



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年08月28日

基础数据

08月26日收盘价（元）	37.80
总市值（亿元）	315.55
总股本（亿股）	8.35

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证汽车】银轮股份：2024Q4收入同比稳健增长，关税影响可控，看好公司全球布局-2025.04.23

【兴证汽车】银轮股份 2024Q3 业绩点评：2024Q3 业绩符合预期，海外盈利能力提升-2024.10.30

【兴证汽车】银轮股份 2024 年中报点评：2024Q2 归母净利润同比高增长，北美盈利能力边际提升-2024.08.27

分析师：董晓彬

S0190520080001
dongxiaobin@xyzq.com.cn

分析师：刘思仪

S0190525060006
liusiyi23@xyzq.com.cn

银轮股份(002126.SZ)

2025H1 海外经营情况亮眼，具身智能&液冷成为新的驱动力

投资要点：

- **2025Q2 归母净利润同比+8.3%，受终端让利以及贸易因素影响。**2025H1 公司营收 71.7 亿元，同比+16.5%，略高于国内上半年汽车销量同比增速+11.4%；分业务来看，商用车非道路/乘用车/数字能源业务营收分别为 24.3/38.3/6.9 亿元，同比分别+3.9%/+20.5%/+58.9%，数字能源业务增速亮眼。2025Q2 营收 37.5 亿元，同环比分别+17.9%/+9.8%；归母净利润 2.3 亿元，同环比分别+8.3%/+7.8%，净利润同比增速低于收入增速，预计主要原因为：1、行业竞争激烈，终端价格战导致客户向上游压价；2、关税政策冲击下，公司承担部分出口业务关税费用。
- **2025Q2 毛利率同环比略有下滑，公司内部控费效果良好。**2025H1 公司综合毛利率为 19.2%，同比 -0.7pct；分行业来看，商用车非道路和乘用车上半年毛利率分别为 24.2%/14.94%，同比分别+1.27pct/-1.75pct。2025Q2 公司毛利率为 18.8%，同环比分别-0.5pct/-1.0pct，毛利率同环比下滑主要系乘用车业务终端让利影响。2025Q2 公司归母净利率为 6.1%，同环比分别-0.5pct/-0.1pct，环比下滑幅度小于毛利率主要系公司内部控费效果良好，2025Q2 公司四项费用率为 10.4%，同环比分别-0.8pct/-0.3pct，其中销售费用率同环比略有增长，管理研发费用率同环比皆有所下降。（皆为合并调整后口径）
- **海外经营情况亮眼，数据中心液冷和具身智能加速推进。**银轮北美子公司 TDI 25H1 收入 7.9 亿元（yoy+11.7%），净利润 0.34 亿元（yoy+92.9%），净利率 4.368%（同比+1.8pct），盈利能力提升明显。欧洲板块波兰新工厂实现扭亏为盈，整体略亏，预计全年实现扭亏。公司第三曲线业务中，数据中心领域形成了覆盖服务器机柜内外部的液冷产品布局，部分品类已进入逐步放量阶段，部分品类处在验证阶段。第四曲线形成了 1+4+N 的产品体系，包括四大模组产品（热管理模组、旋转关节模组、执行器模组、灵巧手模组），以及围绕头部客户的需求在产品开发上取得重要进展。
- **投资建议：海外经营情况持续向好，看好公司第三、第四曲线加速推进，以及全年商用车恢复，维持“增持”评级。**（1）第三曲线数字能源业务（储能、数据中心液冷、超充等）覆盖多条蓝海赛道，成长空间广阔，新获订单占比提升，后续有望加速兑现，成为公司新盈利增长点；（2）在具身智能/第四曲线领域布局 1+4+N 产品组合，发展关节总成等关键零部件及其热管理产品，部分产品已有批量供货，在重要头部客户取得突破性进展。（3）公司海外产能扩张顺利，北美地区盈利能力持续提升，全球化布局有望提前进入收获期。根据最新情况，调整对公司盈利预测，2025-2027 年归母净利润预计分别为 9.84/12.56/15.69 亿元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**乘用车/新能源车销量不及预期；重卡/工程机械销量不及预期；客户开拓不及预期；费用率控制不及预期；全球贸易政策风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	12702	15179	18757	22512
同比增长	15.3%	19.5%	23.6%	20.0%
归母净利润（百万元）	784	984	1256	1569
同比增长	28.0%	25.5%	27.7%	24.9%
毛利率	20.1%	19.3%	19.9%	20.2%
ROE	12.6%	13.8%	15.2%	16.3%
每股收益（元）	0.94	1.18	1.50	1.88
市盈率	40.3	32.1	25.1	20.1

