4/2025Q1 板块扣非归母净利润同比分别-33.3%/+49.6%.....	11
图 30: 2024Q4 燃油乘用车市场折扣收窄, 2025Q1 继续扩大	11
图 31: 2024Q4 新能源乘用车市场批发价回升, 2025Q1 回落	11
图 32: 2024 年头部自主品牌对合资/豪华品牌替代效应明显 (万辆)	12

图 33: 2025 年 Q1 头部自主品牌贡献市场主要销售增量 (万辆)	12
图 34: 2024Q4/2025Q1 乘用车板块毛利率同比分别-0.58pct/-0.76pct	12
图 35: 2024Q4/2025Q1 板块净利率同比分别+0.11pct/+0.39pct	12
图 36: 2024Q4/2025Q1 板块研发费用率同比分别+0.43pct/+0.53pct	13
图 37: 2025 年 Q1 乘用车板块财务费用率明显下降	13
图 38: 2024Q4/2025Q1 板块经营现金流量净额同比分别+20.9%/转负	13
图 39: 2024Q4/2025Q1 投资现金流量净流出同比分别+49.4%/-32.3%	13
图 40: 2024Q4/2025Q1 板块 ROA 同比分别+0.01pct/+0.04pct	14
图 41: 2024Q4/2025Q1 板块 ROE 同比分别-0.01pct/-0.05pct	14
图 42: 截止 2025 年 Q1 乘用车板块资产负债率为 63.95%	14
图 43: 2024Q4/2025Q1 板块总资产周转率同比分别-0.4%/-0.2%	14
图 44: 2024Q4/2025Q1 板块应收账款周转率同比分别+0.9%/+6.6%	14
图 45: 2024Q4/2025Q1 乘用车板块存货周转率同比分别+0.1%/-2.3%	14
图 46: 2024Q4/2025Q1 零部件板块营业收入同比分别+7.6%/+6.2%	15
图 47: 2024Q4/2025Q1 板块扣非归母净利润同比分别-0.9%/+12.6%	15
图 48: 2024Q4/2025Q1 零部件板块毛利率同比分别-1.53pct/-0.61pct	15
图 49: 2024Q4/2025Q1 板块净利率同比分别-0.03pct/+0.14pct	15
图 50: 2024Q4/2025Q1 板块研发费用率同比分别-0.17pct/-0.01pct	16
图 51: 2025 年 Q1 零部件板块管理费用率有所优化	16
图 52: 2024Q4/2025Q1 经营现金流量净额同比分别+2.8%/+56.8%	16
图 53: 2024Q4/2025Q1 投资现金流量净流出同比分别-20.1%/+15.6%	16
图 54: 2024Q4/2025Q1 板块 ROA 同比分别+0.02pct/+0.04pct	17
图 55: 2024Q4/2025Q1 板块 ROE 同比分别+0.05pct/+0.12pct	17
图 56: 截止 2025 年 Q1 零部件板块资产负债率为 50.27%	17
图 57: 2024Q4/2025Q1 板块总资产周转率同比分别-2.5%/+0.5%	17
图 58: 2024Q4/2025Q1 板块应收账款周转率同比分别-9.1%/-6.9%	17
图 59: 2024Q4/2025Q1 零部件板块存货周转率同比分别+3.7%/+4.9%	17
图 60: 2024Q4/2025Q1 商用车板块营业收入同比分别+5.1%/+0.6%	18
图 61: 2024Q4/2025Q1 板块扣非归母净利润同比分别+49.0%/-4.0%	18
图 62: 2024Q4/2025Q1 商用车板块毛利率同比分别-0.47pct/-0.53pct	18
图 63: 2024Q4/2025Q1 板块净利率同比分别+2.08pct/-0.08pct	18
图 64: 2024Q4/2025Q1 板块研发费用率同比分别-0.51pct/-0.21pct	19
图 65: 2025 年 Q1 商用车板块管理费用率明显提升	19
图 66: 2024Q4/2025Q1 经营现金流量净额同比分别转正/转负	19
图 67: 2024Q4/2025Q1 投资现金流量净额同比分别转正/流出+92.9%	19
图 68: 2024Q4/2025Q1 板块 ROA 同比分别+0.40pct/+0.01pct	20
图 69: 2024Q4/2025Q1 板块 ROE 同比分别+1.20pct/-0.05pct	20

图 70: 截止 2025 年 Q1 商用车板块资产负债率为 63.44% 20

图 71: 2024Q4/2025Q1 板块总资产周转率同比分别-4.6%/-3.6% 20

图 72: 2024Q4/2025Q1 板块应收账款周转率同比分别-12.6%/-19.5% 20

图 73: 2024Q4/2025Q1 商用车板块存货周转率同比分别-1.2%/+4.5% 20

图 74: 汽车 (ZX) 指数 PE (TTM, 剔除负值) 22

图 75: 汽车 (ZX) 指数 PB (LF) 22

图 76: 乘用车 (ZX) 指数 PE (TTM, 剔除负值) 22

图 77: 乘用车 (ZX) 指数 PB (LF) 22

图 78: 零部件 (ZX) 指数 PE (TTM, 剔除负值) 22

图 79: 零部件 (ZX) 指数 PB (LF) 22

图 80: 商用车 (ZX) 指数 PE (TTM, 剔除负值) 23

图 81: 商用车 (ZX) 指数 PB (LF) 23

表 1: Q4 以来汽车板块取得超额收益, 乘用车与零部件板块表现亮眼 3

表 2: 汽车指数估值情况 (数据截止 5 月 6 日) 21

表 3: 重点推荐公司与受益公司 (数据截止 5 月 9 日) 23

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

石金漫 汽车行业首席分析师。香港理工大学理学硕士、工学学士。8 年汽车、电力设备新能源行业研究经验。曾供职于国泰君安证券研究所，2016-2019 年多次新财富、水晶球、II 上榜核心组员。2022 年 1 月加入中国银河证券研究院。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn