

2024Q3财报综述： 乘用车/零部件优于商用车

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199790

2024年11月3日

整车：Q3行业景气度向好，单车利润普遍环比改善！

- **行业整体：**1) **涨跌幅—**年初至今赛力斯/吉利/比亚迪/北汽蓝谷四家整车企业录得正超额涨幅。单Q3而言，港股整车标的在港股整体表现较好的情况下仍录得较高超额收益，核心原因为以旧换新政策带来的行业景气度较佳叠加公司自身经营情况均有改善。2) **量—**以旧换新政策支持下零售表现好于预期。2024Q3行业整体零售同比增速为3%（我们季度初的预期为-2.6%），核心来自8月下旬起各地方省市以旧换新政策密集推出，对进店成交有较大的促进作用。同时**出口**方面奇瑞/吉利/长城几家车企Q3环增较多，独联体国家Q3出口环增9万辆，贡献行业出口主要增量，部分原因为俄罗斯于10月正式落地报废税增加。部分厂家主动调节**库存**降低终端压力，行业整体大幅去库，因此Q3的行业高景气并未完全在报表中体现。3) **结构—**零售/批发渗透率持续向上，其中零售渗透率单季已突破50%。
- **对比：**1) **ASP：**整体而言Q3车企ASP较稳定，折扣变化较少，主要由于车型结构影响（例如L6占比提升/M9占比微降/DM5.0占比提升）等对单季度asp造成影响。此外仍延续23Q4以来出口支撑ASP趋势，长城在Q3出口环增情况下单季度ASP创历史新高，表现较佳。2) **毛利率—**2024Q3车企毛利率同环比表现无一致性趋势，赛力斯毛利率再次领先行业。毛利率上行主要原因有供应商返利（理想）+销量提升规模效应显著（比亚迪）+产品结构改善（比亚迪；长安）+会计准则变化（长安）；毛利率环比下行的主要原因有会计准则调整（赛力斯）+产品结构调整（长城）+终端清库相应折扣加大（广汽集团）。3) **费用率—**若剔除会计政策变化影响（长安），多数车企Q3期间费用率环比均下行，积极控费降本，期间费用率环增的仅有比亚迪。此外由于汇率波动影响，Q3出口占比较高的长城/比亚迪等车企均产生较多汇兑浮亏，影响当期利润。4) **单车盈利—**整体而言单车利润环比增长来自价格竞争趋缓&公司积极主动控费，在Q3显现出了较为一致的趋势：24Q3车企单车净利环比普遍改善！
- **展望：**24Q4景气度在政策持续情况下有望持续向好，价方面受益于规模效应提升/供应链降本影响，单车盈利能力有望企稳向上。

零部件：2024Q3业绩整体符合预期，板块内部表现延续分化

- **复盘：2024Q3零部件公司业绩整体符合预期。** 涨跌幅：2024Q3汽零板块整体上涨，经纬恒润/德赛西威/继峰股份等标的涨幅较好。营业收入：配套核心自主/头部新势力车企的零部件公司（**特斯拉、华为智选、理想产业链等标的**）普遍2024Q3收入兑现较高。盈利能力：下游整车竞争加剧，零部件行业盈利开始出现分化，拥有“好格局+好客户+好管理”的零部件企业在整车供应链降本诉求下的盈利能力兑现度更高，且能更加有效的消化原材料价格、运费等外部因素的影响。
- **展望：**我们认为，2024-2025年自主崛起/新能源向上的趋势仍将延续，前两年行业筛选出的零部件赛道龙头标的有望依旧保持强势，继续享受国内电动化/智能化红利，叠加海外市场扩张加速，优质龙头标的将持续成长。

重卡：内需下行，出口平稳，Q3业绩普遍承压，龙头表现优于行业

- **复盘：1) 销量：**Q3行业销量不及预期，内需疲软+渠道去库影响下，批发销量同环比-18.2%/-23.0%，出口表现相对平稳且优于内销，其中俄罗斯出口景气回升，或有增厚出口利润；**2) 股价：**Q3重卡公司超额收益均为负，其中潍柴跌幅最大，年初至今重汽A/H超额收益为正；**3) 收入/费用/利润：**Q3行业收入同环比-18.7%/-20.3%，与销量降幅一致，毛利率平均同环比+0.38/+0.86pct，但净利率同环比下滑，Q3费用同比大幅下降，环比亦有压降，但收入大幅下行导致费用率压力依然较大；**4) 业绩：**板块整体不及预期，重汽A超预期，潍柴符合预期，其余不及预期；**5) 重汽A：**出口向好+降本驱动毛利率大幅提升，且公司控费效果全行业最佳，Q3归母净利润同比+97.9%，盈利超预期兑现；**潍柴：**KION经营稳健平滑重卡业务周期性，陕重汽销量表现优于行业，收入降幅小于行业，产品结构优化+降本驱动毛利率改善，Q3业绩符合预期。
- **展望：静待内需回暖带来利润弹性。**10月PMI指数超预期，且物流指数等高频指标环比转好，往后看，期待宏观政策刺激下货运市场需求回暖；以旧换新政策作用当前尚不明显，10月各地陆续召开政策宣贯会，政策效果或将显现，24Q4重卡内需有望反弹。

客车：24Q3行业需求整体承压，龙头业绩表现较优

- **复盘：**2024Q3国内外需求环比调整，公交车体现出明显环比提升趋势，但龙头企业宇通由于出口订单质量较好，在规模下降的背景下依旧实现业绩的超预期兑现，二三线企业中通出口预期兑现，金龙略低于我们预期。
- **展望：**我们认为，2024年Q4预计国内国外需求有望强势反弹，国内公交车招标在以旧换新政策刺激下有望加速落地，出口及新能源出口红利持续演绎，看好龙头企业把握行业红利稳健兑现销量及业绩

■ **板块景气度：以旧换新政策托底，汽车景气度依有韧性。** 板块景气度预测：乘用车2024Q4产批零出口分别为795/793/637/151万辆，同比分别+2.3%/+2.7%/+1.6%/+20.5%；Q4新能源车批发/零售/出口分别为385/325/48万辆，同比分别+29.8%/+36.5%/+57.9%。重卡批发/上险/出口2024Q4分别24.5/19.5/6.4万辆，同比增速+19.9%/+38.9%/-2.9%；客车批发/上险/出口分别4.3/3.0/1.1万辆，同比增速+58%/+99%/+23%。

■ **2024Q4智能化主线首选【小鹏汽车+江淮汽车】。整车优选【小鹏汽车/华为系（江淮汽车+赛力斯+长安汽车+北汽蓝谷）】。零部件优选【域控制器（德赛西威+华阳集团）】+【线控底盘（伯特利）】+特斯拉产业链【新泉股份+拓普集团】等。**

■ **2024Q4全球化主线首选【宇通客车+福耀玻璃】。核心催化剂：季度业绩持续兑现。客车优选【宇通客车】。重卡优选【中国重汽A/H】。乘用车优选【比亚迪+吉利汽车+长城汽车+零跑汽车】。零部件优选【福耀玻璃+均胜电子】。**

◆ **风险提示：全球经济复苏力度低于预期；L3-L4智能化技术创新低于预期；全球新能源渗透率低于预期；地缘政治不确定性风险增大。**

核心覆盖标的业绩汇总——2024Q3

分类	覆盖公司	2024Q3		预期对比	低/超/符合预期原因	未来业绩调整情况 (考虑非经事项影响)
		营收YOY	利润YOY			
整车	特斯拉	7.8%	16.9%	超我们预期	毛利率环比改善, 新车指引积极	
	赛力斯	636.3%	扭亏	超我们预期	剔除会计准则影响之后销售费用率仍环比大幅改善	营收/利润均上调
	理想汽车	23.6%	-0.3%	符合我们预期	Q3毛利率表现超预期, 核心原因为供应商降本; 销售费用率略高于我们预期, 核心为公司CEO确认股权激励费用, 整体业绩符合预期。	营收/利润均下调
	长城汽车	2.6%	-7.8%	符合我们预期	出口贡献下单车均价再创新高	营收上调利润下调
	比亚迪	24.0%	11.5%	符合我们预期	毛利率改善显著	营收/利润均上调
	长安汽车	-19.8%	-66.4%	略低于我们预期	并表口径销量下滑; 阿维塔单季度亏损扩大; 长安福特由于一次性事项影响盈利下滑	营收/利润均下调
	广汽集团	-21.5%	转亏	低于我们预期	合资/自主Q3销量同环比承压	营收/利润均下调
	上汽集团	-25.9%	-93.5%	低于我们预期	合资/自主Q3销量同比承压	营收/利润均下调

分类	覆盖公司	2024Q3		预期对比	低/超/符合预期原因	未来业绩调整情况 (考虑非经事项影响)
		营收YOY	利润YOY			
重卡	中国重汽A	-13.15%	97.88%	超我们预期	出口占比提升+产品结构改善+降本增效驱动利润率超预期提升	保持
	潍柴动力	-8.82%	-4.00%	符合我们预期	重卡产业链收入随行业下滑, 盈利能力稳中有升, 凯傲收入利润相对稳健	营收/利润均下调
	福田汽车	-16.34%	-90.16%	低于我们预期	重卡产业链亏损超预期, 期间费用环比抬升	营收/利润均下调
	一汽解放	-36.90%	同比转亏	低于我们预期	销量及收入下滑超预期	营收/利润均下调
	中集车辆	-15.98%	-26.50%	低于我们预期	北美市场持续下滑, 国内重卡行业下行	营收/利润均下调

分类	覆盖公司	2024Q2		预期对比	低/超/符合预期原因	未来业绩调整情况 (考虑非经事项影响)
		营收YOY	利润YOY			
客车	宇通客车	-1.25%	+30.67%	超我们预期	订单结构优质毛利率维持高位, 规模效应显现期间费用把控良好	保持
	金龙汽车	-1.65%	-32.60%	低于我们预期	季度销量承压, 毛利率受规模影响下滑。	收入维持利润下调

注: 图中所示利润均为归母净利润

核心覆盖标的业绩汇总——2024Q3

分类	覆盖公司	2024Q3		预期对比	低/超/符合预期原因	未来业绩调整情况 (考虑非经事项影响)
		营收YOY	利润YOY			
零部件	德赛西威	26.74%	60.90%	超我们预期	毛利率维持基本稳定, 虽然存在非经营科目影响但业绩超预期兑现	保持
	沪光股份	121.40%	+901.75%	超我们预期	规模效应提升及客户补偿落地毛利率大幅提升, 费用端管控良好	营收/利润均上调
	伯特利	29.67%	33.96%	超我们预期	发生营业外收入0.34亿元, 同环比大幅增加增厚公司业绩	保持
	华阳集团	37.25%	53.54%	超我们预期	核心客户放量, 期间费用率把控有效	营收/利润均上调
	中国汽研	14.03%	21.71%	超我们预期	技术服务业务放量, 毛利率环比高增	营收保持/利润上调
	爱柯迪	+8.40%	+44.74%	超我们预期	毛利率环比改善超预期	收入下调, 利润上调
	新泉股份	+28.08%	+47.98%	超我们预期	毛利率环比提升超预期	保持
	拓普集团	+42.85%	+54.63%	符合我们预期	——	营收/利润均上调
	文灿股份	+29.22%	-57.09%	符合我们预期	——	——
	瑞鹄模具	+37.97%	+41.61%	符合我们预期	——	收入下调, 利润上调
	继峰股份	+7.20%	-915.63%	符合我们预期	——	收入保持, 利润下调
	岱美股份	-0.71%	-9.83%	符合我们预期	——	收入/利润均下调
	银轮股份	+11.85%	+27.31%	符合我们预期	——	收入/利润均下调
	星宇股份	+24.77%	+21.60%	符合我们预期	——	收入上调, 利润下调
	福耀玻璃	+13.41%	+53.54%	符合我们预期	——	收入维持, 利润上调
	松原股份	+47.08%	+24.67%	符合我们预期	——	收入/利润均上调
	双环传动	+10.73%	+20.01%	符合我们预期	——	收入下调, 利润上调
	亚太股份	3.98%	78.85%	符合我们预期	——	保持
	华域汽车	-5.36%	-15.20%	符合我们预期	——	营收/利润均下调
	保隆科技	+19.75%	-36.21%	符合我们预期	——	保持
旭升集团	-7.40%	-65.96%	低于我们预期	产品年降毛利率环比下滑+资产减值损失	——	
恒帅股份	-8.69%	-18.39%	低于我们预期	产品年降, 毛利率环比下降	收入和利润均下调	
均胜电子	-1.68%	+0.50%	低于我们预期	海外汽车销量较差, 研发费用及所得税支出较多	营收下调/利润下调	
中鼎股份	5.25%	-2.60%	低于我们预期	海外新能源汽车需求较差	保持	

注: 图中所示利润均为归母净利润



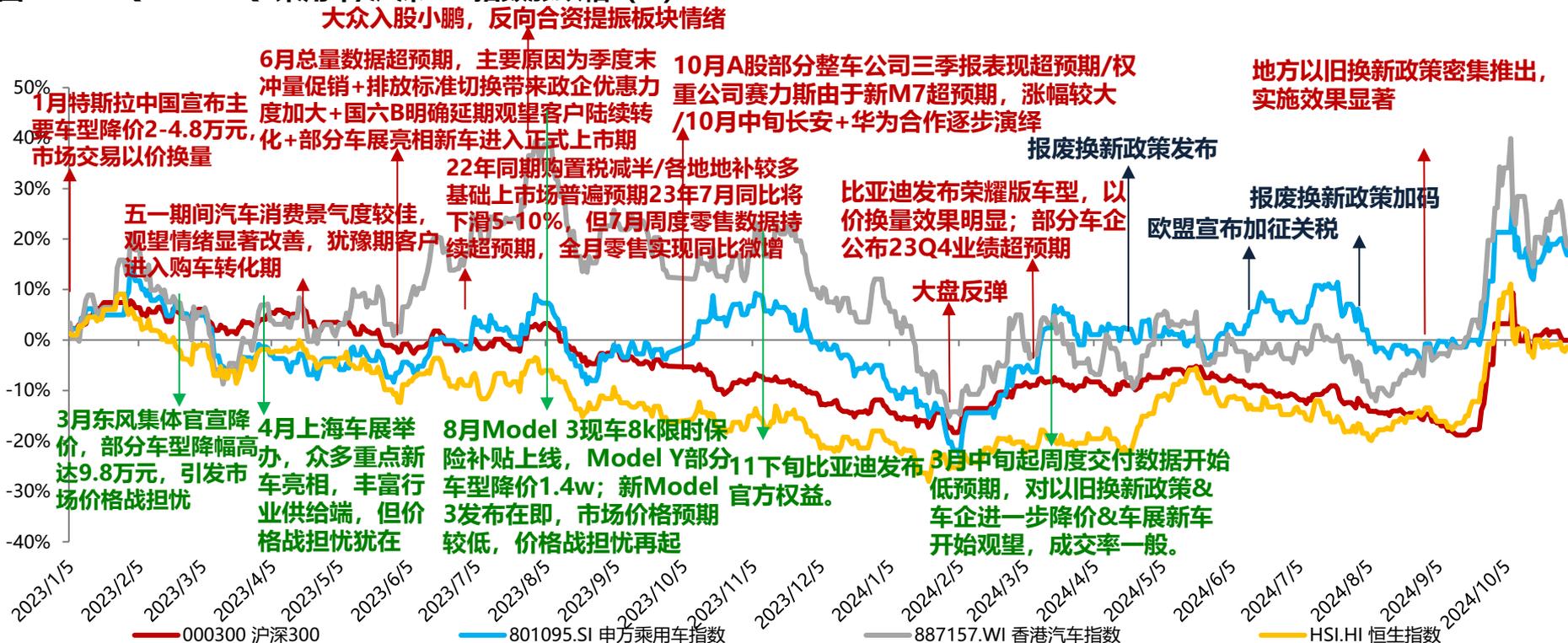
- 一：乘用车：Q3行业景气度向好，单车利润普遍环比改善
- 二：零部件：2024Q3业绩整体符合预期，板块内部表现延续分化
- 三：重卡：景气下行，业绩承压
- 四：客车：需求高位盘整，龙头体现业绩韧性
- 六：风险提示

乘用车：Q3行业景气度向好，单车利润普遍环比改善

乘用车板块行情复盘：景气度判断仍是重要指标

◆ **乘用车行业指数：消费景气度仍是板块行情第一参考指标。2023年6-7月**新车密集上市交付&周度交付数据持续超预期&大众小鹏达成战略合作等多重利好叠加，板块情绪提振明显。**8月**乘用车板块回调较多核心原因为淡季行业总量增速放缓+特斯拉等新能源品牌官降背景下价格战担忧较多。**9月**持续震荡。**10月**由于部分整车公司三季报表现超预期/权重公司赛力斯涨幅较大，乘用车指数持续上行。**11月**比亚迪发布官方权益，消费景气度一般，指数下行。**2024年2月**伴随大盘反弹+比亚迪以价换量效果显著+部分车企23Q4业绩超预期，香港/申万乘用车指数大幅反弹，**3月中旬**起周度交付数据开始低预期，由于对以旧换新政策&车企进一步降价&车展新车终端开始观望，成交率一般，乘用车指数历经下跌+震荡。**4月**以旧换新政策发布，整体对行情影响不大。**5月底**比亚迪发布第五代DM技术&S9在M7 Ultra发布会上正式开启预售，权重个股比亚迪&北汽蓝谷录得较大涨幅，行业指数上行，历经欧盟加征关税/以旧换新政策加码，整体对行情影响不大。**5-7月**整体行业零售表现低预期，新能源渗透率表现超预期。**8月下旬起**地方政府密集推出以旧换新政策，由于补贴力度大&补贴门槛较低，对终端订单增长有显著贡献，景气度向上。

图：2023Q1-2024Q3乘用车/沪深300指数涨跌幅（%）

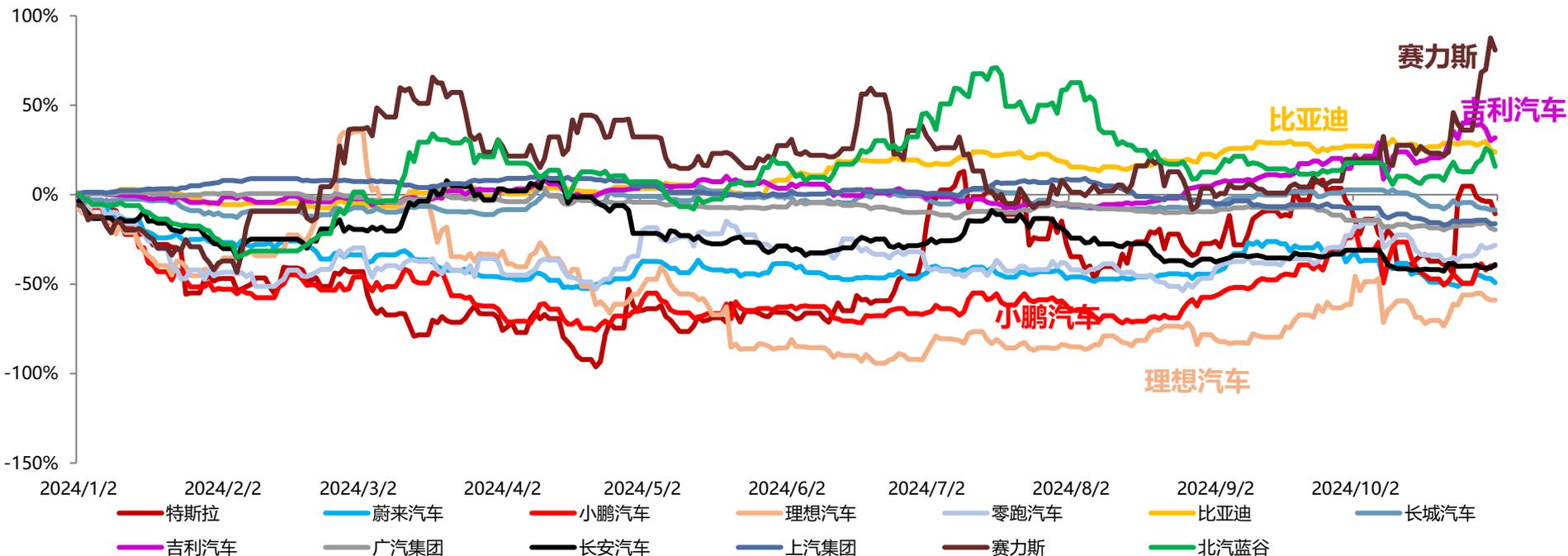


注：图中所列数据为以2023/1/4收盘价为基数计算的指数涨跌幅

数据来源：wind，东吴证券研究所

◆ 标的涨跌幅：年初至今赛力斯/吉利/比亚迪/北汽蓝谷四家整车企业录得正超额涨幅。单Q3而言，港股整车标的在港股整体表现较好的情况下仍录得较高超额收益，核心原因为以旧换新政策带来的行业景气度较佳叠加公司自身经营情况均有改善：吉利E5/星愿反馈较佳，星舰7（预计11月上市）预期较高；小鹏M03反馈较佳，P7+预期（预计11月上市）较高；理想L系列车型自4月起稳步向上，8月批发破5万辆，且业绩发布前市场对Q3业绩有较高预期；零跑C16自Q3开始交付以来稳定向上，同时整体批售逐步向月度4万台突破。从A股乘用车来看，赛力斯在10月下旬开始，涨幅显著跑赢其他车企，核心原因包括季报表现超预期/管理层增持公司股份/公司出口业务&前沿技术开发进展受到关注。此外江淮汽车在尊界亮相在即（预计广州车展亮相）下涨幅较高。

图：2024Q1-2024Q3乘用车标的超额涨跌幅（%）



注：图中所列数据为以2024/1/4收盘价为基数计算的指数涨跌幅，超额涨跌幅为标的涨跌幅-沪深300涨跌幅；蔚来/理想/小鹏数据均为港股涨跌幅，广汽/比亚迪/长城均为A股涨跌幅

- ◆ **2024Q1：产批零在基数较低情况下同比上行（环比数据意义不大），渠道/企业层面均去库，出口同比增速放缓但仍保持较高景气。** 2024Q1产批零同比上行，但由于2023Q1购置税政策&新能源国补政策退坡/春节假期影响，基数较低，因此2024Q1同比上行符合预期，整体景气度表现符合预期。库存层面以主动去库为主，包括比亚迪降价/通用等合资品牌主动控制产量，Q1共去库41万辆，为近2年单季去库最多的季度。出口同比增速放缓，但整体增速仍高于产批零。
- ◆ **2024Q2：零售整体表现较弱，出口增速放缓。** 2024Q2行业整体产批零同比增速分别为+3%/+2.2%/-5.7%，零售同比下滑，观望情绪逐步转化但需求整体偏弱，加码前以旧换新政策实施效果相对有限（7月底加码后申报数量提升较多）。出口层面Q2除出口至欧洲地区销量环比下滑外，其余地区环比均保持高增长，其中非洲/独联体国家Q2出口环比增速达到76.3%/39.5%。Q2渠道加库也相对克制，产批表现较稳定。
- ◆ **2024Q3：以旧换新政策支持下零售表现好于预期。** 2024Q3行业整体零售同比增速为3%（我们季度初的预期为-2.6%），核心来自8月下旬起各地方省市以旧换新政策密集推出，对进店成交有较大的促进作用。同时出口方面奇瑞/吉利/长城几家车企Q3环增较多，分区域来开独联体国家Q3出口环增9万辆，贡献行业出口主要增量，部分原因为俄罗斯于10月正式落地报废税增加。此外24Q3渠道库存整体大幅去库，终端压力降低。

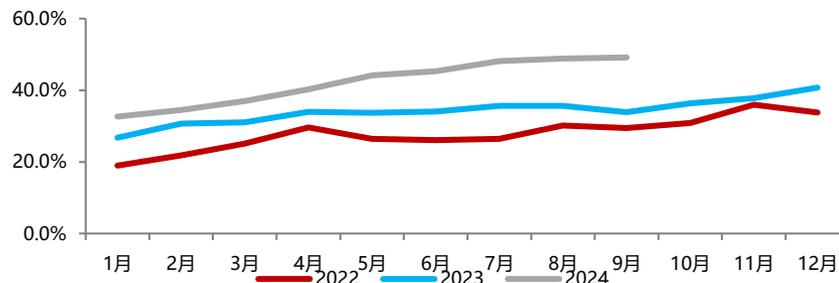
表：乘用车行业产批零/出口/库存情况（单位：万辆）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
乘用车销量	406	517	549	626	475	488	566
YOY	-13.7%	26.2%	2.9%	11.3%	17.0%	-5.7%	3.0%
环比	27.9%	27.4%	6.2%	14.1%	24.2%	2.7%	16.0%
乘用车出口量	83	95	106	125	111	123	128
YOY	83.3%	94.5%	40.8%	50.6%	34.3%	29.0%	20.9%
环比	-0.6%	15.5%	10.8%	18.4%	11.4%	10.9%	3.9%
乘用车批发销量	505	602	675	773	557	615	675
YOY	-7.2%	27.4%	3.5%	19.9%	10.3%	2.2%	0.0%
环比	21.7%	19.2%	12.1%	14.5%	27.9%	10.4%	9.7%
渠道库存总体	16.9	(10.2)	20.5	21.4	(28.3)	4.5	(18.5)

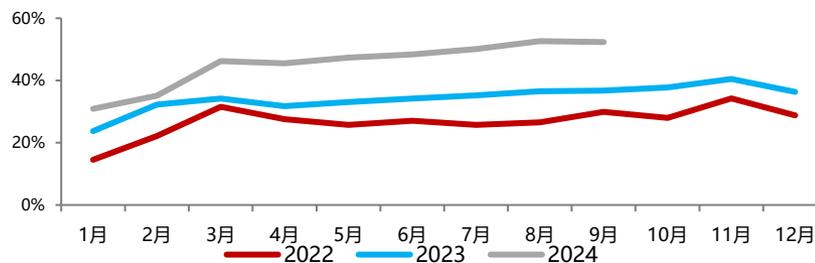
结构层面：新能源零售渗透率加速上行

- ◆ **2024Q1**：2024年3月新能源零售渗透率大幅上升，单月渗透率达46.2%。核心原因为比亚迪等新能源品牌降价，油车促销力度相比去年减弱，合资油车促销活动几乎停滞。
- ◆ **2024Q2**：延续Q1趋势，新能源零售/批发渗透率持续环比上行，新能源品牌新品周期强势&价格策略积极。分能源类型看，**PHEV车型为新能源渗透率提升主力**，6月PHEV车型渗透率为20.8%，环比3月+2.1pct；EV车型渗透率为27.6%，环比3月+0.05pct（零售口径数据）。
- ◆ **2024Q3**：零售/批发渗透率持续向上，其中零售渗透率单季已突破50%。

图：新能源批发口径渗透率（单位：%）



图：新能源零售口径渗透率（单位：%）



表：新能源批零/出口/库存情况（单位：万辆）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
新能源乘用车零售销量	123	171	199	238	175	230	293
YOY	22.3%	56.0%	35.7%	40.7%	41.5%	34.4%	47.2%
环比	-27.1%	38.7%	16.1%	19.8%	-26.7%	31.7%	27.2%
渗透率	30.4%	33.1%	36.2%	38.0%	36.8%	47.2%	51.7%
新能源乘用车出口	22	25	26	30	29	29	32
YOY	102.7%	215.0%	51.2%	68.3%	31.8%	14.7%	24.9%
环比	23.9%	13.0%	2.0%	17.9%	-3.0%	-1.7%	11.1%
占比	23.9%	13.0%	2.0%	17.9%	-3.0%	-1.7%	11.1%
新能源批发销量	150	204	236	297	194	266	321
YOY	26.7%	60.5%	26.3%	37.4%	29.3%	30.5%	35.7%
环比	-30.5%	36.1%	15.8%	25.4%	-34.6%	37.4%	20.4%
渗透率	29.7%	33.9%	35.0%	38.4%	34.8%	43.3%	47.5%
渠道库存新能源	4.3	7.8	11.9	28.0	(10.1)	7.5	(4.0)

产批零比较：产批表现弱于零售

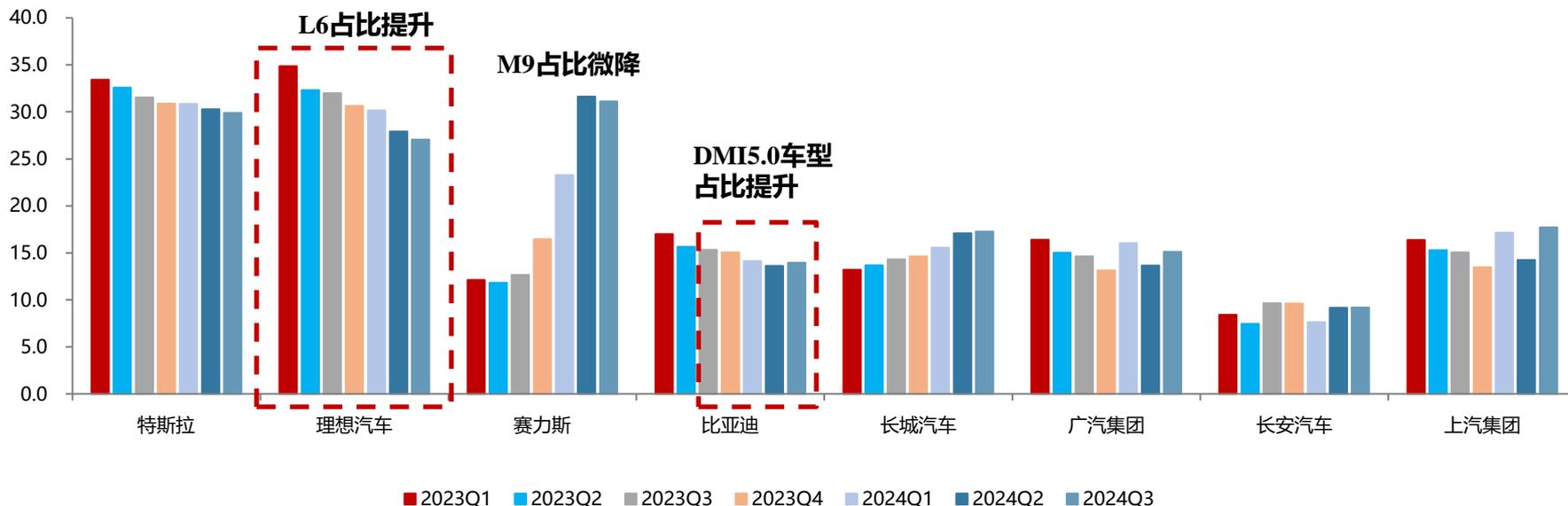
- ◆ **2024Q2**：从同比变化而言，民企车企表现整体好于国企车企，问界/蔚来/零跑/比亚迪零售同比增速最佳，主要原因为基数较低/BaaS方案调整/3月全系上新/荣耀版&DM5.0技术车型持续放量。自主品牌中上汽乘用车同比下滑幅度最大。
- ◆ **2024Q3**：零售层面除广本外环比均有回升，但产批层面长安/广汽/上汽同比均下滑，也与厂家主动调节库存降低终端压力相关，因此Q3的行业高景气并未完全在报表中体现。

图：2024Q2&2024Q3主要整车公司产批零数据汇总（万辆）

公司简称	批发销量汇总/万辆				产量汇总/万辆				零售汇总/万辆			
	2024Q2	2024Q3	Q3同比	Q3环比	2024Q2	2024Q3	Q3同比	Q3环比	2024Q2	2024Q3	Q3同比	Q3环比
行业	615.2	674.9	0%	10%	615.6	657.9	-3%	7%	487.8	565.7	3%	16%
新能源	266.4	320.7	36%	20%	265.2	321.4	36%	21%	230.0	292.6	47%	27%
特斯拉（国内）	20.6	24.9	12%	21%	19.1	25.1	10%	31%	14.6	18.2	30%	25%
小鹏汽车	3.0	4.7	16%	54%	2.6	4.7	12%	79%	2.8	3.9	0%	42%
蔚来汽车	5.7	6.2	12%	8%	5.7	6.2	12%	8%	5.6	6.4	15%	15%
理想汽车	10.9	15.3	45%	41%	9.6	15.4	48%	62%	10.8	15.2	46%	40%
零跑汽车	5.3	8.4	89%	57%	4.5	8.3	93%	83%	5.4	8.0	#DIV/0!	47%
问界汽车	9.9	11.0	大幅增长	12%	9.9	11.2	大幅增长	13%	9.4	10.9	774%	16%
长城汽车	28.7	29.4	-15%	3%	29.6	29.1	-20%	-2%	14.6	15.6	-18%	7%
比亚迪汽车	98.7	112.9	37%	14%	102.0	112.9	35%	11%	78.6	106.6	65%	36%
吉利汽车（包含极氪领克银河）	48.0	53.4	16%	11%	47.5	54.1	265%	14%	35.7	44.1	22%	24%
长安汽车	64.2	57.1	-13%	-11%	61.5	53.6	-21%	-13%				
长安自主	53.3	46.3	-12%	-13%					25.5	28.2	-22%	11%
长安福特	5.4	6.3	-8%	18%					2.6	2.7	-55%	4%
广汽集团	45.3	47.2	-25%	4%	45.7	47.4	-22%	4%				
广汽本田	9.1	10.1	-31%	11%	10.1	10.8	-21%	7%	11.5	9.6	-30%	-16%
广汽丰田	18.0	18.2	-22%	1%	17.3	17.9	-17%	3%	18.9	19.7	-15%	4%
广汽传祺	10.3	8.8	-17%	-15%	10.0	10.2	-9%	2%	6.7	7.6	-15%	13%
广汽埃安	7.7	10.0	-29%	30%	8.2	8.6	-39%	4%	9.0	9.9	-24%	10%
上汽集团	99.3	82.2	-37%	-17%	99.0	83.6	-35%	-16%				
上汽大众	26.4	26.0	-21%	-2%	26.9	26.1	-23%	-3%	23.2	30.8	-2%	33%
上汽通用	11.4	5.3	-81%	-54%	10.7	5.1	-81%	-52%	11.9	12.5	-46%	5%
上汽乘用车	17.2	14.6	-39%	-15%	17.2	14.6	-39%	-15%	3.9	5.1	-22%	31%
上汽通用五菱	34.6	27.0	-26%	-22%	34.4	28.6	-18%	-17%	14.1	22.2	27%	57%

- ◆ **2024Q3：1) 营业收入：**同比而言除广汽/上汽/长安外其余车企营收均保持正增长，上汽由于集团整体批售较弱，通用Q3批发销量同比-81%，营收表现较弱；广汽则是由于埃安在网约车市场萎缩，纯电市场增速放缓情况下Q2批发销量同比-41%，导致广汽营收表现也偏弱。**2) 单车收入：**整体而言Q3车企ASP较稳定，折扣变化较少，主要由于车型结构影响（例如L6占比提升/M9占比微降/DM15.0占比提升）等对单季度asp造成影响。此外仍延续23Q4以来出口支撑ASP趋势，长城在Q3出口环增情况下单季度ASP创历史新高，表现较佳。

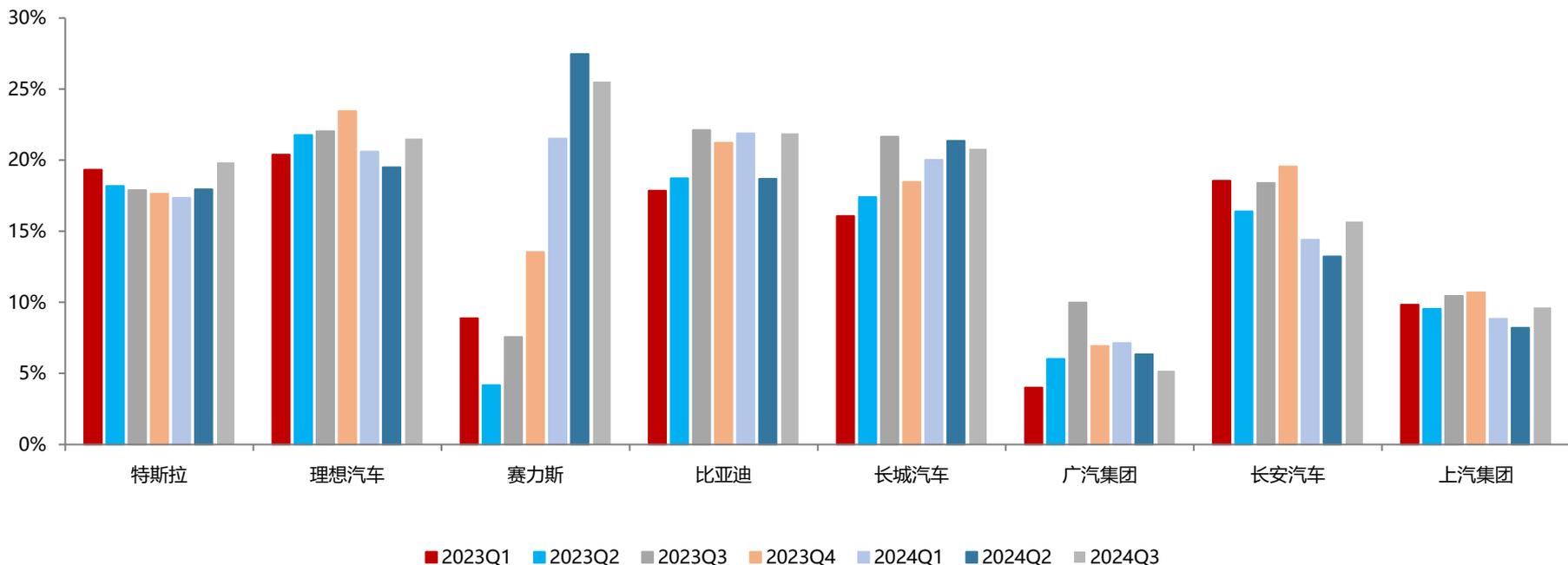
表：重点车企单车均价（万元）



注：广汽集团/长安汽车表内单车售价均指自主品牌；其余均采用数据可得范围内的近似值。

- ◆ 2024Q3车企毛利率同环比表现无一致性趋势，赛力斯毛利率再次领先行业。
- 环比：1) 毛利率上行主要原因有供应商返利（理想）+销量提升规模效应显著（比亚迪）+产品结构改善（比亚迪，5.0新车占比提升；长安，深蓝占比提升）+会计准则变化（长安，Q2会计准则调整导致Q2毛利率基数较低）；2) 毛利率环比下行的主要原因有会计准则调整（赛力斯，保证类质保费用由销售费用转至营业成本）+产品结构调整（长城，坦克销量占比下降）；终端清库相应折扣加大（广汽集团）。

表：重点车企毛利率（%）

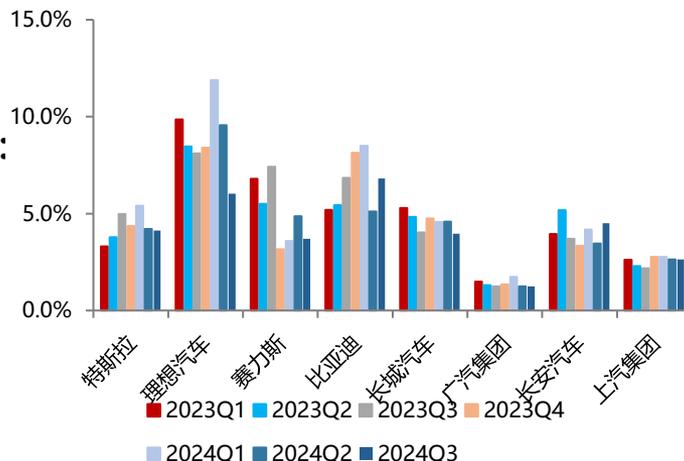


注：毛利率均指公司整体毛利率

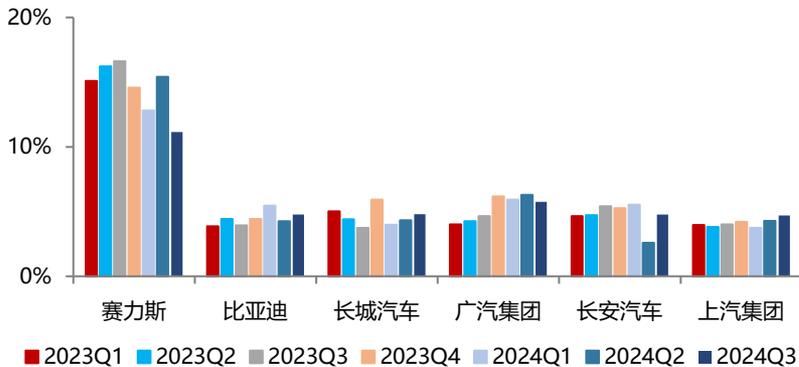
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

◆ 若剔除会计政策变化影响（长安），多数车企Q3期间费用率环比均下行，积极控费降本，期间费用率环增的仅有比亚迪。此外由于汇率波动影响，Q3出口占比较多的长城/比亚迪等车企均产生较多汇兑浮亏，影响当期利润。其中变化较大的：1) 长安汽车：Q3销售费用率环比增长主要原因为会计准则变化影响。2) 赛力斯：Q3同样有会计政策调整影响，但将该影响剔除后销售费用率仍环降3pct，规模效应下费用率得到超预期的改善。3) 理想：公司Q3SG&A费用绝对值环比增加原因包括公司首席执行官李想于本季度确认股份支付薪酬费用&雇员数量增加导致的薪酬增加，此外渠道拓展整体较克制，截至9月底公司在全国布局479家零售中心，与6月底相比增加2家，单店效能提升明显。研发费用环比降低5亿元，核心原因为于新产品及技术的设计及研发成本减少以及雇员薪酬减少。4) 比亚迪：新车相关的广宣投入较多，单季度销售费用环增较多。此外公司积极投入研发，是本季度少数研发费用率环比增长的车企之一。

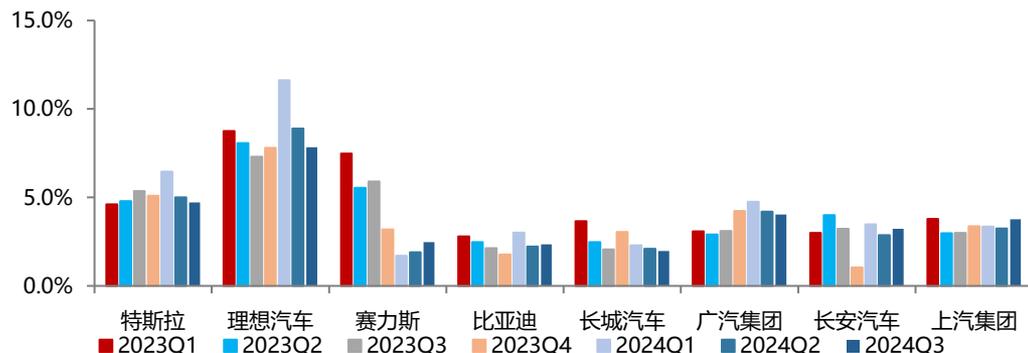
表：重点车企研发费用率/%



表：重点车企销售费用率/%



表：重点车企管理费用率/%



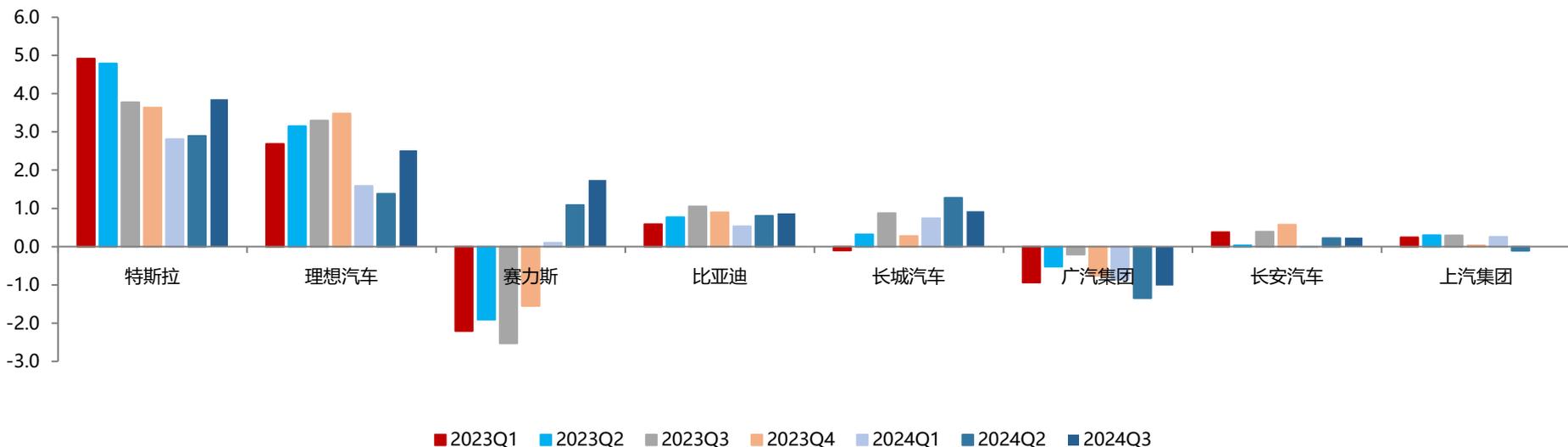
注：不分别披露销售及管理费用的车企统一记作管理费用

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

净利润比较：环比改善！

- ◆ 整体而言单车利润环比增长来自价格竞争趋缓&公司积极主动控费，在Q3显现出了较为一致的趋势：24Q3车企单车净利环比普遍改善！其中长城Q3单车净利下降，主因为汇兑浮亏&税收政策影响。
- ◆ 注：由于非经常性项目较多，我们在计算单车净利时均将非经常性项目剔除。

图：重点车企及单车净利（万元）



注：比亚迪单车盈利计算时扣除持股65.76%的比亚迪电子盈利，广汽集团/长安汽车/上汽集团单车净利计算均扣除投资收益（即计算自主品牌单车净利）。理想/特斯拉均为经调整利润/销量。上述车企单车盈利均为近似值。

◆ Q3毛利率环比向上，业绩符合预期。

- 24Q1-3销275万辆，同+32%，国内市占率35%，较23年提升1pct，出口30万辆，同增105%；其中Q3销113万辆，同环比+38%/+15%。分结构看，Q3增量均来自国内海洋王朝销量。Q3出口9.4万辆，同环比+33%/-10%，主要受关税调整影响；高端车4.4万辆，同环比+22%/-2%，二者合计占比12%，环比-3pct。
- Q3ASP环增2%**：Q3单车价格13.95万元，环增2%，主要由于DMI5占比环增较多。
- Q3毛利率环增3pct**：Q3单季度毛利率为21.9%，同环比-0.2/+3.2pct，主要原因为销量总量结构均改善（同ASP增长）&电池等成本降低。
- Q3期间费用率环增2pct**：Q3销售/管理/研发费用率分别环增0.5/0.1/1.7pct，新车上市相关广宣费用投入较多。同时汇兑浮亏较多造成财务费用环增。
- Q3单车净利环增9%**：Q3公司单车净利0.94万元，同环比分别-18.1%/+8.9%。主因为毛利率改善&其他收益环增较多。

表：比亚迪核心财务指标拆分（单位：亿元）（注：百分比数据的同环比数据单位是“pct”，下同）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3同比	Q3环比
营业收入/亿元	1201.7	1399.5	1621.5	1800.4	1249.4	1761.8	2011.2	24.0%	14.2%
比亚迪电子营业收入/亿元	263.7	298.1	359.6	378.1	364.8	421.0	435.5	21.1%	3.4%
扣除电子业务营业收入/亿元	938.0	1101.5	1261.9	1422.3	884.6	1340.8	1575.8	24.9%	17.5%
毛利率	17.9%	18.7%	22.1%	21.2%	21.9%	18.7%	21.9%	-0.2%	3.2%
销售费用率	3.9%	4.4%	3.9%	4.4%	5.4%	4.3%	4.8%	0.8%	0.5%
管理费用率	2.8%	2.5%	2.1%	1.8%	3.0%	2.2%	2.3%	0.2%	0.1%
研发费用率	5.2%	5.4%	6.8%	8.1%	8.5%	5.1%	6.8%	0.0%	1.7%
财务费用率	0.0%	-0.8%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	0.1%	0.5%	0.6%	0.3%
归母净利润/亿元	41.3	68.2	104.1	86.7	45.7	90.6	116.1	11.5%	28.1%
销售净利率	3.64%	5.05%	6.71%	5.01%	3.82%	5.30%	6.03%	-0.7%	0.7%
扣非后归母净利润/亿元	35.7	61.3	96.5	91.1	37.5	85.6	108.8	12.7%	27.0%
比亚迪电子归母净利润/亿元	4.6	10.6	15.3	10.0	6.1	9.1	15.5	1.2%	70.3%
扣除电子业务净利润/亿元	38.3	61.3	94.1	80.2	41.7	84.7	105.9	12.6%	25.1%
扣非且扣除电子净利润	32.6	54.3	86.5	84.6	33.5	79.7	98.6	14.0%	23.8%
汽车业务-单车净利/万元	0.70	0.88	1.14	0.85	0.67	0.86	0.94	-18.1%	8.9%
扣非且扣除电子后单车净利/万元	0.60	0.78	1.05	0.90	0.54	0.81	0.87	-17.0%	7.7%
单车均价/万元	17.12	15.73	15.35	15.09	14.22	13.64	13.95	-9.1%	2.3%
单车毛利/万元	3.92	3.74	4.36	4.05	4.40	3.35	3.90	-10.7%	16.4%
批发销量/辆	547,917	700,244	822,094	942,651	622,088	982,747	1,129,256	37.4%	14.9%

◆ 风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

◆ Q3毛利率环比回升，自主经营向好。

- **营收层面：**并表销量下滑影响营收表现。销量维度，公司24Q3实现总销量57.1万台，同环比-12.7%/-11.1%，并表销量37.2万台，同环比-16.0%/-14.2%；折算Q3并表单车均价9.2万元，同环比分别-4.5%/+0.5%，产品结构优化向上，同时Q3自主品牌单季度出口8.5万台，占自主销量比为18.2%，占比环比+0.5pct，对ASP环增有正向贡献。
- **毛利率层面：**公司Q3毛利率环比改善主因包括①Q2会计准则调整，保证类质保费用由销售费用转至营业成本，24H1集中于Q2体现，导致Q2毛利率基数较低；②深蓝Q3销量7.8万台，环比+29.1%，毛利率改善；③持续降本影响。
- **费用率层面：**公司Q3销售费用率环增较多主要原因为Q3新车上市较多。汇率波动影响下财务费用率为-0.6%，同环比分别-0.3/+0.2pct。
- **投资收益层面：**公司Q3投资收益为-2.7亿元，同环比下滑6.7/4.4亿元，主要原因为①阿维塔Q3销量环比-43.8%，同时07等新车上市广宣投入较多；②长安福特由于一次性事项影响盈利下滑。
- **最终公司Q3实现归母净利润7.5亿元，同环比分别-66.4%/-55.3%。**

表：长安汽车核心财务指标拆分（单位：亿元，毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct）

	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3同比	Q3环比
营业收入/亿元	427.1	430.9	370.2	397.0	342.4	-19.8%	-13.8%
长安汽车并表销量/万辆	44.3	44.9	48.5	43.4	37.2	-16.0%	-14.2%
长安自主单车均价（近似）/万元	9.6	9.6	7.6	9.2	9.2	-4.5%	0.5%
毛利率	18.4%	19.6%	14.4%	13.2%	15.7%	-2.7%	2.5%
销售费用率	5.4%	5.3%	5.5%	2.6%	4.8%	-0.7%	2.2%
管理费用率	3.2%	1.0%	3.5%	2.9%	3.2%	0.0%	0.3%
研发费用率	3.7%	3.3%	4.2%	3.4%	4.5%	0.8%	1.1%
财务费用率	-0.2%	-0.8%	-0.7%	-0.8%	-0.6%	-0.3%	0.2%
投资收益	4.0	(23.8)	1.8	1.7	(2.7)	-	-
对联营合营企业投资收益	3.8	(24.0)	1.5	1.0	(3.1)	-	-
阿维塔销量/万辆	0.5	0.6	1.1	1.0	0.6	19.6%	-43.8%
归母净利润/亿元	22.3	14.5	11.6	16.7	7.5	-66.4%	-55.3%
扣非后归母净利润/亿元	21.0	1.7	1.1	10.6	5.1	-75.7%	-51.6%
长安自主单车盈利（近似）/万元（含深蓝）	0.39	0.72	0.03	0.23	0.24	-39.5%	2.4%
深蓝销量/万辆（深蓝&奔奔&lumin）	8.0	8.9	6.3	6.0	7.8	-2.2%	29.1%
扣除深蓝后的扣非自主净利润/亿元	20.25	37.84	2.93	12.17	10.41	-48.6%	-14.5%
长安自主品牌销量/万辆	52.9	54.9	58.9	53.3	46.3	-12.4%	-13.0%
（长安自主-深蓝-阿维塔）销量/万辆	44.4	45.4	51.5	46.2	38.0	-14.6%	-17.9%

◆ 风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

◆ Q3业绩符合预期，出口贡献下单车均价再创新高

- **营收层面**：2024Q3公司合计批发销量实现29.41万辆，同环比分别-15.0%/+3.4%，Q3单车均价近似为17.28万元，同口径下同环比分别+20.7%/+1.2%，单车均价再度提升，产品结构持续改善，主要系公司Q3海外出口占比41.7%，同环比分别+16.4/+3.5pct，比例进一步提升，海外市场平均交付均价相比国内更高；此外Q3行业整体价格竞争趋缓。
- **毛利率层面**：公司24Q3毛利率20.8%，同环比分别-0.9/-0.6pct，出口占比提升&坦克占比下降对冲下毛利率基本保持稳定。
- **费用率维度**：公司Q3销售费用率增长主要原因为蓝山/新一代H9上市相关营销费用较高，同时国际市场开拓方面也有相关开支增长；Q3财务费用3.93亿元，环比Q2提升6.5亿元，Q3出口创历史新高，汇率波动下产生浮亏。
- Q2单季度确认上半年增值税加计抵减约6亿元（计入经营性利润），导致环比基数较高，Q3由于补贴白名单重新申请时间差下影响约2亿元的利润申报。最终24Q3公司单车净利实现1.14万元，同环比分别+8.9%/-21.6%，单车扣非后净利实现0.93万元，同环比分别+4.2%/-35.0%。

表：长城汽车核心财务指标拆分（单位：亿元）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3同比	Q3环比
营业收入/亿元	290.39	409.33	495.32	537.09	428.60	485.69	508.25	2.6%	4.6%
营业成本	243.72	338.08	388.04	437.88	342.72	381.95	402.51	3.7%	5.4%
毛利率	16.07%	17.41%	21.66%	18.47%	20.04%	21.36%	20.80%	-0.9%	-0.6%
销售费用率	5.0%	4.4%	3.7%	5.9%	4.0%	4.3%	4.8%	1.1%	0.5%
管理费用率	3.7%	2.5%	2.1%	3.1%	2.3%	2.1%	2.0%	-0.1%	-0.1%
研发费用率	5.3%	4.8%	4.0%	4.8%	4.6%	4.6%	4.0%	-0.1%	-0.6%
财务费用率	0.0%	-0.6%	1.0%	-0.7%	0.2%	-0.5%	0.8%	-0.2%	1.3%
归母净利润/亿元	1.74	11.87	36.34	20.27	32.28	38.51	33.50	-7.8%	-13.0%
扣非后归母净利润/亿元	-2.17	9.66	30.58	10.26	20.24	36.27	27.22	-11.0%	-24.9%
非经常性损益/亿元	3.91	2.21	5.76	10.00	12.03	2.24	6.27	9.0%	180.3%
批发销量/万辆	22.00	29.91	34.60	36.67	27.53	28.43	29.41	-15.0%	3.4%
单车收入近似/万元	13.20	13.69	14.31	14.65	15.57	17.08	17.28	20.7%	1.2%
单车净利（扣非前）/万元	0.08	0.40	1.05	0.55	1.17	1.35	1.14	8.9%	-21.6%
单车净利（扣非后）/万元	-0.10	0.32	0.88	0.28	0.74	1.28	0.93	4.2%	-35.0%

◆ 风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

赛力斯：业绩表现超预期，费用率改善显著

- ◆ Q3业绩处业绩预告上限，单季度净利率5.8%，表现超预期！
- 营收层面：量增下营收环比改善明显。24Q3赛力斯公告口径销量13.36万辆，同环比+199.6%/+9.8%，其中问界品牌批发销量为11.04万辆，同环比+679.5%/+11.9%。ASP由于M9交付占比由Q2 49%降低至Q3 45%随之下滑至31.12万元（包含非问界车型口径），环比-1.6%，但同比实现145.8%的大幅增长。
- 毛利率：毛利率环降主要原因为会计政策调整，将原在销售费用中核算的保证类质量保证费用计入营业成本，2024H1公司三包费为6.5亿元，2024前三季度共12.0亿元，为与Q2毛利率进行可比比较，我们将此项会计政策变动还原（下表中所列为披露数据）可得毛利率为26.9%，环比-0.6pct，微降主因为M9销量占比环降4pct。
- 费用率：公司Q3销售费用率环比改善较多主因同样为会计政策调整影响，剔除此影响后仍环比改善3pct。
- 资产减值损失：公司Q3确认资产减值损失5.5亿元，同环比均大幅增长，核心为公司集中对相关资产进行评估分析进行减值。

表：赛力斯核心财务指标拆分（单位：亿元，毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct）

单位：亿元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比
营业收入	50.91	59.42	56.48	191.62	265.61	384.84	415.82	636.3%	8.1%
毛利率	8.88%	4.17%	7.58%	13.54%	21.51%	27.47%	25.53%	18.0%	-1.9%
期间费用率	29.54%	25.40%	30.76%	21.13%	18.11%	22.11%	16.91%	-13.8%	-5.2%
销售费用率	15.08%	16.23%	16.62%	14.58%	12.82%	15.41%	11.1%	-5.5%	-4.3%
管理费用率	7.47%	5.54%	5.90%	3.19%	1.70%	1.89%	2.5%	-3.4%	0.6%
研发费用率	6.79%	5.50%	7.42%	3.16%	3.59%	4.87%	3.7%	-3.7%	-1.2%
财务费用率	0.20%	-1.86%	0.81%	0.20%	0.00%	-0.06%	-0.41%	-1.2%	-0.3%
归母净利润	-6.25	-7.19	-9.50	-1.56	2.20	14.05	24.13	扭亏为盈	71.8%
净利率	-12.28%	-12.10%	-16.82%	-0.81%	0.83%	3.65%	5.80%	22.6%	2.2%
销售净利率	-17.5%	-21.0%	-23.2%	-3.7%	0.3%	3.3%	4.9%	28.2%	1.6%
扣非归母净利润	-9.24	-9.61	-11.30	-18.02	1.14	13.23	23.25	扭亏为盈	75.7%
销量（万辆）	4.19	5.02	4.46	11.64	11.41	12.17	13.36	199.6%	9.8%
AITO销量（万辆）	1.16	1.16	1.42	6.61	8.33	9.87	11.04	679.5%	11.9%
M5	0.73	0.97	0.72	1.08	0.29	1.35	1.62	125.8%	19.8%
M7	0.43	0.19	0.70	5.53	6.97	3.70	4.49	541.0%	21.3%
M9					1.07	4.82	4.93	——	2.4%
单车收入（万元/辆）	12.14	11.84	12.66	16.46	23.27	31.63	31.12	145.8%	-1.6%
单车净利（万元/辆）	-2.20	-1.91	-2.53	-1.55	0.10	1.09	1.74	——	60.0%

- ◆ 风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

理想汽车：业绩表现符合预期，毛利率表现超预期

◆ 整体业绩表现符合预期，其中毛利率表现超预期。

- 1) **营收**：理想汽车Q3交付实现15.3万台，同环比分别+45.4%/+40.8%，单车均价对应27万元，同环比分别-15.5%/-3.2%，核心来自L6销量环比大幅提升，占总销量比环比+13pct。2) **毛利率**：公司Q3毛利率表现超预期，核心原因为Q3供应商返利增加影响约1.4pct&折扣整体较克制&销量环增41%规模效应显著。3) **费用率**：公司Q3SG&A费用绝对值环比增加原因包括公司首席执行官李想于本季度确认股份支付薪酬费用&雇员数量增加导致的薪酬增加，此外渠道拓展整体较克制，截至9月底公司在全国布局479家零售中心，与6月底相比增加2家，单店效能提升明显。研发费用环比降低5亿元，核心原因为于新产品及技术的设计及研发成本减少以及雇员薪酬减少。4) **利息收入**：Q3为-0.2亿元，同环比分别下滑4.6/3.9亿元，主要来自知行汽车科技投资收益下滑影响。5) **利润**：公司Q3实现单车利润2.5万元（Non-GAAP口径），同环比分别-23.6%/+82.0%，环比改善主因为规模效应下单车毛利提升以及严控费用下单车费用降低（主因）。

表：理想汽车核心财务指标拆分（单位：亿元）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3同比	Q3环比
营业收入/亿元	187.9	286.5	346.8	417.3	256.3	316.8	428.7	23.6%	35.3%
车辆销售收入	183.3	279.7	336.2	403.8	242.5	303.2	413.2	22.9%	36.3%
产品销售及服务收入	4.6	6.8	10.6	13.5	13.8	13.6	15.5	45.9%	14.1%
毛利率/%	20.4%	21.8%	22.0%	23.5%	20.6%	19.5%	21.5%	-0.5%	2.0%
汽车销售毛利率/%	19.8%	21.0%	21.2%	22.7%	19.3%	18.7%	20.9%	-0.3%	2.2%
期间费用率/%	18.6%	16.5%	15.5%	16.2%	23.5%	18.4%	13.9%	-1.6%	-4.6%
研发费用率	9.9%	8.5%	8.1%	8.4%	11.9%	9.6%	6.0%	-2.1%	-3.5%
销售、行政及一般费用率	8.8%	8.1%	7.3%	7.8%	11.6%	8.9%	7.8%	0.5%	-1.1%
利息收入	4.2	4.3	4.4	7.9	10.7	3.7	-0.2	—	—
归属普通股股东净利润/亿元	9.3	22.9	28.2	56.6	5.9	11.0	28.1	-0.3%	155.1%
净利率/%	5.0%	8.0%	8.1%	13.6%	2.3%	3.5%	6.6%	-1.6%	3.1%
Non-GAAP净利润/亿元	14.1	27.3	34.7	45.9	12.8	15.0	38.5	11.1%	156.2%
non-GAAP净利率/%	7.5%	9.5%	10.0%	11.0%	5.0%	4.7%	9.0%	-1.0%	4.2%
单车收入/万元	35	32	32	31	30	28	27	-15.5%	-3.2%
单车毛利/万元	6.9	6.8	6.8	7.0	5.8	5.2	5.7	-16.6%	8.0%
单车费用/万元)	6.7	5.5	5.1	5.1	7.5	5.4	3.9	-23.7%	-27.7%
单车利润/万元	1.8	2.6	2.7	4.3	0.7	1.0	1.8	-31.4%	81.3%
单车利润/万元 (non-GAAP)	2.7	3.2	3.3	3.5	1.6	1.4	2.5	-23.6%	82.0%

◆ 风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

广汽集团：2024Q3业绩低于我们预期

◆ Q3业绩低于我们预期

- **营收：**广汽自主Q3销量为18.85万台，同环比分别-23.9%/+4.2%。广汽自主单车Q3收入15.11万元，广汽乘用车&埃安单车净利-1.02万元（2024Q2为-1.35万元，广汽自主单车净利根据（扣非归母净利润-投资收益）/自主销量近似计算）。
- **毛利率：**Q3毛利率为5.18%，同环比分别-4.8/-1.2pct。毛利率环比下滑主要原因为Q3清理积压库存。
- **费用率：**Q3销售费用率同环比增加主要原因为埃安霸王龙等新车上市增加广宣费投入。此外由于卢布/墨西哥币编制公司产生汇率浮亏，财务费用率环增2.5pct。
- **投资收益：**Q3合资企业销量环比改善，因此Q3对联营企业和合营企业的投资收益环比+33.5%。具体而言，Q3广本销量为10.12万台，同环比分别为-30.6%/+11.3%；广丰销量为18.19万台，同环比分别为-21.9%/+1.1%。广本产线减值&减员赔偿影响已在Q3处理完毕；Q2确认如祺出行上市收益约11亿元，Q3投资收益中无此项贡献因此投资收益整体环降73%。
- **最终公司Q3归母净利润为-13.96亿元，扣非后归母净利润为-15.32亿元。**

表：广汽集团核心财务指标拆分（单位：亿元）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3同比	Q3环比
营业总收入	265.57	353.54	362.71	315.24	215.66	246.89	284.86	-21.5%	15.4%
毛利率	4.01%	6.02%	9.98%	6.93%	7.14%	6.35%	5.18%	-4.8%	-1.2%
销售费用率	4.01%	4.26%	4.65%	6.16%	5.92%	6.29%	5.75%	1.1%	-0.5%
管理费用率	3.08%	2.90%	3.10%	4.24%	4.75%	4.20%	4.04%	0.9%	-0.2%
研发费用率	1.50%	1.31%	1.24%	1.34%	1.74%	1.24%	1.24%	0.0%	0.0%
财务费用率	-0.14%	-0.32%	-0.35%	-0.10%	-0.24%	-0.72%	1.83%	2.2%	2.5%
其他收益	1.10	1.36	2.46	10.42	6.73	5.92	1.95	-20.7%	-67.1%
投资收益	29.55	24.94	18.33	13.79	18.44	14.14	3.85	-79.0%	-72.8%
对联营企业和合营企业的投资收益	29.24	23.76	17.71	12.77	18.18	1.93	2.58	-85.4%	33.5%
扣非归母净利润-投资收益	-15.20	-12.25	-5.12	-18.30	-11.57	-24.40	-19.17	——	——
资产减值损失	-2.61	1.68	-2.52	-10.14	0.04	-0.33	-1.30	——	——
归母净利润	15.38	14.28	15.45	-0.82	12.20	2.96	-13.96	——	——
扣非后归母净利润	14.34	12.68	13.21	-4.51	6.87	-10.25	-15.32	——	——
销售净利率	4.95%	3.75%	4.27%	-1.37%	5.12%	0.51%	-6.05%	-10.3%	-6.6%
广汽乘用车批发销量/万辆	8.36	10.45	10.62	11.06	8.55	10.34	8.81	-17.1%	-14.8%
广汽埃安批发销量/万辆	7.84	13.09	14.16	12.90	4.89	7.75	10.04	-29.1%	29.6%
广汽自主单车收入/万元	16.40	15.02	14.63	13.16	16.05	13.65	15.11	3.3%	10.7%
广汽乘用车&埃安单车净利/万元	-0.94	-0.52	-0.21	-0.76	-0.86	-1.35	-1.02	——	-24.6%
广汽本田批发销量/万辆	14.95	14.05	14.59	20.46	11.70	9.10	10.12	-30.6%	11.3%
广汽丰田批发销量/万辆	22.00	23.28	23.30	26.42	15.61	17.99	18.19	-21.9%	1.1%

◆ 风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

上汽集团：2024Q3业绩低于我们预期

◆ 2024Q3业绩低于我们预期

- **营收：**销量承压下营收仍有环比改善的原因为：华域汽车Q3营收增加&上汽产品结构改善。2024Q3上汽集团批发销量为82.2万辆，同环比分别-37.0%/-17.2%；单车ASP（集团总营收/总销量近似计算）17.7万元，同环比分别+17.6%/+24.3%。
- **投资收益：**2024Q3公司投资净收益17.9亿元，同环比分别-61.1%/-68.7%，其中对联营和合营企业的投资收益为10.6亿元，同比-62.3%，环比大幅改善，上汽大众Q3批发销量为26.0万辆，同环比分别-21.0%/-1.5%，上汽通用Q3批发销量为5.3万辆，同环比分别-80.6%/-53.6%。
- **Q3公允价值变动收益：**为12.8亿元，环比+133.1%，主要原因为包括股票在内的金融资产在9月30日录得较高收益。
- **最终公司2024Q3归母净利润2.8亿元，同环比分别-93.5%/-92.9%；扣非后归母净利润0.3亿元。**

表：上汽集团核心财务指标拆分（单位：亿元，毛利率/费用率同环比单位均为pct）

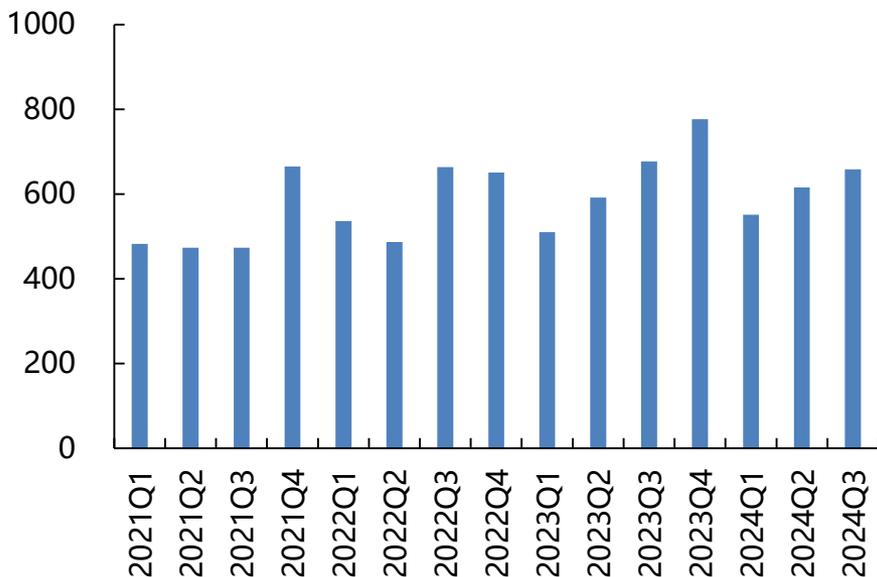
	601238	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3同比	Q3环比
营业总收入		1,459.2	1,806.4	1,967.9	2,213.6	1,430.7	1,416.1	1,458.0	-25.9%	3.0%
毛利率		9.8%	9.5%	10.5%	10.7%	8.8%	8.2%	9.6%	-0.8%	1.4%
	销售费用率	4.0%	3.8%	4.0%	4.2%	3.7%	4.3%	4.7%	0.7%	0.4%
	管理费用率	3.8%	3.0%	3.0%	3.4%	3.4%	3.2%	3.8%	0.8%	0.5%
	研发费用率	2.6%	2.3%	2.2%	2.8%	2.8%	2.6%	2.6%	0.5%	0.0%
	财务费用率	0.2%	-0.2%	0.2%	-0.2%	0.7%	0.2%	0.4%	0.2%	0.2%
其他收益		6.5	13.4	4.2	17.2	7.7	11.1	12.0	184.3%	7.8%
投资收益		30.5	31.9	46.0	41.1	27.5	57.3	17.9	-61.1%	-68.7%
	对联营和合营企业的投资收益	22.7	22.9	28.1	33.5	22.0	0.0	10.6	-62.3%	大幅增长
公允价值变动收益		5.2	2.7	(2.1)	4.0	0.2	5.5	12.8	——	133.1%
资产减值损失		(0.8)	(2.2)	(6.7)	(34.7)	1.7	(1.7)	(1.9)	——	——
信用减值损失		(3.8)	0.0	(6.3)	(24.9)	(3.0)	0.3	(6.1)	——	——
资产处置收益		1.2	(0.0)	(0.1)	11.7	0.1	(0.2)	(0.0)	——	——
归母净利润		27.8	43.0	43.2	27.0	27.1	39.1	2.8	-93.5%	-92.9%
	归母净利润-投资收益	(2.7)	11.1	(2.8)	(14.1)	(0.4)	(18.1)	(15.1)	——	——
扣非后归母净利润		21.6	35.1	38.0	5.7	21.2	(11.0)	0.3	-99.2%	——
	上汽大众批发销量/万辆	22.6	27.7	32.9	38.3	24.8	26.4	26.0	-21.0%	-1.5%
	上汽通用批发销量/万辆	18.6	26.5	27.3	27.7	11.2	11.4	5.3	-80.6%	-53.6%
	上汽乘用车批发销量/万辆	19.6	21.4	24.0	33.6	16.3	17.2	14.6	-38.9%	-15.0%
	上汽通用五菱批发销量/万辆	19.3	32.8	36.6	51.7	22.4	34.6	27.0	-26.3%	-22.0%
上汽整车合计批发销量/万辆		89.1	118.0	130.6	164.4	83.4	99.3	82.2	-37.0%	-17.2%
单车收入/万元		16.4	15.3	15.1	13.5	17.2	14.3	17.7	17.6%	24.3%
单车净利/万元		0.2	0.3	0.3	0.0	0.3	(0.1)	0.0	-98.8%	-103.2%

◆ 风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

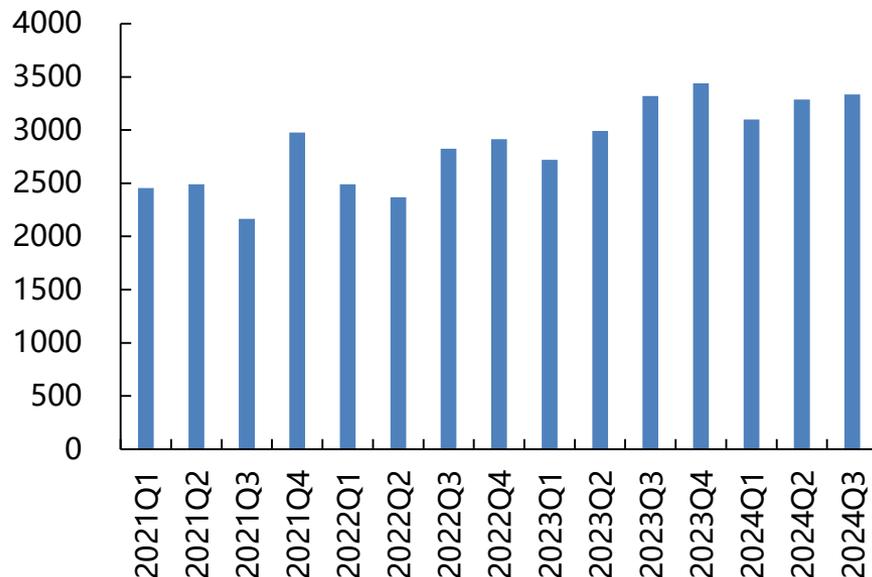
零部件：2024Q3业绩整体符合预期，板块内部表现延续分化

- ◆ **国内狭义乘用车行业2024Q3产量环比实现增长。** 国内狭义乘用车行业2024Q3实现产量657.86万辆，环比增长6.86%。
- ◆ **申万零部件板块2024Q3营收环比变化与下游乘用车行业产量保持相同趋势。** 2024Q3申万零部件板块营收3335.77亿元，环比增长1.48%，环比表现与下游狭义乘用车行业产量表现一致，但增速稍低于乘用车行业销量。

图：国内狭义乘用车季度产量（万辆）

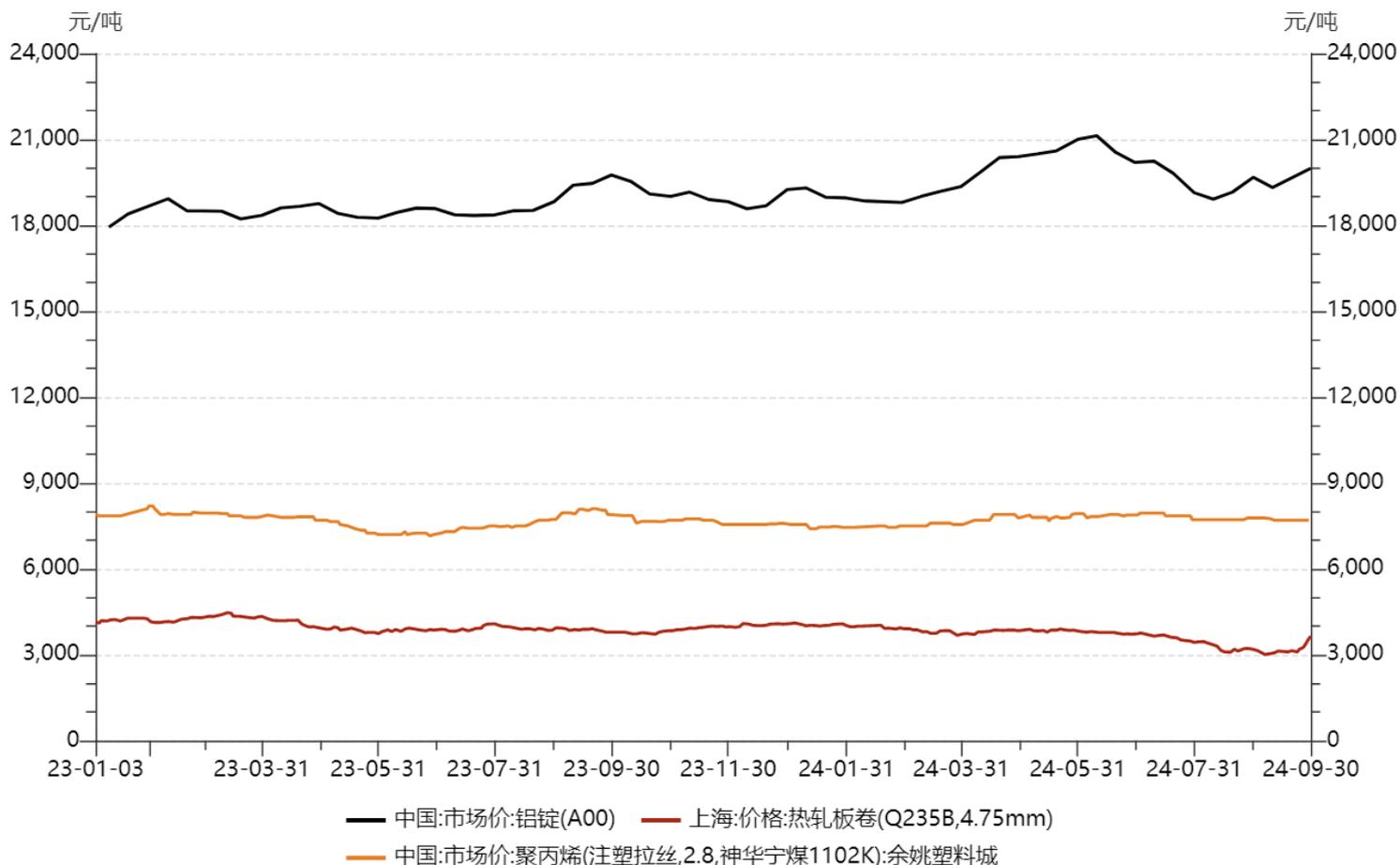


图：申万零部件板块季度营收汇总（亿元）



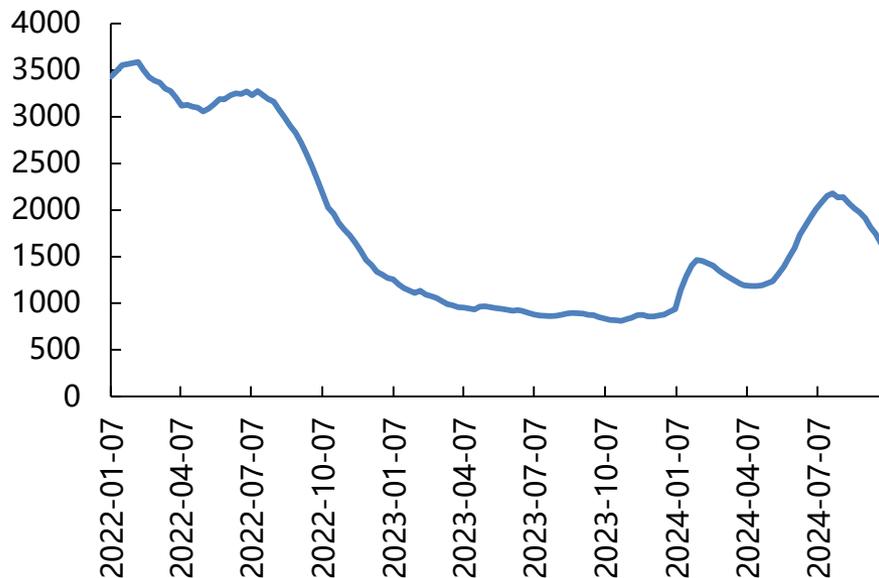
- ◆ 2024Q3原材料价格整体稳定，铝价呈现小幅回落。主要原材料方面，钢材和塑料的价格在2024Q3整体保持稳定；铝锭价格则在2024Q3呈现小幅回落的趋势，从6月初的2.11万元/吨下降至8月初的1.89万元/吨。

图：汽车零部件上游主要原材料价格变化情况

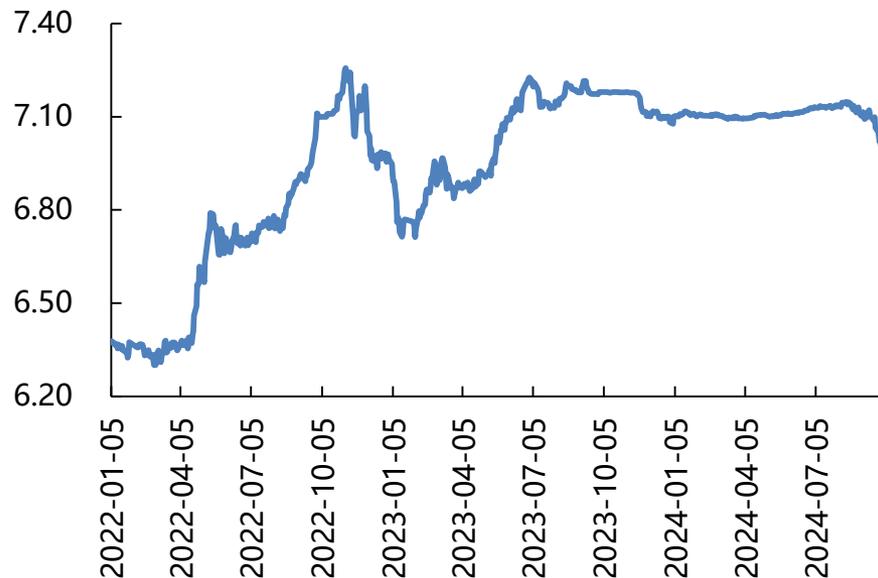


- ◆ **2024Q3海运价格整体高位。** 海运价格方面，今年以来的红海绕行造成了运力短缺，叠加美线补库存和一些提前出货的因素，二季度以来海运价格出现上涨，在三季度整体处于高位，中国出口集装箱运价指数在7月末达到最高点2180.69点，随后开始有所回落。
- ◆ **美元兑人民币汇率2024Q3整体保持稳定，季度末汇率稍有下跌。** 根据人民银行的数据，2024年三季度美元兑人民币中间价整体在7.13上下保持稳定，在季度末有所下跌，降至7.01。

图：中国出口集装箱运价指数

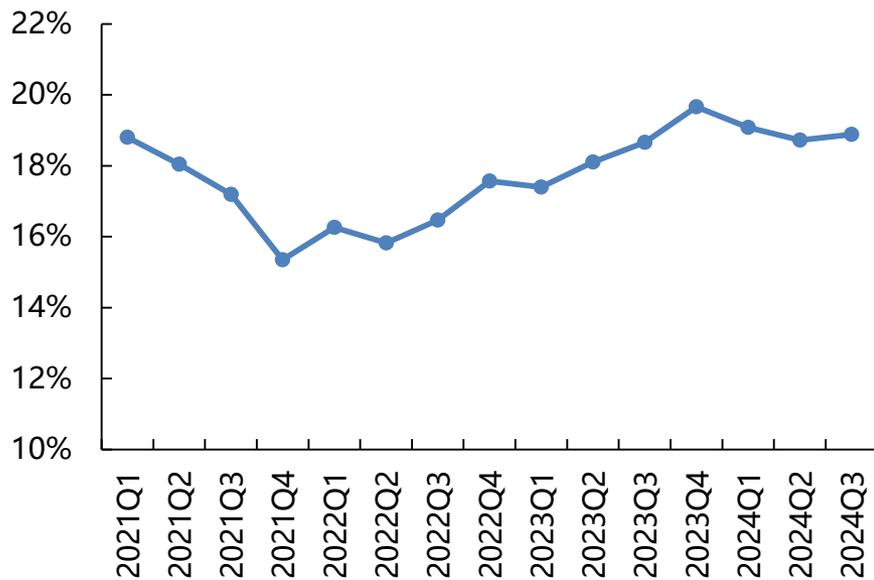


图：美元兑人民币中间价

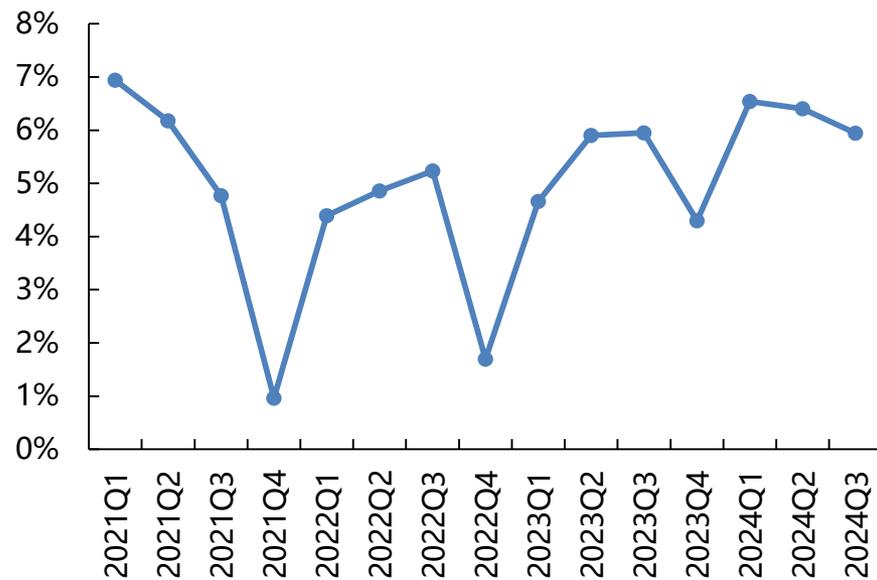


- ◆ **2024Q3汽零板块毛利率同环比均实现改善。** 毛利率方面，2024Q3汽零板块毛利率为18.88%，同比提升0.23个百分点，环比提升0.16个百分点。
- ◆ **汽零板块净利率水平同比持平，环比微降。** 2024Q3汽零板块净利率为5.95%，同比持平，环比微降0.46个百分点。

图：汽零板块单季度毛利率情况

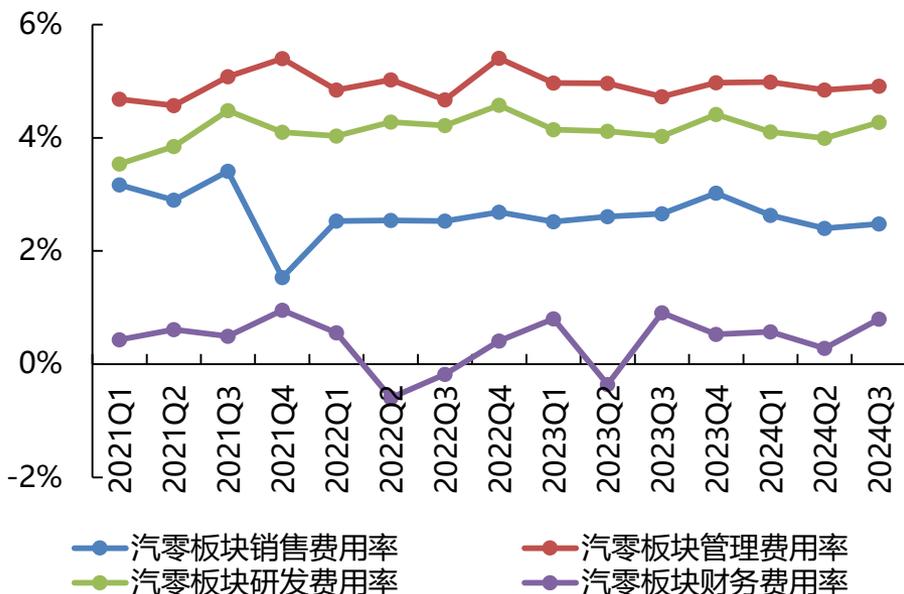


图：汽零板块单季度净利率情况

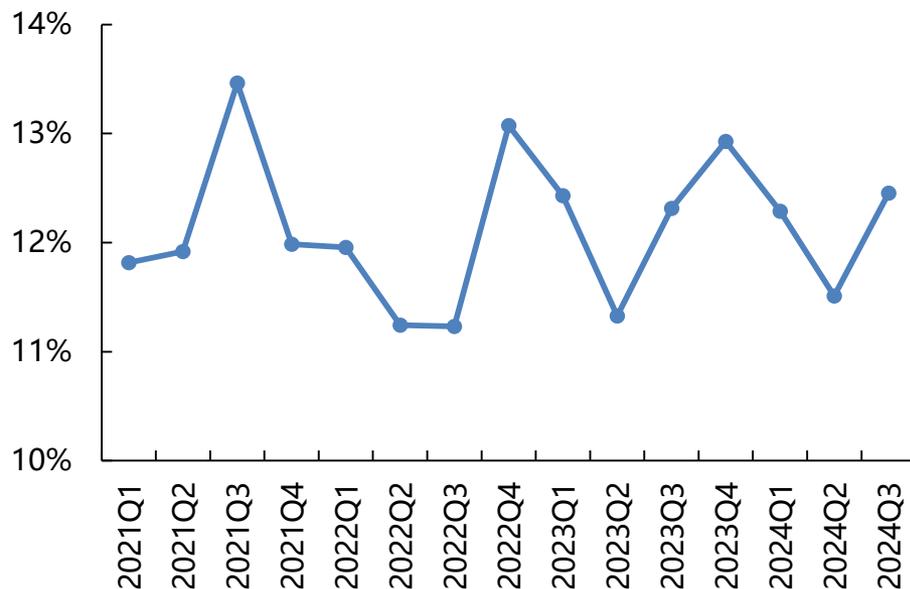


◆ 2024Q3 汽零板块费用率环比提升，与上年同期相比整体保持稳定。2024Q3 汽零板块期间费用率为 12.46%，环比提升 0.94 个百分点；分项来看，主要系研发费用率和财务费用率环比提升所致。

图：汽零板块单季度各项费用率情况

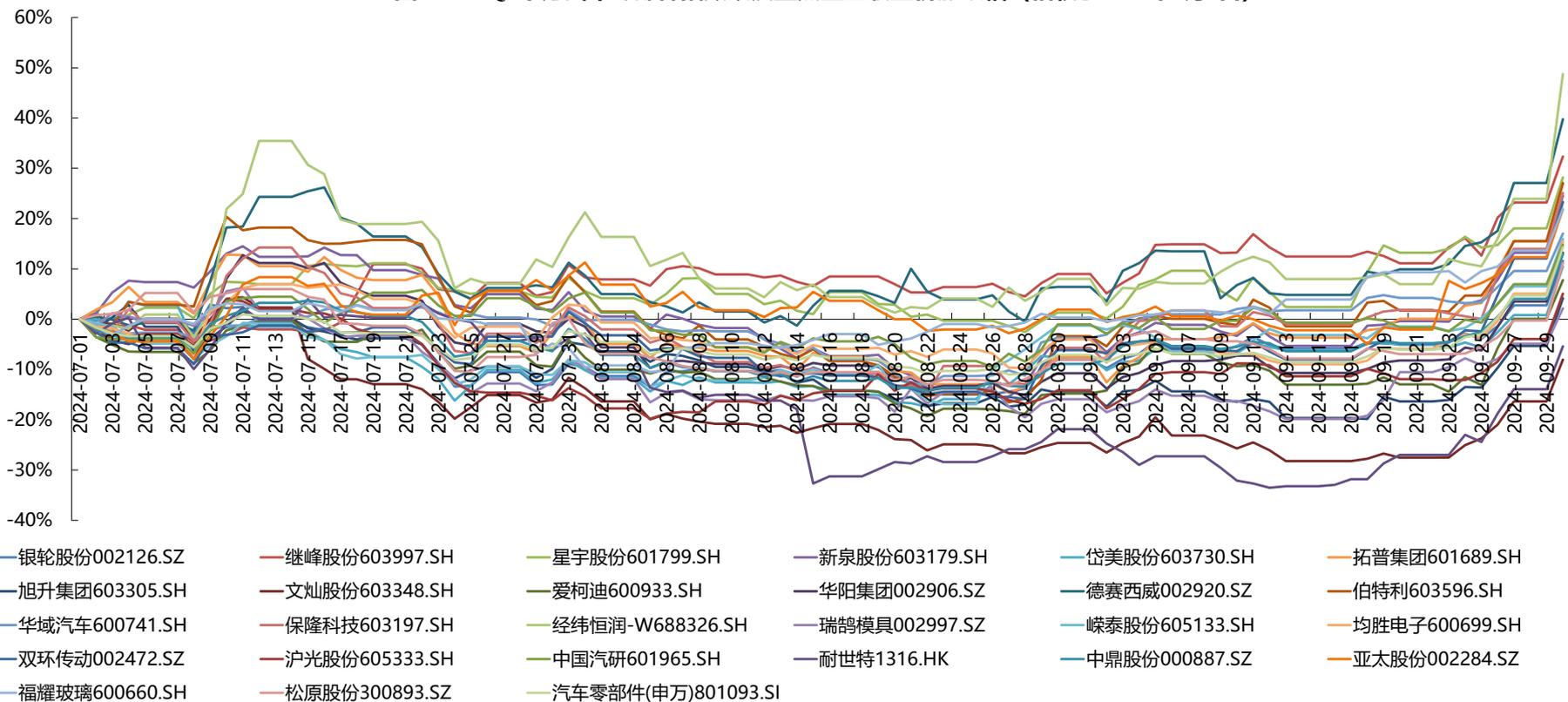


图：汽零板块单季度整体期间费用率情况



- ◆ **针对汽车零部件板块，我们选取26家零部件企业进行重点分析**，包括6家智能化类：德赛西威、华阳集团、经纬恒润、沪光股份、均胜电子、中国汽研，5家轻量化类：爱柯迪、旭升集团、文灿股份、瑞鹄模具、嵘泰股份；2家综合类：华域汽车、拓普集团；5家智能底盘类：耐世特、中鼎股份、亚太股份、保隆科技、伯特利；5家内外饰类：星宇股份、继峰股份、岱美股份、新泉股份、福耀玻璃；1家热管理类：银轮股份；1家传动类：双环传动；1家被动安全类：松原股份。
- ◆ **以始末股价来看，2024Q3汽零指数整体上涨14.30%**。其中，股价表现跑赢行业的公司有：继峰股份、星宇股份、新泉股份、拓普集团、德赛西威、伯特利、华域汽车、保隆科技、经纬恒润、嵘泰股份、均胜电子、双环传动、中国汽研、亚太股份、福耀玻璃。

图：2024Q3申万汽车零部件指数以及重点企业收盘价涨跌幅（相较于2024年7月1日）



- ◆ **国产替代加速/新产品拓展/核心客户放量助推2024Q3营收普遍环比增长。**
- ✓ **特斯拉产业链：** 特斯拉全球交付量2024Q3环比增长4.25%，特斯拉上海工厂2024Q3批发销量环比增长21.10%，带动特斯拉供应链公司2024Q3营收环比提升。
- ✓ **华为产业链：** 2024Q3赛力斯销量环比增长11.31%，其中问界M9批发销量4.93万辆，环比微增2.28%，华为产业链公司2024Q3营收环比实现稳定增长。
- ✓ **智能化增量零部件：** 新产品进入放量周期，核心大客户（理想等）产销量，2024Q3重点公司收入环比提升。

表：重点覆盖标的营收指标及核心客户销量变化

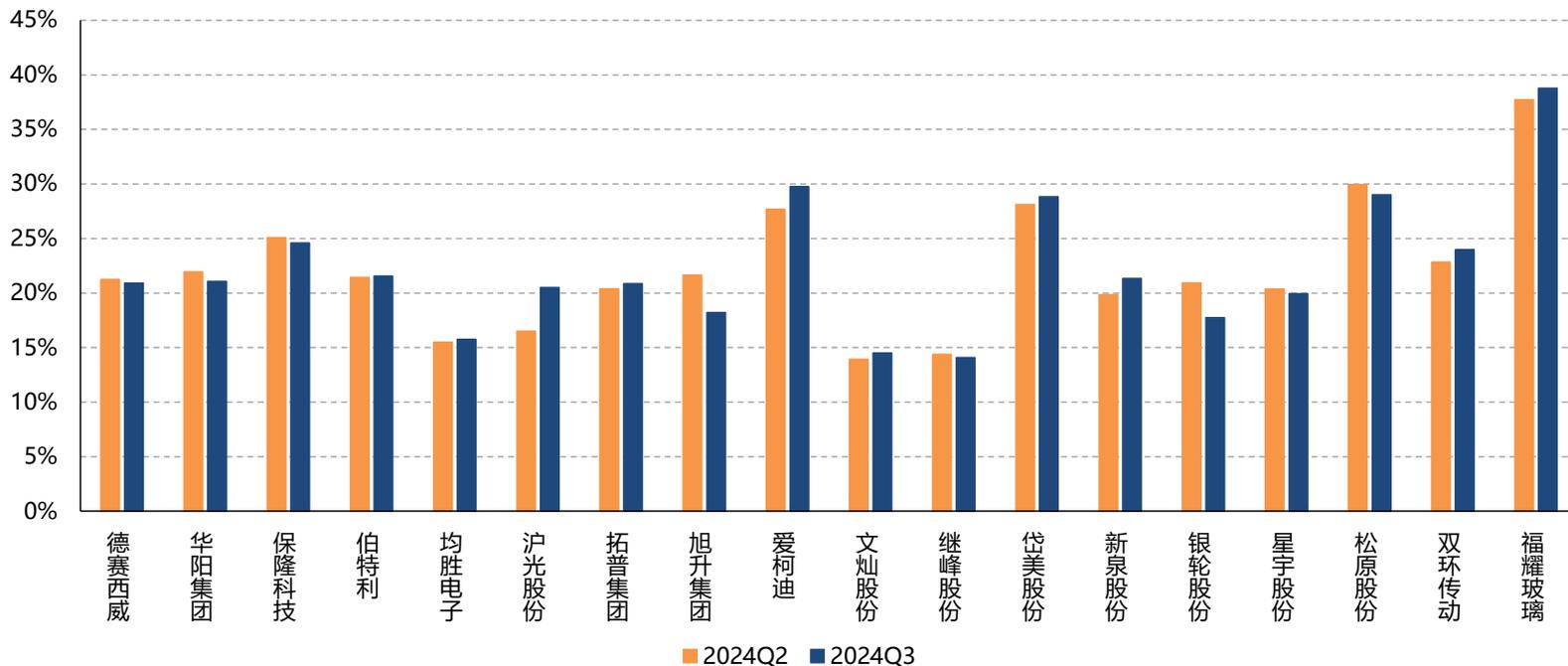
	营收 (亿元) / 批发销量 (万辆)	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q3环比
	新泉股份	21.73	24.59	26.87	32.53	30.47	31.17	34.41	10.39%
	特斯拉上海工厂	22.93	24.72	22.25	24.87	22.09	20.57	24.91	21.10%
	吉利汽车	32.25	37.16	46.12	53.12	47.57	48.00	53.40	11.25%
	奇瑞汽车	30.75	38.71	48.42	60.33	51.03	54.74	63.07	15.22%
	理想	5.26	8.65	10.51	13.18	8.04	10.86	15.28	40.70%
	拓普集团	44.69	46.92	49.91	55.49	56.88	65.34	71.30	9.13%
特斯拉产业链	特斯拉全球交付	42.29	46.61	43.51	48.45	38.68	44.40	46.29	4.25%
	吉利汽车	32.25	37.16	46.12	53.12	47.57	48.00	53.40	11.25%
	比亚迪	54.79	70.02	82.21	94.27	62.44	98.27	112.93	14.92%
	上汽通用	18.60	26.50	27.33	27.68	11.15	11.41	5.29	-53.64%
	赛力斯	1.18	1.41	1.87	8.13	9.97	11.14	12.40	11.31%
	旭升集团	11.73	11.87	12.15	12.59	11.39	10.10	11.25	11.37%
	特斯拉全球交付	42.29	46.61	43.51	48.45	38.68	44.40	46.29	4.25%
	沪光股份	6.55	7.57	9.55	16.36	15.33	18.85	21.14	12.14%
	上汽大众	22.63	27.70	32.90	38.27	24.81	26.40	26.00	-1.52%
	特斯拉	22.93	24.72	22.25	24.87	22.09	20.57	24.91	21.10%
	赛力斯	1.18	1.41	1.87	8.13	9.97	11.14	12.40	11.31%

表续：重点覆盖标的营收指标及核心客户销量变化

	营收 (亿元) / 批发销量 (万辆)	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q3环比
华为产业链	文灿股份	12.72	12.89	12.59	12.81	14.80	15.96	16.26	1.93%
	蔚来汽车	3.10	2.35	5.54	5.00	3.01	5.74	6.19	7.84%
	赛力斯	1.18	1.41	1.87	8.13	9.97	11.14	12.40	11.31%
	星宇股份	19.23	25.02	28.12	30.12	24.12	33.04	35.09	6.19%
	一汽大众	38.25	46.43	46.84	53.25	40.01	35.45	37.78	6.57%
	奇瑞汽车	30.75	38.71	48.42	60.33	51.03	54.74	63.07	15.22%
	一汽丰田	15.32	20.58	22.01	22.11	13.47	17.39	20.69	18.98%
	一汽红旗	6.11	8.02	10.91	10.04	10.05	10.11	11.10	9.79%
	蔚来汽车	3.10	2.35	5.54	5.00	3.01	5.74	6.19	7.84%
	理想汽车	5.26	8.65	10.51	13.18	8.04	10.86	15.28	40.70%
赛力斯	1.18	1.41	1.87	8.13	9.97	11.14	12.40	11.31%	
智能化增量 零部件	德赛西威	39.83	47.41	57.46	74.38	56.48	60.45	72.82	20.48%
	理想	5.26	8.65	10.51	13.18	8.04	10.86	15.28	40.70%
	奇瑞汽车	30.75	38.71	48.42	60.33	51.03	54.74	63.07	15.22%
	吉利汽车	32.25	37.16	46.12	53.12	47.57	48.00	53.40	11.25%
	华阳集团	13.15	15.52	19.29	23.40	19.91	22.03	26.48	20.21%
	长城汽车	17.12	24.53	29.46	31.68	23.17	23.57	25.37	7.65%
	长安汽车	39.23	36.97	41.18	41.87	42.81	37.69	33.30	-11.66%
	奇瑞汽车	30.75	38.71	48.42	60.33	51.03	54.74	63.07	15.22%
	吉利汽车	32.25	37.16	46.12	53.12	47.57	48.00	53.40	11.25%
	赛力斯	1.18	1.41	1.46	6.65	8.37	11.14	12.40	11.31%
	保隆科技	11.87	14.30	15.39	17.42	14.83	17.01	18.43	8.34%
	理想	5.26	8.65	10.51	13.18	8.04	10.86	15.28	40.70%
	伯特利	15.00	15.95	20.11	23.68	18.60	21.11	26.07	23.52%
奇瑞汽车	30.75	38.71	48.42	60.33	51.03	54.74	63.07	15.22%	
全球通用	121.66	154.45	158.80	170.40	113.54	138.49	122.86	-11.28%	
吉利汽车	32.25	37.16	46.12	53.12	47.57	48.00	53.40	11.25%	
长安汽车	39.23	36.97	41.18	41.87	42.81	37.69	33.30	-11.66%	

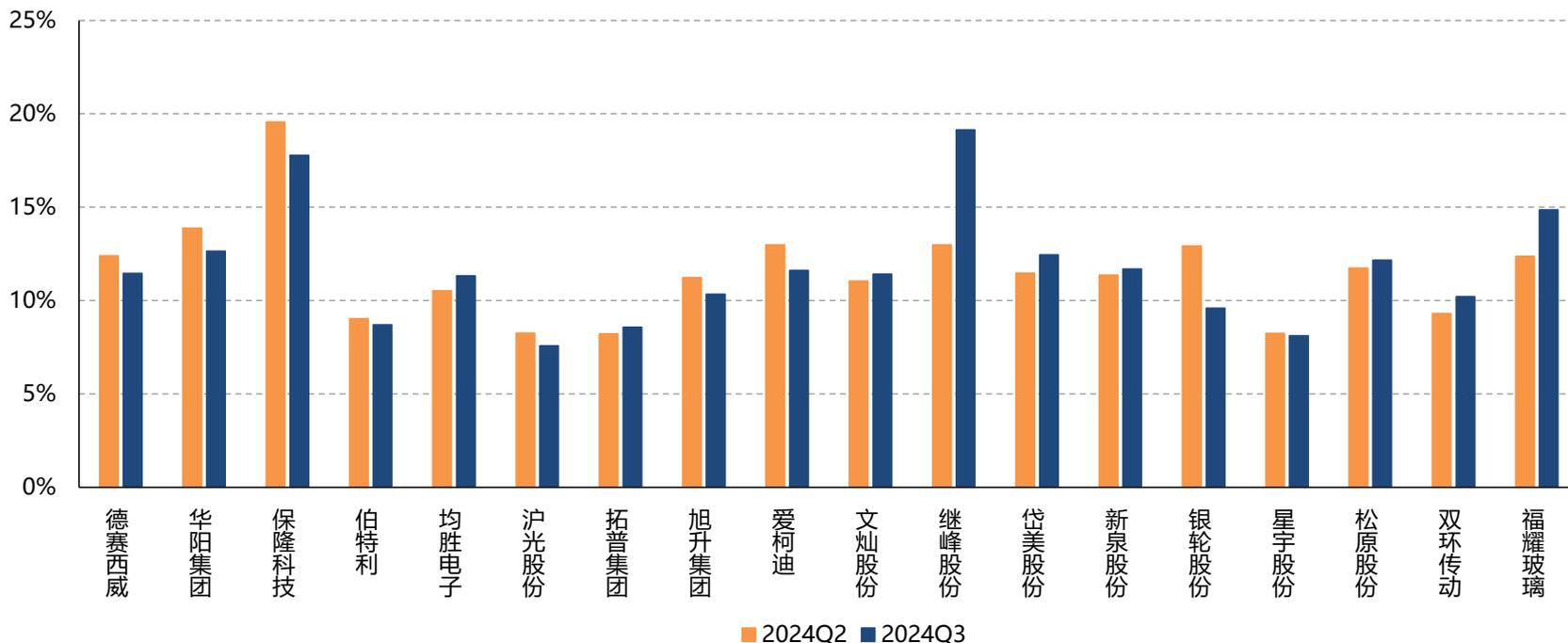
- ◆ 覆盖零部件公司2024Q3毛利率趋势分化，主要影响因素包括：年降、原材料价格、海运费等。
- ✓ **2024Q3毛利率环比提升较大：**沪光股份（规模效应提升及客户补偿款落地）；爱柯迪（原材料价格回落+提质增效）；岱美股份（客户补偿产品提价）；新泉股份（新产品放量）；双环传动（规模效应+提质增效）；福耀玻璃（规模效应+提质增效+高附加值产品占比提升+客户补偿）。
- ✓ **2024Q3毛利率环比下降较大：**旭升集团（产品结构变化+产品年降）；银轮股份（会计准则调整，还原后毛利率环比提升）；松原股份（产品结构变化等）。

图：重点覆盖标的2024Q3毛利率环比变化情况



- ◆ 2024Q3重点覆盖标的期间费用率环比变化趋势分化。
- ✓ 2024Q3期间费用率环比提升较大：均胜电子（研发费用支出较多）；继峰股份（欧洲业务整合相关费用+汇兑损失）；岱美股份（汇兑损失）；双环传动（研发费用率和财务费用率环比提升）；福耀玻璃（汇兑影响）。
- ✓ 2024Q3期间费用率环比下降较大：德赛西威（规模效应）；华阳集团（规模效应）；保隆科技（股权激励费用计提减少）；旭升集团（销售费用率和研发费用率环比下降）；爱柯迪（汇兑收益）；银轮股份（会计准则调整，还原后费用率稳定）。

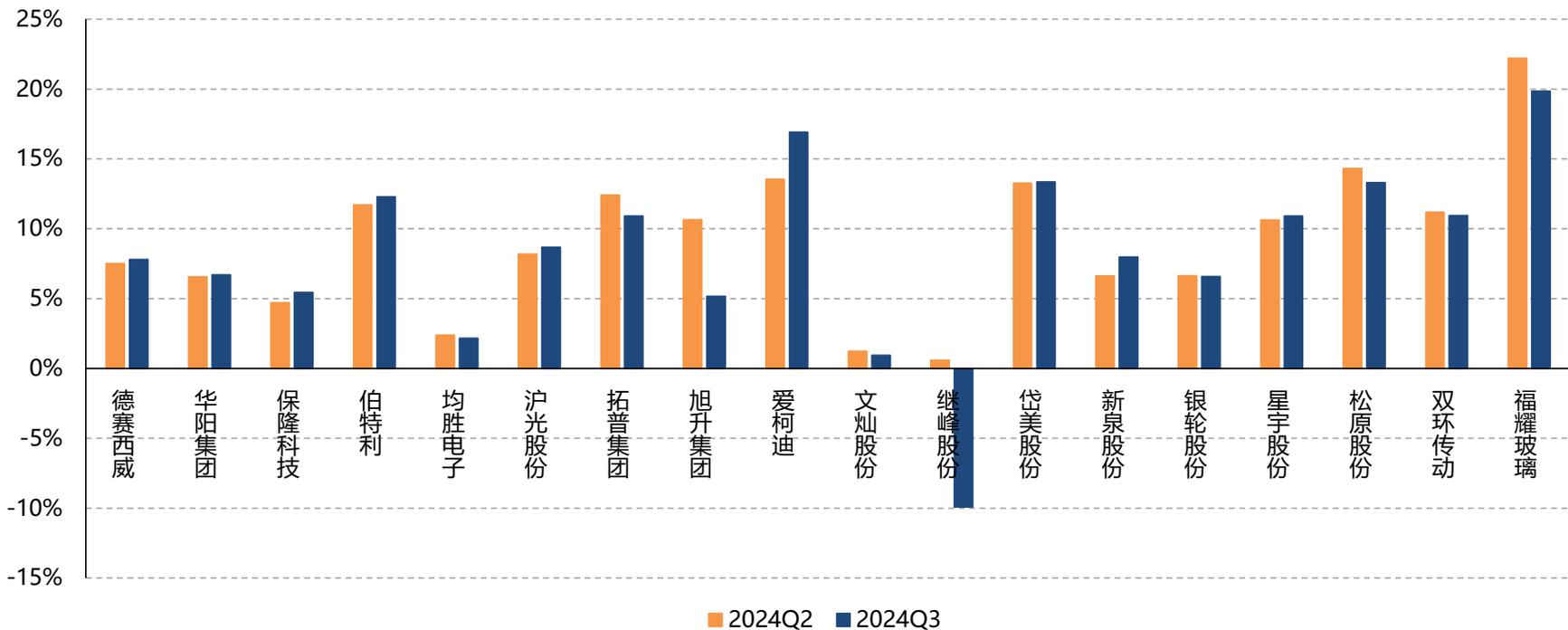
图：重点覆盖标的2024Q3期间费用率环比变化情况



◆ 重点覆盖零部件公司2024Q3归母净利润率变化趋势分化。

- ✓ **2024Q3归母净利润率环比提升较大：**保隆科技（核心客户放量，股权激励费用计提减少）；伯特利（获得一次性违约金）；爱柯迪（毛利率环比回升+费用率环比下降）；新泉股份（毛利率环比提升）。
- ✓ **2024Q3归母净利润率环比下降较大：**拓普集团（减值影响+二季度有一次性收益影响）；旭升集团（毛利率环比下滑）；继峰股份（管理费用和财务费用环比增加+资产减值影响）；松原股份（毛利率环比下降+费用率环比提升）；福耀玻璃（管理费用率环比提升+汇兑影响）。

图：重点覆盖标的2024Q2归母净利润率环比变化情况



表：重点覆盖标的核心点评

分类	标的	核心点评内容
智能化	德赛西威	24Q3业绩超预期。2024年Q3公司核心客户理想/奇瑞产量环比+62%/+13%，自主客户放量对冲合资客户的产销压力。由于智能驾驶核心客户理想汽车产量环比提升较大，且高阶智驾占比提高，我们预计24Q3公司智能驾驶业务收入增速更快，而智驾业务毛利率低于平均，拉低公司整体毛利率，2024年三季度公司毛利率为20.9%，同环比+2.2pct/-0.3pct。2024Q3公司期间费用率为11.5%，同环比分别-0.7pct/-0.9pct，同环比下降主要为财务费用Q3大幅下降，24H1公司存在较多汇兑损失。24Q3资产+信用减值1.3亿元，环比Q2增加0.65亿元，公司出于谨慎性原则计提减值。24Q3所得税-0.35亿元，主要为研发加计扣除抵税所致。24Q3公允价值变动科目亏损0.92亿元（计入非经），主要为参股公司公允价值变动所致，推测主要为24Q3速腾聚创解禁后跌幅较大所致。
	华阳集团	24Q3业绩超预期。24Q3公司核心客户奇瑞/长安/吉利/长城/赛力斯/理想产量分别环比+13%/-17%/+14%/+1%/+17%/62%，核心客户新车进入放量周期。24Q3公司毛利率21.06%，同比-0.82pct，环比-0.88pct，同环比下降主要为产品结构变化所致，公司核心放量的汽车电子业务毛利率低于整体。24Q3期间费用率为12.7%，同环比-1.9pct/-1.2pct，受益于规模效应销售/管理/研发费用率均处于下降通道。24Q3公司归母净利润率为6.7%，同环比+0.7pct/+0.2pct。
	均胜电子	24Q3业绩基本符合预期。分业务看，2024Q3汽车安全业务96亿元，同环比-3.1%/+1.8%，汽车电子业务44亿元，同环比+1.7%/+7.1%。公司收入增速显著跑赢大盘，根据标普全球2024年10月披露的数据，2024年第三季度全球轻型汽车产量同比下降4.8%。公司24Q3实现毛利率15.74%，同环比+0.81pct/0.24pct。分业务来看，2024 1-3Q汽车安全业务毛利率14.0%，同比+2.6pct，汽车电子业务毛利率19.2%，同比相对平稳。2024Q3归母净利润率2.2%，同环比+0.05pct/-0.23pct；扣非归母净利润率2.15%，同环比-0.23pct/-0.22pct。扣非归母净利润率同环比下降主要系研发费用增多以及所得税增长较多所致。
轻量化	爱柯迪	2024Q3业绩超预期，毛利率环比改善明显。收入端，公司2024Q3单季度实现营业收入17.25亿元，同比增长8.40%，环比增长7.33%。毛利率方面，公司2024Q3单季度综合毛利率为29.75%，环比提升2.09个百分点，预计主要系三季度铝价一定程度回落+内部持续推行降本增效措施所致。期间费用方面，公司2024Q3单季度期间费用率为11.61%，环比下降1.38个百分点；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为1.18%/6.77%/5.48%/-1.82%，环比分别+0.12/+1.14/-0.20/-2.43个百分点。净利润方面，2024Q3单季度公司实现归母净利润2.92亿元，环比增长34.02%；对应归母净利润率16.93%，环比提升3.37个百分点。
	瑞鹄模具	2024Q3业绩符合预期，毛利率环比保持稳定。收入端，公司2024Q3单季度实现营业收入6.05亿元，环比微降1.68%。从主要下游2024Q3表现来看：奇瑞汽车批发63.07万辆，环比增长15.22%；星纪元ES批发936辆，环比微增1.19%；星纪元ET批发0.78万辆，环比增长13.06%；智界S7批发0.45万辆，环比下降63.63%。毛利率方面，公司2024Q3单季度综合毛利率24.54%，环比微增0.05个百分点，整体保持稳定。费用率方面，公司2024Q3期间费用率为10.91%，环比提升0.61个百分点，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为1.08%/5.49%/5.27%/-0.94%，环比分别+0.60/+0.33/+0.90/-1.23个百分点。投资收益方面，公司2024Q3实现投资收益0.27亿元，环比增长119.98%。净利润方面，公司2024Q3实现归母净利润0.91亿元，环比增长5.74%；对应归母净利润率15.01%，环比提升1.05个百分点。
Tier 0.5	拓普集团	2024Q3业绩符合预期，毛利率环比实现改善。收入端，公司2024Q3实现营业收入71.30亿元，同比增长42.85%，环比增长9.13%。从主要下游客户2024Q3表现来看：特斯拉全球交付46.29万辆，环比增长4.25%；吉利批发53.40万辆，环比增长11.25%；比亚迪批发112.93万辆，环比增长14.92%；上汽通用批发5.29万辆，环比下降53.64%；问界批发11.04万辆，环比增长11.74%，其中问界M9批发4.93万辆，环比微增2.28%。毛利率方面，公司2024Q3单季度毛利率20.88%，环比提升0.47个百分点，预计主要系公司持续推进降本增效措施。费用率方面，公司2024Q3单季度期间费用率为8.57%，环比提升0.36个百分点，其中主要系研发费用率环比提升0.33个百分点。净利润方面，公司2024Q3实现归母净利润7.78亿元，环比微降4.07%；对应归母净利润率10.91%，环比下降1.50个百分点（主要系公司二季度存在部分其他收益和营业外收入所致）。
智能底盘	保隆科技	24Q3业绩符合预期。2024年前三季度公司新业务传感器/空气悬架业务收入分别为4.7/6.3亿元，增速分别为+38.0%/+28.9%，传感器业务收入高增动力来自品类拓展及新客户突破，空悬业务受益于下游核心配套车型理想L8、腾势N7、智界S7等快速放量实现产销高增。2024年Q3公司毛利率为24.6%，同环比-3.5/-0.5pct，新业务如传感器、空气悬架收入增速较快但毛利率较低，压低公司整体毛利率。费用端，2024年Q3期间费用率为24.6%，同环比-3.5pct/-0.5pct，上半年以来公司费用端受股权激励费用计提影响较大，Q3股权激励费用已经实现环比下降，股权激励费用对利润端的影响逐渐消退。
	伯特利	24Q3业绩超预期。24Q3奇瑞/吉利/长安产量环比分别+13%/+14%/-17%，理想L7/L8产量环比分别+40%/+69%，线控制动增量配套车型吉利银河E5 24Q3销量2.7万台。24Q3毛利率21.60%，同环比-1.1pct/+0.1pct，为年内新高，环比继续提升预计为公司电子产品毛利率维持高位及墨西哥基地盈利提升的共同作用。2024Q3公司期间费用率为8.71%，同环比+0.1pct/-0.3pct。2024Q3公司发生营业外收入0.34亿元，同环比大幅增加增厚业绩。
检测	中国汽研	24Q3业绩略超我们预期。收入端，受益于汽车技术服务业务放量及合并控股股东中国中检部分子公司股权影响，其中汽车技术服务业务收入为9.65亿元，同环比+29%/+3%，汽车技术服务业务毛利率高于公司整体，公司整体毛利率环比高增，2024Q3毛利率为45%，同环比-2.6pct/+4.0pct。费用端，2024Q3公司期间费用率为16.1%，同环比-2.2pct/+1.9pct，其中研发费用保持高位运行，销售/管理费用率受益于规模效应同比下降，公司精细化管控效果显现
线束	沪光股份	24Q3业绩超预期。2024 Q3公司营收同环比高增，24Q3核心客户赛力斯产量同环比+653%/+17%，特斯拉产量同环比+10%/+7%，理想产量同环比分别+48%/+65%，赛力斯M7/M9车型周期向上，推动公司重庆工厂产能利用率提升。公司2024Q3毛利率为20.5%，同环比分别+7.8pct/+4.0pct，主要受益于规模效应提升及客户补偿落地影响。公司24Q3期间费用率为7.6%，同环比-3.9pct/-0.7pct，体现较强规模效应。24Q3公司出于谨慎性原则计提资产减值损失0.6亿元，压制表观利润。24Q3公司实现归母净利润率8.7%，同环比+6.8pct/+0.5pct，创2020年以来新高。

表：重点覆盖标的核心点评

分类	标的	核心点评内容
内外饰	星宇股份	2024Q3业绩符合预期，营收环比持续增长。营收端，公司2024Q3单季度实现营业收入35.09亿元，环比增长6.19%。从主要下游2024Q3表现来看：奇瑞批发63.07万辆，环比增长15.22%；一汽大众批发37.78万辆，环比增长6.57%；一汽红旗批发11.10万辆，环比增长9.79%；蔚来汽车批发6.19万辆，环比增长7.84%；理想汽车批发15.28万辆，环比增长40.70%；问界M9批发4.93万辆，环比增长2.41%。毛利率方面，公司2024Q3单季度综合毛利率为19.94%，环比微降0.43个百分点，整体保持稳定。费用率方面，公司2024Q3期间费用率为8.11%，环比下降0.14个百分点；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为1.47%/2.03%/4.70%/-0.08%，环比分别+0.05/-0.09/-0.07/-0.03个百分点。净利润方面，公司2024Q3单季度实现归母净利润3.83亿元，环比增长8.96%；对应归母净利润率10.91%，环比提升0.28个百分点。
	继峰股份	2024Q3业绩基本符合预期，资产减值等一次性事项拖累利润。收入端，2024Q3单季度公司实现营业收入59.00亿元，环比增长3.15%，预计主要系乘用车座椅业务三季度快速放量贡献主要增量。毛利率方面，公司2024Q3单季度毛利率为14.08%，同比下降1.02个百分点，环比下降0.29个百分点。期间费用方面，公司2024Q3期间费用率为19.14%，环比提升6.15个百分点；其中销售/管理/研发/财务费用率分别为1.23%/12.30%/2.50%/3.11%，环比分别+0.01/+3.62/+0.27/+2.26个百分点。减值方面，2024年前三季度公司计提持有待售资产减值准备、存货跌价及合同履约成本减值准备、合同资产坏账准备、应收账款坏账准备、其他应收款坏账准备、应收票据坏账准备及其他非流动资产坏账准备共计3.04亿元，拖累当期业绩，主要系三季度公司为聚焦主业，提升核心竞争力，提升格拉默美洲区盈利能力，同意子公司格拉默将TMD LLC 100%股权出售。净利润方面，公司2024Q3实现归母净利润-5.85亿元，环比转亏，主要系期间费用率提升+减值损失所致。
	岱美股份	2024Q3业绩整体符合预期，毛利率环比持续改善。收入端，2024Q3单季度公司实现营业收入15.19亿元，同比下降0.71%，环比下降10.45%，公司2024Q3营收环比下降预计主要受海外欧美车市三季度表现较弱的拖累。毛利率方面，公司2024Q3单季度综合毛利率为28.83%，环比提升0.71个百分点。期间费用方面，2024Q3公司期间费用率为12.45%，环比提升0.99个百分点；其中销售/管理/研发/财务费用率分别为1.77%/5.63%/3.89%/1.15%，环比分别-0.10/-2.22/+0.79/+2.53个百分点，财务费用率环比提升预计主要系汇兑损益的影响。净利润方面，公司2024Q3归母净利润为2.03亿元，环比下降9.83%；对应归母净利润率13.36%，环比提升0.09个百分点。
	新泉股份	2024Q3业绩超预期，毛利率环比实现提升。收入端，2024Q3单季度公司实现营业收入34.41亿元，环比增长10.39%。从主要下游2024Q3表现来看：北美知名电动车企上海工厂批发24.91万辆，环比增长21.10%；吉利汽车批发53.40万辆，环比增长11.25%；奇瑞汽车批发63.07万辆，环比增长15.22%；理想汽车批发15.28万辆，环比增长40.70%；国内重卡行业批发17.85万辆，环比下降22.99%。毛利率方面，公司2024Q3单季度毛利率21.35%，环比提升1.49个百分点，预计主要系新项目放量盈利提升。期间费用方面，公司2024Q3单季度期间费用率11.69%，环比提升0.32个百分点；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为1.95%/4.05%/4.27%/1.42%，环比分别+0.32/-0.33/+0.54/-0.21个百分点。净利润方面，公司2024Q3单季度归母净利润2.75亿元，同比增长47.98%，环比增长33.14%；对应归母净利润率7.99%，环比提升1.37个百分点。
热管理	银轮股份	2024Q3业绩符合预期，商用车拖累三季度营收。收入端，公司2024Q3单季度实现营业收入30.54亿元，环比下降4.04%。从主要下游2024Q3表现来看：国内狭义新能源乘用车行业批发销量322.90万辆，环比增长21.13%；国内重卡行业批发17.85万辆，环比下降22.99%；北美知名电动车企上海工厂批发24.91万辆，环比增长21.10%。毛利率方面，2024Q3公司单季度毛利率17.74%，环比下降3.18个百分点，主要系会计政策变动影响；若还原变动影响，2024Q3公司单季度毛利率环比实现提升，预计主要系公司持续推进降本增效措施。费用率方面，2024Q3公司期间费用率为9.59%，环比下降3.33个百分点，主要系会计政策变动导致销售费用率环比下降4.00个百分点，还原后期间费用率整体稳定。净利润方面，2024Q3公司单季度归母净利润2.01亿元，环比下降4.76%；对应归母净利润率6.59%，环比微降0.05个百分点（主要系二季度公司存在一次性事项产生的投资收益）。
传动类	双环传动	2024Q3业绩符合预期，毛利率环比持续提升。收入端，2024Q3单季度公司实现营业收入24.20亿元，环比增长7.68%。从主要下游2024Q3表现来看：国内新能源乘用车销量322.90万辆，环比增长21.13%，其中A0级及以上纯电车型销量150.18万辆，环比增长15.97%，插混车型销量140.94万辆，环比增长26.12%；国内重卡行业批发17.85万辆，环比下降22.99%。毛利率方面，公司2024Q3单季度综合毛利率为23.96%，环比提升1.13个百分点，预计主要系公司持续推进降本增效+规模效应所致。期间费用方面，公司2024Q3期间费用率为10.21%，环比提升0.90个百分点；其中，公司2024Q3单季销售/管理/研发/财务费用率分别为0.96%/3.52%/4.88%/0.85%，环比分别基本持平/+0.16/+0.20/+0.54个百分点。净利润方面，公司2024Q3实现归母净利润2.65亿元，环比增长5.30%；对应归母净利润率10.95%，环比下降0.25个百分点。
玻璃	福耀玻璃	2024Q3业绩符合预期，毛利率环比持续提升。收入端，公司2024Q3单季度实现营业收入99.74亿元，同比增长13.41%，环比增长4.94%。公司收入同比增速持续超越行业，体现出公司作为全球汽车玻璃龙头的虹吸效应。毛利率方面，公司2024Q3单季度毛利率为38.78%，同比提升2.47个百分点，环比提升1.05个百分点，公司单季度毛利率同比提升预计主要系公司持续推行提质增效措施+规模效应等因素贡献。费用率方面，公司2024Q3单季度期间费用率为14.86%，环比提升2.49个百分点；分项来看，2024Q3公司销售/管理/研发/财务费用率分别为4.32%/7.41%/4.32%/-1.18%，环比分别+0.13/+0.74/+0.02/+1.60个百分点，其中公司2024Q3财务费用率环比提升主要系汇兑损益的影响，2024Q3公司汇兑亏损1.23亿元，而2024Q2公司汇兑收益0.74亿元。净利润方面，公司2024Q3单季度实现归母净利润19.80亿元，同比增长53.54%，环比微降6.19%；对应归母净利润率19.85%，环比下降2.36个百分点。若扣除汇兑损益的影响，公司2024Q3经营性净利润环比实现正增长。
被动安全	松原股份	2024Q3业绩符合预期，营收环比持续增长。收入端，公司2024Q3单季度实现营业收入5.07亿元，环比增长16.54%。从主要下游2024Q3表现来看：奇瑞批发63.07万辆，环比增长15.22%；吉利批发53.40万辆，环比增长11.25%；上汽通用五菱批发27.00万辆，环比下降21.97%；长城批发29.41万辆，环比微增3.41%。毛利率方面，公司2024Q3单季度毛利率为29.02%，环比下降0.93个百分点，预计主要受产品结构变化的影响。费用率方面，公司2024Q3单季度期间费用率为12.17%，环比提升0.42个百分点；其中销售/管理/研发/财务费用率分别为1.89%/3.99%/5.27%/1.01%，环比分别+0.30/+0.09/-0.40/+0.44个百分点。净利润方面，公司2024Q3单季度实现归母净利润0.67亿元，环比增长8.20%；对应归母净利润率13.30%，环比下降1.03个百分点。

重卡：景气下行，业绩承压

行业销量：Q3同环比下降，不及预期

■ **24Q3行业销量低于预期：批发销量17.8万辆，同环比-18.2%/-23.0%。终端：不及预期。**销量同环比下滑，其中柴油/天然气重卡同环比均下滑，天然气重卡降幅明显大于行业，Q3天然气渗透率同环比-4.8/-8.0pct至30.4%，主因油气价差收窄，而电动重卡保持翻倍式增长。**出口：符合预期。**Q3出口同环比-2.3%/-9.8%，由增转降但降幅不大，考虑车企出口开票时间差，波动在预期内，整体平稳。**库存：去库幅度超预期。**Q3大幅去库2.1万台，行业库存积压现象明显缓解，有助于行业走向良性发展。

图：重卡行业销量表现（万辆）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	2024Q1	2024Q2	2024Q3
批发/万辆	9.7	6.0	11.6	8.2	7.8	7.1	5.8	6.2	5.8	27.3	23.2	17.8
Yoy	99.1%	-22.2%	0.3%	-1.0%	0.9%	-17.5%	-5.0%	-12.2%	-32.7%	13.0%	-6.2%	-18.2%
Mom/Qoq	86.2%	38.1%	92.9%	28.9%	5.0%	-8.7%	18.3%	7.1%	7.6%	33.5%	15.0%	-23.0%
上险/万辆	3.4	2.6	7.5	6.5	5.4	4.7	4.6	4.0	4.3	13.5	16.6	13.0
Yoy	20.3%	-55.8%	-1.7%	17.0%	6.1%	-4.3%	8.6%	-23.2%	-25.9%	17.3%	6.7%	15.4%
Mom/Qoq	-5.6%	23.5%	89.0%	13.7%	17.3%	12.3%	-1.3%	13.4%	8.1%	-3.7%	22.5%	21.4%
其中：天然气重卡	0.6	1.0	2.9	2.6	2.1	1.6	1.8	1.2	0.9	4.5	6.4	4.0
Yoy	95.8%	48.5%	207.8%	60.4%	85.6%	28.5%	68.9%	35.3%	-61.7%	35.4%	86.7%	26.9%
Mom/Qoq	3.7%	50.6%	205.8%	10.2%	20.3%	23.0%	10.5%	31.3%	23.2%	1.6%	40.3%	37.7%
天然气渗透率	18.7%	36.9%	39.0%	40.6%	39.1%	34.4%	38.5%	30.5%	21.7%	33.5%	38.4%	30.4%
其中：柴油类重卡	2.4	1.5	4.0	3.4	2.7	2.4	2.2	2.2	2.6	7.9	8.5	6.9
Yoy	0.5%	-71.1%	37.8%	-21.3%	26.7%	-29.6%	26.1%	-29.2%	17.1%	-43.5%	25.5%	-24.1%
Mom/Qoq	3.1%	37.4%	172.7%	16.2%	19.2%	13.3%	7.7%	1.7%	18.7%	1.9%	7.7%	18.8%
其中：电动重卡	0.4	0.2	0.5	0.4	0.5	0.7	0.6	0.6	0.8	1.1	1.6	1.9
Yoy	155.9%	72.2%	188.8%	100.8%	185.3%	177.6%	192.8%	122.4%	162.3%	146.5%	152.8%	156.9%
Mom/Qoq	-32.0%	-43.0%	151.5%	-13.4%	8.8%	38.4%	-9.7%	-4.0%	33.1%	-14.7%	48.5%	22.4%
纯电渗透率	3.1%	-37.4%	172.7%	-16.2%	-19.2%	-13.3%	-7.7%	-1.7%	18.7%	13.4%	18.5%	27.8%
出口/万辆	2.6	2.4	2.5	2.5	2.8	2.4	2.2	2.4	2.5	7.5	7.7	7.0
Yoy	38.6%	6.4%	4.1%	6.7%	17.5%	7.4%	12.9%	3.2%	3.5%	14.8%	5.4%	2.3%
Mom/Qoq	34.2%	7.7%	2.5%	3.4%	11.4%	-16.5%	8.7%	9.7%	3.6%	13.1%	3.8%	9.8%
渠道库存变动值	3.7	1.0	1.6	-0.8	-0.4	0.1	-1.0	-0.1	-1.0	6.3	-1.1	-2.1

海关出口：24Q3景气度回升，俄罗斯出口重回增长

- 海关口径下，24Q3出口9.9万辆，同环比分别+26%/+14%，景气度进一步向上。其中出口俄罗斯Q3同环比分别+19%/+41%，10月报废税落地带来抢运效应明显；出口亚/非/中东Q3同比分别+40%/+34%/+80%，非俄地区合计Q3同环比分别+31%/+1%，景气度持续。
- 中国品牌出口俄罗斯产品利润更高，我们认为Q3俄罗斯重回增长后重卡出口整体盈利性或有增强。

图：重卡海关出口销量表现（辆）

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23M1-9	24M1-9
独联体	26806	40601	38623	29675	16947	31908	44451	106030	93306
俄罗斯	22322	33746	33246	23265	12237	27938	39407	89314	79582
俄罗斯同比	624%	534%	220%	43%	-45%	-17%	19%	375%	-11%
俄罗斯环比	37%	51%	-1%	-30%	-47%	128%	41%		
亚洲	12959	14825	11976	13511	15979	19446	16710	39760	52135
同比	36%	23%	13%	22%	23%	31%	40%	-6%	31%
环比	17%	14%	19%	13%	18%	22%	14%		
非洲	15225	16099	16569	16361	18585	18958	22178	47893	59721
同比	31%	39%	17%	12%	22%	18%	34%	28%	25%
环比	4%	6%	3%	-1%	14%	2%	17%		
中东	3784	5994	5679	7442	8604	9775	10204	15457	28583
同比	163%	264%	88%	131%	127%	63%	80%	153%	85%
环比	17%	58%	-5%	31%	16%	14%	4%		
拉美	4325	3799	5107	5004	5625	5624	4741	13231	15990
同比	72%	11%	34%	12%	30%	48%	-7%	36%	21%
环比	-3%	-12%	34%	-2%	12%	0%	-16%		
非俄地区合计	41147	48225	45415	49505	54203	59173	59654	134787	173030
同比	49%	23%	20%	37%	32%	23%	31%	29%	28%
环比	14%	17%	-6%	9%	9%	9%	1%		
总计	63469	81971	78661	72770	66440	87111	99061	224101	252612
同比	107%	84%	63%	39%	5%	6%	26%	82%	13%
环比	21%	29%	-4%	-7%	-9%	31%	14%		

公司销量：陕重汽优于行业，解放/福田/潍柴弱于行业

- 24Q3主流车企销量均同环比明显下滑，其中陕重汽表现优于行业，解放/福田/潍柴弱于行业。
- 重汽：整体和行业趋势一致，终端同比略优于行业，出口略弱于行业；解放：弱于行业，出口同比大幅增长，但终端偏弱且大幅去库存导致批发偏弱；福田：批发/终端/出口销量同比弱于行业，环比低基数下均优于行业；潍柴：重卡发动机终端大幅弱于行业，子公司陕重汽优于行业，终端表现一般，但出口表现较好且没有去库。

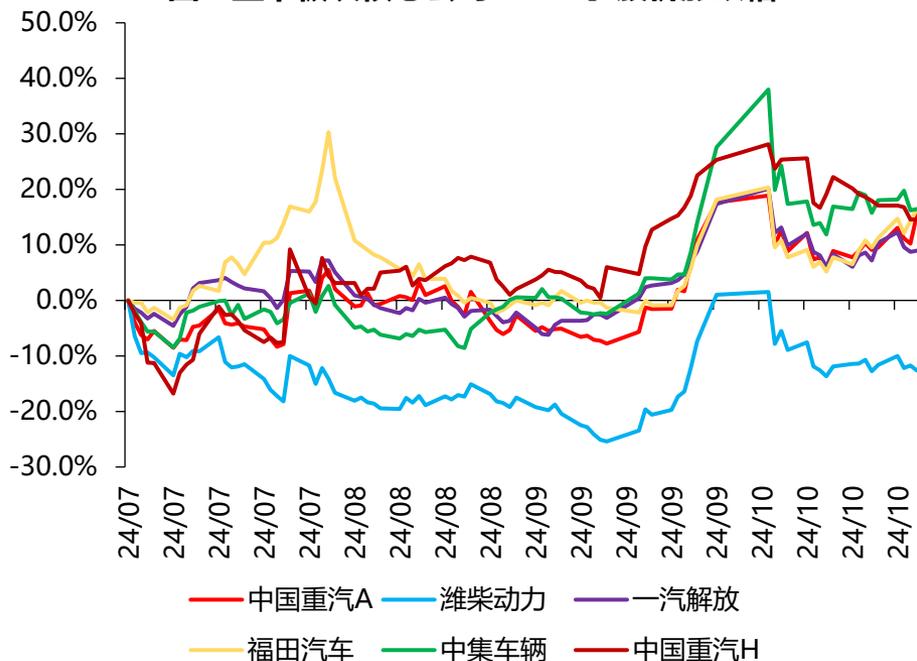
图：重卡行业及核心公司销量表现（万辆）

		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3同比	Q3环比	表现
批发	重卡行业	24.1	24.7	21.8	20.4	27.2	23.2	17.8	-18.2%	-23.0%	不及预期
	中国重汽-H	6.8	6.2	6.2	4.3	7.7	6.3	5.0	-19.5%	-21.0%	与行业一致
	一汽解放	4.4	5.7	4.2	4.1	5.9	4.7	3.0	-28.9%	-36.7%	弱于行业
	福田汽车	2.6	2.1	2.1	2.1	2.1	1.7	1.5	-27.9%	-12.8%	同比弱于行业，环比优于行业
	陕重汽	3.8	4.1	3.6	3.5	3.9	4.2	3.3	-8.6%	-20.6%	优于行业
上险	重卡行业	16.3	15.5	15.4	14.0	13.6	16.6	13.0	-15.4%	-21.4%	不及预期
	中国重汽-H	2.5	2.7	2.6	2.6	2.6	3.2	2.3	-11.0%	-28.4%	同比略优于行业
	一汽解放	3.9	3.3	3.9	3.0	3.3	3.7	2.9	-27.0%	-23.6%	弱于行业
	福田汽车	1.9	1.5	1.8	1.5	1.3	1.6	1.4	-20.0%	-9.4%	同比弱于行业，环比优于行业
	陕重汽	1.7	1.6	1.7	1.4	1.5	1.8	1.3	-21.7%	-25.9%	弱于行业
	中国重汽-A	1.5	1.6	1.5	1.6	1.6	1.9	1.4	-4.0%	-24.8%	优于行业
	潍柴动力	4.9	4.9	5.2	4.3	4.6	5.3	3.3	-37.2%	-38.4%	大幅弱于行业
出口	重卡行业	6.5	7.4	7.1	6.6	7.4	7.7	7.0	-2.3%	-9.8%	符合预期
	中国重汽-H	3.1	3.4	3.4	2.1	3.4	2.9	2.6	-22.5%	-8.5%	弱于行业
	一汽解放	0.8	1.0	1.0	1.7	1.3	1.8	1.3	28.7%	-26.7%	同比大幅优于行业
	福田汽车	0.6	0.6	0.3	0.5	0.3	0.2	0.3	-21.9%	8.9%	同比弱于行业，环比优于行业
	陕重汽	1.3	1.4	1.5	1.5	1.4	1.6	1.7	9.7%	2.2%	优于行业
渠道 库存 变动	重卡行业	1.3	1.8	(0.7)	(0.2)	6.3	(1.1)	(2.1)			
	中国重汽-H	1.2	0.1	0.2	(0.5)	1.7	0.2	0.0			
	一汽解放	(0.2)	1.4	(0.7)	(0.6)	1.4	(0.8)	(1.2)			
	福田汽车	0.2	0.0	(0.0)	0.0	0.4	(0.1)	(0.2)			
	陕重汽	0.8	1.0	0.4	0.7	1.0	0.8	0.3			

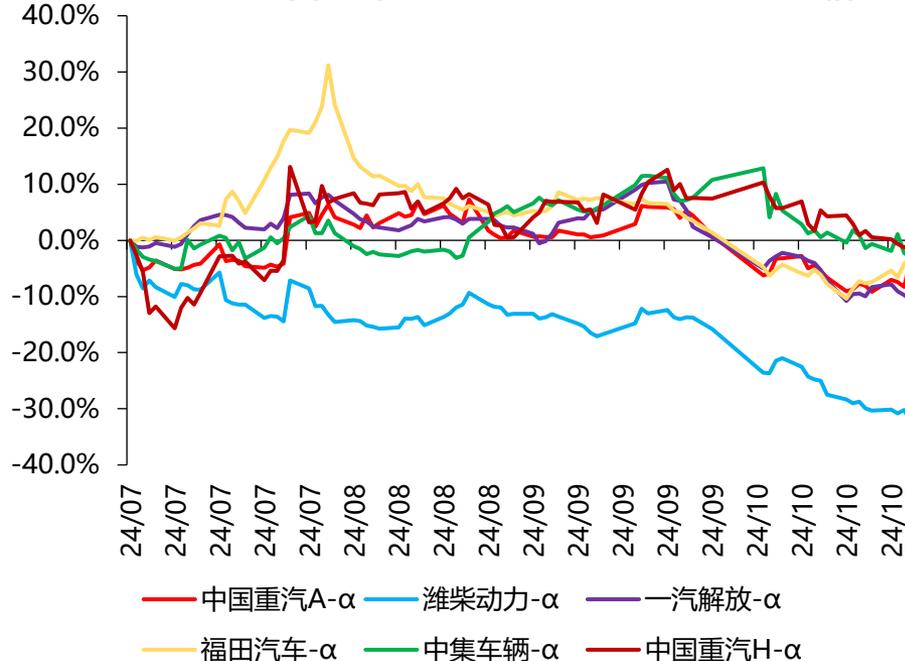
股价：24Q3超额收益均为负，潍柴跌幅最大

- **24Q3股价跟随大盘上行，但超额收益均为负：**24Q3万得全A累计涨幅17.6%，恒生指数累计涨幅16.0%，重汽A/重汽H/潍柴/解放/福田/中集累计涨幅分别12.4%/ 13.5%/-11.9%/6.6%/ 12.1%/13.0%，**除潍柴外其他公司股价均增长。**24Q3重汽A/重汽H/潍柴/解放/福田/中集超额收益分别-5.3%/-2.5%/-29.5%/-11.0%/-5.5%/-4.6%，**超额收益均为负，潍柴负收益最大。**
- **年初至今重汽A/H跑出超额：**年初至今重汽A/重汽H/潍柴/解放/福田/中集超额收益分别17.7%/ 30.4%/-8.3%/-8.4%/-13.5%/-3.4%，**仅重汽A/H超额收益为正。**

图：重卡板块核心公司2024Q3股价涨跌幅



图：重卡板块核心公司2024Q3股价超额涨跌幅



收入：Q3同环比下降，与行业销量降幅基本一致

- **行业整体**：Q3重卡公司收入合计同环比分别-18.7%/-20.3%，与行业销量降幅基本一致。
- **重汽A**：收入环比-29%，销量端，重汽A/H内销环比弱于行业，出口环比优于行业，预计内外销结构改变下ASP亦有下滑；**潍柴**：重卡产业链收入同环比降幅小于行业，陕重汽销量表现优于行业；**福田**：收入环比逆势增长，Q2受气体机事件影响导致低基数，Q3销量环比优于行业，ASP环比提升；**解放**：收入同环比降幅较大，销量及价格表现均弱于行业；**中集**：收入环比好于行业，销量环比小幅回升，产品结构变化导致ASP环比下降。

图：重卡板块核心公司核心财务指标比较

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3同比	Q3环比	
收入 (亿元)	重卡公司合计	778.4	817.8	786.7	755.3	826.9	802.3	639.7	-18.68%	-20.26%
	中国重汽-A	92.1	109.7	105.8	113.1	114.3	129.7	91.9	-13.15%	-29.19%
	潍柴动力-剔除KION	330.3	310.7	327.9	297.7	342.6	339.9	283.4	-13.59%	-16.63%
	福田汽车	149.7	138.7	141.0	131.5	128.7	111.0	117.9	-16.34%	6.26%
	一汽解放	140.4	189.8	151.1	157.8	189.8	166.2	95.3	-36.90%	-42.65%
	中集车辆	65.8	68.9	61.0	55.2	51.5	55.5	51.2	-15.98%	-7.62%
销量 (万台)	行业批发	24.1	24.7	21.8	20.4	27.2	23.2	17.8	-18.22%	-23.02%
	中国重汽-A	6.1		6.7		7.1		-	-	-
	潍柴动力-重卡发动机销量	14.2		16.0		16.1		6.0	-	-
	潍柴动力-陕重汽销量	6.1		5.5		6.3		2.9	-	-
	福田汽车-并表销量	13.8	12.7	12.8	16.3	13.8	13.2	12.0	-6.23%	-8.69%
	福田汽车-中重卡销量	3.5	2.8	2.7	2.6	3.0	2.4	2.0	-24.17%	-16.45%
	一汽解放-中重卡销量	4.9	6.3	4.6	4.6	6.6	5.7	4.3	-7.85%	-24.68%
	中集车辆	3.6	3.7	4.3	2.3	2.9	3.3	3.3	-23.71%	0.44%
ASP (万元)	中国重汽-A	33.1		32.9		34.6		-	-	-
	潍柴动力	31.6		29.1		30.5		31.8	9.43%	4.50%
	福田汽车-并表单车均价	10.8	11.0	11.0	8.0	9.3	8.4	9.8	-10.78%	16.37%
	一汽解放	28.5	30.1	32.5	34.0	28.8	29.2	22.3	-31.53%	-23.85%
	中集车辆	18.1	18.6	14.2	24.3	17.5	17.0	15.7	10.13%	-8.03%

盈利：Q3毛利率同环比提升，净利率同环比下降

- 行业平均：Q3毛利率改善明显，同环比分别+0.38/+0.86pct；扣非前/后归母净利率均呈现同比微降，环比下降趋势，其中重汽A盈利超预期提升，潍柴/中集盈利亦有较好改善。
- 重汽A：利润率提升超预期，毛利率/净利率均同环比大幅提升；潍柴：毛利率同环比表现较好；中集：毛利率环比大幅改善，净利率环比微增；解放：毛利率环比微增，净利率同环比降幅明显；福田：毛利率同比微增，净利率同环比下降。

图：重卡板块核心公司核心财务指标比较（%）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3同比	Q3环比
毛利率	重卡公司平均	12.45%	13.69%	13.20%	14.51%	12.63%	12.72%	13.58%	0.38%	0.86%
	中国重汽-A	7.92%	7.43%	6.27%	9.41%	7.87%	7.17%	8.30%	2.03%	1.14%
	潍柴动力	18.70%	20.19%	21.77%	23.66%	22.11%	21.39%	22.12%	0.35%	0.73%
	福田汽车	11.05%	12.42%	12.64%	9.31%	11.62%	13.54%	12.75%	0.11%	-0.79%
	一汽解放	6.13%	8.24%	7.72%	10.67%	6.30%	6.95%	7.15%	-0.57%	0.20%
	中集车辆	18.47%	20.17%	17.61%	19.52%	15.26%	14.58%	17.59%	-0.03%	3.01%
归母净利率	重卡公司平均	3.12%	6.19%	2.78%	2.96%	3.01%	3.44%	2.58%	-0.20%	-0.86%
	中国重汽-A	2.43%	2.48%	1.51%	3.76%	2.40%	2.66%	3.43%	1.93%	0.78%
	潍柴动力	3.47%	3.88%	4.80%	4.69%	4.61%	5.89%	5.05%	0.25%	-0.84%
	福田汽车	1.99%	2.22%	1.30%	0.92%	1.99%	1.42%	0.15%	-1.15%	-1.27%
	一汽解放	0.44%	1.79%	0.07%	2.22%	0.89%	1.86%	-1.20%	-1.28%	-3.06%
	中集车辆	7.28%	20.58%	6.24%	3.23%	5.14%	5.37%	5.46%	-0.78%	0.09%
扣非归母净利率	重卡公司平均	2.70%	3.41%	2.20%	1.95%	2.74%	3.04%	1.94%	-0.26%	-1.10%
	中国重汽-A	2.40%	2.47%	1.38%	3.57%	2.30%	2.46%	2.98%	1.60%	0.52%
	潍柴动力	3.26%	3.55%	3.74%	4.56%	4.16%	5.59%	4.51%	0.77%	-1.08%
	福田汽车	1.16%	1.71%	0.29%	-0.01%	1.61%	0.88%	-0.71%	-1.00%	-1.59%
	一汽解放	-0.59%	1.23%	-0.44%	-1.07%	0.55%	1.08%	-2.29%	-1.85%	-3.38%
	中集车辆	7.27%	8.08%	6.04%	2.71%	5.09%	5.20%	5.21%	-0.83%	0.01%

费用：Q3控费明显，收入下滑导致费用率压力依然较大

- 费用额来看，Q3行业平均销管研费用同比大幅压降7.0%，环比下降1.5%，其中销售费用环比+3.5%，或与行业竞争有关，财务费用同环比亦有增长，期间费用整体同比-6.8%，环比+3.6%。
- 费用率来看，行业收入下滑导致行业平均费用率被动抬升，销管研费用同环比均有提升，合计同环比+1.27/+1.74pct，财务费用增长下期间费用率同环比进一步抬升，Q3费用率压力较大。

图：重卡板块行业费用指标比较（%或亿元）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3同比	Q3环比
销售费用率	2.83%	2.80%	2.95%	2.99%	2.82%	2.83%	3.32%	0.37%	0.48%
管理费用率	3.03%	2.99%	3.19%	4.00%	3.02%	2.88%	3.49%	0.30%	0.61%
研发费用率	2.42%	2.68%	3.12%	3.91%	2.72%	3.08%	3.72%	0.60%	0.64%
财务费用率	-0.32%	-0.57%	-0.34%	-0.45%	-0.46%	-0.55%	-0.29%	0.05%	0.26%
销管研合计	8.29%	8.46%	9.26%	10.90%	8.56%	8.79%	10.53%	1.27%	1.74%
期间费用率	7.96%	7.89%	8.92%	10.45%	8.10%	8.25%	10.24%	1.32%	2.00%
销售费用	8.1	9.0	9.2	10.1	8.8	7.9	8.2	-11.6%	3.5%
管理费用	7.0	7.1	7.2	7.9	7.4	7.0	7.0	-2.7%	0.3%
研发费用	5.9	6.7	6.9	8.7	6.9	7.2	6.6	-5.4%	-8.7%
财务费用	-0.3	-0.8	0.3	-0.6	-0.4	-0.8	0.3		
销管研合计	20.9	22.9	23.4	26.7	23.1	22.1	21.8	-7.0%	-1.5%
期间费用	20.6	22.0	23.7	26.1	22.7	21.3	22.1	-6.8%	3.6%

费用：重汽A控费效果最好，解放费用率压力较大

- 费用额来看，各家销管研费用同比均明显压降，综合同环比来看，重汽A控费效果最好，同环比分别-12.8%/-9.9%，潍柴费用环比亦有下降，福田/解放/中集费用环比增长。
- 费用率来看，由于福田Q3收入环比增长摊薄销管研费用，合计费用率同环比下降，其余各家销管研费用率均同环比增长，其中重汽A表现最好，同环比分别微增0.02/0.8pct，解放费用率压力最大，同环比分别+4.66/+6.26pct。

图：重卡板块核心公司核心财务指标比较 (%或亿元)

		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3同比	Q3环比
销管研合计 (费用率 /%)	重卡公司平均	8.29%	8.46%	9.26%	10.90%	8.56%	8.79%	10.53%	1.27%	1.74%
	中国重汽-A	3.02%	2.53%	3.72%	3.37%	3.47%	2.93%	3.73%	0.02%	0.80%
	潍柴动力	12.02%	12.42%	12.27%	13.69%	12.97%	12.79%	13.73%	1.46%	0.94%
	福田汽车	9.38%	9.51%	11.49%	10.74%	10.58%	11.97%	11.41%	-0.08%	-0.56%
	一汽解放	8.93%	8.65%	9.72%	13.67%	7.18%	8.11%	14.37%	4.66%	6.26%
	中集车辆	8.08%	9.21%	9.11%	13.04%	8.57%	8.16%	9.40%	0.29%	1.25%
销管研合计 (绝对值/ 亿元)	重卡公司平均	20.9	22.9	23.4	26.7	23.1	22.1	21.8	-7.0%	-1.5%
	中国重汽-A	2.8	2.8	3.9	3.8	4.0	3.8	3.4	-12.8%	-9.9%
	潍柴动力	69.9	75.6	76.8	86.8	79.7	75.5	73.5	-4.2%	-2.6%
	福田汽车	14.0	13.2	16.2	14.1	13.6	13.3	13.5	-16.9%	1.3%
	一汽解放	12.5	16.4	14.7	21.6	13.6	13.5	13.7	-6.7%	1.6%
	中集车辆	5.3	6.3	5.6	7.2	4.4	4.5	4.8	-13.3%	6.5%

附：重卡公司费用明细：同比压降明显

图：重卡板块核心公司费用比较（亿元）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3同比	Q3环比
销售费用	重卡公司平均	8.1	9.0	9.2	10.1	8.8	7.9	8.2	-11.6%	3.5%
	中国重汽-A	1.2	1.6	0.8	0.6	1.0	0.8	0.7	-4.0%	-10.2%
	潍柴动力	28.7	33.4	33.8	38.2	32.7	28.6	30.1	-11.2%	5.2%
	福田汽车	5.6	3.9	6.2	5.7	4.3	4.8	5.0	-18.5%	5.0%
	一汽解放	3.6	4.2	3.8	4.5	4.4	4.0	3.7	-2.5%	-8.2%
	中集车辆	1.5	2.1	1.7	1.5	1.5	1.3	1.4	-17.6%	5.5%
管理费用	重卡公司平均	7.0	7.1	7.2	7.9	7.4	7.0	7.0	-2.7%	0.3%
	中国重汽-A	0.8	0.0	1.0	1.5	0.9	1.0	0.7	-25.5%	-26.9%
	潍柴动力	23.0	23.3	23.6	24.7	26.1	24.8	24.4	3.4%	-1.5%
	福田汽车	4.2	4.2	4.5	2.5	3.9	3.5	3.8	-15.9%	6.3%
	一汽解放	3.9	4.8	4.2	6.4	3.8	3.6	4.1	-2.9%	13.6%
	中集车辆	2.9	3.4	2.9	4.4	2.4	2.1	2.2	-24.1%	2.4%
研发费用	重卡公司平均	5.9	6.7	6.9	8.7	6.9	7.2	6.6	-5.4%	-8.7%
	中国重汽-A	0.8	1.2	2.2	1.7	2.0	2.0	2.0	-10.1%	-1.3%
	潍柴动力	18.3	18.9	19.3	23.9	20.9	22.1	19.0	-1.3%	-13.9%
	福田汽车	4.2	5.1	5.6	5.9	5.5	5.0	4.7	-16.0%	-5.8%
	一汽解放	5.0	7.4	6.7	10.6	5.4	5.9	6.0	-11.4%	1.1%
	中集车辆	0.9	0.8	1.0	1.3	0.5	1.1	1.2	26.3%	16.0%
财务费用	重卡公司平均	-0.3	-0.8	0.3	-0.6	-0.4	-0.8	0.3		
	中国重汽-A	-0.4	-0.5	-0.6	-0.8	-0.7	-0.6	-0.5		
	潍柴动力	0.5	-0.3	5.1	0.3	1.1	-0.7	3.6		
	福田汽车	0.1	-0.5	-0.2	-0.1	-0.0	-0.2	0.2		
	一汽解放	-1.9	-2.3	-2.6	-2.4	-2.0	-1.9	-1.6		
	中集车辆	0.0	-0.5	-0.2	-0.0	-0.4	-0.5	-0.1		
销管研合计	重卡公司平均	20.9	22.9	23.4	26.7	23.1	22.1	21.8	-7.0%	-1.5%
	中国重汽-A	2.8	2.8	3.9	3.8	4.0	3.8	3.4	-12.8%	-9.9%
	潍柴动力	69.9	75.6	76.8	86.8	79.7	75.5	73.5	-4.2%	-2.6%
	福田汽车	14.0	13.2	16.2	14.1	13.6	13.3	13.5	-16.9%	1.3%
	一汽解放	12.5	16.4	14.7	21.6	13.6	13.5	13.7	-6.7%	1.6%
	中集车辆	5.3	6.3	5.6	7.2	4.4	4.5	4.8	-13.3%	6.5%

附：重卡公司费用率明细：各项费用率均同环比抬升

图：重卡板块核心公司费用率比较（毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct）

		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3同比	Q3环比
销售费用率	重卡公司平均	2.83%	2.80%	2.95%	2.99%	2.82%	2.83%	3.32%	0.37%	0.48%
	中国重汽-A	1.28%	1.47%	0.72%	0.50%	0.89%	0.63%	0.79%	0.08%	0.17%
	潍柴动力	4.30%	4.42%	4.36%	4.61%	4.63%	4.42%	4.94%	0.58%	0.52%
	福田汽车	3.75%	2.82%	4.38%	4.32%	3.32%	4.32%	4.27%	-0.11%	-0.05%
	一汽解放	2.53%	2.21%	2.49%	2.88%	2.30%	2.40%	3.85%	1.36%	1.44%
	中集车辆	2.29%	3.08%	2.78%	2.63%	2.96%	2.39%	2.73%	-0.05%	0.34%
管理费用率	重卡公司平均	3.03%	2.99%	3.19%	4.00%	3.02%	2.88%	3.49%	0.30%	0.61%
	中国重汽-A	0.86%	0.01%	0.93%	1.34%	0.80%	0.77%	0.79%	-0.13%	0.02%
	潍柴动力	4.30%	4.42%	4.36%	4.61%	4.63%	4.42%	4.94%	0.58%	0.52%
	福田汽车	2.82%	3.00%	3.17%	1.93%	3.01%	3.18%	3.18%	0.02%	0.00%
	一汽解放	2.80%	2.52%	2.77%	4.07%	2.01%	2.15%	4.26%	1.49%	2.11%
	中集车辆	4.40%	5.00%	4.74%	8.06%	4.62%	3.86%	4.28%	-0.46%	0.42%
研发费用率	重卡公司平均	2.42%	2.68%	3.12%	3.91%	2.72%	3.08%	3.72%	0.60%	0.64%
	中国重汽-A	0.89%	1.05%	2.07%	1.53%	1.78%	1.54%	2.14%	0.07%	0.61%
	潍柴动力	3.43%	3.58%	3.56%	4.47%	3.71%	3.94%	3.85%	0.29%	-0.09%
	福田汽车	2.81%	3.69%	3.94%	4.49%	4.26%	4.46%	3.96%	0.02%	-0.51%
	一汽解放	3.59%	3.92%	4.46%	6.72%	2.87%	3.55%	6.26%	1.81%	2.71%
	中集车辆	1.39%	1.13%	1.60%	2.35%	0.99%	1.91%	2.40%	0.80%	0.49%
财务费用率	重卡公司平均	-0.32%	-0.57%	-0.34%	-0.45%	-0.46%	-0.55%	-0.29%	0.05%	0.26%
	中国重汽-A	-0.48%	-0.46%	-0.54%	-0.69%	-0.58%	-0.43%	-0.53%	0.01%	-0.10%
	潍柴动力	0.10%	-0.06%	0.93%	0.06%	0.19%	-0.13%	0.72%	-0.21%	0.85%
	福田汽车	0.09%	-0.34%	-0.14%	-0.07%	0.00%	-0.18%	0.16%	0.31%	0.34%
	一汽解放	-1.34%	-1.20%	-1.70%	-1.54%	-1.07%	-1.15%	-1.66%	0.04%	-0.51%
	中集车辆	0.03%	-0.79%	-0.26%	0.00%	-0.82%	-0.84%	-0.13%	0.13%	0.70%
销管研合计	重卡公司平均	8.29%	8.46%	9.26%	10.90%	8.56%	8.79%	10.53%	1.27%	1.74%
	中国重汽-A	3.02%	2.53%	3.72%	3.37%	3.47%	2.93%	3.73%	0.02%	0.80%
	潍柴动力	12.02%	12.42%	12.27%	13.69%	12.97%	12.79%	13.73%	1.46%	0.94%
	福田汽车	9.38%	9.51%	11.49%	10.74%	10.58%	11.97%	11.41%	-0.08%	-0.56%
	一汽解放	8.93%	8.65%	9.72%	13.67%	7.18%	8.11%	14.37%	4.66%	6.26%
	中集车辆	8.08%	9.21%	9.11%	13.04%	8.57%	8.16%	9.40%	0.29%	1.25%

重汽A：Q3业绩超预期，盈利能力大幅提升

- **Q3业绩超预期**：24Q3收入91.86亿元，同环比分别-13.1%/-29.2%；归母净利润3.15亿元，同环比分别+97.9%/-8.4%；扣非归母净利润2.74亿元，同环比分别87.8%/-14.2%。
- **Q3利润率大幅提升**：24Q3公司毛利率8.3%，同比+2.0pct，环比24H1+0.8pct；归母净利率3.4%，同环比分别+1.9/+0.8pct。我们认为，公司盈利能力大幅提升主要因为：1) 公司作为重卡出口龙头，受益于出口相对优势表现，产品结构优化，溢价能力增强，且我们认为Q3俄罗斯出口回暖增益行业出口整体利润；2) 降本增效持续推进，公司24Q3销管研费用同环比压降明显。

图：中国重汽24Q2季报核心财务指标拆分（亿元）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q3 调整质保费后	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3同比	Q3环比
营业收入	92.14	109.74	105.77	105.77	113.06	114.27	129.74	91.86	-13.1%	-29.2%
营业成本	84.84	101.59	98.83	99.14	102.43	105.28	120.44	84.24	-15.0%	-30.1%
毛利率	7.92%	7.43%	6.56%	6.27%	9.41%	7.87%	7.17%	8.30%	+2.0%	+1.1%
销售费用	1.18	1.61	1.07	0.76	0.57	1.02	0.81	0.73	-4.0%	-10.2%
管理费用	0.79	0.01	0.98	0.98	1.51	0.92	1.00	0.73	+25.5%	+26.9%
研发费用	0.82	1.15	2.19	2.19	1.73	2.03	2.00	1.97	+10.1%	+1.3%
财务费用	(0.44)	(0.50)	(0.57)	(0.57)	(0.78)	(0.67)	(0.56)	(0.48)	-	-
销售费用率	1.3%	1.5%	1.0%	0.7%	0.5%	0.9%	0.6%	0.8%	+0.1%	+0.8%
管理费用率	0.9%	0.0%	0.9%	0.9%	1.3%	0.8%	0.8%	0.8%	-0.1%	+0.8%
研发费用率	0.9%	1.1%	2.1%	2.1%	1.5%	1.8%	1.5%	2.1%	+0.1%	+2.1%
财务费用率	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.7%	-0.6%	-0.4%	-0.5%	0.0%	-0.5%
归母净利润	2.24	2.72	1.59	1.59	4.25	2.74	3.44	3.15	+97.9%	-8.4%
扣非后归母净利润	2.21	2.71	1.46	1.46	4.04	2.63	3.19	2.74	+87.8%	+14.2%
归母净利率	2.4%	2.5%	1.5%	1.5%	3.8%	2.4%	2.7%	3.4%	+1.9%	+0.8%

潍柴：Q3业绩符合预期，毛利率同环比提升

- **Q3业绩符合预期**：24Q3收入494.6亿元，同环比分别-8.8%/-11.8%；归母净利润25.0亿元，同环比分别-4.0%/-24.4%；扣非归母净利润22.3亿元，同环比分别+10.0%/-28.8%。
- **Q3收入/利润降幅小于行业**，主要系：1) 陕重汽批发销量3.3万辆，同环比分别-8.6%/-20.6%，表现优于行业总量；2) 凯傲Q3实现收入27.0亿欧元，同环比分别-1%/-6%，平滑周期性。**Q3公司毛利率同环比+0.4/+0.7pct**，主要系：1) 高盈利的大缸径发动机交付环比提升，新平台气体机上量；2) 降本增效持续推行；3) 凯傲低利润率订单消化，24Q3毛利率同环比+0.7/+0.9pct。

图：潍柴动力24Q3季报核心财务指标拆分（亿元）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3同比	Q3环比
营业收入/亿元	534.34	527.01	542.48	535.75	563.80	561.10	494.64	-8.8%	-11.8%
营业成本	434.42	420.62	424.39	409.00	439.14	441.10	385.23	-9.2%	-12.7%
毛利率	18.70%	20.19%	21.77%	23.66%	22.11%	21.39%	22.12%	0.4%	0.7%
销售费用/亿元	28.66	33.39	33.85	38.20	32.72	28.56	30.05	-11.2%	5.2%
管理费用/亿元	22.95	23.29	23.64	24.69	26.12	24.83	24.44	3.4%	-1.5%
研发费用/亿元	18.33	18.88	19.29	23.95	20.91	22.11	19.04	-1.3%	-13.9%
财务费用/亿元	0.52	-0.31	5.05	0.34	1.06	-0.75	3.57		
销售费用率	5.36%	6.34%	6.24%	7.13%	5.80%	5.09%	6.08%	-0.2%	1.0%
管理费用率	4.30%	4.42%	4.36%	4.61%	4.63%	4.42%	4.94%	0.6%	0.5%
研发费用率	3.43%	3.58%	3.56%	4.47%	3.71%	3.94%	3.85%	0.3%	-0.1%
财务费用率	0.10%	-0.06%	0.93%	0.06%	0.19%	-0.13%	0.72%	-0.2%	0.9%
归母净利润/亿元	18.56	20.43	26.02	25.13	26.00	33.0	25.0	-4.0%	-24.4%
归母净利率	3.47%	3.88%	4.80%	4.69%	4.61%	5.89%	5.05%	0.3%	-0.8%
扣非后归母净利润/亿元	17.42	18.68	20.28	24.41	23.44	31.3	22.3	10.0%	-28.8%
扣非后归母净利率	3.26%	3.55%	3.74%	4.56%	4.16%	5.59%	4.51%	0.8%	-1.1%
陕重汽销量/辆-中汽协	37725	40710	36168	34867	38877	41616	33063	-8.6%	-20.6%
发动机配套/套-交强险	48920	48505	52407	42920	46367	53430	32937	-37.2%	-38.4%

解放：Q3业绩不及预期，收入大幅下滑

- **Q3业绩不及预期**：24Q3收入95.3亿元，同环比分别-36.9%/-42.6%；归母净利润-1.15亿元，24Q2/23Q3分别3.1/0.11亿元；扣非归母净利润-2.2亿元，24Q2/23Q3分别1.8/-0.7亿元。
- **量/价下跌导致的收入大幅下滑为业绩不及预期的主要原因**，主要系：1) Q3公司具备优势地位的天然气重卡渗透率下降，公司终端份额下滑，且Q3大幅去库导致销量明显弱于行业；2) 价格竞争激烈+产品结构变化（我们估算Q3出口占比或有提升）导致ASP下滑；3) 期间费用虽有压降，但费用率大幅被动抬升导致亏损。**毛利率环比改善**，主要系：1) 降本持续推行；2) 发动机内配率提升增厚全产业链利润。

图：一汽解放24Q3季报核心财务指标拆分（亿元）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3同比	Q3环比
营业收入/亿元	140.38	189.77	151.08	157.82	189.81	166.21	95.33	-36.9%	-42.6%
营业成本	131.77	174.13	139.42	140.97	177.86	154.66	88.52	-36.5%	-42.8%
毛利率	6.13%	8.24%	7.72%	10.67%	6.30%	6.95%	7.15%	-0.6%	0.2%
销售费用/亿元	3.56	4.19	3.76	4.55	4.36	4.00	3.67	-2.5%	-8.2%
管理费用/亿元	3.94	4.78	4.18	6.42	3.82	3.58	4.06	-2.9%	13.6%
研发费用/亿元	5.04	7.44	6.74	10.61	5.45	5.91	5.97	-11.4%	1.1%
财务费用/亿元	(1.88)	(2.28)	(2.57)	(2.43)	(2.03)	(1.92)	(1.59)	-	-
销售费用率	2.53%	2.21%	2.49%	2.88%	2.30%	2.4%	3.8%	1.4%	1.4%
管理费用率	2.80%	2.52%	2.77%	4.07%	2.01%	2.2%	4.3%	1.5%	2.1%
研发费用率	3.59%	3.92%	4.46%	6.72%	2.87%	3.6%	6.3%	1.8%	2.7%
财务费用率	-1.34%	-1.20%	-1.70%	-1.54%	-1.07%	-1.2%	-1.7%	0.0%	-0.5%
归母净利润/亿元	0.62	3.40	0.11	3.51	1.69	3.09	-1.15		
归母净利率	0.44%	1.79%	0.07%	2.22%	0.89%	1.86%	-1.20%		
扣非后归母净利润/亿元	-0.82	2.34	-0.67	-1.68	1.04	1.80	-2.18		
销量/辆	58460	73062	55035	55105	78463	70647	53860	-2.1%	-23.8%
其中：中重卡	49245	63032	46476	46409	66004	56861	42829	-7.8%	-24.7%
营业收入/中重卡销量/万元	28.5	30.1	32.5	34.0	28.8	29.2	22.3	-31.5%	-23.9%
单车净利润/万元	0.1	0.5	0.0	0.8	0.3	0.5	(0.3)		
扣非单车净利润/万元	(0.2)	0.4	(0.1)	(0.4)	0.2	0.3	(0.5)		

福田：Q3业绩不及预期，重卡价值链拖累业绩

- **Q3业绩不及预期**：24Q3收入117.9亿元，同环比分别-16.3%/+6.3%，归母净利润0.18亿元，同环比分别-90.2%/-88.6%，扣非后归母净利润-0.84亿元，同环比转亏，扣非扣投资收益归母净利润1.44亿元，同环比分别-3.1%/-27.3%。
- 公司业绩不及预期主要系：1) 行业低景气导致销量下滑，中重卡同环比降幅明显；2) 重卡价值链（福田戴姆勒、采埃孚福田）利润不及预期，造成单季度投资净亏损2.28亿元；3) 海外市场结构变化。

图：福田汽车24Q3季报核心财务指标拆分（亿元）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3同比	Q3环比
营业收入/亿元	149.74	138.72	140.97	131.55	128.70	110.98	117.93	-16.3%	6.3%
营业成本	133.19	121.48	123.15	119.30	113.75	95.96	102.90	-16.4%	7.2%
毛利率	11.0%	12.4%	12.6%	9.3%	11.6%	13.5%	12.7%	0.1%	-0.8%
销售费用	5.61	3.91	6.18	5.68	4.27	4.80	5.04	-18.5%	5.0%
管理费用	4.22	4.16	4.46	2.54	3.87	3.53	3.75	-15.9%	6.3%
研发费用	4.21	5.13	5.55	5.91	5.48	4.95	4.67	-16.0%	-5.8%
财务费用	0.13	-0.48	-0.20	-0.09	-0.01	-0.20	0.19	-	-
销售费用率	3.75%	2.82%	4.38%	4.32%	3.32%	4.32%	4.27%	-0.1%	-0.1%
管理费用率	2.82%	3.00%	3.17%	1.93%	3.01%	3.18%	3.18%	0.0%	0.0%
研发费用率	2.81%	3.69%	3.94%	4.49%	4.26%	4.46%	3.96%	0.0%	-0.5%
财务费用率	0.09%	-0.34%	-0.14%	-0.07%	0.00%	-0.18%	0.16%	0.3%	0.3%
期间费用率	9.46%	9.16%	11.34%	10.67%	10.58%	11.79%	11.57%	0.2%	-0.2%
投资收益/亿元	1.90	0.54	(1.08)	1.26	0.73	(1.00)	(2.28)	-	-
归母净利润/亿元	2.98	3.08	1.83	1.21	2.56	1.58	0.18	-90.2%	-88.6%
扣非后归母净利润/亿元	1.74	2.38	0.41	-0.01	2.07	0.97	-0.84	-	-
扣非扣投资收益后净利润	-0.16	1.84	1.48	-1.27	1.34	1.98	1.44	-3.1%	-27.3%
中重卡销量	35483	28114	26909	26255	29726	24425	20406	-24.2%	-16.5%
并表销量合计	138488	126548	128086	163418	137967	131538	120107	-6.2%	-8.7%
并表单车均价/万元	10.81	10.96	11.01	8.05	9.33	8.44	9.82	-10.8%	16.4%

中集：Q3业绩不及预期，北美+国内低景气拖累

- **Q3业绩不及预期**：24Q3收入51.24亿元，同环比分别-16.0%/-7.6%，归母净利润2.80亿元，同环比分别-26.5%/-6.0%，扣非后归母净利润2.67亿元，同环比分别-27.5%/-7.5%。
- **Q3收入同环比下滑**，主要系：1) 北美市场尚未企稳，收入同比下滑，根据ACT，24Q3北美挂车订单量2.7万辆，同比-51%；2) 国内重卡行业销量下滑，且产品结构调整导致ASP下降；**Q3毛利率环比改善**，主要系：1) 北美骨架车恢复交付，收入/毛利率环比回升；2) 生产效率+模块化产品占比提升，盈利质量改善。

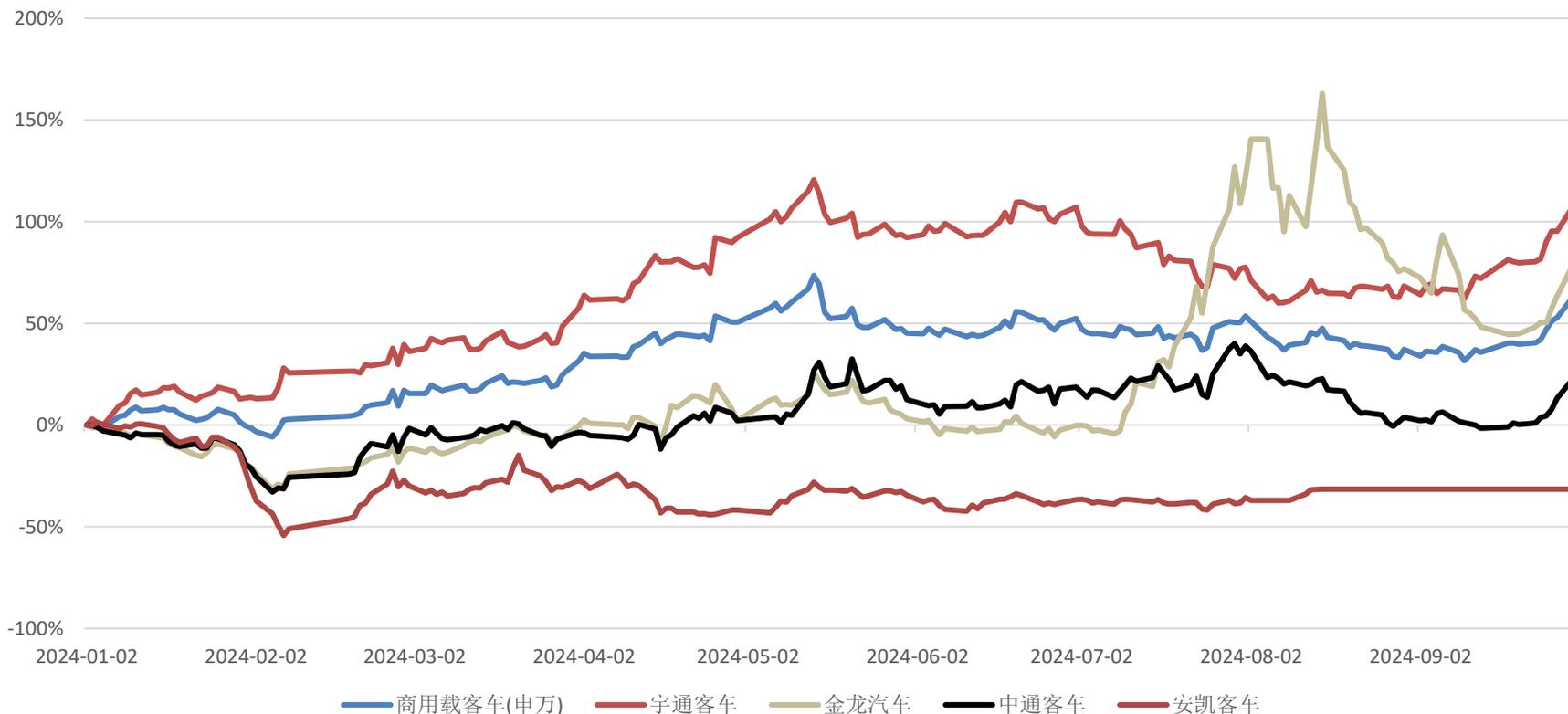
图：中集车辆24Q3季报核心财务指标拆分（亿元）毛利率/费用率/净利率同环比单位为pct

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3同比	Q3环比
营业收入/亿元	65.84	68.86	60.99	55.18	51.53	55.47	51.24	-16.0%	-7.6%
营业成本	53.68	54.97	50.24	44.41	43.67	47.38	42.23	-16.0%	-10.9%
毛利率	18.5%	20.2%	17.6%	19.5%	15.3%	14.6%	17.6%	0.0%	3.0%
销售费用	1.51	2.12	1.70	1.45	1.53	1.32	1.40	-17.6%	5.5%
管理费用	2.90	3.44	2.89	4.45	2.38	2.14	2.19	-24.1%	2.4%
研发费用	0.92	0.78	0.97	1.30	0.51	1.06	1.23	26.3%	16.0%
财务费用	0.02	-0.54	-0.16	0.00	-0.42	-0.46	-0.07		
销售费用率	2.3%	3.1%	2.8%	2.6%	3.0%	2.4%	2.7%	-0.1%	0.3%
管理费用率	4.4%	5.0%	4.7%	8.1%	4.6%	3.9%	4.3%	-0.5%	0.4%
研发费用率	1.4%	1.1%	1.6%	2.3%	1.0%	1.9%	2.4%	0.8%	0.5%
财务费用率	0.0%	-0.8%	-0.3%	0.0%	-0.8%	-0.8%	-0.1%	0.1%	0.7%
归母净利润/亿元	4.79	14.17	3.81	1.78	2.65	2.98	2.80	-26.5%	-6.0%
扣非后归母净利润/亿元	4.79	5.57	3.68	1.50	2.62	2.89	2.67	-27.5%	-7.5%
全球车辆销售/辆	36386	37018	42869	22742	29483	32561	32705	-23.7%	0.4%
单车均价/万元	18.09	18.60	14.23	24.27	17.48	17.03	15.67	10.1%	-8.0%
单车净利润/万元	1.32	3.83	0.89	0.78	0.90	0.91	0.86	-3.7%	-6.5%
单车扣非净利润/万元	1.32	1.50	0.86	0.66	0.89	0.89	0.82	-4.9%	-7.9%

客车：需求高位盘整，龙头体现业绩韧性

- ◆ 针对客车板块，我们选取4家代表性车企集中分析，分别是宇通客车、金龙客车、中通客车、安凯客车。2024年三季度，行业指数商用载客车（申万）上涨7.2%，宇通/金龙/中通/安凯涨幅分别为+0.4%/+79.6%/+3.7%/+34.8%，二三线车企明显补涨，宇通作为行业龙头由于前期涨幅较大且行业产销进入淡季股价震荡。

图：商用载客车指数及重点车企收盘价涨跌幅（相比2024年1月1日）



产批比较：24Q3进入传统淡季

- ◆ 2024年三季度进入传统淡季，三四线车企前期基数较低跑赢大盘。1) 总量维度：大中客行业销量同环比+4%/-10%，国内需求下滑较大。2) 结构维度：龙头企业宇通/金龙跑输行业，三线企业中通表现较好，大中客销量同比大幅增长，但所有企业环比均销量下滑。

表：客车行业及重点车企产批数据 / 辆

		产量					销量					交强险				
		2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比
行业	大中客	/					20866	28770	25780	4%	-10%	13007	17581	13787	-22%	-22%
	大型客车						13161	18198	14190	2%	-22%	6373	9624	6418	-23%	-33%
	中型客车	114207	127714	118106	-2%	-8%	7705	10572	11590	7%	10%	6634	7957	7369	-22%	-7%
	轻型客车						101412	99476	89755	-7%	-10%	87959	114949	113028	20%	-2%
宇通客车	大中客	7616	11399	9238	-6%	-19%	6967	11368	9343	-5%	-18%	5077	7510	5426	-22%	-28%
	大型客车	5204	7464	5618	-7%	-25%	4595	7430	5792	-5%	-22%	2671	4204	2821	-21%	-33%
	中型客车	2412	3935	3620	-3%	-8%	2372	3938	3551	-4%	-10%	2406	3306	2605	-24%	-21%
	轻型客车	745	1500	1429	-1%	-5%	764	1456	1448	10%	-1%	471	964	957	30%	-1%
金龙汽车	大中客	5378	7767	6335	10%	-18%	5585	7684	5799	-2%	-25%	3281	4499	2785	-33%	-38%
	大型客车	3785	5536	4692	18%	-15%	3768	5354	4136	6%	-23%	2013	3056	1732	-35%	-43%
	中型客车	1593	2231	1643	-8%	-26%	1817	2330	1663	-18%	-29%	1268	1443	1053	-31%	-27%
	轻型客车	4415	5004	4722	19%	-6%	4294	5378	4191	-7%	-22%	3019	3306	2730	32%	-17%
中通客车	大中客	2759	3232	2214	17%	-31%	2305	2869	2629	43%	-8%	761	1188	839	-9%	-29%
	大型客车	2305	1868	1149	-14%	-38%	1919	1701	1457	15%	-14%	344	622	516	19%	-17%
	中型客车	454	1364	1065	/	-22%	386	1168	1172	/	0%	417	566	323	-34%	-43%
	轻型客车	207	378	123	-33%	-67%	209	320	209	-8%	-35%	170	346	103	-39%	-70%
安凯客车	大中客	865	838	754	-32%	-10%	818	1027	791	-13%	-23%	406	614	648	34%	6%
	大型客车	385	435	222	-31%	-49%	324	515	224	8%	-57%	129	242	202	-17%	-17%
	中型客车	480	403	532	-33%	32%	494	512	567	-19%	11%	277	372	446	/	20%
	轻型客车	547	437	221	-17%	-49%	624	248	314	28%	27%	150	71	205	4%	/

国内比较：24Q3座位客车调整，公交车接力复苏

- ◆ 2024Q3国内总需求同环比下降，但公交车环比修复明显：1) 2024Q3国内大中客同环比-22%/-22%，分车辆类型看座位客车进入淡季需求下滑，公交车环比明显修复体现翘尾效应；2) 分企业，一二线车企宇通/金龙/中通销量跑输行业，主要原因为座位客车行业龙头集中效应强，公交车行业格局比较分散，座位客车销量下滑而公交复苏的格局更有利于尾部厂商。

表：客车行业及重点车企国内销量数据 / 辆(市占率同环比单位均为pct)

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比
国内大中客	7444	14570	17695	15125	13007	17581	13787	-22%	-22%
公交车	2405	4464	6528	7701	3424	3054	3909	-40%	28%
座位客车	3691	9151	9265	6560	8928	13681	8536	-8%	-38%
宇通销量	2244	5689	6973	4624	5077	7510	5426	-22%	-28%
市占率	30%	39%	39%	31%	39%	43%	39%	0%	-8%
金龙销量	1628	3548	4170	2459	3281	4499	2785	-33%	-38%
市占率	22%	24%	24%	16%	25%	26%	20%	-14%	-21%
中通销量	246	662	921	888	761	1188	839	-9%	-29%
市占率	3%	5%	5%	6%	6%	7%	6%	17%	-10%

- ◆ **出口红利稳步兑现，二三线企业跑赢行业。** 受益于海外客车需求高涨，中国客车产品国际竞争力较高，行业整体上行。
- 1) 2024Q3出口大中客销量同环比+18%/-20%，座位客车增长跑赢公交车；2) 出口红利传导至二三线企业，24Q3宇通因交付节奏问题市占率下降，二三下车企金龙/中通表现良好，尤其是中通销量同比大幅提升。

表：客车行业及重点车企出口销量数据 / 辆

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比
出口大中客	5275	9123	8364	9083	9169	12416	9875	18%	-20%
公交车	2346	4306	4426	4687	4489	5456	4312	-3%	-21%
座位客车	2929	4817	3938	4396	4680	6960	5563	41%	-20%
宇通销量	1344	2672	3068	2947	2621	3749	2586	-16%	-31%
市占率	25%	29%	37%	32%	29%	30%	26%	-29%	-13%
金龙销量	1963	3523	2637	2859	2101	3269	3225	22%	-1%
市占率	37%	39%	32%	31%	23%	26%	33%	4%	24%
中通销量	731	1164	917	862	1724	1764	1438	57%	-18%
市占率	14%	13%	11%	9%	19%	14%	15%	33%	2%

出口流向：2024 1-3Q欧洲/大洋洲增速较快

- 海关口径下，2024 1-3Q大中客出口3.1万辆，同比+26%。分流向来看，1-9月大中客出口增速较快区域分别为欧洲/大洋洲，1-6月大中客出口量前三大区域分别为中东/独联体/亚洲。

图：大中客出口量分流向（辆）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024									23 1-9M	24 1-9M
	YoY							202401	202402	202403	202404	202405	202406	202407	202408	202409		
中东	5814	6432	8227	6244	4975	3282	8028	754	811	1875	1812	1150	506	973	719	510	6491	9110
	YoY	17%	11%	28%	-24%	-20%	-34%	145%	60%	279%	324%	96%	-13%	10%	-10%	-23%	-21%	40%
阿联酋	784	863	576	291	203	492	971	97	11	11	20	60	14	615	182	91	733	1101
沙特阿拉伯	2305	3156	5551	5089	624	390	3353	279	277	1570	1615	709	106	137	37	182	2997	4912
亚洲	8593	4933	4365	2386	2740	5268	5459	923	236	545	417	624	520	440	639	546	3855	4890
	YoY	10%	-43%	-12%	-45%	15%	92%	4%	66%	1%	32%	4%	15%	19%	19%	46%	17%	27%
菲律宾	1066	1192	1592	906	553	904	807	149	58	131	93	239	126	74	98	39	608	1007
泰国	381	706	463	105	93	1501	1450	34	4	10	0	12	1	17	5	1411	83	
韩国	28	50	157	275	468	837	1265	54	26	88	155	106	125	123	159	94	723	930
拉美	3329	3158	2702	2675	1594	2677	4859	272	237	214	390	308	750	462	500	415	2823	3548
	YoY	-13%	-5%	-14%	-1%	-40%	68%	82%	-54%	641%	29%	225%	-4%	281%	17%	-5%	-12%	26%
秘鲁	475	494	457	209	174	200	275	63	14	8	19	11	19	55	26	104	207	319
墨西哥	321	22	354	316	235	790	1737	135	92	102	81	137	24	2	265	95	1121	933
智利	468	721	939	593	347	1270	1302	39	34	31	7	73	51	84	25	151	984	495
尼加拉瓜	5						500				250		250	102	0	0	250	602
多米尼加	46	85	38	46	141	23	185	1	61	0	3	51	100	160	70	4	0	450
非洲	3289	3057	3084	1762	2662	2922	4030	308	220	204	146	351	418	353	234	506	2844	2740
	YoY	23%	-7%	1%	-43%	51%	10%	38%	-21%	-12%	7%	-54%	10%	14%	73%	-45%	34%	-4%
独联体	1090	1916	3391	1679	1648	3873	9625	520	307	684	987	669	1022	560	1089	1506	6750	7344
	YoY	162%	76%	77%	-50%	-2%	135%	149%	21%	14%	-6%	36%	-49%	5%	-44%	24%	263%	9%
俄罗斯	849	1094	1412	562	708	1988	3962	310	174	390	583	363	480	300	442	958	2941	4000
哈萨克斯坦	185	674	1338	976	453	1425	2987	124	122	164	195	179	260	182	331	367	1673	1924
欧洲	732	842	957	1080	1004	1373	1956	475	217	251	371	358	95	226	171	200	1376	2364
	YoY	-15%	15%	14%	13%	-7%	37%	42%	144%	97%	89%	212%	107%	-9%	22%	-1%	9%	72%
北欧	2	17	97	265	196	259	341	206	3	122	97	62	0	0	36	25	265	551
英国	93	142	108	72	145	221	252	36	19	15	23	45	32	56	66	106	139	398
大洋洲	550	841	831	376	455	628	795	104	43	48	84	137	76	170	106	85	516	853
	YoY	-6%	53%	-1%	-55%	21%	38%	27%	225%	330%	-33%	4%	67%	69%	240%	43%	21%	65%
北美洲	259	188	86	40	45	48	160	8	14	55	50	48	20	6	0	0	44	201
总计	23656	21367	23643	16242	15123	20071	34912	3364	2085	3876	4257	3645	3407	3190	3458	3768	24699	31050

新能源出口流向：2024 1-3Q欧洲需求大幅增加

- 海关口径下，2024 1-3Q新能源大中客出口5723辆，同比-2%。分流向来看，1-9月新能源大中客出口增速靠前的区域为欧洲/大约在，1-6月新能源大中客出口量前两大区域分别为亚洲/欧洲。

图：新能源大中客出口量分流向（辆）

行标签	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024									23 1-9M	24 1-9M
								202401	202402	202403	202404	202405	202406	202407	202408	202409		
中东	63	1	81	24	680	519	787	33	0	5	16	105	45	33	60	57	592	354
YoY		-98%	8000%	-70%	2733%	-24%	52%	-45%	-100%	-80%	23%	-36%		-18%	-61%	-42%		-40%
以色列	62	0	12	20	30	272	739	0	0	2	14	84	37	23	59	42	570	261
亚洲	58	199	406	382	909	3273	3471	197	54	114	223	235	277	152	388	293	2285	1933
YoY		243%	104%	-6%	138%	260%	6%	9750%	-31%	-66%	-4%	-47%	-22%	-47%	22%	26%		-15%
泰国	2	0	14	19	62	1489	1424	34	4	0	10	0	12	0	17	1	1401	78
韩国	22	48	154	257	379	751	1251	54	26	64	155	106	125	123	157	94	710	904
拉美	9	232	526	1015	125	1255	1368	47	52	53	50	152	52	160	311	111	924	988
YoY		2478%	127%	93%	-88%	904%	9%	-75%	160%	-26%	-40%	1%	-64%	-28%	659%	3600%		7%
墨西哥	0	0	63	132	14	184	202	24	7	28	44	96	1	1	231	37	162	469
智利	3	203	284	394	51	1020	984	13	30	2	6	43	47	5	2	62	720	210
多米尼加				1										153	0	0	0	153
非洲	0	0	5	10	10	25	180	5	0	6	42	3	0	11	7	122	151	196
YoY				100%	0%	150%	620%		-100%	500%	2000%	-85%	-100%	-52%	250%	184%		30%
独联体	2	16	103	17	2	52	495	0	0	8	2	0	1	29	55	114	406	209
YoY		700%	544%	-83%	-88%	2500%	852%	-100%	-100%	-94%	-97%	-100%	-98%	867%	1733%	714%		-49%
哈萨克斯坦	0	16	102	17	2	10	173	0	0	0	0	0	0	8	24	61	86	93
乌兹别克斯坦	0	0	0	0	0	20	314	0	0	3	0	0	0	0	0	0	312	3
欧洲	91	201	338	780	739	1107	1642	433	159	195	200	246	81	143	119	125	1188	1701
YoY		121%	68%	131%	-5%	50%	48%	132%	46%	48%	150%	60%	19%	7%	-21%	-28%		43%
北欧	2	14	97	265	195	259	340	206	3	122	97	62	0	0	36	25	264	551
英国	1	2	3	40	139	168	139	26	0	1	0	1	32	26	46	96	75	228
大洋洲	0	3	32	22	113	137	140	39	22	6	25	39	11	7	19	10	91	178
YoY			967%	-31%	414%	21%	2%	333%	2100%	-65%	39%	44%		75%	73%	150%		96%
北美洲	25	17	46	4	33	26	156	0	14	47	40	48	10	5	0	0	42	164
总计	248	669	1537	2254	2611	6394	8239	754	301	434	598	828	477	540	959	832	5869	5723

收入/ASP比较：收入整体下滑，单车ASP分化

- ◆ **营收整体来看**，2024Q3大部分车企收入环比下降，收入降幅小于销量降幅，同比收入增速中通>宇通>金龙。
- ◆ **单车售价来看**，2024Q3大部分单车ASP同比提升，尤其是头部几家车企单车ASP均呈现同比提升趋势；绝对值来看单车ASP宇通>亚星>中通>安凯>金龙，这和金龙销量中轻客较多有关。

表：重点车企收入（亿元）及单车均价（万元）

	营业收入/亿元								
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比
宇通客车	35.76	75.38	78.37	80.92	66.16	97.20	77.39	-1.25%	-20.38%
金龙客车	37.46	56.23	47.15	53.15	39.79	57.83	46.37	-1.65%	-19.82%
中通客车	6.94	9.63	11.30	14.56	12.82	14.74	14.78	30.79%	0.33%
安凯客车	2.31	5.14	6.65	7.35	5.73	5.75	5.46	-17.85%	-5.01%
	单车售价/万元								
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比
宇通客车	80.56	70.48	70.34	79.00	85.58	75.79	71.72	1.96%	-5.38%
金龙客车	53.84	48.07	45.13	40.97	40.28	44.28	46.42	2.86%	4.84%
中通客车	56.41	49.05	44.98	64.04	50.99	46.21	52.09	15.81%	12.73%
安凯客车	45.54	46.81	57.54	46.99	39.71	45.12	49.45	-14.06%	9.60%

毛利比较：表现分化，龙头宇通表现优异

- ◆ 2024Q3行业整体毛利率高位震荡，宇通盈利同比提升：1) 龙头宇通24Q3毛利率同环比分别+0.9pct/-2.1pct，环比下降主要为新能源出口比例下降所致，但是同比提升趋势延续；2) 二三线车企金龙毛利率高位盘整，主要为金龙Q3销量下滑较多，规模效应不强所致，中通毛利率回归高位水平。

表：重点车企毛利率及单车毛利（万元）（毛利率/费用率同环比单位均为pct，宇通由于会计准则调整，24Q3毛利率使用忽略会计准则调整的测算值）

	毛利率								
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比
宇通客车	21%	23%	23%	32%	25%	26%	24%	0.85%	-2.10%
金龙客车	11%	10%	13%	12%	13%	10%	9%	-3.37%	-1.01%
中通客车	23%	21%	19%	30%	15%	16%	19%	-0.03%	2.44%
安凯客车	8%	4%	12%	8%	9%	10%	11%	-1.02%	0.99%
	单车毛利/万元								
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比
宇通客车	17.30	16.56	16.28	25.22	21.26	19.78	17.21	5.71%	-13.00%
金龙客车	5.91	4.89	5.73	5.10	5.10	4.58	4.33	-24.42%	-5.38%
中通客车	13.19	10.31	8.38	19.37	7.78	7.47	9.69	15.61%	29.73%
安凯客车	3.52	1.84	7.02	3.79	3.51	4.60	5.52	-21.26%	20.22%

费用率比较：宇通期间费用率同环比下降

- ◆ **行业整体费用率表现分化：**1) 2024Q3宇通/金龙/中通/安凯期间费用率分别为14.3%/10.6%/11.5%/18.3%；2) 趋势来看，由于24Q3行业整体销量规模下行二三线车企期间费用率呈现提升趋势，宇通尽管同样规模下降，但是费用端把控良好，期间费用率依旧实现同环比下降。
- ◆ **管理费用率/研发费用率下降成为体现规模效应的核心变量：**行业整体管理费用率/研发费用率呈现下降趋势，行业整体无需大额资本开支和研发投入。

表：重点车企期间费用率比较（费用率同环比单位均为pct，宇通由于会计准则调整，24Q3销售费用率使用忽略会计准则调整的测算值）

	销售费用率					管理费用率				
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比
宇通客车	6.86%	8.30%	6.89%	-0.40%	-1.41%	2.82%	2.28%	2.11%	-0.08%	-0.17%
金龙客车	5.60%	4.29%	3.23%	-2.79%	-1.06%	3.03%	2.29%	3.17%	0.32%	0.88%
中通客车	6.56%	2.41%	5.36%	-1.24%	2.95%	2.40%	2.19%	2.68%	-0.08%	0.49%
安凯客车	5.91%	7.07%	7.97%	0.00%	0.90%	3.25%	3.09%	4.54%	0.44%	1.45%
	研发费用率					财务费用率				
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比
宇通客车	4.70%	4.41%	4.84%	-0.16%	0.43%	-0.53%	-0.14%	0.44%	0.27%	0.58%
金龙客车	3.21%	3.54%	3.97%	0.48%	0.43%	0.10%	-0.01%	0.26%	-0.21%	0.27%
中通客车	2.88%	3.35%	3.77%	0.30%	0.42%	-0.35%	-0.87%	-0.33%	-2.21%	0.55%
安凯客车	3.18%	4.70%	5.53%	2.27%	0.84%	-0.34%	-0.74%	0.21%	-0.09%	0.95%

净利润比较：头部车企利润同比普遍增厚

- ◆ **龙头企业呈现量利齐升趋势：**1) 头部车企宇通/金龙/中通24Q3净利润均同比提升，宇通同比提升较多主要为出口订单盈利性变好所致，中通由于出口销量大幅提升盈利大幅提升；2) 单车净利头部车企提升，由于中通出口销量增长较快，单车净利润提升最显著。

表：重点车企归母净利润（亿元）及单车净利（万元）

	归母净利润/亿元								
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比
宇通客车	1.21	3.50	5.80	7.67	6.57	10.17	7.58	30.67%	-25.44%
金龙客车	0.11	0.36	0.10	0.18	0.18	0.49	0.10	1.53%	-79.49%
中通客车	0.21	0.31	0.22	-0.04	0.42	0.69	0.84	283.04%	23.00%
安凯客车	-0.31	-0.35	0.10	-1.14	0.05	0.02	-0.13	-228.18%	-624.63%
	单车净利/万元								
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比
宇通客车	2.72	3.27	5.21	7.48	8.50	7.93	7.03	34.91%	-11.39%
金龙客车	0.15	0.31	0.09	0.14	0.18	0.37	0.10	6.19%	-73.18%
中通客车	1.68	1.58	0.88	-0.18	1.69	2.15	2.97	239.18%	38.21%
安凯客车	-6.09	-3.20	0.85	-7.26	0.34	0.19	-1.14	-234.10%	-705.35%

宇通客车：24Q3业绩超预期，分红超预期

- ◆ **24Q3业绩及分红超我们预期。** 2024年三季度公司收入同环比下降，主要为出口销量同环比下降拖累。从单车ASP角度来看，24Q3单车ASP为72万元，同环比+2.0%/-5.4%，受益于出口区域结构优化单车ASP同比呈现向上趋势。毛利率高位盘整，降本增效费用率继续下降。2024Q3由于会计准则变更公司将质保费用从销售费用计入营业成本，将此变化调回，2024Q3调整后毛利率为24.0%，同环比+0.8pct/-2.2pct，同比提升体现出公司销量结构的优化。2024Q3公司调整后期间费用率为14.3%，同环比-0.4pct/-0.6pct，销售/管理/研发费用率均处于下降通道。
- ◆ 预计2024~2026年归母净利润为33.1/41.1/49.6亿元，同比+82%/+24%/+21%。

表：宇通客车核心财务指标拆分

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/亿元	332	317	305	217	232	218	270	347	414	499
YoY		-4.4%	-4.0%	-28.8%	7.0%	-6.2%	24.1%	28.4%	19.3%	20.4%
总销量/万辆	6.8	6.1	6.2	4.2	4.2	3.0	3.7	4.5	5.2	5.9
YoY		-9.9%	1.1%	-32.1%	0.2%	-27.8%	20.9%	22.4%	16.8%	13.3%
综合毛利率	26.3%	25.3%	24.3%	17.5%	18.6%	22.8%	25.6%	26.9%	27.4%	27.9%
国内										
国内销量/万辆	5.9	5.4	5.4	3.8	3.7	2.5	2.6	3.2	3.7	4.1
YoY		-8.8%	1.5%	-30.2%	-2.9%	-33.6%	7.9%	20.2%	15.9%	11.2%
国内毛利率	25.6%	25.7%	24.0%	15.9%	16.1%	20.4%	23.0%	22.0%	22.0%	22.0%
国外										
出口销量/万辆	0.9	0.7	0.7	0.4	0.5	0.6	1.0	1.3	1.5	1.8
YoY		-17.2%	-2.4%	-46.6%	30.7%	15.6%	77.0%	28.1%	19.0%	18.4%
出口毛利率	32.3%	26.3%	30.0%	28.7%	31.3%	30.0%	31.7%	31.4%	31.7%	31.4%
其他收入	22	22	21	17	23	23	27	29	30	50
期间费用率	19.3%	17.2%	18.4%	18.5%	17.3%	18.8%	15.7%	14.1%	13.6%	13.4%
归母净利润/亿元	31.3	23.0	19.4	5.2	6.1	7.6	18.2	33.1	41.1	49.6
YoY		-26.5%	-15.7%	-73.4%	19.0%	23.7%	139.4%	82.2%	24.2%	20.7%

- ◆ **风险提示：国内外需求不及预期，地缘政治风险**

◆ **24Q3业绩略低于预期。** 24Q3公司收入同环比下降，主要受到销量规模下降影响。单车ASP维度表现良好，24Q3单车ASP为46.4万元，同环比+2.9%/+4.8%，主要受销量结构优化影响较大。24Q3公司毛利率为9.3%，同环比+0.2pct/-2.3pct，环比下降主要为销量规模下降影响所致。24Q3期间费用率为10.6%，同环比-2.2pct/+0.5pct，总体来看公司在收入下降的情况下费用控制良好，财务费用三季度环比增加较多主要受到汇兑损失影响。我们将归母净利润加回资产减值损失及信用减值损失减去其他收益的结果当作公司经营性的归母净利润，24Q3为-0.26亿元，相较于23Q3的-0.27亿元同比亏损收窄，公司还是体现出了不俗的盈利修复趋势。

◆ **预计2024-2026年归母净利润为1.8/4.4/6.4亿元，同比+134%/+153%/+45%**

表：金龙汽车核心财务指标拆分

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/亿元	177	183	179	140	154	182	194	210	238	268
YoY		3.1%	-2.2%	-22.0%	10.5%	18.3%	6.4%	8.1%	13.3%	12.6%
总销量/万辆	5.8	6.2	5.7	4.4	5.1	4.6	4.2	4.9	5.6	6.4
YoY		6.0%	-7.5%	-23.9%	16.3%	-8.9%	-8.9%	16.6%	14.0%	14.8%
1) 大中客/万辆	2.6	2.7	2.5	1.7	1.9	1.9	2.3	2.8	3.2	3.7
占比	43.9%	43.0%	42.9%	39.2%	38.3%	42.1%	53.9%	57.2%	57.3%	57.5%
2) 出口/万辆	1.4	1.9	2.5	1.6	1.7	1.5	1.9	2.3	2.7	3.3
占比	23.3%	30.8%	44.1%	36.9%	34.3%	32.3%	44.7%	46.0%	48.4%	50.6%
3) 出口-新能源	0.05	0.03	0.06	0.03	0.05	0.33	0.39	0.51	0.67	0.87
占比	3.7%	1.7%	2.5%	1.6%	3.1%	21.9%	21.0%	22.7%	24.6%	26.7%
综合毛利率	18.7%	14.0%	13.8%	12.4%	8.8%	9.6%	11.6%	12.0%	13.0%	14.0%
期间费用率	13.2%	11.9%	11.7%	11.6%	12.6%	10.8%	12.4%	10.8%	10.3%	10.3%
归母净利润/亿元	4.8	1.6	1.8	0.3	-6.0	-3.9	0.8	1.8	4.4	6.4
YoY		-66.8%	14.2%	-82.4%	-	-	-	133.8%	153.3%	44.8%

◆ 注：2021-2023年归母净利润同比数据由于存在负值无法计算

◆ 风险提示：国内外需求不及预期，地缘政治风险

风险提示

- ◆ **全球经济复苏力度低于预期。** 如果全球经济复苏不及预期，将影响汽车终端需求。
- ◆ **L3-L4智能化技术创新低于预期。** 如果智能化技术创新不及预期，将会影响智能化技术的应用和相关产业链。
- ◆ **全球新能源渗透率低于预期。** 如果全球新能源渗透率不及预期，将会影响我国汽车产业出海。
- ◆ **地缘政治不确定性风险增大。** 海外市场地缘政治因素波动可能对汽车出口造成干扰。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券 财富家园