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司发布 2025 年中期业绩报告：2025H1 公司营收 71.7 亿元，同比+16.5%；归母净利润 4.4 亿元，同比+9.5%；扣非归母净利润 4.2 亿元，同比+9.5%。其中 2025Q2 营收 37.5 亿元，同环比分别+17.9%/+9.8%；归母净利润 2.3 亿元，同环比分别+8.3%/+7.8%；扣非归母净利润 2.2 亿元，同环比分别+17.0%/+3.9%。

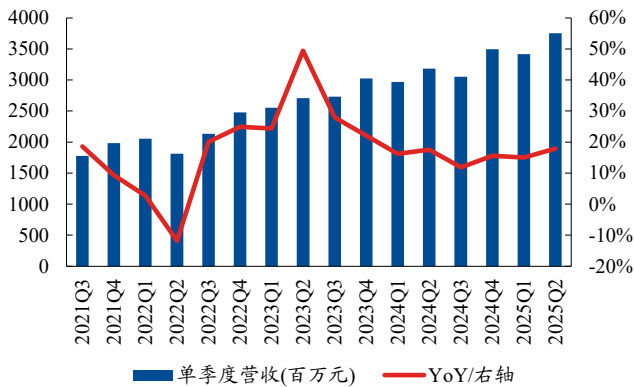
点评

- **2025Q2 归母净利润同比+8.3%，受终端让利以及贸易因素影响。**2025H1 公司营收 71.7 亿元，同比+16.5%，略高于国内上半年汽车销量同比增速+11.4%；分业务来看，商用车非道路/乘用车/数字能源业务营收分别为 24.3/38.3/6.9 亿元，同比分别+3.9%/+20.5%/+58.9%，数字能源业务增速亮眼。2025Q2 营收 37.5 亿元，同环比分别+17.9%/+9.8%；归母净利润 2.3 亿元，同环比分别+8.3%/+7.8%，净利润同比增速低于收入增速，预计主要原因为：1、行业竞争激烈，终端价格战导致客户向上游压价；2、关税政策冲击下，公司承担部分出口业务关税费用。
- **2025Q2 毛利率同环比略有下滑，公司内部控费效果良好。**2025H1 公司综合毛利率为 19.2%，同比-0.7pct；分行业来看，商用车非道路和乘用车上半年毛利率分别为 24.2%/14.94%，同比分别+1.27pct/-1.75pct。2025Q2 公司毛利率为 18.8%，同环比分别-0.5pct/-1.0pct，毛利率同环比下滑主要系乘用车业务终端让利影响。2025Q2 公司归母净利率为 6.1%，同环比分别-0.5pct/-0.1pct，环比下滑幅度小于毛利率主要系公司内部控费效果良好，2025Q2 公司四项费用率为 10.4%，同环比分别-0.8pct/-0.3pct，其中销售费用率同环比略有增长，管理研发费用率同环比皆有所下降。（皆为合并调整后口径）
- **海外经营情况亮眼，数据中心液冷和具身智能加速推进。**银轮北美子公司 TDI 25H1 收入 7.9 亿元（yoy+11.7%），净利润 0.34 亿元（yoy+92.9%），净利率 4.368%（同比+1.8pct），盈利能力提升明显。欧洲板块波兰新工厂实现扭亏为盈，整体略亏，预计全年实现扭亏。公司第三曲线业务中，数据中心领域形成了覆盖服务器机柜内外部的液冷产品布局，部分品类已进入逐步放量阶段，部分品类处在验证阶段。第四曲线形成了 1+4+N 的产品体系，包括四大模组产品（热管理模组、旋转关节模组、执行器模组、灵巧手模组），以及围绕头部客户的需求在产品开发上取得重要进展。
- **投资建议：海外经营情况持续向好，看好公司第三、第四曲线加速推进，以及全年商用车恢复，维持“增持”评级。**（1）第三曲线数字能源业务（储能、数据中心液冷、超充等）覆盖多条蓝海赛道，成长空间广阔，新获订单占比提升，后续有望加速兑现，成为公司新盈利增长点；（

线领域布局 1+4+N 产品组合，发展关节总成等关键零部件及其热管理产品，部分产品已有批量供货，在重要头部客户取得突破性进展。（3）公司海外产能扩张顺利，北美地区盈利能力持续提升，全球化布局有望提前进入收获期。根据最新情况，调整对公司盈利预测，2025-2027 年归母净利润预计分别为 9.84/12.56/15.69 亿元，维持“增持”评级。

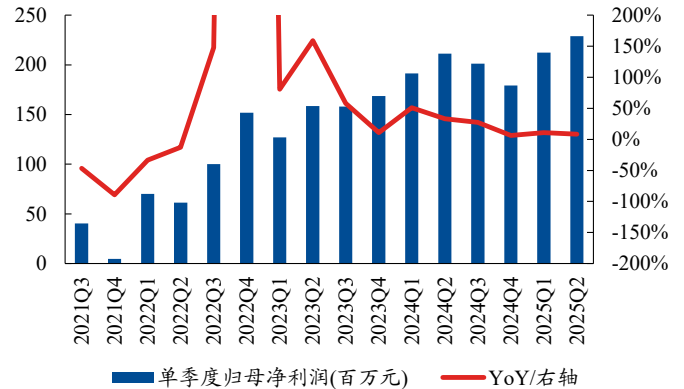
- **风险提示：**乘用车/新能源车销量不及预期；重卡/工程机械销量不及预期；客户开拓不及预期；费用率控制不及预期；全球贸易政策风险。

图1、公司分季度总收入与同比（单位：百万元）



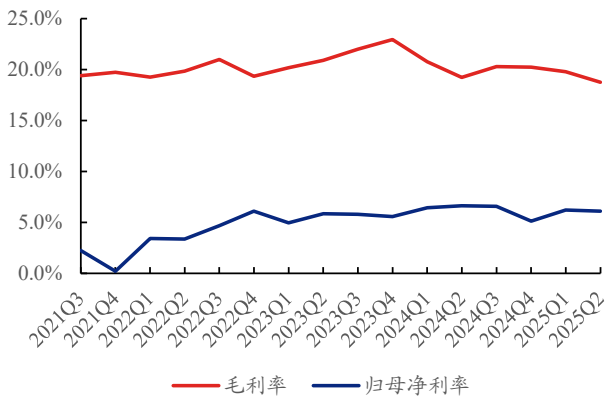
数据来源：Wind、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、公司分季度归母净利润与同比（单位：百万元）



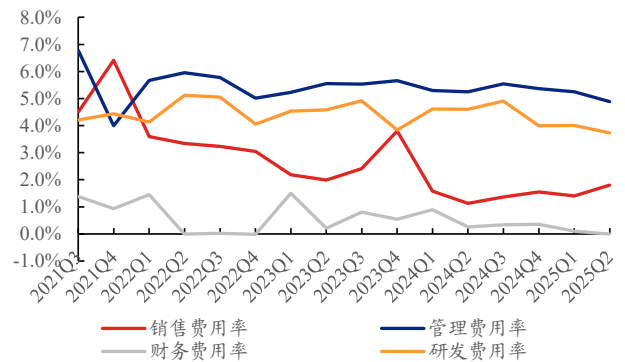
数据来源：Wind、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、公司分季度毛利率与归母净利率



