

2025 年 09 月 02 日

银轮股份 (002126)

——25Q2 业绩符合预期，全球布局+第三曲线打开长期空间

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 09 月 02 日

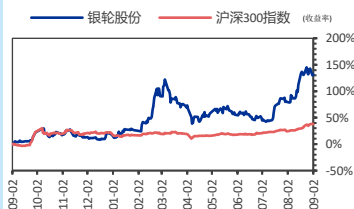
收盘价 (元)	37.23
一年内最高/最低 (元)	41.20/15.71
市净率	4.8
股息率% (分红/股价)	0.32
流通 A 股市场值 (百万元)	29,196
上证指数/深证成指	3,858.13/12,553.84

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	7.79
资产负债率%	62.55
总股本/流通 A 股 (百万)	835/784
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

樊夏沛 A0230523080004

fanxp@swsresearch.com

戴文杰 A0230522100006

daiwj@swsresearch.com

联系人

朱傅哲

(8621)23297818x

zhufz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：公司发布 2025 年半年报，2025H1 实现营业收入 71.68 亿元，同比+16.5%；实现归母净利润 4.41 亿元，同比+9.5%。单季度看，2025Q2 实现营业收入 37.51 亿元，同环比+17.9%/+9.8%；实现归母净利润 2.29 亿元，同环比+8.3%/+7.8%。业绩符合预期。

- **三曲线协同实现同比增长，带动收入创新高。**25H1 公司实现营业收入 71.68 亿元，同比+16.5%，扣非归母净利润 4.25 亿元，同比+16.6%，Q2 单季度收入 37.51 亿元再创新高。分业务看：25H1 **商用车及非道路业务**实现收入 24.26 亿元，同比+3.9%，保持稳定。**乘用车业务**实现收入 38.34 亿元，同比+20.5%，继续保持高增，第二曲线业绩支柱地位稳固。**数字与能源热管理业务**实现收入 6.92 亿元，同比+58.9%，第三曲线加速成长，新项目定点量产后将年新增收入 6.37 亿元。
- **盈利能力继续提升，费用率同比降低。**使用最新口径追溯调整 24H1 数据（24 年底公司将三包费从销售费用移入营业成本），25H1 实现公司毛利率 19.2%，同比-0.7pct，实现归母净利率 6.2%，同比-0.4pct。其中 Q2 实现毛利率 18.8%，同环比-0.5pct/-1.0pct，实现归母净利率 6.1%，同环比-0.5pct/-0.1pct。**费用率方面**，25H1 公司四费率为 10.6%，同比-1.2pct，销售、管理、财务费用率分别为 1.6%/5.1%/0.0%，同比+0.3pct/-0.2pct/-0.5pct，市场开拓带来销售费用的增加，财务费用减少主要为汇兑收益增加，公司总体降本控费能力增强。
- **全球化布局效果显现，产能爬坡改善盈利能力，欧洲同比增长明显。**25H1 **北美地区**实现营收 11.08 亿元，同比+7.24%，北美银轮实现净利润 0.34 亿元；**欧洲地区**实现营收 5.26 亿元，同比+43.76%，波兰新工厂扭亏为盈，H1 整体略亏但预计全年扭亏。新订单方面，上半年公司累计新获取超 200 个项目，达产后将新增年销售收入约 55.37 亿元。
- **数字能源与具身智能协同发展，加速第三成长曲线。**①数据中心领域，确定 4+N 体系：数据中心、储能、充换电、低空飞行器。目前形成了覆盖服务器机柜内外部的液冷产品布局，部分产品验证后放量；②具身智能领域，形成 1+4+N 体系：一大系统认知、四大模组、N 个关键零部件，目前已顺利完成第一代旋转关节模组、执行器模组的开发，合资设立依智灵巧专注灵巧手开发。我们认为虽现阶段液冷、机器人等对收入贡献有限，但有望打开长期空间，在估值端持续催化。
- **小幅下调盈利预测，维持“买入”评级。**考虑到乘用车部分客户销量不及预期，以及行业超额年降与关税的影响，我们小幅下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 9.97/12.88 亿元（前值为 10.68/13.45 亿元），新增 2027 年预测为 16.28 亿元，同比增速 27.2%/29.2%/26.4%，对应当前 PE31/24/19 倍。公司作为热管理平台型企业，新能源乘用车持续放量，全球化、新增长曲线支撑公司长期成长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新能源汽车销量不及预期、新业务拓展不及预期、盈利能力改善不及预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	12,702	7,168	15,008	18,016	20,982
同比增长率 (%)	15.3	16.5	18.2	20.0	16.5
归母净利润 (百万元)	784	441	997	1,288	1,628
同比增长率 (%)	28.0	9.5	27.2	29.2	26.4
每股收益 (元/股)	0.96	0.53	1.19	1.54	1.95
毛利率 (%)	20.1	19.2	19.9	20.5	21.1
ROE (%)	12.6	6.7	14.2	15.9	17.4
市盈率	40		31	24	19

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11,018	12,702	15,008	18,016	20,982
其中：营业收入	11,018	12,702	15,008	18,016	20,982
减：营业成本	8,755	10,147	12,025	14,325	16,556
减：税金及附加	63	78	92	110	128
主营业务利润	2,200	2,477	2,891	3,581	4,298
减：销售费用	178	179	210	252	273
减：管理费用	606	681	780	919	1,049
减：研发费用	490	573	645	757	881
减：财务费用	82	57	52	51	58
经营性利润	844	987	1,204	1,602	2,037
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-56	-70	-59	-76	-75
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-70	-120	-24	-30	-29
加：投资收益及其他	97	163	163	163	163
营业利润	816	1,009	1,283	1,658	2,095
加：营业外净收入	-27	-6	-6	-6	-6
利润总额	788	1,002	1,277	1,651	2,088
减：所得税	88	108	139	182	231
净利润	701	894	1,137	1,470	1,857
少数股东损益	88	111	141	182	230
归属于母公司所有者的净利润	612	784	997	1,288	1,628

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。