

汽车

报告日期：2025年11月12日

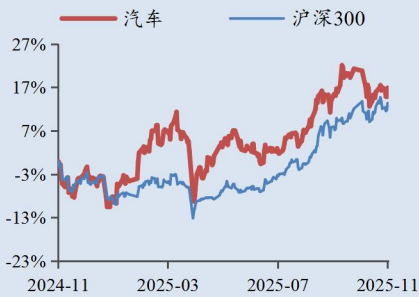
## 乘用车业绩分化，商用车高景气有望持续

### ——汽车行业2025年三季度报综述

#### 华龙证券研究所

投资评级：推荐（维持）

#### 最近一年走势



分析师：杨阳

执业证书编号：S0230523110001

邮箱：yangy@hlzq.com

分析师：李浩洋

执业证书编号：S0230525080001

邮箱：lihy@hlzq.com

#### 相关阅读

《特斯拉发布平价版车型，关注全球市场销量拉动作用——汽车行业周报》  
2025.10.14

《乘用车企拐点将至，关注汽零强势赛道&客户——汽车行业2025年半年报综述》  
2025.09.24

《上海发放Robotaxi运营牌照，关注产业链增量机会——汽车行业周报》  
2025.07.28

#### 摘要：

➤ **商用车基本面持续改善，人形机器人消息扰动。**2025年初至10月，申万汽车板块涨跌幅+23.82%，跑赢沪深300指数5.88pct。商用车及汽车零部件板块取得超额收益。其中商用车销量在2025年6月起同比表现显著转好且于Q3延续高增态势，带动板块估值修复；在特斯拉等头部厂商的量产指引、新品发布预期等消息的催化下，汽车零部件板块Q3走势较强。进入10月，受到特斯拉Optimus Gen3发布时间不及预期等影响，汽车零部件板块出现一定回调。

➤ **乘用车：车企盈利分化，Q4增长可期。**行业方面，2025Q3乘用车板块实现营收同比+7.4%，低于并表销量端的同比+14.4%，主要系价格战影响下单车均价同比-0.99万元/辆。2025Q3乘用车板块扣非归母净利润94.9亿元，同比-25.1%，主要系头部车企比亚迪2025Q3销量暂时承压，影响整体板块业绩，排除比亚迪外的板块Q3扣非归母净利润26.0亿元，同比+44.34%。个股方面，新品上市+高端化成为乘用车企营收增长主要驱动力；销量方面，小鹏汽车、零跑汽车等新势力车企在低基数效应以及重磅新车放量带动下销量同比增长迅速；吉利汽车、上汽集团等传统自主车企新能源转型稳步推进、叠加传统品牌销量修复，带动整体销量实现较快增长。高端化方面，豪华市场的问界M8以及超豪华市场的尊界S800两款标志性产品带动对应车企赛力斯和江淮汽车单车收入同比显著提升。展望2025Q4，国内方面，2026年新能源乘用车购置税优惠以及汽车以旧换新补贴双双退坡预期下，乘用车市场在年底前有望迎来抢购潮，叠加重磅新品放量，预计将带动全年销量增长；海外方面，传统自主车企以及新势力车企加码全球拓展，海外渠道及本土产能建设加速，有望成为2025年车企销量增长的重要引擎。

➤ **零部件：产销高增拉动板块多数公司营收增长。**行业方面，2025Q3汽车零部件板块实现营收3683.7亿元，同比+10.4%；2025Q3汽车零部件板块实现扣非归母净利润196.4亿元，同比+22.6%，增速高于营收端，主要系板块推进降本增效，费用控制优秀作用。个股方面，在终端产销两旺的拉动下，近80%的汽车零部件公司2025Q3实现营收增长。我们重点关注的汽零公司2025Q3多数实现业绩同比增长，部分公司业绩端增速显著高于营收端，主要系毛利率增长、资产减值损失同比减亏等作用。展望2025Q4，从客户角度看，乘用车市场多款重磅新品于2025年前三季度陆续发

布&上量，包括特斯拉旗下 Model YL、赛力斯旗下新问界 M7 和上汽集团旗下尚界 H5 等，有望拉动对应主机厂供应链核心供应商业绩高增长；从赛道角度看，我们认为智驾平权仍为 2025 年主线，智能化底盘、域控和传感器等智驾产业链标的业绩增速有望超越市场平均值。

- **销量同比显著改善，高景气有望持续。**客车方面，2025Q3 客车板块营收同比+30.6%，高于并表销量端的同比+21.8%，主要系单车收入同比+7.2%至 62.5 万元/辆。2025Q3 客车板块实现扣非归母净利润 11.8 亿元，同比+86.6%，主要系在 2024Q3 毛利率处于历史低位，板块毛利率大幅提升增厚盈利能力。展望 2025Q4，国家政策刺激下旅游消费复苏可期，叠加公交车更新补贴接续托底，国内客车市场景气度有望持续，海外新能源客车替换需求维持高位，客车销量有望持续修复。**重卡方面**，2025Q3 重卡板块实现营收 1080.0 亿元，同比+26.9%。2025Q3 重卡板块实现扣非归母净利润 38.4 亿元，同比+55.3%，主要系期间费用率同比-3.0pct。展望 2025Q4，外需在俄罗斯市场缩量后仍呈现一定韧性，内需在 2025 年 3 月营运车辆更新政策将国四重卡纳入补贴范围后逐步企稳回升，并在三季度实现同比大幅增长，Q4 国内有望维持高增长态势，新能源重卡或在政策支撑以及经济性优势下维持高景气。
- **投资建议：**展望 2025Q4，整车端，2026 年优惠政策退坡预期下，板块销量增长可期；商用车市场有望在政策持续发力下有望延续 Q3 高景气度。零部件端，已发布&待发布强势新品密集，有望拉动对应供应商业绩，叠加智驾系统渗透率有望进入快速上行区间，强势客户+增量赛道有望实现超行业均值增长，维持行业“推荐”评级。个股方面，建议关注：（1）处于强势新品周期的车企**长城汽车，赛力斯，上汽集团和小鹏汽车-W**等；（2）强势主机厂供应链+人形机器人/智驾等强势赛道标的**隆盛科技，均胜电子，德赛西威，华阳集团，贝斯特，北特科技，三花智控，拓普集团，银轮股份，伯特利**等；（3）商用车建议关注集中受益于行业景气度复苏的龙头**潍柴动力，宇通客车**等。
- **风险提示：**宏观经济波动风险；相关政策不及预期；原材料价格波动风险；地缘政治风险；重点车型销量不及预期；智能驾驶进展不及预期；人形机器人产业进展不及预期；第三方数据误差风险；重点关注公司业绩不及预期。

表：重点关注公司及盈利预测

股票代码	股票简称	2025/11/11	EPS (元)				PE				投资评级
		股价 (元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
601633.SH	长城汽车	23.39	1.48	1.69	1.97	2.26	15.8	13.8	11.9	10.3	买入
601127.SH	赛力斯	133.84	3.94	5.39	7.26	8.89	34.0	24.8	18.4	15.1	未评级
600104.SH	上汽集团	15.90	0.14	1.01	1.22	1.42	110.4	15.8	13.1	11.2	未评级
9868.HK	小鹏汽车-W	108.50	-3.06	-0.71	1.44	3.63	-	-	75.3	29.9	未评级
600699.SH	均胜电子	28.15	0.68	1.11	1.39	1.63	41.3	25.4	20.3	17.3	增持
300680.SZ	隆盛科技	47.81	0.97	1.44	1.82	2.12	49.2	33.2	26.3	22.6	买入
002920.SZ	德赛西威	116.00	3.61	4.42	5.56	6.95	32.1	26.3	20.8	16.7	未评级
002906.SZ	华阳集团	30.40	1.24	1.71	2.23	2.81	24.5	17.8	13.6	10.8	买入
300580.SZ	贝斯特	24.90	0.58	0.68	0.81	0.98	43.2	36.7	30.9	25.5	未评级
002050.SZ	三花智控	43.90	0.83	0.90	1.07	1.27	52.9	48.8	41.0	34.6	买入
601689.SH	拓普集团	63.43	1.78	1.76	2.19	2.69	35.6	36.1	29.0	23.6	未评级
002126.SZ	银轮股份	33.24	0.94	1.29	1.62	1.94	35.4	25.8	20.5	17.1	买入
603009.SH	北特科技	44.01	0.21	0.31	0.45	0.86	208.6	142.0	97.8	51.4	增持
603596.SH	伯特利	47.24	1.99	2.52	3.19	4.07	23.7	18.7	14.8	11.6	增持
000338.SZ	潍柴动力	18.30	1.31	1.43	1.63	1.79	14.0	12.8	11.2	10.2	未评级
600066.SH	宇通客车	31.44	1.86	1.47	1.83	2.91	16.9	21.4	17.2	10.8	买入

数据来源：Wind，华龙证券研究所；港股股价货币单位为港币，北特科技、宇通客车 2027 年 EPS 以及未评级标的 EPS 均来自 Wind 一致预测

## 内容目录

<b>1 商用车基本面持续改善，人形机器人消息扰动</b> .....	<b>1</b>
<b>2 乘用车：车企盈利分化，Q4 增长可期</b> .....	<b>3</b>
2.1 行业总量：Q3 板块延续高景气，Q4 增长可期.....	3
2.2 乘用车企业绩分化，新品&高端化成破局关键.....	5
<b>3 零部件：产销高增拉动板块多数公司营收增长</b> .....	<b>9</b>
3.1 行业总量：新能源乘用车生产端维持高景气，金属原材料同比涨价.....	9
3.2 零部件公司营收多数同比增长，关注强势车型供应商表现.....	11
<b>4 商用车：销量同比显著改善，高景气有望持续</b> .....	<b>15</b>
4.1 客车：新能源客车&出口表现亮眼.....	15
4.2 重卡：政策刺激下内需成销量增长主要支撑力.....	19
<b>5 投资建议</b> .....	<b>23</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图目录

图 1： 2025 年初至 10 月申万汽车及各细分板块行情.....	1
图 2： 申万汽车板块 PE (TTM) .....	2
图 3： 申万汽车各细分板块 PE (TTM) .....	2
图 4： 我国乘用车市场批发销量.....	3
图 5： 新能源乘用车市场批发销量.....	3
图 6： 我国乘用车出口销量.....	3
图 7： 乘用车市场平均批发价格与折扣率.....	4
图 8： 传统能源乘用车市场平均批发价格与折扣率.....	4
图 9： 新能源乘用车市场平均批发价格与折扣率.....	4
图 10： 我国搭载 L2.5 及以上功能乘用车销量及渗透率.....	5
图 11： 乘用车板块分季度营业收入.....	6
图 12： 乘用车板块分季度业绩.....	6
图 13： 乘用车板块分季度毛利率&期间费用率.....	6
图 14： 乘用车板块分季度经营性现金流量净额（亿元）.....	6
图 15： 乘用车板块各公司分季度并表销量.....	7
图 16： 乘用车板块各公司分季度单车销售均价.....	8
图 17： 乘用车板块各公司分季度单车归母净利润.....	9
图 18： 我国汽车产量.....	10
图 19： 我国乘用车产量.....	10
图 20： 我国新能源乘用车产量.....	10
图 21： 热轧板卷及聚丙烯价格（元/吨）.....	11
图 22： 铝锭及浮法平板玻璃价格（元/吨）.....	11
图 23： 汽车零部件板块分季度营业收入.....	12
图 24： 汽车零部件板块分季度业绩.....	12
图 25： 汽车零部件板块分季度毛利率&期间费用率.....	12
图 26： 汽车零部件板块分季度经营性现金流量净额.....	12

图 27: 我国客车市场分季度销量 .....	15
图 28: 我国大中型客车分季度销量 .....	15
图 29: 我国大中型客车分季度出口量 .....	16
图 30: 我国新能源客车分季度销量 .....	16
图 31: 客车板块分季度营业收入 .....	16
图 32: 客车板块分季度业绩 .....	16
图 33: 客车板块分季度毛利率&期间费用率 .....	17
图 34: 客车板块分季度经营性现金流量净额 (亿元) .....	17
图 35: 客车板块分季度单车均价 .....	18
图 36: 客车板块分季度归母净利润 .....	18
图 37: 客车板块分季度单车盈利 .....	19
图 38: 我国分季度重卡批发销量 .....	20
图 39: 我国分季度重卡出口量 .....	20
图 40: 我国天然气重卡销量 .....	20
图 41: 我国新能源重卡销量 .....	20
图 42: 重卡板块分季度营业收入 .....	21
图 43: 重卡板块分季度业绩 .....	21
图 44: 重卡板块分季度毛利率&期间费用率 .....	21
图 45: 重卡板块分季度经营性现金流量净额 .....	21

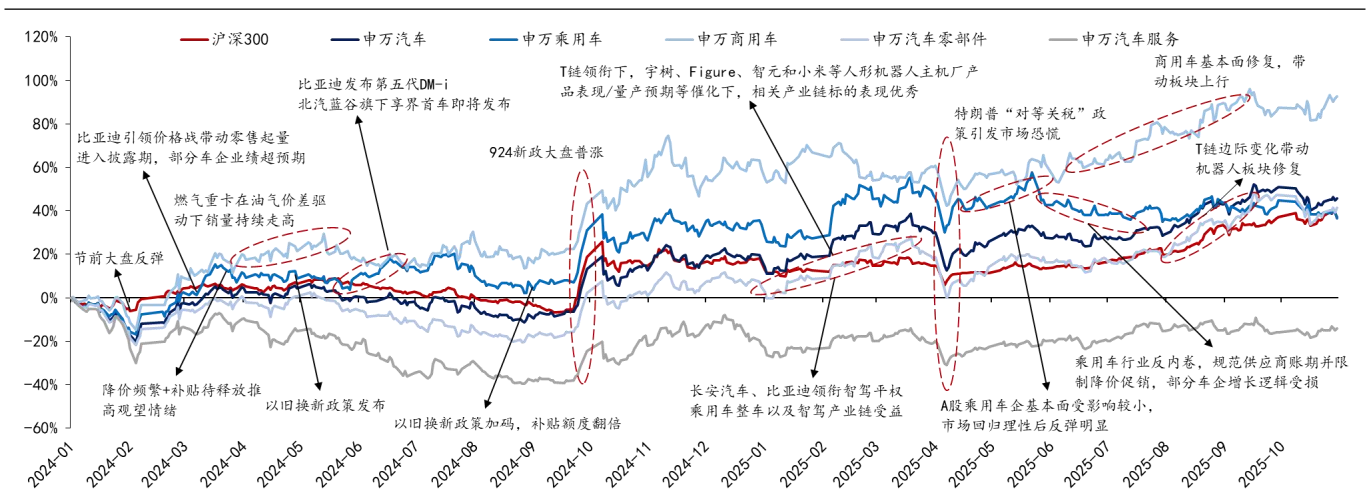
## 表目录

表 1: 各细分行业成分股 .....	2
表 2: 乘用车板块各公司分季度营收 (亿元) .....	7
表 3: 乘用车板块各公司分季度毛利率 .....	8
表 4: 乘用车板块各公司分季度期间费用率等 .....	9
表 5: 各车企分季度销量 (万辆) .....	10
表 6: 汽车零部件板块各公司分季度营业收入 (亿元) .....	13
表 7: 汽车零部件板块各公司分季度归母净利润 .....	14
表 8: 汽车零部件板块各公司分季度毛利率&期间费用率 .....	14
表 9: 客车板块分季度营业收入与大中型客车销量 .....	17
表 10: 客车板块分季度毛利率和费用率 .....	19
表 11: 重卡板块主要财务指标 .....	21

## 1 商用车基本面持续改善，人形机器人消息扰动

2025年初至10月，申万汽车板块涨跌幅+23.82%，同期沪深300指数涨跌幅+17.94%，申万汽车板块跑赢5.88pct。乘用车/商用车/汽车零部件/汽车服务板块涨跌幅分别为+1.97%/+21.12%/+34.58%/+10.08%，商用车及汽车零部件板块取得超额收益。商用车Q1销量同比承压或低增长，随着国内政府财政逐步修复，海外非俄地区销量增长等多重因素推动下，客车以及重卡销量在2025年6月起同比表现显著转好且于Q3延续高增态势，带动板块估值修复；基于汽车与人形机器人零部件的相似性和协同性，汽车零部件板块多家公司布局人形机器人业务，板块走势受到人形机器人产业进展影响。在特斯拉等头部厂商的量产指引、新品发布预期等消息的催化下，汽车零部件板块Q3走势较强。进入10月，受到特斯拉Optimus Gen3发布时间不及预期等影响，汽车零部件板块出现一定回调。

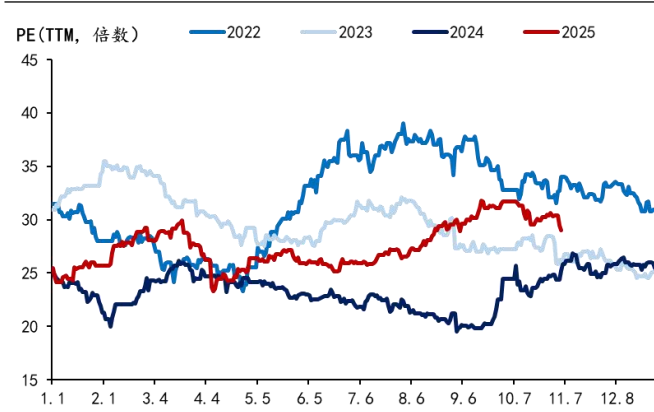
图1：2025年初至10月申万汽车及各细分板块行情



数据来源：Wind，证券日报之声，比亚迪汽车，中国汽车报，鸿蒙智行，机器人大讲堂，商务部，第一财经，皆电，车东西，中国机器人网，硅基研究室，第一电动汽车网，券商中国，证券时报，第一财经资讯，华龙证券研究所

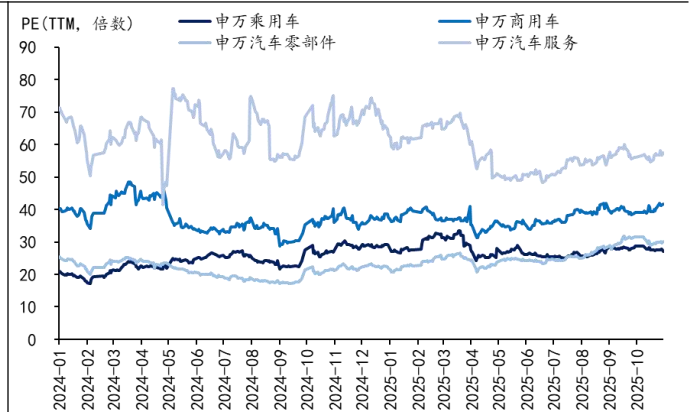
截至2025年10月31日，申万汽车板块PE(TTM)30.4倍，相较于年初的24.7倍上涨，位于近5年的50.41%分位点，人形机器人产业进展对汽车零部件板块以及整体汽车行业估值拔升作用明显。分行业来看，乘用车/商用车/汽车零部件/汽车服务板块PE(TTM)分别为27.1/41.7/30.0/57.5倍，分别位于近5年的39.69%/19.06%/75.50%/51.24%分位点。

图 2：申万汽车板块 PE (TTM)



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 3：申万汽车各细分板块 PE (TTM)



数据来源：Wind，华龙证券研究所

本报告基于申万汽车指数（2021）所包含成分股，按汽车板块中乘用车、汽车零部件、客车和重卡四个细分板块对 2025 年三季度上市公司表现进行梳理。

表 1：各细分行业成分股

乘用车		汽车零部件		客车		重卡	
证券代码	公司简称	证券代码	公司简称	证券代码	公司简称	证券代码	公司简称
600733.SH	北汽蓝谷	601799.SH	星宇股份	600066.SH	宇通客车	600166.SH	福田汽车
002594.SZ	比亚迪	603596.SH	伯特利	000957.SZ	中通客车	000800.SZ	一汽解放
601238.SH	广汽集团	601689.SH	拓普集团	600686.SH	金龙汽车	000951.SZ	中国重汽
600104.SH	上汽集团	002472.SZ	双环传动	000868.SZ	安凯客车	301039.SZ	中集车辆
600418.SH	江淮汽车	600933.SH	爱柯迪			000338.SZ	潍柴动力
601127.SH	赛力斯	603197.SH	保隆科技				
000625.SZ	长安汽车	002906.SZ	华阳集团				
601633.SH	长城汽车	603305.SH	旭升集团				
2015.HK	理想汽车-W	603786.SH	科博达				
9866.HK	蔚来-SW	300580.SZ	贝斯特				
9868.HK	小鹏汽车-W	605319.SH	无锡振华				
9863.HK	零跑汽车	300680.SZ	隆盛科技				
0175.HK	吉利汽车	603179.SH	新泉股份				
9973.HK	奇瑞汽车	002126.SZ	银轮股份				
		600699.SH	均胜电子				
		002920.SZ	德赛西威				
		等 213 家公司					

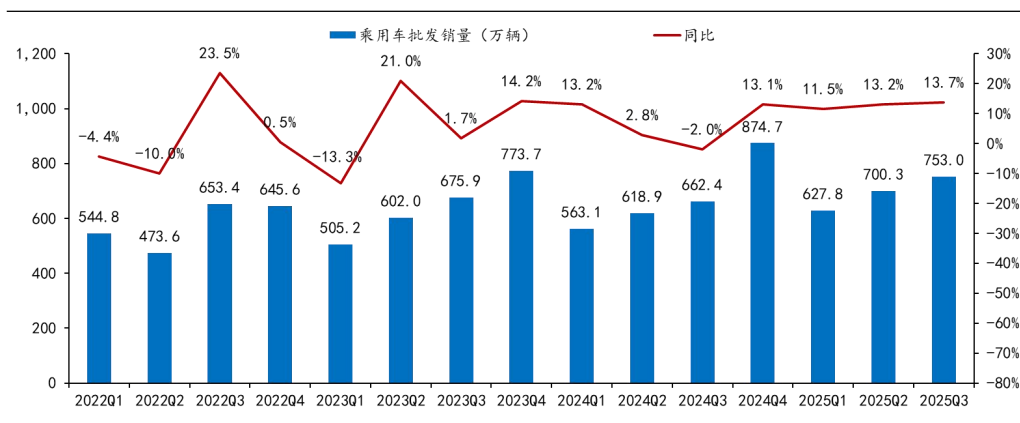
数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 2 乘用车：车企盈利分化，Q4 增长可期

### 2.1 行业总量：Q3 板块延续高景气，Q4 增长可期

2025Q3 我国乘用车批发销量 753.0 万辆，同环比+13.7%/+7.5%，延续 2024Q4 以来较高的景气度，主要原因有三：一是国内汽车以旧换新政策及时接续，托底乘用车需求；二是 Q2 末以及 Q3 重磅新车密集发布并逐步放量，带动销量提升；三是海外自主车企产能&渠道逐步落地下出口销量增长。2025Q3 新能源乘用车批发销量 396.3 万辆，同环比+22.8%/+10.4%，季度新能源批发渗透率 52.6%，同环比+3.9%/+1.4%，季度新能源批发渗透率持续创新高。

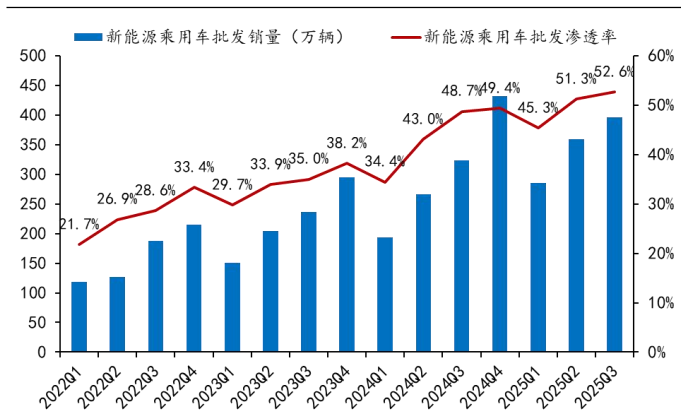
图 4：我国乘用车市场批发销量



数据来源：乘联分会，华龙证券研究所

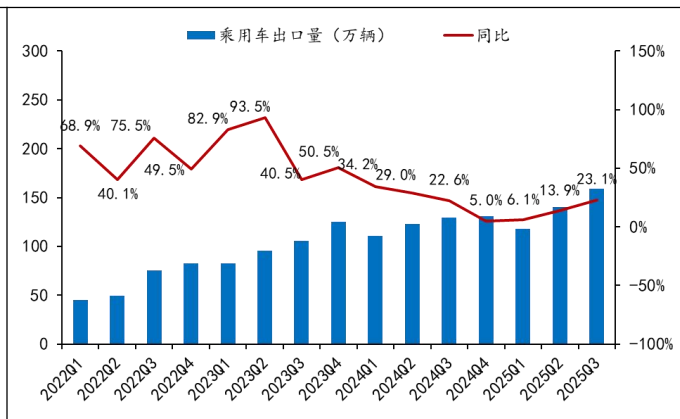
2025Q3 乘用车出口 159.2 万辆，同环比+23.1%/+13.7%，同比增速较 2025Q2 环比提升 9.1pct，我们认为主要系自主车企全球渠道布局逐步完善，海外产能及产业链零部件出海顺利，叠加自主车企电动化&智能化优势明显，销量增长加速。

图 5：新能源乘用车市场批发销量



数据来源：乘联分会，华龙证券研究所

图 6：我国乘用车出口销量

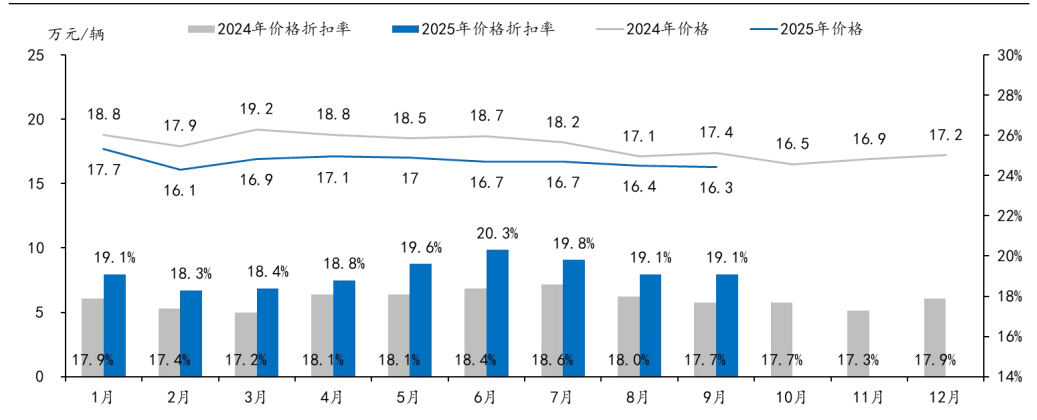


数据来源：乘联分会，华龙证券研究所

汽车反内卷落地，乘用车价格趋稳。从折扣率来看，2025Q3 国内新

车价格折扣率呈现环比下降态势，2025年9月新车折扣率19.1%，较年内高点6月的20.3%下降1.2pct。从均价来看，2025Q3新车成交均价持续下降，2025年9月均价较2025年6月的16.7万元/辆下降0.4万元/辆。展望四季度，在2026年新能源乘用车购置税减免优惠退坡的预期下，叠加年末未完成销量目标压力，各车企在新车定价、优惠政策等方面预计将相对激进，新车成交均价或将维持低位。

图7：乘用车市场平均批发价格与折扣率

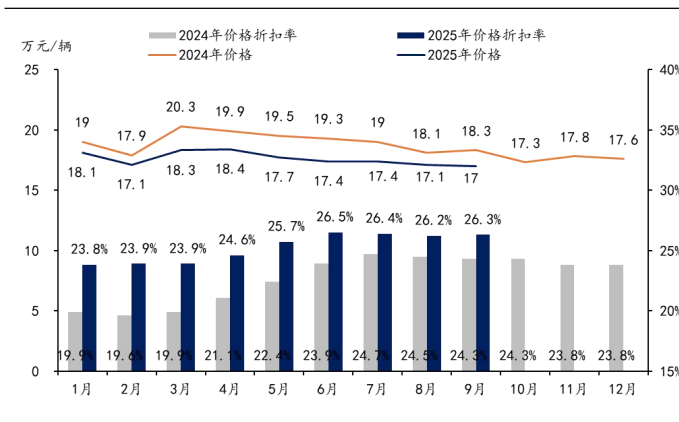


数据来源：大搜车智云，华龙证券研究所

分能源类型看，燃油车厂商在产品力相对较弱的影响下，销量普遍承压/增长乏力。撤销降价措施、落实“反内卷”政策的意愿较差，燃油车折扣率回落以及均价提升幅度均明显小于新能源。2025年9月，燃油车/新能源车折扣率较6月分别下降0.2/1.2pct，新车均价分别较6月下降0.4万元/微降0.1万元。

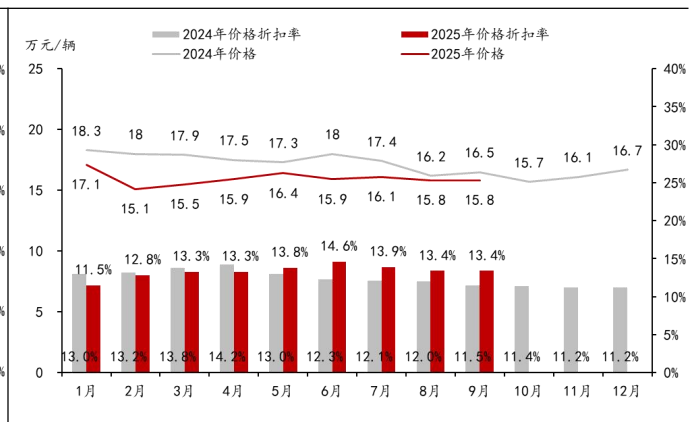
在价格战缓和的背景下，乘用车企间的竞争回归到新车周期以及产品力的对比。自主车企在产品力领先明显、新车储备丰富的优势下，有望持续提高市场占有率。

图8：传统能源乘用车市场平均批发价格与折扣率



数据来源：大搜车智云，华龙证券研究所

图9：新能源乘用车市场平均批发价格与折扣率



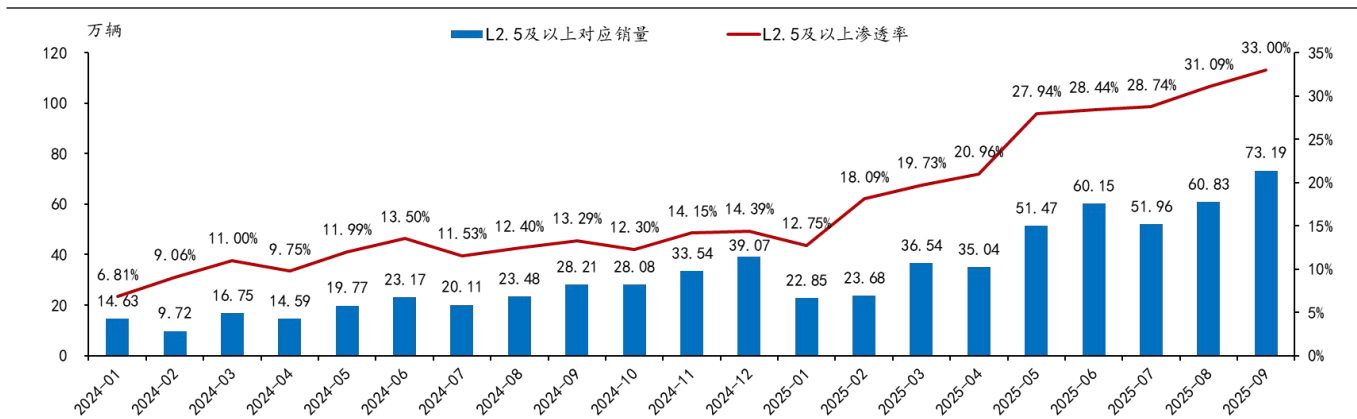
数据来源：大搜车智云，华龙证券研究所

政策退坡背景下2025年乘用车销量增长可期。展望2025年四季度，国内方面，2026年新能源乘用车购置税优惠以及汽车以旧换新补贴双双退

坡预期下，乘用车市场在年底前有望迎来抢购潮，叠加重磅新品放量，预计将带动全年销量增长；海外方面，比亚迪、吉利汽车和长城汽车等传统自主车企以及零跑汽车等新势力车企加码全球拓展，海外渠道及本土产能建设加速，有望成为 2025 年车企销量增长的重要引擎。

**2025 年 L2.5 及以上智驾渗透率持续快速上行。**据 NE 时代新能源数据，2025 年前三季度搭载 L2.5 及以上智驾系统乘用车累计销量 415.71 万辆，累计渗透率 25.10%，其中 Q1/Q2/Q3 累计销量分别为 83.07/146.66/185.98 万辆，渗透率 16.77%/26.05%/31.09%。单月智驾渗透率连续 2 个月超过 30%，2025 年 9 月搭载 L2.5 及以上智驾系统乘用车渗透率达 33.00%。长安汽车、比亚迪和吉利汽车等传统自主车企基本于 2-3 月召开智驾战略发布会，随着智驾车型逐步上市起量，渗透率有望持续上行，带来两方面影响，一是智驾高投入的特点使得头部&新势力车企优势进一步扩大；二是智驾产业链标的业绩有望在渗透率提升的拉动下快速增长。

图 10：我国搭载 L2.5 及以上功能乘用车销量及渗透率

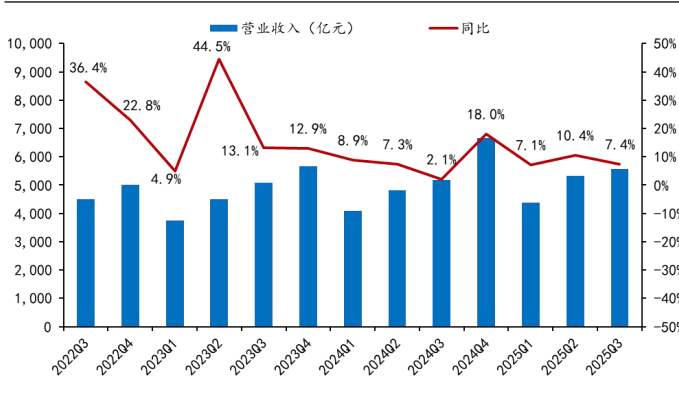


数据来源：NE 时代新能源，乘联分会，华龙证券研究所

## 2.2 乘用车企业绩分化，新品&高端化成破局关键

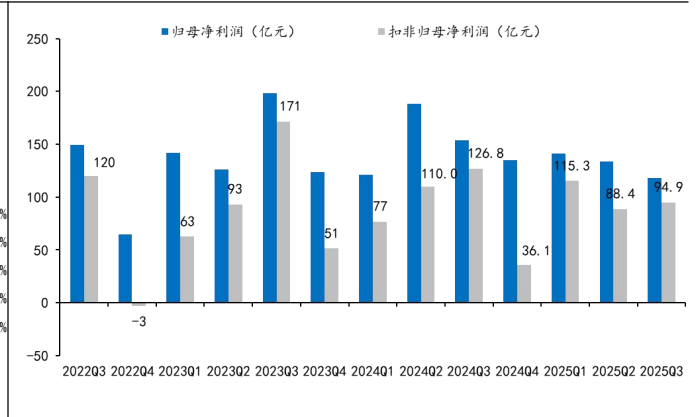
2025Q3 乘用车板块实现营收 5577 亿元，同环比+7.4%/+4.9%，对应并表销量 364.53 万辆，同环比+14.4%/+4.0%。营收端与销量端增速差异主要系单车均价变化。自 2023 年以来的乘用车市场价格战于 2025Q3 逐步缓和，A 股上市公司 2025Q3 单车均价 15.30 万元/辆，虽仍同比下滑 0.99 万元/辆，但环比增长 0.13 万元/辆。

图 11: 乘用车板块分季度营业收入



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

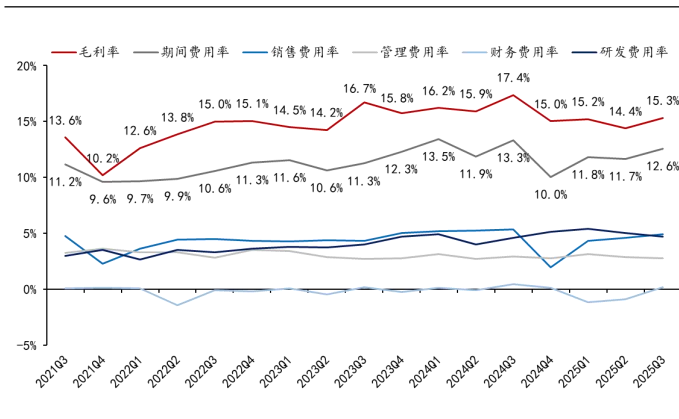
图 12: 乘用车板块分季度业绩



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

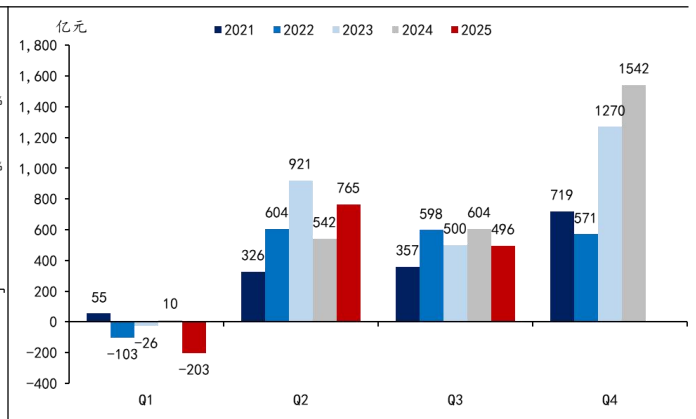
**2025Q3 头部车企销量承压影响板块业绩。**2025Q3 乘用车板块扣非归母净利润 94.9 亿元，同比-25.1%，主要系头部车企比亚迪 2025Q3 销量暂时承压，影响整体板块业绩，排除比亚迪外的板块 Q3 扣非归母净利润 26.0 亿元，同比+44.34%。2025Q3 乘用车板块毛利率 15.3%，同环比-2.1/+0.9pct，环比止跌回升；期间费用率 12.6%，同环比-0.7/+0.9pct，其中销售费用率同比-0.4pct，或系车企权益优惠力度缩小以及新车宣发减少；研发费用率在自主车企大幅缩短新车开发周期，持续丰富车型矩阵&储备车型的影响下维持高位，同比+0.1pct。2025Q3 乘用车板块经营性现金净流量 496 亿元，同比-17.8%，排除比亚迪外板块 Q3 经营性现金净流入 406 亿元，同比+122.0%，板块整体经营情况改善明显。

图 13: 乘用车板块分季度毛利率&期间费用率



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图 14: 乘用车板块分季度经营性现金流量净额 (亿元)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

**新品上市+高端化成为乘用车企营收增长主要驱动力。**个股方面，我们共统计 A 股&H 股共计 14 家乘用车企，其中 9 家已发布 2025Q3 业绩。6 家车企实现 2025Q3 营收同比增长，其中 6 家实现销量增长，3 家实现单车收入增长。长城汽车和赛力斯 2025Q3 营收同比+20.5%/+15.8%，两家车企均实现量价齐增，销量同比+20.2%/+6.3%，单车收入同比+0.3%/+8.9%，其中赛力斯主要系问界 M8 等高端新车放量。江淮汽车 2025Q3 营收同比+5.5%，销量同比-16.6%下营收逆势增长主要系公司与华为合作的百万级

超豪华新车尊界 S800 逐步放量，Q3 累计交付 3522 辆；上汽集团 2025Q3 营收同比+16.2%，主要系在上汽通用销量修复以及荣威、名爵和智己等自主品牌销量增长；奇瑞汽车 2025Q3 营收同比+4.6%，主要系销量同比+14.2%。

3 家车企 2025Q3 营收同比下滑，其中比亚迪及广汽集团 2025Q3 营收同比-3.1%/-14.6%，主要系销量同比-1.8%/-15.4%。我们认为新品上市驱动 & 产品结构高端化成为乘用车企营收增长的核心原因。

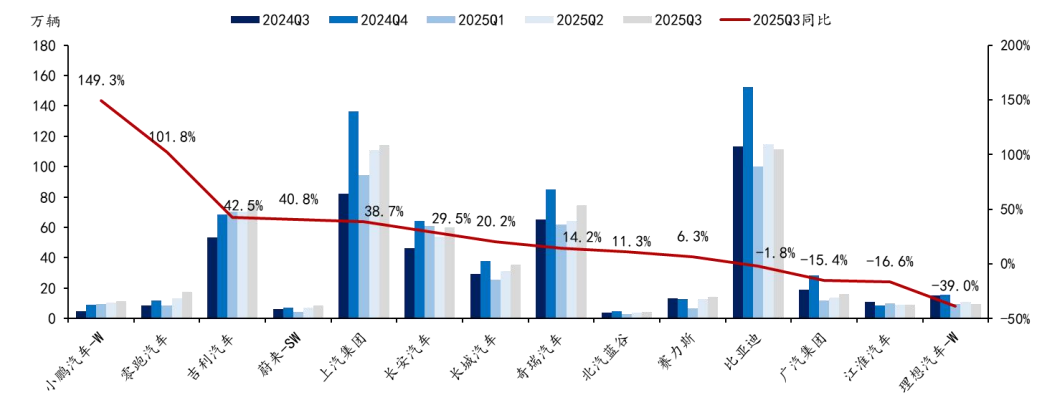
表 2：乘用车板块各公司分季度营收（亿元）

公司简称	2024Q3	2025Q2	2025Q3	2025Q3 同比	2025Q3 环比
长安汽车	342.4	385.3	422.4	23.4%	9.6%
长城汽车	508.3	523.2	612.5	20.5%	17.1%
上汽集团	1458.0	1587.3	1694.0	16.2%	6.7%
赛力斯	415.8	432.5	481.3	15.8%	11.3%
江淮汽车	109.3	95.8	115.3	5.5%	20.4%
奇瑞汽车	700.3	733.8	732.3	4.6%	-0.2%
比亚迪	2011.2	2009.2	1949.8	-3.1%	-3.0%
北汽蓝谷	60.8	57.4	58.7	-3.5%	2.1%
广汽集团	284.9	227.3	243.2	-14.6%	7.0%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

强产品周期车企销量表现较好。从销量表现来看，处于强产品周期的车企表现较好。新品放量的新势力车企表现优秀，小鹏汽车/零跑汽车/蔚来 2025Q3 实现销量 11.6/17.4/8.7 万辆，分别同比+149.3%/+101.8%/+40.8%，其中小鹏汽车主要系 MONA M03、P7+ 和 G6 等新车放量；零跑汽车主要系 B10、B01 等新车放量以及 C10 等改款车型销量增长；蔚来主要系子品牌乐道在新车 L90 发布以及 L60 销量修复带动下增长。传统车企中吉利汽车表现优秀，2025Q3 实现销量 76.1 万辆，同比+42.5%，主要系子品牌银河旗下星愿、熊猫、星耀 8 和星舰 7 等新车放量带动销量增长。

图 15：乘用车板块各公司分季度并表销量

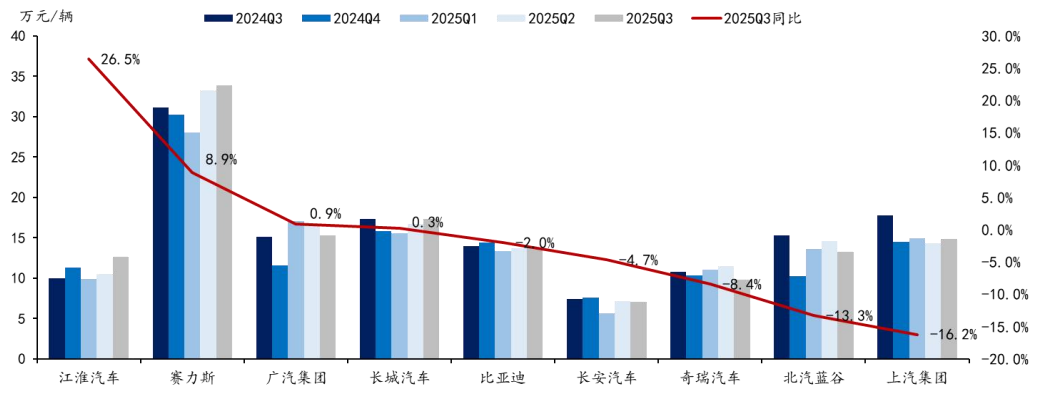


数据来源：Wind，华龙证券研究所

价格战 & 产品高端化综合作用下车企单车收入分化。我们统计的 9 家乘用车企中，江淮汽车/赛力斯/广汽集团/长城汽车等 4 家 2025Q3 单车营

收实现同比增长，增速分别为+26.5%/+8.9%/+0.9%/+0.3%，其中江淮汽车和赛力斯单车营收增长显著，主要系两家车企旗下的尊界 S800 和问界 M8 等豪华车型放量带动。在销量目标压力下，车企涨价意愿较低，多数车企单车营收同比下滑。

图 16：乘用车板块各公司分季度单车销售均价



数据来源：Wind，华龙证券研究所

产品结构+销量变化驱动乘用车板块毛利率分化。2025Q3 乘用车板块毛利率分化，赛力斯/江淮汽车在高端车型放量、产品结构改善的作用下 2025Q3 毛利率同比+4.4/+2.6pct；北汽蓝谷/奇瑞汽车在销量增长、规模效应释放作用下 2025Q3 毛利率同比+8.3/+0.5pct。毛利率同比下降的车企中，比亚迪/广汽集团销量同比下滑影响毛利率水平，2025Q3 毛利率同比-4.3/-8.1pct；上汽集团/长城汽车或系产品结构变化影响，2025Q3 毛利率同比-0.7/-2.4pct。

表 3：乘用车板块各公司分季度毛利率

公司简称	2024Q3	2025Q2	2025Q3	2025Q3 同比	2025Q3 环比
北汽蓝谷	-6.5%	-4.1%	1.8%	8.3%	5.9%
赛力斯	25.5%	29.5%	29.9%	4.4%	0.4%
江淮汽车	11.4%	7.9%	13.9%	2.6%	6.0%
奇瑞汽车	14.6%	13.6%	15.1%	0.5%	1.5%
长安汽车	15.7%	15.2%	15.7%	0.01%	0.5%
上汽集团	9.6%	8.5%	9.0%	-0.7%	0.5%
长城汽车	20.8%	18.8%	18.4%	-2.4%	-0.4%
比亚迪	21.9%	16.3%	17.6%	-4.3%	1.3%
广汽集团	5.2%	-3.4%	-2.9%	-8.1%	0.5%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

研发费用率维持高位，车企加速降本增效。乘用车企 2025Q3 期间费用率分化，A 股 8 家公司中 4 家实现同比下降，4 家同比提升。分子项来看，旗下有重磅新车发布的江淮汽车和赛力斯销售费用率分别同比+3.8/+3.5pct；7 家车企 2025Q3 研发费用率同比增长或微降幅度小于 0.1pct，反映乘用车企在当前激烈的市场竞争下重视技术投入与新车迭代，为未来长期发展做好技术&新品储备。

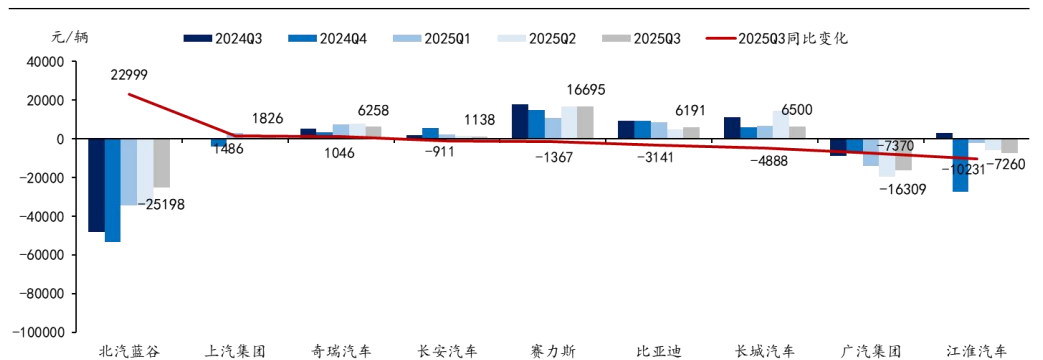
表 4：乘用车板块各公司分季度期间费用率等

指标	公司简称	2024Q3	2025Q2	2025Q3	2025Q3同比	2025Q3环比	指标	公司简称	2024Q3	2025Q2	2025Q3	2025Q3同比	2025Q3环比
期间费用率	北汽蓝谷	23.8%	23.3%	24.3%	0.5%	1.1%	管理费用率	北汽蓝谷	5.0%	3.7%	3.5%	-1.4%	-0.2%
	比亚迪	14.4%	12.8%	13.0%	-1.4%	0.2%		比亚迪	2.3%	2.7%	2.5%	0.2%	-0.2%
	广汽集团	12.9%	11.0%	12.1%	-0.8%	1.0%		广汽集团	4.0%	4.2%	4.9%	0.9%	0.7%
	上汽集团	11.5%	7.7%	9.4%	-2.0%	1.8%		上汽集团	3.8%	3.2%	3.2%	-0.6%	0.0%
	江淮汽车	13.4%	13.3%	18.8%	5.4%	5.5%		江淮汽车	4.1%	5.9%	5.8%	1.7%	-0.1%
	赛力斯	16.9%	20.6%	21.0%	4.1%	0.4%		赛力斯	2.5%	2.0%	2.2%	-0.3%	0.2%
	长安汽车	11.9%	12.4%	13.5%	1.6%	1.1%		长安汽车	3.2%	3.1%	2.5%	-0.7%	-0.6%
销售费用率	长城汽车	11.5%	10.3%	10.5%	-1.0%	0.2%	长城汽车	2.0%	1.8%	1.6%	-0.3%	-0.2%	
	北汽蓝谷	9.9%	8.8%	11.9%	1.9%	3.0%	北汽蓝谷	7.3%	10.2%	8.6%	1.3%	-1.7%	
	比亚迪	4.8%	3.1%	3.1%	-1.6%	0.0%	比亚迪	6.8%	7.7%	7.3%	0.4%	-0.4%	
	广汽集团	5.7%	5.9%	5.3%	-0.4%	-0.6%	广汽集团	1.2%	1.4%	1.2%	-0.01%	-0.2%	
	上汽集团	4.7%	2.7%	3.2%	-1.5%	0.5%	上汽集团	2.6%	2.7%	2.6%	-0.02%	-0.1%	
	江淮汽车	3.9%	4.2%	7.7%	3.8%	3.5%	江淮汽车	4.1%	3.7%	4.5%	0.4%	0.8%	
	赛力斯	11.1%	14.5%	14.6%	3.5%	0.1%	赛力斯	3.7%	4.3%	4.4%	0.7%	0.1%	
长安汽车	4.8%	7.0%	7.1%	2.3%	0.1%	长安汽车	4.5%	4.6%	4.2%	-0.35%	-0.5%		
长城汽车	4.8%	5.2%	4.8%	0.0%	-0.5%	长城汽车	4.0%	4.5%	3.9%	-0.05%	-0.5%		

数据来源：Wind，华龙证券研究所

**2025Q3 乘用车板块单车盈利普遍承压。**2025Q3 乘用车市场竞争仍然激烈，价格战虽有环比减弱趋势，但车企销量增长压力仍存，新车迭代迅速，叠加智能化时代模型训练、人才招聘和算力基础设施建设等投入巨大，多数车企单车盈利承压。我们统计的 9 家车企中，仅 3 家实现单车盈利同比提升，其中北汽蓝谷/上汽集团/奇瑞汽车 2025Q3 单车盈利-2.52/0.18/0.63 万元/辆，分别同比+2.30/+0.15/+0.10 万元/辆，我们认为主要系销量增长以及产品结构改善。

图 17：乘用车板块各公司分季度单车归母净利润



数据来源：Wind，华龙证券研究所

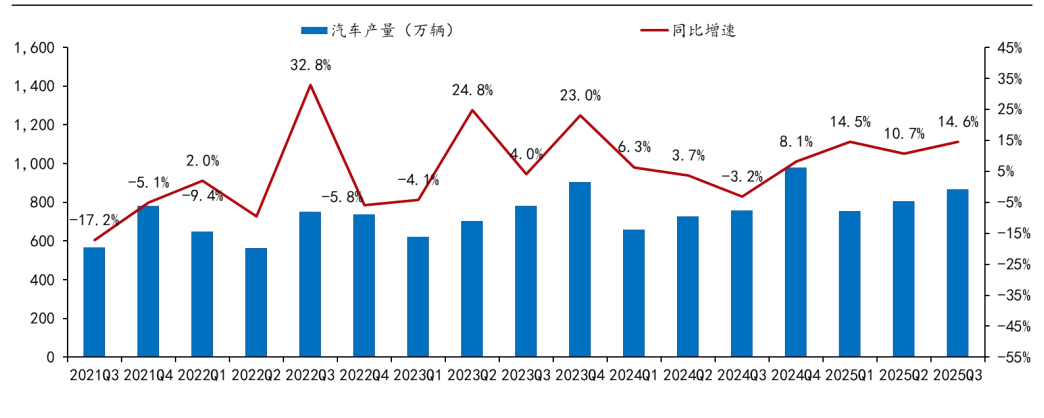
### 3 零部件：产销高增拉动板块多数公司营收增长

#### 3.1 行业总量：新能源乘用车生产端维持高景气，金属原材料同比涨价

2025Q3 我国汽车实现产量 868.2 万辆，同比+14.6%；2025Q3 乘用车实现产量 755.6 万辆，同比+15.0%，均实现 2 位数增长；2025Q3 新能源乘用车实现产量 390.4 万辆，同比+51.7%，季度新能源渗透率 51.7%，同比

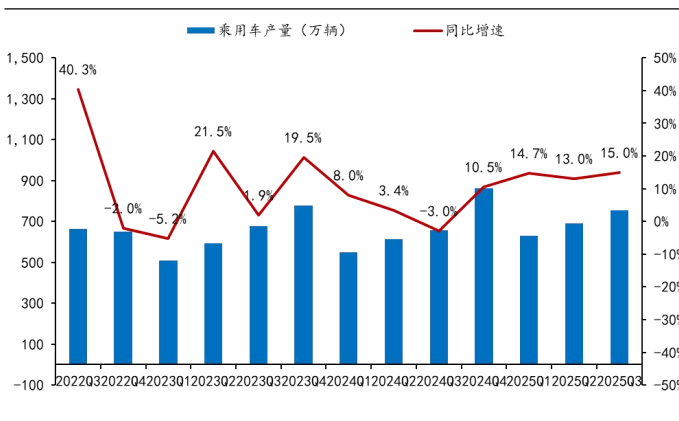
+2.9pct，生产端渗透率连续两个季度超过 50%。在内需政策刺激和海外加速拓展双重推动下乘用车行业产销两旺。

图 18：我国汽车产量



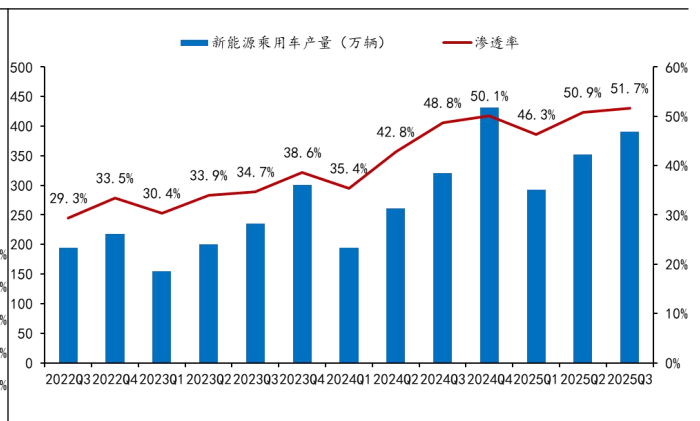
数据来源：中国汽车工业协会，华龙证券研究所

图 19：我国乘用车产量



数据来源：乘联分会，华龙证券研究所

图 20：我国新能源乘用车产量



数据来源：乘联分会，华龙证券研究所

车企销量三梯队分化明显。乘用车企销量同比增速三梯队层次明显，第一梯队为基数较少，在新品拉动下销量同比实现翻倍或更高增长的新势力车企，如小米汽车、小鹏汽车和零跑汽车等；第二梯队是处于较强产品周期的传统自主车企，2025Q3 均实现销量同比正增长。上汽集团自主品牌销量（除上汽大众和上汽通用外的集团销量）2025Q3 实现销量 74.5 万辆，同比+46.2%。再次是以合资&外资车企为代表的第三梯队，2025Q3 销量同比下滑。

表 5：各车企分季度销量（万辆）

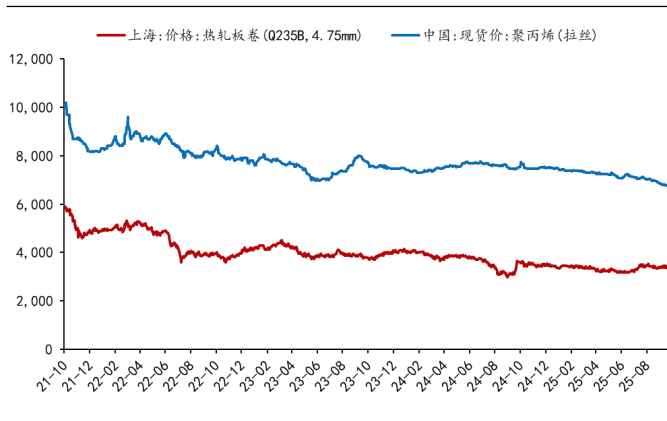
车企	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q3 同比
小米汽车	2.7	4.0	7.0	7.6	8.2	10.8	169.2%
小鹏汽车-W	3.0	4.7	9.2	9.4	10.3	11.6	149.3%
零跑汽车	5.3	8.6	12.1	8.8	13.4	17.4	101.8%
上汽自主	61.5	50.9	83.1	60.8	70.8	74.5	46.2%
吉利汽车	48.0	53.4	68.7	70.4	70.5	76.1	42.5%

蔚来-SW	5.7	6.2	7.3	4.2	7.2	8.7	40.8%
长安自主	53.3	46.3	64.2	61.1	54.0	60.0	29.5%
长城汽车	28.4	29.4	37.9	25.7	31.3	35.4	20.2%
奇瑞汽车	57.1	65.2	85.1	61.8	64.0	74.5	14.2%
赛力斯	12.2	13.4	12.8	6.8	13.0	14.2	6.3%
比亚迪	98.7	113.5	152.4	100.1	114.5	111.4	-1.8%
宝马	18.3	14.7	18.7	13.6	15.6	14.4	-2.0%
丰田	36.8	42.1	47.2	33.0	40.5	40.5	-3.8%
特斯拉	14.6	18.5	19.8	13.5	13.0	16.9	-8.3%
本田	21.4	17.4	25.6	15.5	16.4	15.0	-13.9%
奥迪	15.5	16.2	17.1	14.0	14.1	13.8	-14.7%
大众	42.2	52.9	67.0	45.1	48.4	45.1	-14.8%
广汽自主	18.1	18.9	28.6	11.6	13.9	16.0	-15.4%
奔驰	18.0	18.2	17.9	14.9	14.7	13.8	-24.1%
理想汽车-W	10.9	15.3	15.9	9.3	11.1	9.3	-39.0%

数据来源：Wind，华龙证券研究所；注大众、丰田等合资车企以及特斯拉等外资车企销量数据均指其中国销量

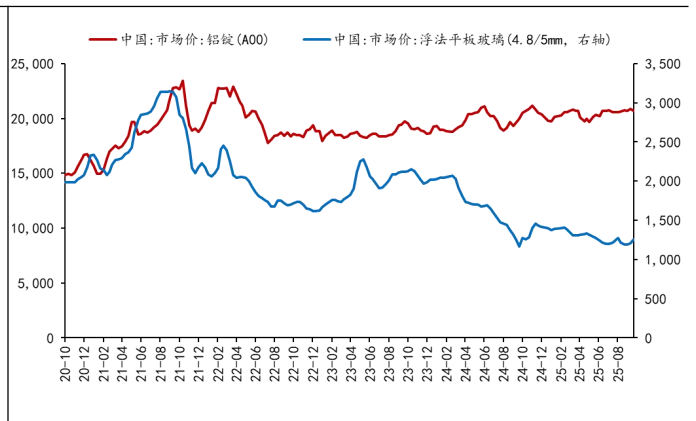
金属原材料小幅度涨价，其他原材料仍呈下降趋势。原材料价格方面，2025Q3 铝锭和钢等主要金属原材料价格同比小幅上涨，4.75mm 热轧板卷/铝锭（A00）2025Q3 均价分别同比+0.86%/+5.87%。其他非金属原材料，如聚丙烯和玻璃等仍呈现下行趋势。

图 21：热轧板卷及聚丙烯价格（元/吨）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 22：铝锭及浮法平板玻璃价格（元/吨）

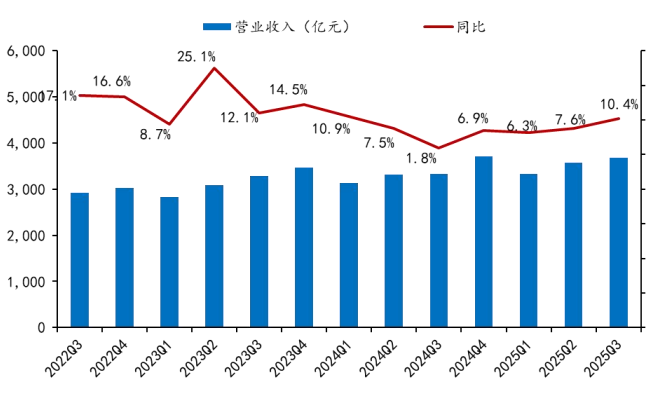


数据来源：Wind，华龙证券研究所

### 3.2 零部件公司营收多数同比增长，关注强势车型供应商表现

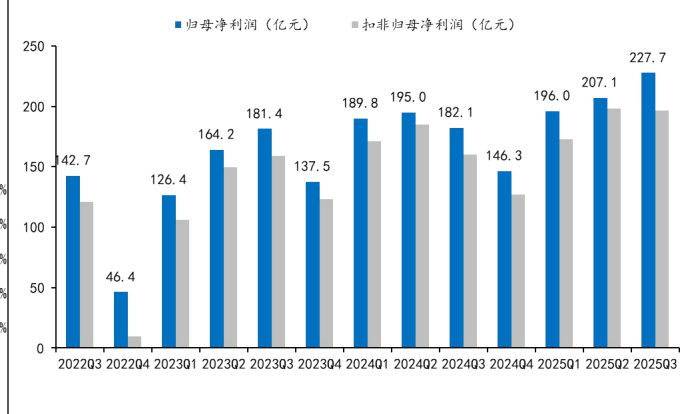
2025Q3 汽车零部件板块实现营收 3683.7 亿元，同环比+10.4%/+3.1%，同比增速略低于汽车/乘用车产量的+14.6%/+15.0%，我们认为主要系终端价格战压力传导下年降所致。

图 23：汽车零部件板块分季度营业收入



数据来源：Wind，华龙证券研究所

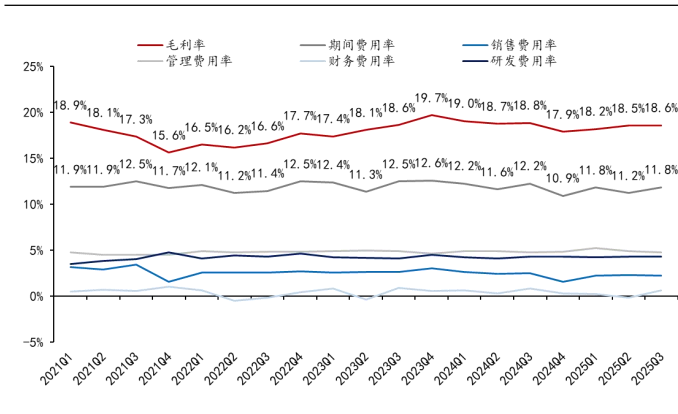
图 24：汽车零部件板块分季度业绩



数据来源：Wind，华龙证券研究所

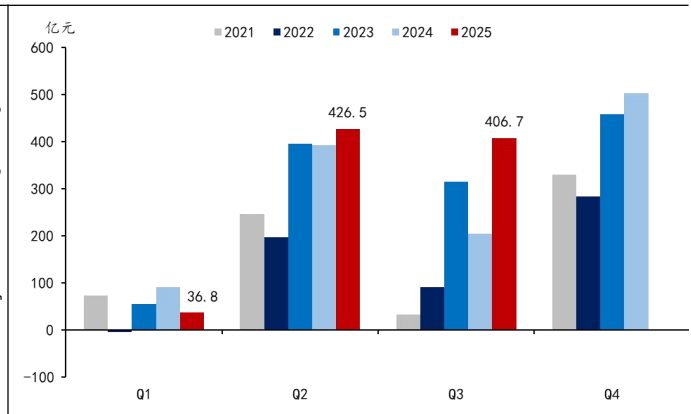
2025Q3 汽车零部件板块实现归母净利润 227.7 亿元，同比+25.0%；实现扣非归母净利润 196.4 亿元，同比+22.6%，显著高于营收端，主要系板块推进降本增效，费用控制优秀作用。2025Q3 板块实现毛利率 18.6%，同环比-0.3/+0.03pct，同比主要受年降影响，环比或系 Q3 出货量环比提升下规模效应作用；期间费用率 11.8%，同环比-0.4/+0.6pct，其中研发费用率维持在 4.3% 高位，主要系主机厂快节奏推进新车发布，零部件厂商配合研发投入以及新品研发投入维持高位。2025Q3 汽车零部件板块经营性现金净流入 406.7 亿元，同比+99.5%，经营情况大幅改善，主要系政策大力推进汽车反内卷下主机厂回款情况出现实质性改善。中汽协 9 月 15 日发布《汽车整车企业供应商账款支付规范倡议》，围绕订单确认、交付与验收、支付与结算、合同期限等关键环节，对整车企业与供应商企业采购合同中相关内容作出规范倡议。作为汽车反内卷的重要环节，供应商账款有望在政策法规和行业倡导等的推动下进一步得到保障，汽车零部件公司现金流状况有望进一步改善。

图 25：汽车零部件板块分季度毛利率&期间费用率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 26：汽车零部件板块分季度经营性现金流量净额



数据来源：Wind，华龙证券研究所

车市高景气度拉动多数汽车零部件公司营收增长。在终端产销高增拉动下，我们统计的 213 家汽车零部件公司中，仅 43 家 2025Q3 营收同比下降，170 家，即 79.81% 的汽车零部件公司实现营收同比正增长。我们重点

关注的 17 家公司中，16 家公司 2025Q3 实现营收同比正增长，华阳集团/科博达/银轮股份/伯特利 2025Q3 营收同比+31.4%/+27.5%/+27.4%/+22.5%，其中华阳集团的汽车电子业务中 HUD、座舱域控等产品，精密压铸业务中驾驶域控、激光雷达等零部件等产品均实现了大幅增长；科博达 2025Q3 营收同比较大幅增长主要系子公司科博达智能科技并表影响，科博达智能科技主要产品为智能中央计算平台及智驾域控等，有望进一步提升公司智能化能力以及产品整体价值量；银轮股份营收增长或系新能源热管理以及新兴的数字能源等业务持续放量。

表 6：汽车零部件板块各公司分季度营业收入（亿元）

公司简称	2024Q3	2025Q2	2025Q3	2025Q3同比	2025Q3环比	主要产品/板块	主要配套主机厂
华阳集团	26.5	28.2	34.8	31.4%	23.3%	HUD、域控	长城汽车、长安汽车、奇瑞汽车和赛力斯等
科博达	15.3	16.7	19.5	27.5%	16.6%	灯光、域控	宝马、奥迪、长安汽车、理想汽车等
银轮股份	30.5	37.5	38.9	27.4%	3.7%	热管理	特斯拉、国内主流乘用车厂商等
伯特利	26.1	25.3	31.9	22.5%	26.4%	智能化底盘	奇瑞汽车、通用、吉利汽车、长安汽车等
福耀玻璃	99.7	115.4	118.5	18.9%	2.7%	汽车玻璃	全球主流车企
贝斯特	3.4	3.7	4.0	17.2%	10.2%	精密零部件	盖瑞特、康明斯等涡轮增压器企业等
无锡振华	6.1	6.9	7.1	15.7%	3.2%	冲压件	上汽大众、上汽通用、特斯拉、理想汽车等
新泉股份	34.4	39.4	39.5	14.9%	0.4%	内饰	特斯拉、吉利汽车、奇瑞汽车、理想汽车等
保隆科技	18.4	20.4	21.0	13.9%	2.6%	智能化底盘	丰田、大众、上汽集团、理想汽车等
星宇股份	35.1	36.6	39.5	12.7%	7.9%	灯光	一汽大众等一汽合资厂商、奇瑞汽车等
拓普集团	71.3	71.7	79.9	12.1%	11.5%	智能化底盘	特斯拉、吉利汽车、比亚迪、赛力斯等
均胜电子	140.6	157.7	155.0	10.3%	-1.7%	被动安全	大众、宝马、丰田、吉利汽车、长安汽车等
爱柯迪	17.2	17.8	18.6	7.9%	4.3%	轻量化	法雷奥、博世等Tier1厂商、理想汽车等
德赛西威	72.8	78.5	76.9	5.6%	-2.0%	域控制器	理想汽车、奇瑞汽车、吉利汽车等
隆盛科技	5.8	6.2	5.9	0.5%	-5.3%	EGR&铁芯	特斯拉、比亚迪、赛力斯、小米汽车等
旭升集团	11.3	10.5	11.3	0.4%	7.6%	轻量化	特斯拉、蔚来汽车、理想汽车等
三环传动	24.2	21.6	22.4	-7.6%	3.4%	齿轮	丰田、大众、比亚迪、广汽集团等

数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

多数汽零公司实现业绩增长。我们统计的 213 家汽车零部件公司中，132 家 2025Q3 实现归母净利润同比增长、扭亏或减亏，81 家业绩同比下滑，业绩端同比表现劣于营收端，我们认为主要系终端价格战传导以及年降下汽车零部件公司业绩压力较大。

表 7：汽车零部件板块各公司分季度归母净利润

指标	公司简称	2024Q3	2025Q2	2025Q3	2025Q3同比	2025Q3环比
归母净利润 (亿元)	隆盛科技	0.50	0.46	1.06	109.8%	129.1%
	旭升集团	0.58	1.05	0.99	70.4%	-5.5%
	均胜电子	3.05	3.67	4.13	35.4%	12.4%
	无锡振华	0.92	1.07	1.17	27.2%	9.7%
	华阳集团	1.78	1.86	2.20	23.7%	18.3%
	三环传动	2.65	3.01	3.21	21.2%	6.7%
	伯特利	3.21	2.52	3.69	15.2%	46.5%
	银轮股份	2.01	2.29	2.30	14.5%	0.7%
	福耀玻璃	19.80	27.75	22.59	14.1%	-18.6%
	星宇股份	3.83	3.84	4.35	13.5%	13.1%
	爱柯迪	2.92	3.16	3.22	10.4%	2.0%
	贝斯特	0.81	0.79	0.88	8.2%	11.0%
	德赛西威	5.68	6.40	5.65	-0.6%	-11.7%
	拓普集团	7.78	7.29	6.72	-13.7%	-7.9%
	科博达	2.35	2.45	1.95	-16.8%	-20.2%
	新泉股份	2.75	2.09	2.00	-27.1%	-4.1%
	保隆科技	1.00	0.40	0.63	-36.9%	60.0%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

我们重点关注的 17 家汽车零部件公司中 12 家 2025Q3 实现归母净利润正增长，11 家公司系营收及归母净利润同比正增长，其中隆盛科技/旭升集团/均胜电子/无锡振华 2025Q3 归母净利润同比+109.8%/+70.4%/+35.4%/+27.2%，业绩端增长显著高于营收端。隆盛科技主要系非公允价值变动带动；旭升集团和无锡振华主要系 2025Q3 毛利率同比增长以及资产减值损失同比减亏；均胜电子主要原因有二，一是材料降本、运营效率提升、产能转移优化等措施作用下毛利率同比增长；二是少数股东损益同比下降。三环传动 2025Q3 营收下滑，归母净利润实现逆势增长，同比+21.2%，主要系 2025Q3 毛利率同比+2.88pct 至 26.84%。

表 8：汽车零部件板块各公司分季度毛利率&期间费用率

指标	公司简称	2024Q3	2025Q2	2025Q3	2025Q3同比	2025Q3环比	指标	公司简称	2024Q3	2025Q2	2025Q3	2025Q3同比	2025Q3环比
毛利率	旭升集团	18.2%	22.7%	21.5%	3.2%	-1.3%	期间费用率	保隆科技	18.9%	16.4%	16.8%	-2.1%	0.4%
	均胜电子	15.7%	18.4%	18.6%	2.9%	0.2%		科博达	13.6%	10.3%	12.2%	-1.4%	1.9%
	三环传动	24.0%	27.3%	26.8%	2.9%	-0.4%		华阳集团	13.1%	12.3%	11.9%	-1.2%	-0.4%
	爱柯迪	29.7%	29.7%	32.6%	2.8%	2.8%		福耀玻璃	14.8%	9.5%	13.8%	-1.0%	4.2%
	无锡振华	25.6%	29.9%	27.4%	1.7%	-2.5%		新泉股份	12.2%	10.9%	11.3%	-0.9%	0.4%
	银轮股份	17.7%	18.8%	19.4%	1.7%	0.6%		无锡振华	8.6%	7.6%	7.9%	-0.6%	0.3%
	星宇股份	19.9%	19.6%	19.9%	-0.1%	0.2%		伯特利	9.3%	8.1%	8.8%	-0.4%	0.7%
	贝斯特	35.1%	35.2%	34.4%	-0.8%	-0.8%		星宇股份	13.0%	13.5%	13.2%	0.2%	-0.3%
	福耀玻璃	38.8%	38.5%	37.9%	-0.9%	-0.6%		德赛西威	8.6%	8.5%	8.9%	0.2%	0.4%
	伯特利	21.6%	19.2%	20.5%	-1.0%	1.4%		隆盛科技	11.8%	12.1%	12.1%	0.3%	0.0%
	华阳集团	21.1%	19.5%	18.9%	-2.1%	-0.6%		拓普集团	9.3%	9.3%	9.8%	0.5%	0.5%
	拓普集团	20.9%	19.3%	18.6%	-2.2%	-0.6%		旭升集团	8.6%	9.1%	9.3%	0.7%	0.3%
	德赛西威	20.9%	20.2%	18.5%	-2.4%	-1.7%		均胜电子	10.8%	8.3%	12.4%	1.5%	4.0%
	隆盛科技	17.9%	18.0%	15.2%	-2.7%	-2.8%		三环传动	10.1%	10.8%	11.8%	1.6%	1.0%
	保隆科技	24.6%	20.5%	21.3%	-3.3%	0.9%		银轮股份	9.2%	10.7%	11.1%	1.9%	0.4%
	新泉股份	21.3%	16.8%	15.6%	-5.7%	-1.2%		爱柯迪	10.6%	7.6%	12.6%	1.9%	5.0%
	科博达	29.7%	27.2%	23.5%	-6.2%	-3.7%		均胜电子	11.2%	13.4%	14.1%	2.9%	0.7%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

展望 2025Q4，从客户角度看，乘用车市场多款重磅新品于 2025 年前三季度陆续发布&上量，包括特斯拉旗下 Model YL、赛力斯旗下新问界 M7 和上汽集团旗下尚界 H5 等，有望拉动对应主机厂供应链核心供应商业

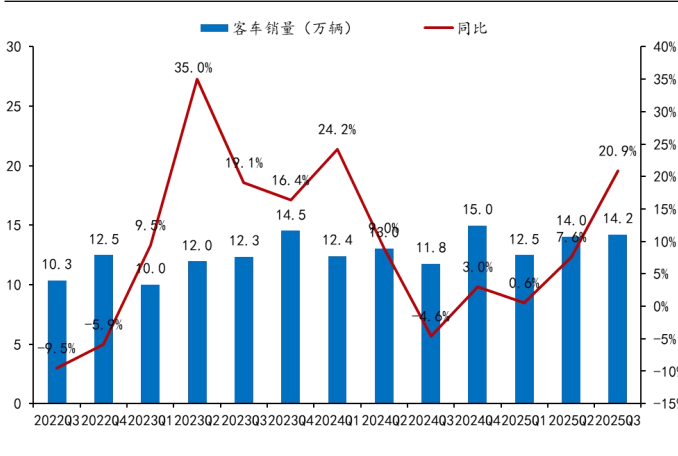
绩高增长；从赛道角度看，我们认为智驾平权仍为 2025 年主线，智能化底盘、域控和传感器等智驾产业链标的业绩增速有望超越市场平均值。

## 4 商用车：销量同比显著改善，高景气有望持续

### 4.1 客车：新能源客车&出口表现亮眼

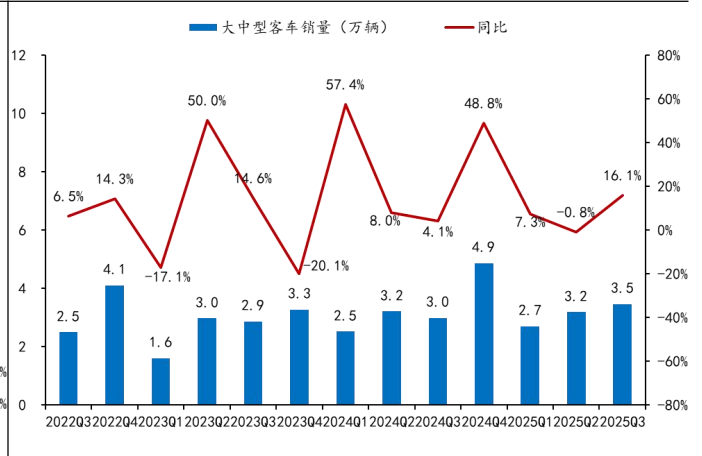
2025Q3 我国客车市场实现销量 14.2 万辆，同比+20.9%，其中大中型客车实现销量 3.5 万辆，同比+16.1%，新能源客车实现销量 5.4 万辆，同比+67.5%，同比增速明显高于整体客车市场，我们认为主要原因有二：一是 2024Q3 发布的公交汽车更新补贴政策效果延续；二是在超长期国债及地方化债措施支持下，地方财政稳中偏积极，地方公交车更新意愿&能力提升。

图 27：我国客车市场分季度销量



数据来源：Wind，华龙证券研究所

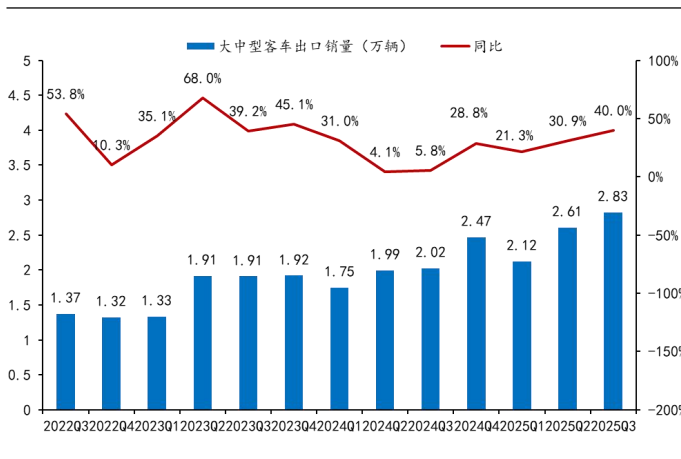
图 28：我国大中型客车分季度销量



数据来源：Wind，华龙证券研究所

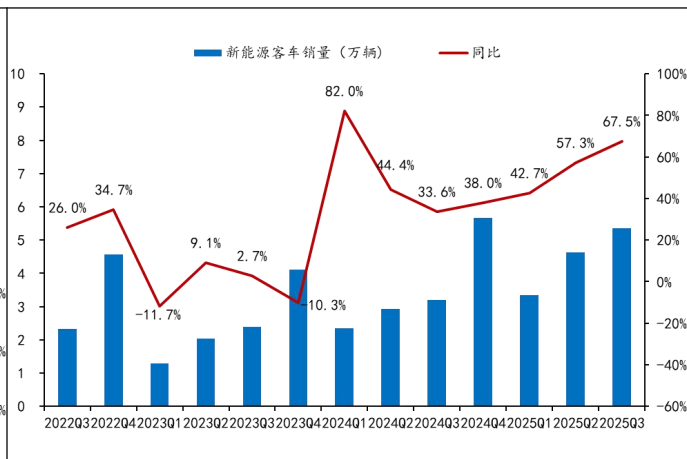
2025Q3 出口大中型客车 2.83 万辆，同比+40.0%，海外需求整体优于内需，主要系欧洲、南美和东南亚等地区新能源客车替换需求高企叠加中国车企产品力及品牌力提升。

图 29：我国大中型客车分季度出口量



数据来源：海关总署，华龙证券研究所

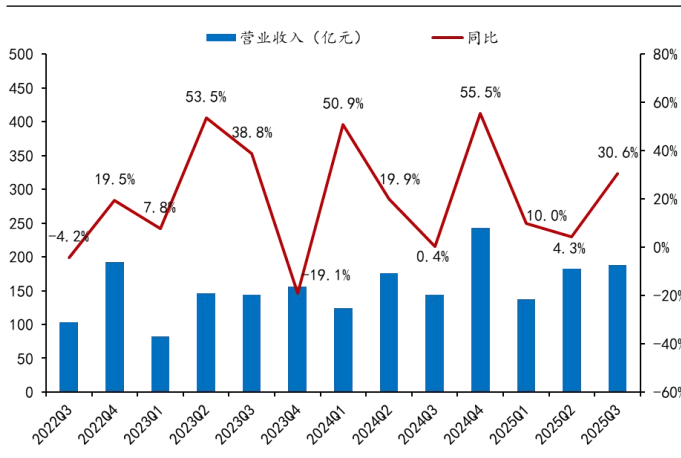
图 30：我国新能源客车分季度销量



数据来源：Wind，华龙证券研究所

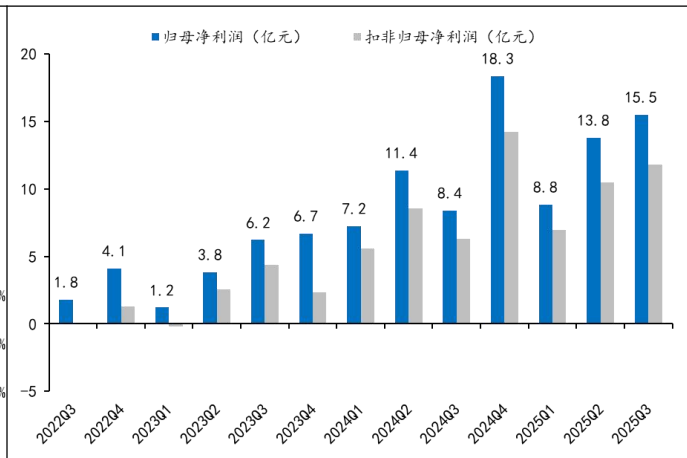
毛利率同比大幅修复增厚业绩。2025Q3 客车板块实现营收 188.1 亿元，同比+30.6%，上市客车公司 2025Q3 并表销量 3.0 万辆，同比+21.8%，营收端增速高于销量端，主要系单车收入同比+7.2%至 62.5 万元/辆。

图 31：客车板块分季度营业收入



数据来源：Wind，华龙证券研究所

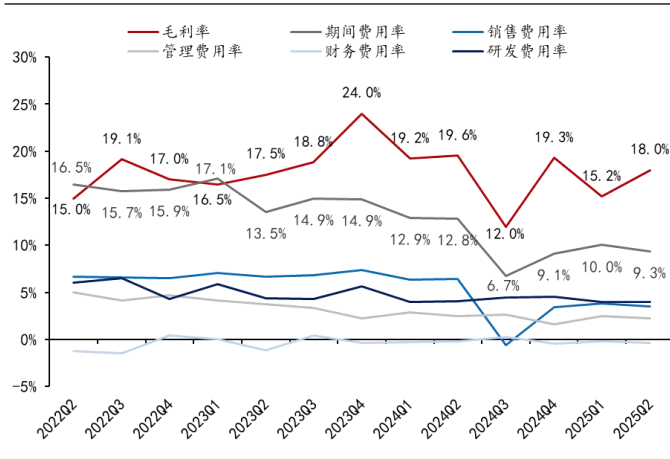
图 32：客车板块分季度业绩



数据来源：Wind，华龙证券研究所

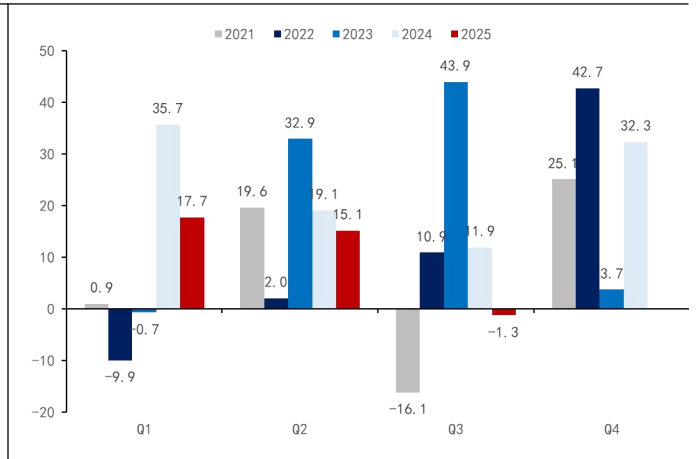
2025Q3 客车板块实现扣非归母净利润 11.8 亿元，同比+86.6%，主要系在 2024Q3 毛利率处于历史低位，板块毛利率大幅提升增厚盈利能力。2025Q3 客车板块毛利率同比+7.4pct 至 19.3%；期间费用率同比+3.3pct 至 10.0%，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比+4.5/-0.6/+0.02/-0.6pct。2025Q3 客车板块经营性现金净流出 1.3 亿元（2024Q3 为净流入 11.9 亿元）。

图 33：客车板块分季度毛利率&期间费用率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 34：客车板块分季度经营性现金流量净额（亿元）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

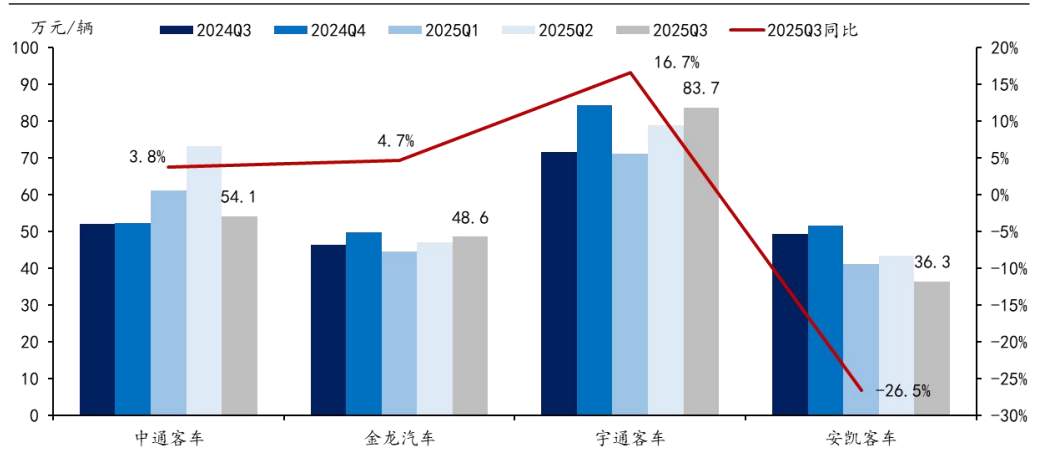
销量增长拉动下 A 股客车上市公司营收普增。在销量增长拉动下，客车板块 4 家上市公司 2025Q3 营收端均实现同比增长，安凯客车/宇通客车/金龙汽车/中通客车 2025Q3 营收同比+56.2%/+32.3%/+29.4%/+16.0%。除安凯客车外，其他客车公司均 2025Q3 均实现量价齐增，金龙汽车/宇通客车/中通客车 2025Q3 销量同比+23.6%/+13.4%/+11.7%，单车收入同比+4.7%/+16.7%/+3.8%。

表 9：客车板块分季度营业收入与大中型客车销量

指标	公司简称	2024Q3	2025Q2	2025Q3	2025Q3同比	2025Q3环比
营业收入 (亿元)	安凯客车	5.5	9.3	8.5	56.2%	-8.7%
	宇通客车	77.4	97.1	102.4	32.3%	5.4%
	金龙汽车	46.4	54.0	60.0	29.4%	11.0%
	中通客车	14.8	22.5	17.1	16.0%	-23.7%
客车销量 (辆)	安凯客车	1105	2148	2350	112.7%	9.4%
	金龙汽车	9990	11466	12352	23.6%	7.7%
	宇通客车	10791	12310	12235	13.4%	-0.6%
	中通客车	2838	3073	3171	11.7%	3.2%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

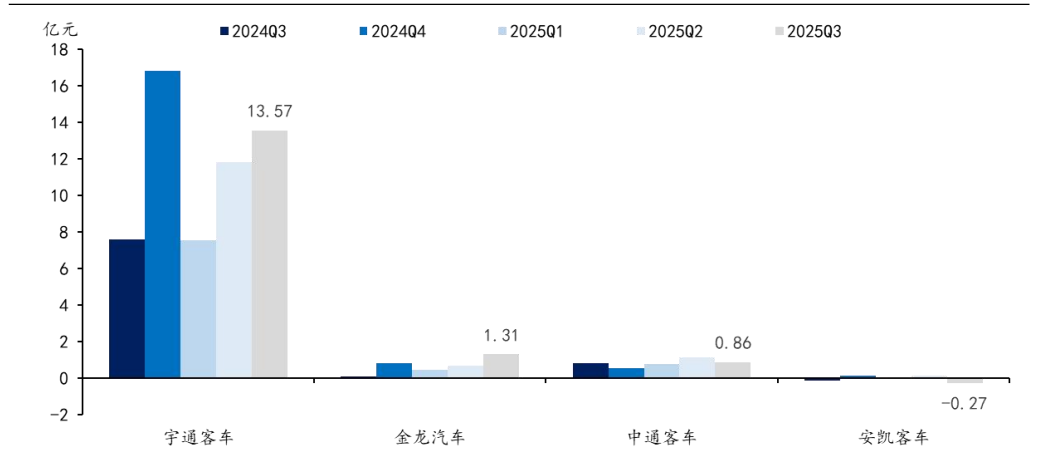
图 35：客车板块分季度单车均价



数据来源：Wind，华龙证券研究所

**2025Q3 客车板块公司归母净利润同比普增。**2025Q3 客车板块 4 家公司业绩均录得正增长，中通客车/金龙汽车/宇通客车 2025Q3 归母净利润同比+2.5%/+1211.0%/+79.0%，其中金龙客车同比高增主要系去年同期低基数效应叠加车型出货量增长带动毛利率提升；宇通客车盈利能力增强主要系 2025Q3 毛利率同比+11.7pct。

图 36：客车板块分季度归母净利润



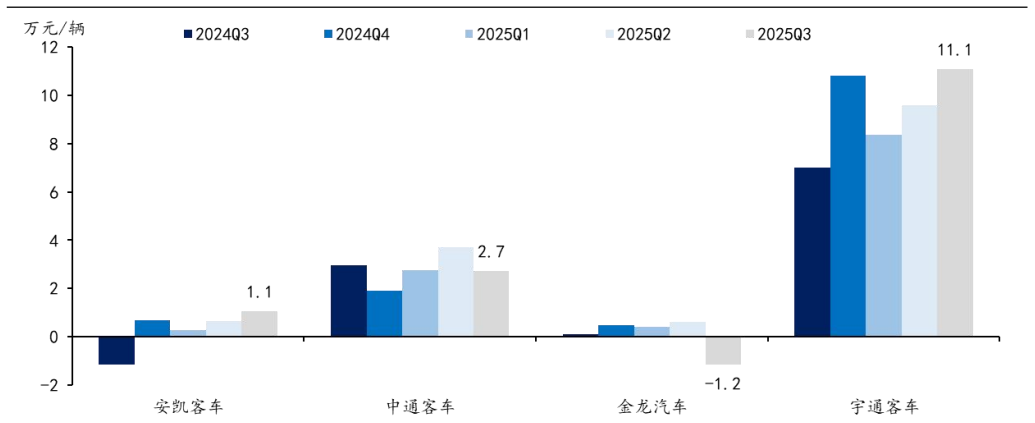
数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 10：客车板块分季度毛利率和费用率

指标	公司简称	2024Q3	2025Q2	2025Q3	2025Q3同比	2025Q3环比
毛利率	宇通客车	12.3%	22.9%	24.0%	11.7%	1.0%
	中通客车	18.6%	15.6%	17.4%	-1.2%	1.8%
	金龙汽车	9.3%	11.8%	13.6%	4.3%	1.8%
	安凯客车	11.2%	8.2%	7.3%	-3.9%	-1.0%
期间费用率	宇通客车	2.7%	9.8%	9.4%	6.7%	-0.4%
	中通客车	11.5%	7.8%	11.2%	-0.2%	3.4%
	金龙汽车	10.6%	9.3%	10.8%	0.1%	1.4%
	安凯客车	18.3%	8.1%	10.6%	-7.6%	2.5%
销售费用率	宇通客车	-4.7%	2.9%	3.3%	8.1%	0.4%
	中通客车	5.4%	4.1%	4.9%	-0.5%	0.8%
	金龙汽车	3.2%	4.2%	4.2%	1.0%	0.1%
	安凯客车	8.0%	3.3%	4.6%	-3.3%	1.3%
管理费用率	宇通客车	2.1%	2.3%	1.7%	-0.5%	-0.7%
	中通客车	2.7%	1.2%	1.7%	-1.0%	0.4%
	金龙汽车	3.2%	2.5%	2.6%	-0.6%	0.1%
	安凯客车	4.5%	2.3%	2.6%	-1.9%	0.3%
研发费用率	宇通客车	4.8%	4.7%	4.2%	-0.6%	-0.4%
	中通客车	3.8%	3.1%	4.0%	0.2%	0.9%
	金龙汽车	4.0%	3.3%	3.4%	-0.6%	0.0%
	安凯客车	5.5%	2.6%	3.5%	-2.0%	0.9%
财务费用率	宇通客车	0.4%	-0.2%	0.1%	-0.3%	0.3%
	中通客车	-0.3%	-0.7%	0.7%	1.1%	1.4%
	金龙汽车	0.3%	-0.7%	0.5%	0.3%	1.2%
	安凯客车	0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	0.0%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 37：客车板块分季度单车盈利



数据来源：Wind，华龙证券研究所

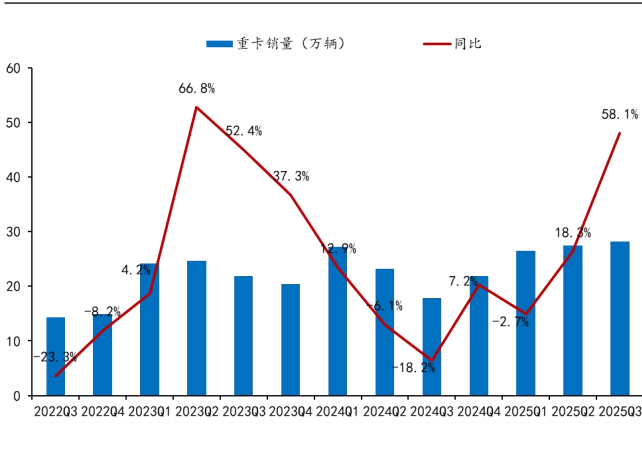
展望 2025Q4，商务部等 9 部门于 2025 年 9 月 16 日发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》，增加优质服务供给，旅游消费复苏可期，叠加公交车更新补贴接续托底，国内客车市场景气度有望持续，海外新能源客车替换需求维持高位，自主客车销量有望持续修复。

#### 4.2 重卡：政策刺激下内需成销量增长主要支撑力

2025Q3 重卡批发销量 28.2 万辆，同比+58.1%，其中出口销量 9.9 万

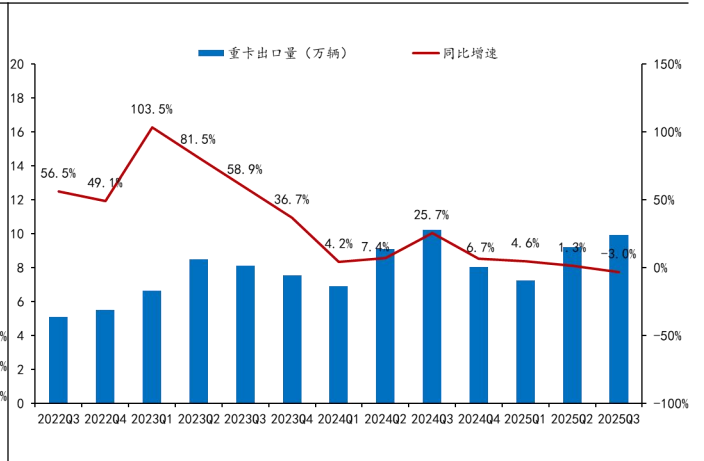
辆，同比-3.0%，国内市场成为支撑重卡销量增长的主要驱动力。分能源类型看，天然气重卡实现销量5.4万辆，同比+36.5%，在油气价差的使用成本优势下维持高位。新能源重卡实现销量5.9万辆，同比+181.7%，渗透率同环比+9.1/+2.9pct至20.8%，季度渗透率首次超过20%，凭借使用成本优势在短途货运市场占有率持续高增。

图 38：我国分季度重卡批发销量



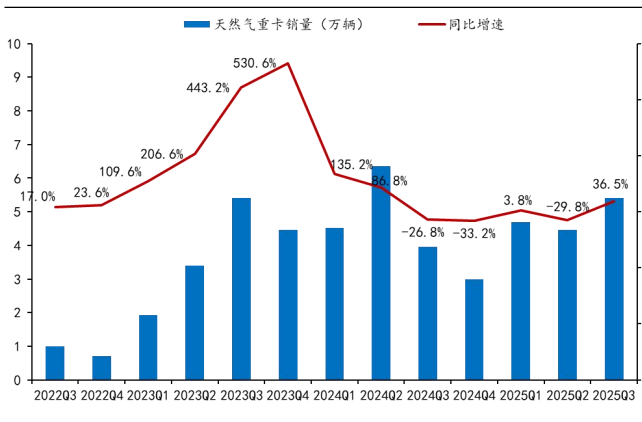
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 39：我国分季度重卡出口量



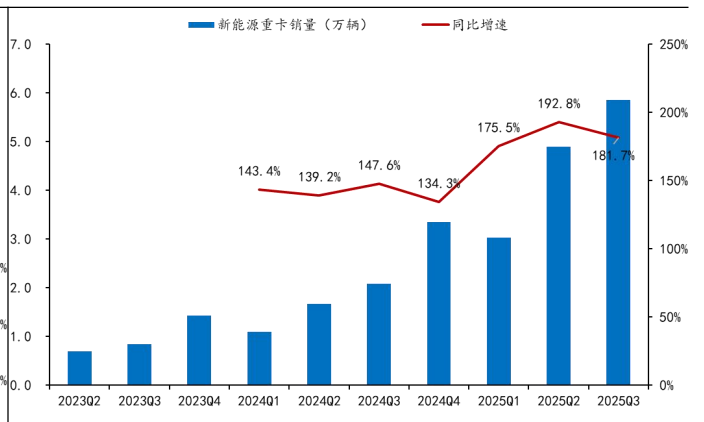
数据来源：海关总署，华龙证券研究所

图 40：我国天然气重卡销量



数据来源：Wind，华龙证券研究所

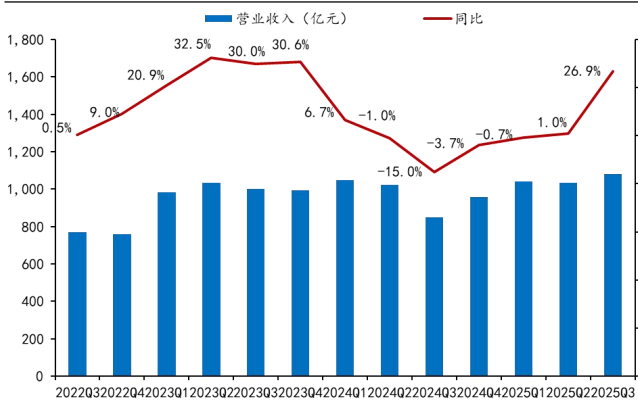
图 41：我国新能源重卡销量



数据来源：Wind，华龙证券研究所

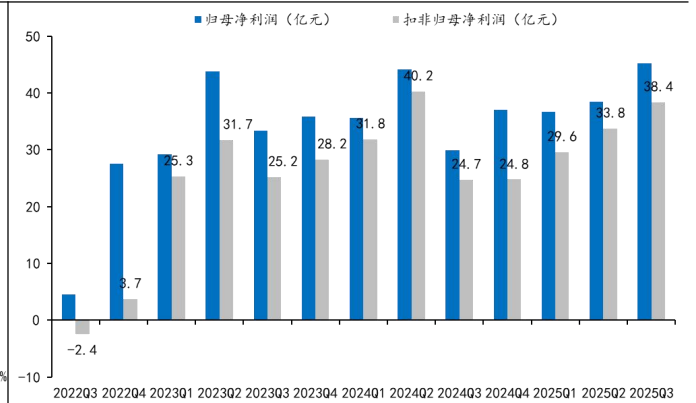
2025Q3 重卡板块实现营收 1080.0 亿元，同比+26.9%，低于重卡批发销量，或系重卡市场竞争激烈，重卡售价下行。2025Q3 重卡板块实现扣非归母净利润 38.4 亿元，同比+55.3%。板块毛利率 15.5%，同比-1.9pct，期间费用率 10.0%，同比-3.0pct，成为盈利能力提升的主要原因。2025Q3 重卡板块经营性现金流量净流入 61.6 亿元，较 2024Q3 的净流出 60.4 亿元经营情况大幅改善。

图 42：重卡板块分季度营业收入



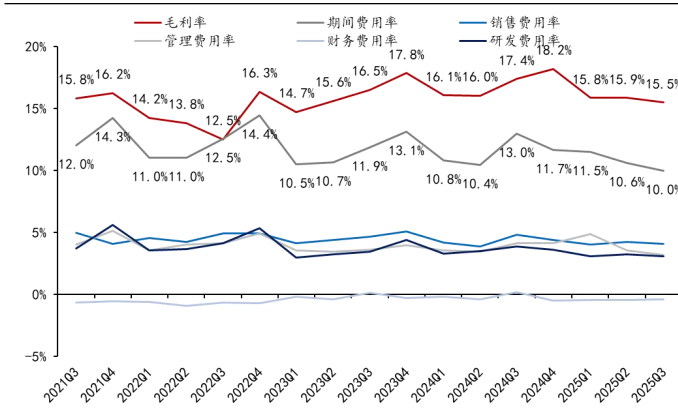
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 43：重卡板块分季度业绩



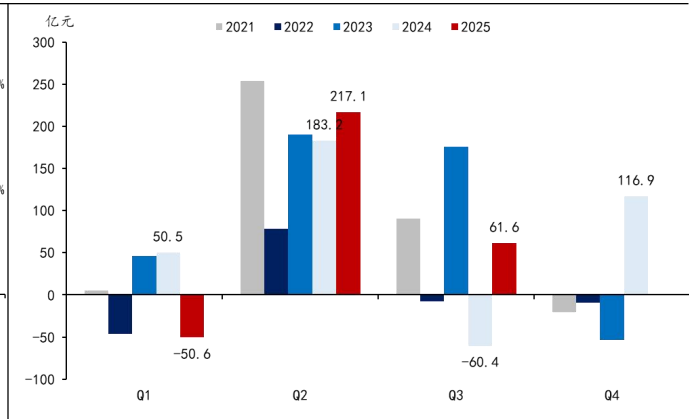
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 44：重卡板块分季度毛利率&期间费用率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 45：重卡板块分季度经营性现金流量净额



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2025Q3 重卡板块 5 家公司在销量增长拉动下营收普遍实现增长，中国重汽/潍柴动力/福田汽车/一汽解放/中集车辆 2025Q3 营收同比 +67.0%/+56.0%/+27.9%/+16.1%/+2.6%。除中集车辆外，板块重卡公司均实现归母净利润增长或扭亏，中集车辆业绩承压主要系毛利率同比下滑。

表 11：重卡板块主要财务指标

指标	公司简称	2024Q3	2025Q2	2025Q3	2025Q3同比	2025Q3环比
营业收入 (亿元)	福田汽车	117.9	155.7	150.8	27.9%	-3.2%
	中国重汽	95.3	137.4	159.2	67.0%	15.9%
	潍柴动力	91.9	132.5	143.3	56.0%	8.1%
	中集车辆	51.2	51.6	52.6	2.6%	1.9%
	一汽解放	494.6	556.9	574.2	16.1%	3.1%
归母净利润 (亿元)	福田汽车	0.2	3.4	3.4	1764.2%	-1.6%
	中国重汽	-1.1	-0.1	3.5	-	-
	潍柴动力	3.2	3.6	3.8	21.0%	6.5%
	中集车辆	2.8	2.2	2.2	-21.7%	-2.2%
	一汽解放	25.0	29.3	32.3	29.5%	10.3%
毛利率	潍柴动力	12.7%	9.8%	9.9%	-2.9%	0.1%
	福田汽车	7.1%	5.1%	7.1%	0.0%	2.1%
	中国重汽	8.3%	7.9%	7.1%	-1.2%	-0.8%
	中集车辆	17.6%	15.7%	15.5%	-2.1%	-0.2%
	一汽解放	22.1%	22.1%	21.4%	-0.7%	-0.8%
期间费用率	福田汽车	11.6%	8.8%	9.4%	-2.2%	0.5%
	一汽解放	12.7%	6.7%	5.8%	-6.9%	-0.9%
	中国重汽	3.2%	2.4%	2.4%	-0.9%	-0.1%
	中集车辆	9.3%	8.5%	8.6%	-0.7%	0.1%
	潍柴动力	15.6%	14.2%	13.3%	-2.3%	-0.9%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

展望 2025Q4，外需在俄罗斯市场缩量后仍呈现一定韧性，内需在 2025 年 3 月营运车辆更新政策将国四重卡纳入补贴范围后逐步企稳回升，并在三季度实现同比大幅增长，Q4 国内有望维持高增长态势，新能源重卡或在政策支撑以及经济性优势下维持高景气。

## 5 投资建议

展望 2025Q4，整车端，2026 年优惠政策退坡预期下，板块销量增长可期；商用车市场有望在政策持续发力下有望延续 Q3 高景气度。零部件端，已发布&待发布强势新品密集，有望拉动对应供应商业绩，叠加智驾系统渗透率有望进入快速上行区间，强势客户+增量赛道有望实现超行业均值增长，维持行业“推荐”评级。个股方面，建议关注：（1）处于强势新品周期的车企长城汽车，赛力斯，上汽集团和小鹏汽车-W 等；（2）强势主机厂供应链+人形机器人/智驾等强势赛道标的隆盛科技，均胜电子，德赛西威，华阳集团，贝斯特，北特科技，三花智控，拓普集团，银轮股份，伯特利等；（3）商用车建议关注集中受益于行业景气度复苏的龙头潍柴动力，宇通客车等。

表：重点关注公司及盈利预测

股票代码	股票简称	2025/11/11	EPS (元)				PE				投资评级
		股价 (元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
601633.SH	长城汽车	23.39	1.48	1.69	1.97	2.26	15.8	13.8	11.9	10.3	买入
601127.SH	赛力斯	133.84	3.94	5.39	7.26	8.89	34.0	24.8	18.4	15.1	未评级
600104.SH	上汽集团	15.90	0.14	1.01	1.22	1.42	110.4	15.8	13.1	11.2	未评级
9868.HK	小鹏汽车-W	108.50	-3.06	-0.71	1.44	3.63	-	-	75.3	29.9	未评级
600699.SH	均胜电子	28.15	0.68	1.11	1.39	1.63	41.3	25.4	20.3	17.3	增持
300680.SZ	隆盛科技	47.81	0.97	1.44	1.82	2.12	49.2	33.2	26.3	22.6	买入
002920.SZ	德赛西威	116.00	3.61	4.42	5.56	6.95	32.1	26.3	20.8	16.7	未评级
002906.SZ	华阳集团	30.40	1.24	1.71	2.23	2.81	24.5	17.8	13.6	10.8	买入
300580.SZ	贝斯特	24.90	0.58	0.68	0.81	0.98	43.2	36.7	30.9	25.5	未评级
002050.SZ	三花智控	43.90	0.83	0.90	1.07	1.27	52.9	48.8	41.0	34.6	买入
601689.SH	拓普集团	63.43	1.78	1.76	2.19	2.69	35.6	36.1	29.0	23.6	未评级
002126.SZ	银轮股份	33.24	0.94	1.29	1.62	1.94	35.4	25.8	20.5	17.1	买入
603009.SH	北特科技	44.01	0.21	0.31	0.45	0.86	208.6	142.0	97.8	51.4	增持
603596.SH	伯特利	47.24	1.99	2.52	3.19	4.07	23.7	18.7	14.8	11.6	增持
000338.SZ	潍柴动力	18.30	1.31	1.43	1.63	1.79	14.0	12.8	11.2	10.2	未评级
600066.SH	宇通客车	31.44	1.86	1.47	1.83	2.91	16.9	21.4	17.2	10.8	买入

数据来源：Wind，华龙证券研究所；港股股价货币单位为港币，北特科技、宇通客车 2027 年 EPS 以及未评级标的 EPS 均来自 Wind 一致预测

## 6 风险提示

(1) 宏观经济波动风险。宏观经济恢复不及预期可能导致消费者可支配收入不足，影响市场规模及行业盈利能力；

(2) 相关政策不及预期。汽车登记、补贴和智驾等相关政策的出台、力度等不及预期可能影响行业整体发展；

(3) 原材料价格波动风险。上游原材料价格上涨则将影响汽车产业链整体盈利能力以及相关公司盈利增长；

(4) 地缘政治风险。我国与汽车出口目的地及相关国家地缘政治关系影响汽车出海的准入、关税等环节，进而影响行业出口销量及盈利能力；

(5) 重点车型销量不及预期。重点车型销量不及预期将影响车企整体销量增长，固定成本难以摊薄，对企业盈利能力产生不利影响；

(6) 智能驾驶进展不及预期。若智能驾驶技术迭代、商业化落地等不及预期，车企销量增长或受阻，进而影响车企销量与盈利能力；

(7) 人形机器人产业进展不及预期。汽车零部件板块众多公司以及部分汽车整车公司均布局人形机器人业务，若人形机器人产业进展不及预期，将影响上述公司未来业绩增长。

(8) 第三方数据误差风险。本报告使用数据资料均来自公开来源，其准确性对分析结果造成影响；

(9) 重点关注公司业绩不及预期。推荐关注公司可能因行业或公司原因业绩低于预测值。

## 免责及评级说明部分

### 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注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

### 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6-12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：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

### 免责声明：

华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告的风险等级评定为R4，仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户（C4及以上风险等级）参考使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

### 版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。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。

### 华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046