数据来源：Wind、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司分季度四项费用率



数据来源：Wind、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、公司分季度主要财务比率

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
营业税金率	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.5%
销售费用率	2.2%	2.0%	2.4%	3.8%	1.6%	1.1%	1.4%	1.6%	1.4%	1.8%
管理费用率	5.2%	5.6%	5.5%	5.7%	5.3%	5.2%	5.5%	5.4%	5.2%	4.9%
财务费用率	1.5%	0.2%	0.8%	0.5%	0.9%	0.3%	0.3%	0.4%	0.1%	0.0%
研发费用率	4.5%	4.6%	4.9%	3.8%	4.6%	4.6%	4.9%	4.0%	4.0%	3.7%
费用率合计	13.5%	12.3%	13.7%	13.8%	12.4%	11.2%	12.1%	11.3%	10.7%	10.4%
所得税/收入	0.9%	0.6%	1.0%	0.6%	0.8%	0.7%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
毛利率	20.2%	20.9%	22.0%	22.9%	20.7%	19.2%	20.3%	20.2%	19.8%	18.8%
归母净利率	5.0%	5.9%	5.8%	5.6%	6.4%	6.6%	6.6%	5.1%	6.2%	6.1%

数据来源：Wind、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11494	13287	16294	20388
货币资金	2187	2222	3141	4757
交易性金融资产	409	359	329	409
应收票据及应收账款	5040	6076	7344	8681
预付款项	76	92	113	135
存货	2273	2793	3345	4019
其他	1510	1745	2023	2387
非流动资产	6869	7279	7342	7310
长期股权投资	365	335	325	345
固定资产	3857	4233	4384	4333
在建工程	789	752	665	612
无形资产	803	827	838	876
商誉	181	182	183	184
其他	873	951	946	960
资产总计	18362	20566	23636	27699
流动负债	9909	11142	12952	15302
短期借款	2064	2164	2134	2114
应付票据及应付账款	6686	7823	9510	11720
其他	1160	1156	1308	1468
非流动负债	1381	1290	1240	1328
长期借款	129	119	149	169
其他	1252	1171	1091	1159
负债合计	11290	12432	14192	16630
股本	835	835	835	835
未分配利润	3630	4367	5301	6456
少数股东权益	859	1006	1194	1428
股东权益合计	7072	8134	9444	11069
负债及权益合计	18362	20566	23636	27699

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	784	984	1256	1569
折旧和摊销	642	723	824	948
营运资金的变动	-525	-614	-435	-190
经营活动产生现金流量	1205	1364	2057	2820
资本支出	-763	-1081	-798	-861
长期投资	-145	80	-30	-120
投资活动产生现金流量	-906	-985	-797	-969
债权融资	-151	-189	-80	68
股权融资	345	0	0	0
融资活动产生现金流量	-130	-355	-343	-235
现金净变动	176	36	918	1617

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12702	15179	18757	22512
营业成本	10147	12245	15016	17954
税金及附加	78	91	113	135
销售费用	179	243	281	338
管理费用	681	789	957	1148
研发费用	573	607	750	900
财务费用	57	-8	47	35
投资收益	46	46	38	23
公允价值变动收益	39	5	7	8
信用减值损失	-70	-68	-78	-90
资产减值损失	-120	-55	-100	-91
营业利润	1009	1275	1628	2038
营业外收支	-6	-5	-6	-12
利润总额	1002	1270	1622	2026
所得税	108	140	178	223
净利润	894	1131	1444	1803
少数股东损益	111	147	188	234
归属母公司净利润	784	984	1256	1569
EPS(元)	0.94	1.18	1.50	1.88

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	15.3%	19.5%	23.6%	20.0%
营业利润增长率	23.6%	26.4%	27.7%	25.1%
归母净利润增长率	28.0%	25.5%	27.7%	24.9%
盈利能力				
毛利率	20.1%	19.3%	19.9%	20.2%
归母净利率	6.2%	6.5%	6.7%	7.0%
ROE	12.6%	13.8%	15.2%	16.3%
偿债能力				
资产负债率	61.5%	60.4%	60.0%	60.0%
流动比率	1.16	1.19	1.26	1.33
速动比率	0.90	0.91	0.97	1.05
营运能力				
资产周转率	73.6%	78.0%	84.9%	87.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.94	1.18	1.50	1.88
每股经营现金	1.44	1.63	2.46	3.38
估值比率(倍)				
PE	40.3	32.1	25.1	20.1
PB	5.1	4.4	3.8	3.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn