

双轮驱动对冲周期压力，新能源与全价值链战略构筑新动能

核心观点

中集车辆公布 2025 年半年报，2025 年上半年公司营收、归母净利润、扣非归母净利润分别为 97.53 亿元、4.03 亿元、3.84 亿元，同比分别-8.85%、-28.48%、-30.23%。业绩下滑主要系北美市场持续低迷、欧洲需求复苏不及预期拖累整体收入，但公司经营性现金流保持正向，达 9.28 亿元，同比增长 1.54%，显示现金流韧性。公司依托“双轮驱动”战略，中国与全球南方市场稳健增长，新能源上装与“汉诺威计划”加速构建“头+挂”生态，行业标准化推进带来新机遇。

事件

中集车辆公布 2025 年半年报业绩，北美市场拖累业绩水平，现金流经营稳健，2025 年上半年公司营收、归母净利润、扣非归母净利润分别为 97.53 亿元、4.03 亿元、3.84 亿元，同比分别-8.85%、-28.48%、-30.23%。

简评

北美市场拖累业绩水平，现金流经营稳健

2025 年上半年公司营收、归母净利润、扣非归母净利润分别为 97.53 亿元、4.03 亿元、3.84 亿元，同比分别-8.85%、-28.48%、-30.23%。业绩下滑主要系北美市场持续低迷、欧洲需求复苏不及预期拖累整体收入，但公司经营性现金流保持正向，达 9.28 亿元，同比增长 1.54%，显示现金流韧性。

分市场来看，中国与全球南方成为增长引擎

1) 中国市场“星链计划”与“雄起计划”成效显著，星链半挂车及液罐车销量同比+10%，营收同比+11%，毛利率提升 2.4pct，其中星链半挂车经营利润同比+74%；2) 全球南方市场销量同比+13%，毛利率提升 4.6pct，泰国、越南等新兴市场表现亮眼，越南营收同比大幅+270%；3) 欧洲市场虽整体低迷，但英国 SDC 营收逆势+8.7%；4) 北美受极限关税与“双反调查”影响，销量同比-14%，毛利率下降 5.1pct，但零部件与维保业务逆势增长。

三大产品矩阵齐头并进，新能源重卡上装业务高增

1) 全球半挂车实现营收 69.24 亿元，毛利 11.29 亿元，中国市场份额升至 23.07%，连续六年全国第一；2) EV·DTB 上装业务实现营收 8.68 亿元，其中新能源渣土车/搅拌车/冷藏车销量

中集车辆 (301039.SZ)

首次评级

买入

程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440520070001

SFC 编号:BQR089

陶亦然

taoyiran@csc.com.cn

010-56135200

SAC 编号:S1440518060002

马博硕

maboshuo@csc.com.cn

010-56135199

SAC 编号:S1440521050001

发布日期：2025 年 09 月 12 日

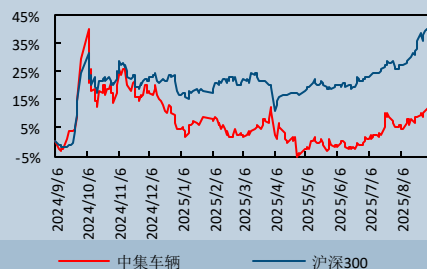
当前股价：9.20 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
6.48/0.08	9.52/-3.40	4.66/-32.27
12 月最高/最低价 (元)		12.06/8.00
总股本 (万股)		187,412.44
流通 A 股 (万股)		145,242.75
总市值 (亿元)		133.74
流通市值 (亿元)		133.62
近 3 月日均成交量 (万)		1428.78
主要股东		
中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司		38.87%

股价表现



分别同比+142.6%、+86.3%、+69.8%，均大幅领先行业；3) 纯电动头挂列车“汉诺威计划”启动，EV-RT2.0 顶层架构已完成，短途重载工程型原型车发布在即，逐步完善“头+挂”一体化产品生态。

多维战略筑牢发展根基，全价值链与新能源协同提速升级

1) 唯有星链计划：星链与雄起融合升级为“唯有星链”，全面冲刺“1231”阶段目标，构建标杆 LTP 中心，实现全价值链闭环，进一步提升盈利能力与市场份额；2) 全球供应链重塑：国内形成“集采为主、保供为辅”，海外推行“当地集采为主、全球保供为辅”，并在多国建设核心零部件工厂，显著提升跨洋供应链韧性，应对地缘政治冲击；3) 北美与欧洲新动向：北美 Vanguard GT Holding 完成治理架构升级，“大白熊计划”推动无国界公司建设；欧洲则加快高端部件工厂（DS10、DS11）建设，为行业复苏蓄力；4) EV-RT 六步走战略：公司逐步推进“EV-Tractor + EV-Trailer 组合—EV-ALFA 基站—自动化上装—智能辅助驾驶/无人驾驶—重型物流机器人—新能源终极形态”六步走路径，加速 EV-RT 产品生态闭环构建并推动 EV-RT 和 EV-Trailer 的标准全球化；5) 战略窗口期与标准制定：在政策法规强化与电动化技术演进双轮驱动下，行业将从牵引车电动化向“头+挂”协同零排放演进，EV-RT 成为行业突破关键。公司凭借跨洋运营+当地制造的能力，力争在新能源重卡及头挂列车标准制定中占据引领地位。

投资建议：公司依托“双轮驱动”战略，中国与全球南方市场稳健增长，新能源上装与“汉诺威计划”加速构建“头+挂”生态，行业标准化推进带来新机遇。预计 2025-2026 年归母净利润 12.39/14.75 亿元，对应 PE14.3/12 倍，给予“买入”评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	25,086.58	20,998.20	22,006.12	24,426.79	27,358.00
YoY(%)	6.21	-16.30	4.80	11.00	12.00
净利润(百万元)	2,455.67	1,085.37	1,238.84	1,474.89	1,640.23
YoY(%)	119.66	-55.80	14.14	19.05	11.21
毛利率(%)	18.96	16.32	15.90	16.10	16.20
销售净利率(%)	9.79	5.17	5.63	6.04	6.00
ROE(%)	16.58	7.55	8.09	8.99	9.31
EPS(摊薄/元)	1.31	0.58	0.66	0.79	0.88
P/E(倍)	7.21	16.32	14.30	12.01	10.80
P/B(倍)	1.20	1.23	1.16	1.08	1.00

风险分析

1) 宏观经济波动、行业周期性风险：专用汽车市场需求与国民经济发展、基础投资建设和环保政策等密切相关。受到全球宏观经济的波动、行业景气度等因素影响，公司所处行业存在一定的周期性。若未来宏观环境、市场需求、竞争环境等出现不利变化，对公司业务增长、产品销售或生产成本产生不利影响，仍可能导致公司经营业绩出现下滑，对公司持续盈利能力造成不利影响。

2) 原材料供应短缺与价格波动风险：公司的生产过程依赖于若干原材料和零部件的及时稳定供应。虽然公司与主要供应商建立了稳定的合作关系，相关原材料、零部件市场供应充足，价格相对稳定，但如果主要供应商生产经营突发重大变化，或供货质量、时限未能满足本公司要求，或与公司业务关系发生变化，或供应价格大幅波动而公司未能及时同比例调整产品售价，将可能对公司的生产经营产生不利影响。

3) 海外投资及跨洋经营风险：公司以“跨洋经营，当地制造”为经营模式，境外经营面临多项关于境外国家及地区经营业务的风险及限制，如境外监管规定及当地行业标准、贸易限制、技术壁垒、保护主义及经济制裁等。该等风险及限制均可能对本公司的全球营运造成不利影响，进而可能对公司的财务状况及经营业绩造成不利影响。

4) 汇率波动风险：公司海外客户的销售收入比重较大，主要以外币报价与结算。公司已通过远期外汇合同等措施对冲汇率波动的影响。但是未来如果境内外经济环境、政治形势、货币政策等因素发生变化，使得本外币汇率大幅波动，公司仍将面临汇兑损失的风险。

敏感性分析

2025	悲观假设	中性假设	乐观假设
营业收入（百万元）	21,975.88	22,006.12	22,036.35
营业收入同比增长率（%）	4.66	4.80	4.94
毛利率（%）	15.45	15.90	16.38
研发费用/营业收入(%)	1.91	1.87	1.68
管理费用/营业收入(%)	5.01	4.90	4.80
销售费用/营业收入(%)	3.25	3.10	2.89
预计归母净利润（百万元）	1,104.98	1,238.84	1,416.94
预计归母净利润增长率（%）	1.81	14.14	30.55

分析师介绍

程似骐

汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券，四年证券行业研究经验。2017 年新财富第二团队核心成员，2020 年新浪财经新锐分析师第一名，2020 年金牛最佳汽车行业分析师团队第五名。深度覆盖新能源整车，智能化零部件，把握智能化电动化浪潮，对智能驾驶全产业链最前沿研究，深度跟踪从产业链最上游车载芯片到下游最前沿的 L4 的商业模式前沿演变。2021 年新财富最佳分析师汽车行业第四名。

陶亦然

汽车行业联席首席分析师。曾任银河证券汽车分析师，2018 年加入中信建投汽车团队，2018/19 年万得金牌分析师团队核心成员，2019/20 年新浪财经新锐分析师团队核心成员，2020 年金牛最佳行业分析团队核心成员，2021/22 年新财富、水晶球最佳分析师团队核心成员。

马博硕

特许金融分析师 CFA，美国哥伦比亚大学统计学硕士，爱荷华大学数学、精算双专业学士，北美准精算师协会成员。2018 年加入中信建投证券，2018/19 年万得金牌分析师团队核心成员，2020 年金牛最佳行业分析团队核心成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk