

行业研究/专题研究

2020年09月09日

行业评级:

家用电器 增持 (维持)
交运设备 增持 (维持)

林寰宇 SAC No. S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

林志轩 SAC No. S0570519060005
研究员 SFC No. AVU633
021-28972090
zhixuan.lin@htsc.com

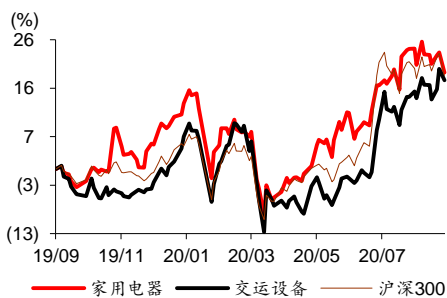
王森泉 SAC No. S0570518120001
研究员 SFC No. BPX070
0755-23987489
wangsenquan@htsc.com

邢重阳 SAC No. S0570520070003
研究员 SFC No. BNN388
021-38476205
xingchongyang@htsc.com

相关研究

- 1 《家用电器：行业周报（第三十六周）》2020.09
- 2 《家用电器：需求修复有望进入快车道》2020.09
- 3 《长安汽车(000625 SZ,买入)：销量表现超越行业，盈利有望改善》2020.09

一年内行业走势图



资料来源: Wind

国内大循环，消费在路上

十四五·双循环之多行业消费专题

消费行业内循环需求增长空间依然显著

在宏观经济新常态背景下，面对复杂的国际环境，不稳定、不确定性因素反复出现，加快形成国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局成为共识。消费作为宏观经济的三驾马车之一，更是国内大循环的重中之重，促进居民消费、激发消费潜力不但是顶层制度的导向，也是企业发展的驱动力，从家电、商贸、汽车行业角度来看，各个行业中更能应对景气波动、把握新常态产业机会的龙头企业或能进一步巩固领先优势，“内循环”经济有望成为业绩支点。

保有量提升、消费升级逻辑有望持续深化

耐用消费品国内大循环逻辑依然以产品渗透和产品升级为主。从家电、汽车的保有量和渗透率看提升空间，国内城镇空调百户保有量为148台(2019年)、汽车千人保有量173辆(2018年)，均低于可比国家。长期来看，随着国内宏观经济的发展以及人均可支配收入的增长，保有量仍处于稳健增长通道。此外，经济发展、可支配收入增长推动的产品升级需求不断涌现，未来将持续推动高端产品需求的增长。国内品牌积极迎合消费者消费升级的趋势，对于能够把握消费升级需求、具备品牌溢价的龙头企业影响更为偏正面，龙头企业或迎来份额提升。

家电市场发掘细分发展机会

在经济内循环的推动下，家电行业或面临消费分层与消费升级的双周期驱动，传统家电品类发展预期更为稳健，空调、厨电产品仍有规模化成长空间，新兴家电产品有望快速渗透，细分小家电领域或有蓝海成长机会。同时由于渠道的革新，新兴细分家电品类凭借线上流量红利和差异化的产品策略在市场中获得一席之地，并在家电基本生活需求向品质生活需求转变的过程中快速成长。

商贸零售供给侧升级诞生结构性机会

我国内需消费仍处于品牌化、多样化、个性化、高端化的消费升级阶段，供给侧变革将持续带来新的结构性机会。具体看，超市维持“农改超”主基调，龙头依托供应链优势持续规划性扩张；百货经历较长时间低迷，国企改革、免税牌照放开为行业持续注入经营活力；黄金珠宝受益于直播带货、国潮兴起等红利大力发展线上业务，增厚业绩的同时推动品牌年轻化；跨境电商则作为内外双循环重要一环，高效向海外输出“中国优质产能”。

双循环发展格局下汽车市场发展空间较大

我们认为，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，汽车市场的发展空间和机遇主要体现在：1) 汽车需求和保有量有望逐步提升；2) 消费升级，豪华车需求稳定增长；3) 逐步掌握核心技术，自主品牌车企、重卡企业、汽车零配件、新能源汽车产业链等有望逐步崛起；4) 汽车后市场快速增长，孕育着新的发展机会。

风险提示：疫情继续冲击及经济下行；地产销售下滑；原材料及汇率不利波动。

正文目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 中国家电行业内销市场仍具备成长空间 | 3 |
| 空调、小家电、厨电成长空间较大 | 5 |
| 海外家电市场区域差异较大 | 7 |
| 北美、南美市场整体规模较大 | 7 |
| 受海外家电使用习惯影响，渗透率差异较大 | 8 |
| 家电耐用品属性突出，安全使用年限标准出台或加速老旧产品迭代 | 9 |
| 家电产业传统零部件自主供应能力较强 | 10 |
| 传统零部件自主供应能力较强 | 10 |
| 电子半导体零部件自主供应能力较弱，控制类芯片依赖进口 | 11 |
| 商贸零售供给升级持续落地，结构性机会频现 | 12 |
| 超市：消费升级趋势不改，龙头规模扩张仍有大空间 | 14 |
| 百货：国企改革提速、免税牌照落地，进一步激发行业活力 | 16 |
| 黄金珠宝：国潮崛起、直播兴起，老字号品牌历久弥新 | 17 |
| 跨境电商：国内国际双循环重要一环，向海外输出中国优质产能 | 19 |
| 汽车消费市场发展潜力大 | 21 |
| 经济与人均可支配收入增长，汽车保有量有望持续增长 | 21 |
| 消费升级，豪华车需求持续增长 | 22 |
| 中国汽车后市场：增长稳定，发展潜力大 | 24 |
| 自主可控，国内汽车企业逐步建立核心竞争力 | 26 |
| 重卡行业：本土公司主导市场，产品与技术持续升级 | 26 |
| 国内汽车零部件逐步崛起，国产替代持续进行 | 27 |
| 弯道超车，大力发展新能源汽车 | 28 |
| 自主品牌乘用车：市场份额向头部企业集中 | 29 |
| 走向全球的中国汽车零配件企业 | 31 |
| 部分本土零配件企业具备国际竞争力 | 31 |
| 汽车零部件企业成长路径分析 | 32 |
| 中国汽车零配件企业核心竞争力分析 | 33 |
| 风险提示 | 33 |

中国家电行业内销市场仍具备成长空间

中国经济的整体规模或人均消费能力保持上行的趋势，继续推动耐用品消费。2012年家电下乡政策后，部分大家电保有量进入较高水平，单纯以保有量提升为驱动力的需求增长有所减弱，而产品升级、品牌升级的更新需求趋势更为明朗。

在经济内循环的推动下，家电行业或面临消费分层与消费升级的双周期驱动，家电行业消费呈现出传统家电产品稳健发展、新兴家电产品快速渗透的趋势。同时由于渠道的革新，新兴细分家电品类凭借线上流量红利和差异化的产品策略在市场中获得一席之地，并在家电基本生活需求向品质生活需求转变的过程中快速成长。

图表1：中国家电市场已经进入品牌竞争、产品差异化竞争阶段

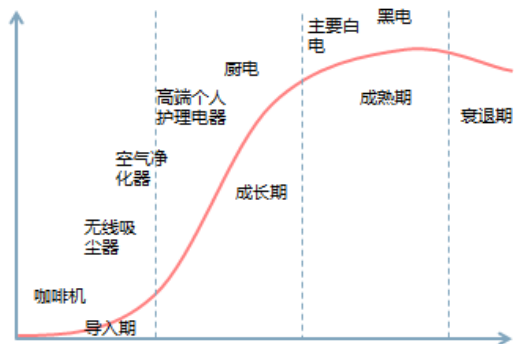


资料来源：产业在线、华泰证券研究所

从国内家电市场的整体发展情况而言，中国消费者正在逐步缩小与发达国家之间的差距，消费模式的悄然改变，消费结构的日益中高端化，对消费品牌的分层将日益明显。

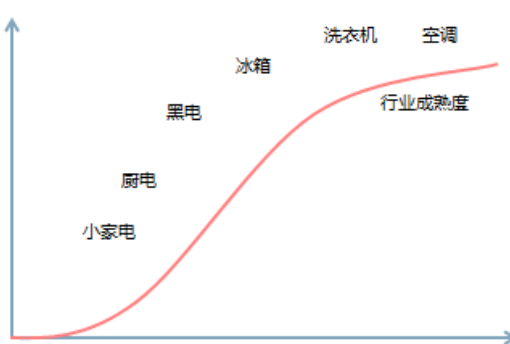
从历史的品牌定位上来看，国内家电品牌主打中低端性价比、海外品牌主打中高端专业化，而基于品牌所代表的抽象形象，其代表产品品质需要长期的营销推广和消费者教育才能形成。而在国内快速发展的市场环境中，国内家电品牌在家电消费升级的过程中，快速产品迭代、产品升级，有望分享品质家电市场成长机会。

图表2：家电产品的生存周期与目前产品升级策略相呼应



资料来源：产业在线、华泰证券研究所

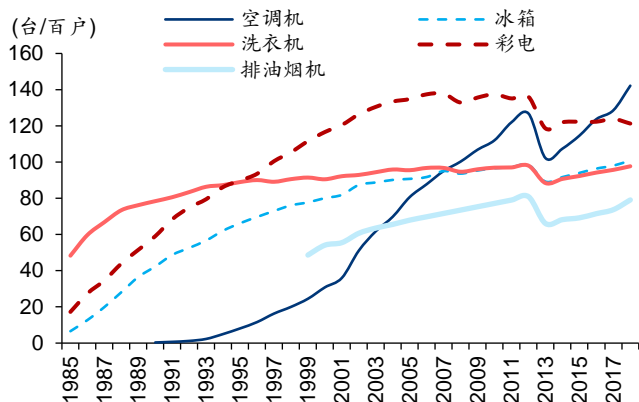
图表3：家电子行业成熟度越高，海外品牌竞争力越弱



资料来源：产业在线、华泰证券研究所

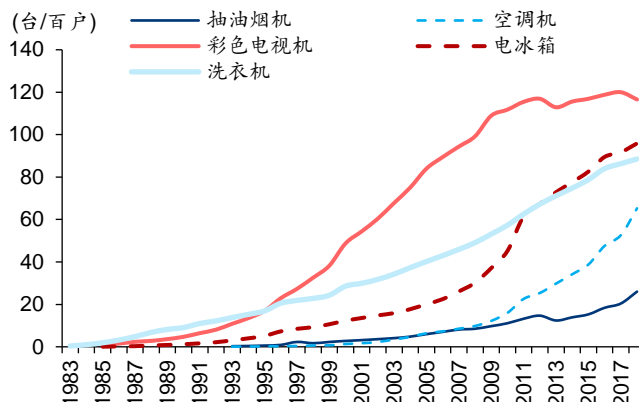
但国内家电市场也依然存在的多元化结构，各种品牌、产品发展路径均有存在的市场空间。一方面，在农村市场，对品牌溢价、产品品质关注度不高，各个产品仍有保有量提升空间，消费者群体依然庞大，追求性价比用户绝对数量支撑着中低端市场；另一方面，在城市市场，家电保有量整体较高，且消费者已经对品牌有系统化认识，家电企业也逐步进行品牌规划，消费者对于中高端品牌、个性化产品的需求不断拓展着市场边界，并希望品牌以及更多的独特产品能够成为消费者价值的体现方式。

图表4：中国城镇市场部分家电产品保有量已经较高



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：中国农村市场家电产品保有量依然有成长空间

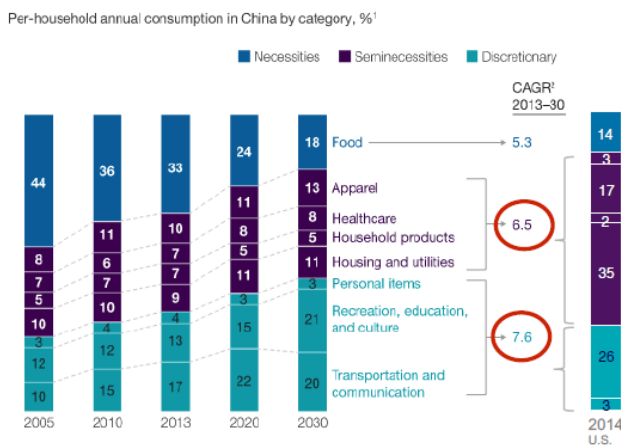


资料来源：Wind、华泰证券研究所

(1) 人口增长红利目前已经趋于减弱，城市消费者群体规模逐渐趋于稳定，居民消费逐渐向品质性消费转变，拓宽了非必需家电的成长空间，品牌高端上行趋势明显。

(2) 新型城镇化进程的持续推进，三四线城市消费需求增长明显，居民消费结构将延续一二线城市居民的主要消费结构模式，消费习惯自上而下传导。龙头企业通过发力渠道，突出品牌识别力的方式，将实现持续的领先。

图表6：中国消费者结构与海外消费模式逐步趋同



¹Figures may not sum to 100%, because of rounding.
²Compound annual growth rate.

资料来源：McKinsey、AiiResearch、华泰证券研究所

白电产品中，空调保有量仍具备提升空间。冰洗产品保有量在城镇或农村市场都已经进入高位，未来以更新替代为主，产品升级将主导冰洗产品的发展，在品牌、功能、渠道等方面拥有优势的企业，更有望挤占更多份额，扩大领先优势。空调产品保有量绝对水平虽较高，但是对比海外市场，空调保有量增长空间显著，偏双寡头竞争的格局下，空调依然有望保持较高增速。

厨电产品虽有地产后周期因素影响，但保有量水平较低，中长期具备新成长空间。从行业保有量以及生活方式转变上看，厨电农村乡镇市场成长空间大于城市市场，支撑起厨电中长期需求，但也需要厨电企业有更强的渠道下沉和产品覆盖能力。

小家电行业延续结构性市场增长，关注具备研发能力和市场营销能力的企业。目前国内尚未有权威的小家电保有量数据，但小家电细分领域众多，部分产品依托渠道红利，在细分领域发掘蓝海品类，增速或能保持阶段性领先。

空调、小家电、厨电成长空间较大

白电产品中，空调内销成长性更优。冰洗产品由于2009-2012年期间家电下乡等家电刺激政策，大幅加速了需求释放，过去几年内销增长都偏弱，主要依托外销市场拉动销售增长。

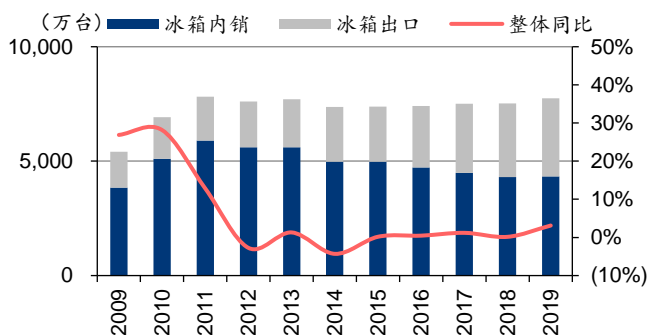
图表7：2019年白电内外销量增速：空调领衔内销市场（单位：万台）

| 产品 | 2019内销市场规模 | 2019外销市场规模 | 内销过去五年CAGR | 外销过去五年CAGR |
|-----|------------|------------|------------|------------|
| 洗衣机 | 4504 | 2124 | 1.0% | 3.7% |
| 冰箱 | 4338 | 3416 | -3.9% | 8.2% |
| 空调 | 9212 | 5769 | 5.6% | 4.7% |

资料来源：产业在线、华泰证券研究所

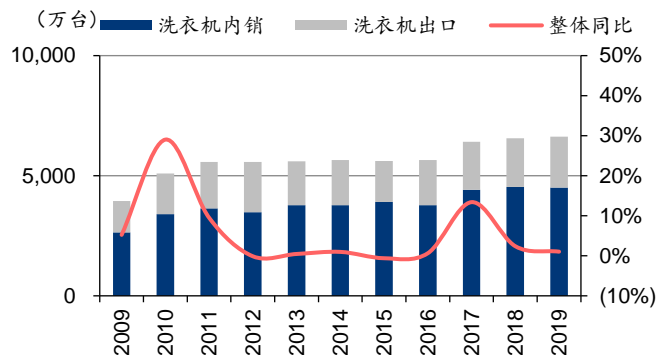
冰洗行业竞争格局基本稳定，巨头市场集中度较高，局部市场份额波动，但不影响竞争格局的整体优势。短期行业受到外部因素影响，盈利能力有所波动，但是行业整体格局稳定，需求的结构优化仍能驱动收入增长。

图表8：中国冰箱内外销规模变化



资料来源：Wind、华泰证券研究所

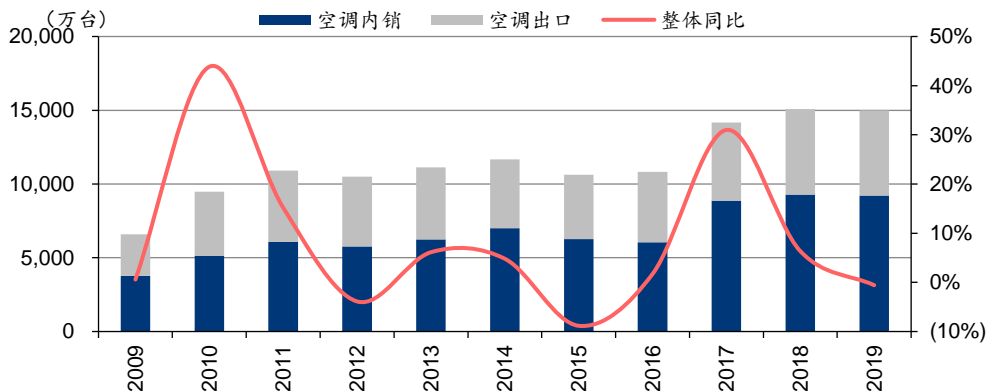
图表9：中国洗衣机内外销规模变化



资料来源：Wind、华泰证券研究所

短期内空调增速有所放缓，但是长期依然具备成长空间，龙头企业通过价格挤压小企业空间，市场份额依然在提升，产品依然处于生命周期中前期，新增及更新需求依然有望逐步释放。

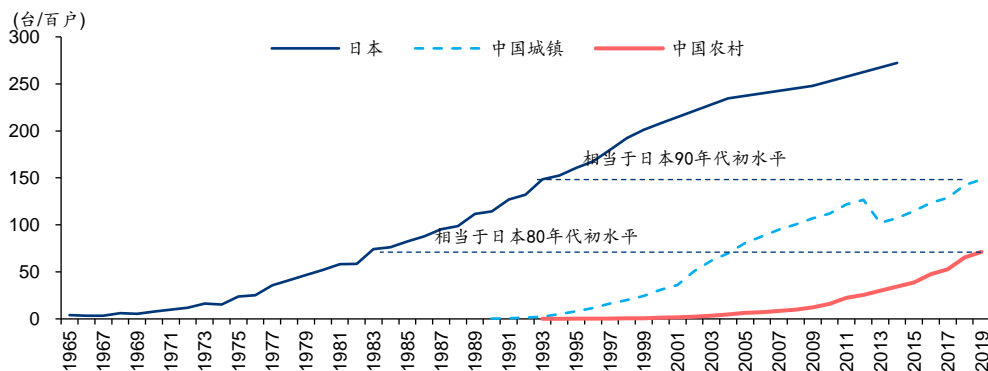
图表10：中国空调内外销规模变化



资料来源：Wind、华泰证券研究所

对标日本空调市场，我们预期空调销量增速有望持续领先其他白电品类。日本内阁府数据显示，日本国内空调保有量从1993年的148台/百户提升至2014年的272台/百户，每年提升约为6台/百户，能在较长的时间周期内保持较高的新增需求增长。

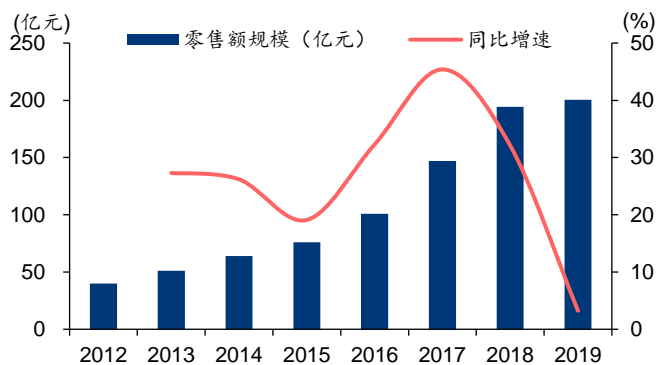
图表11： 空调产品依然有较高的成长空间



资料来源：Wind、日本内阁府、华泰证券研究所

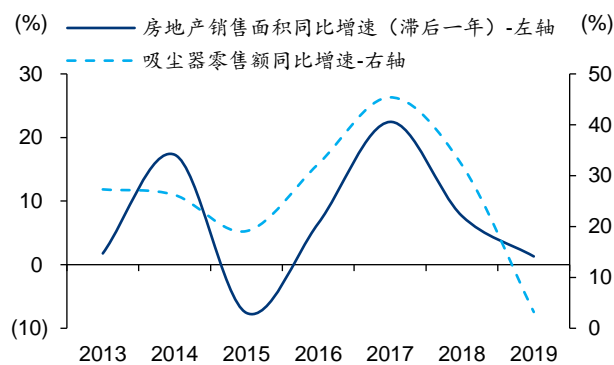
小家电产品呈现出阶段性高速增长特点，细分品类持续出现增长机会。以吸尘器产品为例，2015-2018年一二线城市的消费升级驱动了吸尘器市场的高速增长，此轮增长后一二线城市吸尘器渗透率有所提升；另一方面，吸尘器零售量与地产销售滞后数据同步性有所增强，2016年以来，国内吸尘器零售量增速与住宅销售面积增速（滞后一年）呈现出明显的同步波动性。

图表12： 中国国内吸尘器零售额（亿元）及同比增速（%）



资料来源：奥维云网、华泰证券研究所

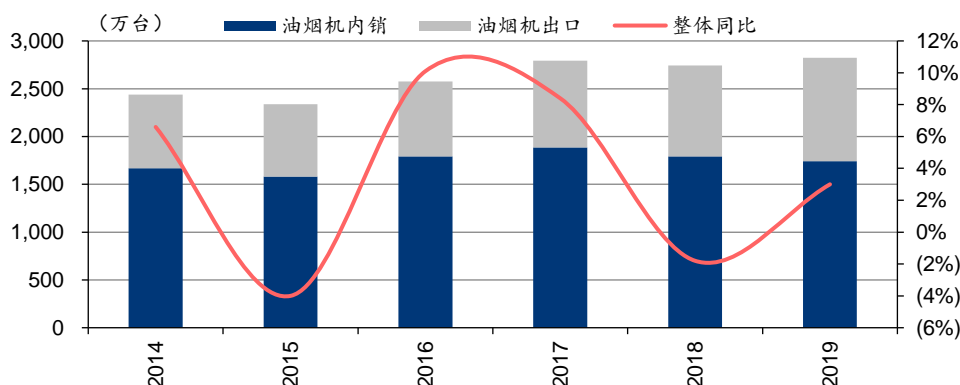
图表13： 中国国内吸尘器零售额同比增速与地产同比增速（滞后一年）



资料来源：奥维云网、Wind、华泰证券研究所

厨电产业过去几年价量提升的逻辑既来自于地产消费带动的厨电消费（中高端产品匹配高房价），也来自于产品自身消费升级的新品替代（侧吸式和欧式油烟机替代传统深罩式油烟机）。虽然短期行业需求波动，但厨电产业内部格局依然表现为龙头企业把控高端产品线、确定行业定价天花板，需求增长较为稳定。

图表14： 中国油烟机内外销规模变化



资料来源：Wind、华泰证券研究所

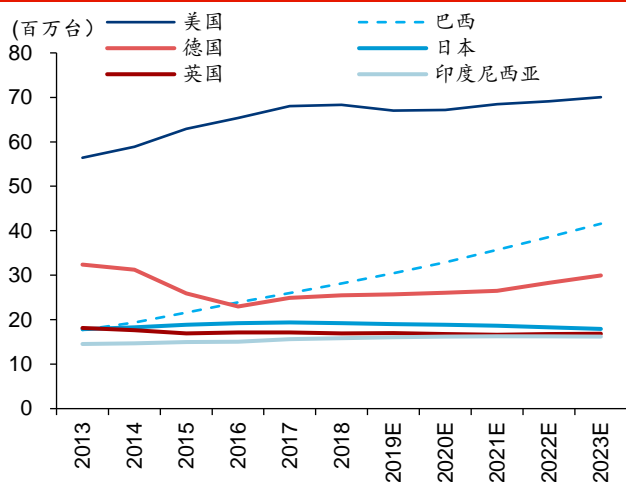
海外家电市场区域差异较大

北美、南美市场整体规模较大

大家电：巴西是仅次于美国的第二市场，销量大、增长快。据 Euromonitor，2018年，美国、巴西、德国、日本、英国、印度尼西亚销量分别为 68.3、26.0、24.9、19.4、17.1、15.0 百万台，从销量绝对值看，美国是第一大市场。2014-2018年，美、巴、德、日、英、印尼 CAGR 分别为 3.9%、9.7%、-4.7%、1.5%、-1.3%、1.8%；2019-2023年，美、巴、德、日、英、印尼 CAGR 分别为 0.5%、8.1%、3.3%、-1.4%、-0.1%、0.4%。2014-2023年整体看来美、印尼发展平稳，巴西持续保持较高增速发展，德、英负增长后有一定程度回暖，日本增速则由正转负。

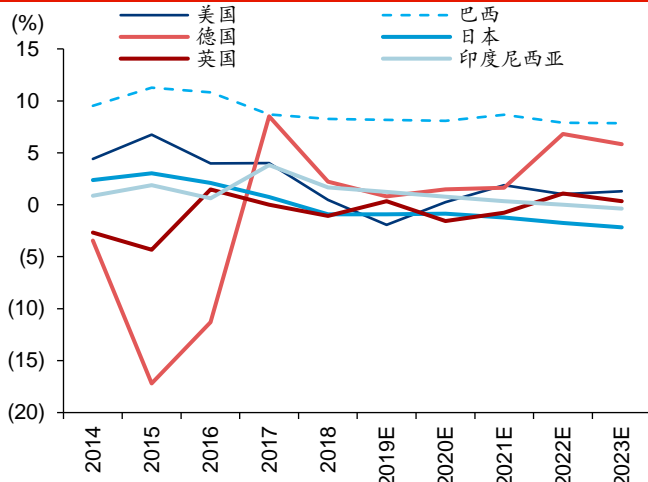
小家电：除英国外，美、巴、德、日、印尼 2019-2023年预计均呈正增长。据 Euromonitor，2018年，美、巴、英、日、印尼、德小家电销量分别为 487.1、111.6、92.0、85.7、66.5、59.4 百万台，相比同期大家电销量，高出 130%~613%不等。2019-2023年，巴西小家电市场预计继续保持较高增长，CAGR 预计达 7.3%，美、日、德、印尼预期发展平稳，CAGR 分别为 1.1%、2.0%、3.3%、0.7%，英国预计基本维持 92.0 百万台上下波动，保持稳定。

图表15：2013-2023E 美、巴、德、日、英、印尼六国大家电销量



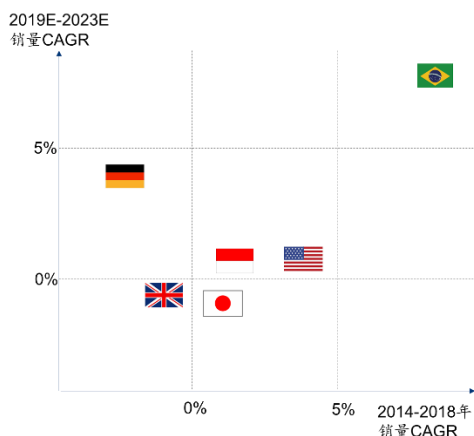
资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表16：2013-2023E 美、巴、德、日、英、印尼六国大家电销量同比增速



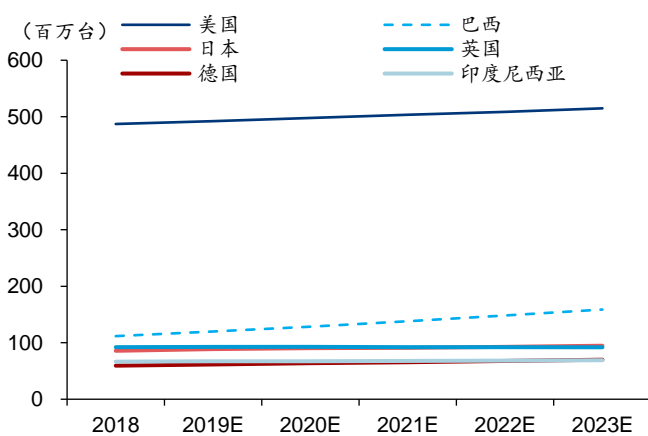
资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表17：美、巴、德、日、英、印尼大家电销量增速分布象限



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表18：2018-2023E 美、巴、德、日、英、印尼六国小家电销量



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

受海外家电使用习惯影响，渗透率差异较大

洗衣机方面：除印度尼西亚外，美、德、巴、英、日均已达较高渗透率，每百户保有量分别在70~100台之间。据Euromonitor，2018年美、德、巴、英、日、印尼每百户洗衣机保有量分别为85.2、98.5、93.0、87.1、72.3、28.2台。

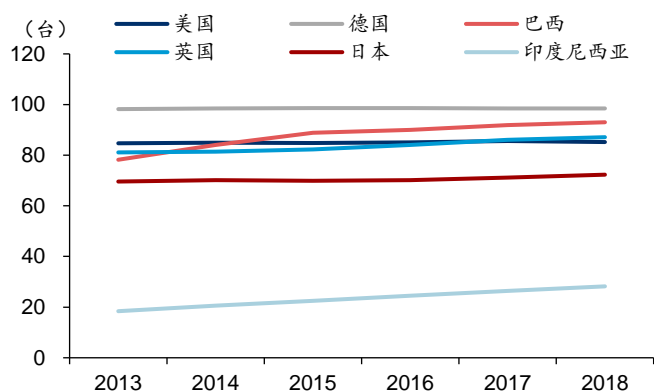
抽油烟机方面：日本位居首位，美、德、英发展相当，随后是巴、印尼。据Euromonitor，2018年，日、美、德、英、巴、印尼每百户保有量分别为84.0、35.6、50.7、40.2、16.8、2.4台。

冰箱方面：德、英领跑，美居中，巴、日、印尼百户保有量均为个位数。据Euromonitor，2018年，德、英、美、巴、日、印尼百户保有量分别为51.5、46.4、20.7、5.8、3.2、2.7台。

吸尘器方面：各国分化较大，美、德、英户均保有量在1台以上，巴、印尼渗透率仍较低。据Euromonitor，美、德位列第一梯队，2018年百户保有量分别为177.5、125.7台；英、日渗透率相近，2018年百户保有量分别为104.7、91.4台；巴、印尼渗透率则较低，百户保有量分别为32.6、1.5台。

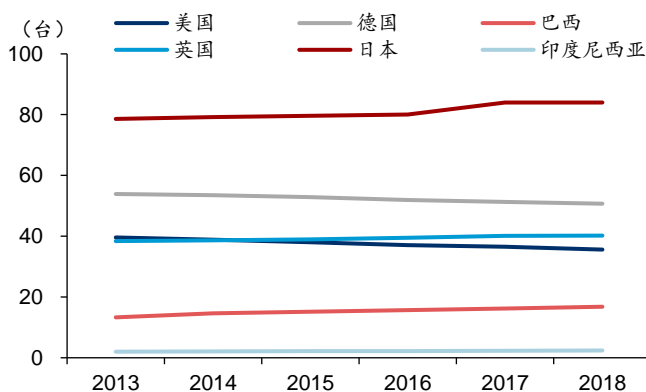
分体式空调方面：与前四类保有量排名相差较大，美、德、英百户保有量均不足2台。据Euromonitor，美、德、英百户百户保有量分别为1.4、0.2、0.2台；巴、印尼相当，百户保有量分别为37.5、33.3台，日本则使用率显著高于其他国家，百户保有量高达178.3台。

图表19: 2013-2018 美、巴、德、日、英、印尼百户洗衣机保有量



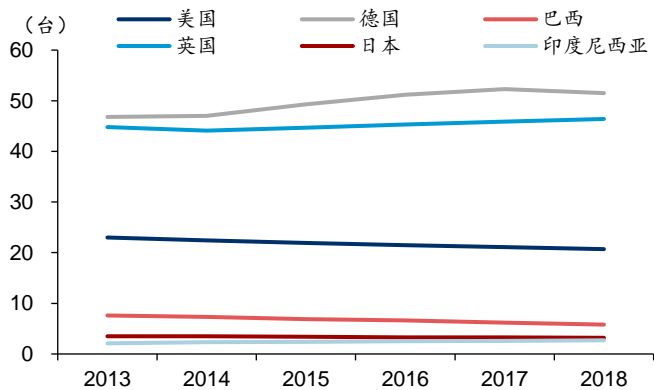
资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

图表20: 2013-2018 美、巴、德、日、英、印尼百户抽油烟机保有量



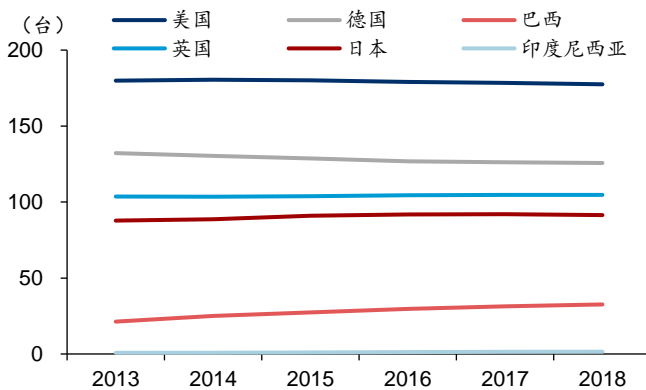
资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

图表21: 2013-2018 美、巴、德、日、英、印尼百户冰箱保有量



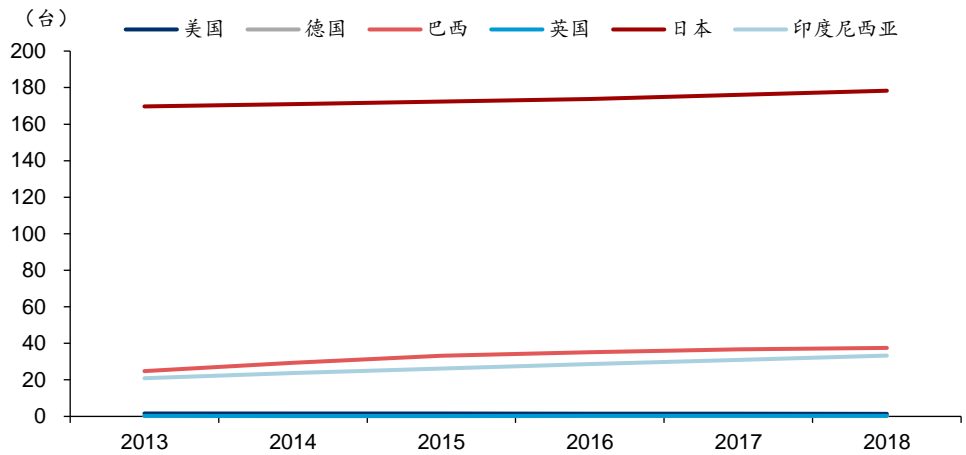
资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

图表22: 2013-2018 美、巴、德、日、英、印尼吸尘器百户保有量



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

图表23： 2013-2018美、巴、德、日、英、印尼分体式空调百户保有量



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

家电耐用品属性突出，安全使用年限标准出台或加速老旧产品迭代

家电产品没有明确的更新周期统计数据，但在2020年1月10日，中国家用电器协会发布《家用电器安全使用年限》系列标准（简称“系列标准”），标准涵盖家用冰箱、家用电动洗衣机及干衣机、房间空气调节器、家用燃气灶、吸油烟机、储水式电热水器六大品类。第一次通过行业标准的形式，明确了六大品类家电产品的安全使用期限，并要求制造商在产品的醒目位置标示出产品的安全使用年限。我们认为“系列标准”的实施，虽并不强制性淘汰老旧家电，但有利于提升消费者对于家电合理使用期限的认识，加快老旧家电产品的迭代，提升产品更新节奏。

图表24： 系列标准中，6大品类安全使用年限

| 产品品类 | 具体范围 | 安全使用年限 |
|-------------|---|--------|
| 家用冰箱 | 单相器具额定电压不超过250V的电机驱动压缩式家用冷藏冷冻箱、冷冻箱、冷藏箱和家用葡萄酒储藏柜 | 10年 |
| 家用电动洗衣机及干衣机 | 单项额定电压不超过250V，在家庭场景使用的洗衣机（包括洗衣干衣一体机）、干衣机 | 8年 |
| 房间空气调节器 | 适用于制冷量14000W及以下的房间空气调节器，包括分体挂壁式、分体落地式、分体嵌入式、分体吊顶式、窗式、移动式空调器 | 10年 |
| 家用燃气灶 | 使用城市燃气的家用燃气灶（不适用于集成灶、燃气烤箱、燃气烘烤器、燃气烤箱炉、燃气烘烤炉、燃气饭锅、电气两用灶具） | 8年 |
| 吸油烟机 | 家用厨房环境中的吸油烟机 | 8年 |
| 储水式电热水器 | 家用和类似用途的储水式电热水器 | 8年 |

资料来源：中国家用电器协会、华泰证券研究所

日本内阁府调查数据显示，2018年，日本空调、冰箱、洗衣机及电视的使用年限约为13.6、12.2、10.8、9.5年，而1992-2018年之间平均使用年限来看，日本空调、冰箱、洗衣机及电视的使用年限约为10.9、10.9、8.9、9.1年。随着产品质量的提升，日本家电产品使用年限（更新周期）略有提升，但依然以10年左右为主。

图表25： 2018年日本内阁府调查部分家电产品使用年限

| 产品 | 2018年调查使用年限（单位：年） | 1992-2018年平均使用年限（单位：年） |
|-----|-------------------|------------------------|
| 洗衣机 | 10.8 | 8.9 |
| 冰箱 | 12.2 | 10.9 |
| 空调 | 13.6 | 10.9 |
| 电视 | 9.5 | 9.1 |

资料来源：日本内阁府、华泰证券研究所

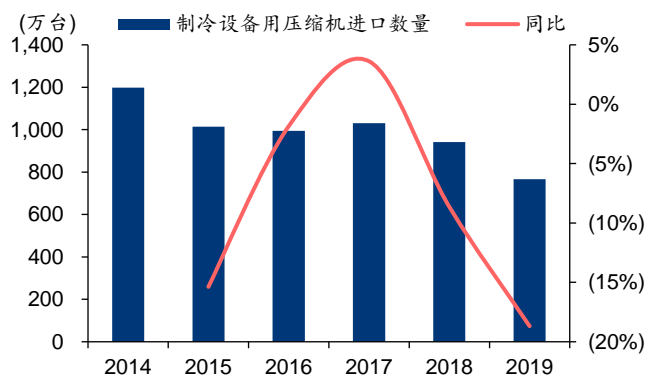
家电产业传统零部件自主供应能力较强

中国是全球最大的家电产能基地之一，龙头企业在发展过程中，持续推进垂直产业链整合，不但提升自身竞争力，也为国内搭建起了较为完备的传统家电产业链体系，在传统家电核心零部件上，已经基本实现自给自足。因此我们看到海外疫情持续蔓延的过程中，对家电出口订单的影响反而较小，国内整体家电产业链的快速恢复，带动海外订单向国内优势企业集中。

传统零部件自主供应能力较强

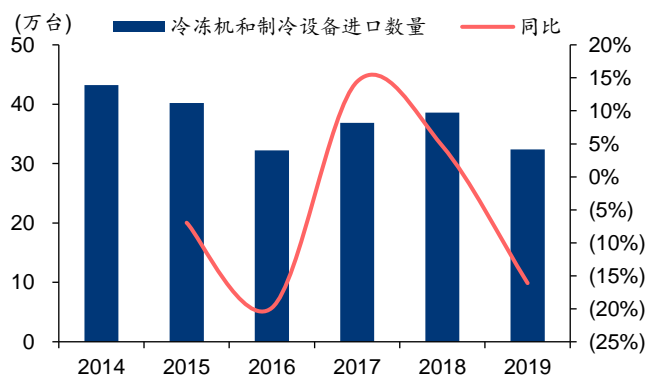
- 1) 白电产业链，传统核心零部件以压缩机及电机为主，国内都有较大的生产规模，已经能够满足主流消费需求。其中，产业在线数据显示，2019年旋转压缩机、空调电机国内产量分别达到2.14、3.66亿台。部分进口白电部件及设备以技术较为领先的高端产品为主。
- 2) 黑电产业链，核心零部件以液晶显示面板及模组为主，液晶面板产业为国家重点战略扶持产业，近年来得到高速发展，国内龙头面板企业已经建设了全球领先的高世代液晶面板生产线，黑电用大尺寸液晶面板自主供应量大幅提升。大陆以外厂商主要包括韩国、日本、中国台湾地区企业，但随着国内企业规模效应、经营效率提升，全年供应格局正向中国国内集中，过去几年液晶显示面板进口数量持续下降，海关总署数据显示，2019年液晶面板进口数量已经降至19.3亿片。相对而言，液晶面板上游的玻璃基板核心技术、液晶材料供应、偏光片供应依然以海外企业的居多，国内企业在生产工艺、产品配方、生产装备上依然依赖于海外进口。

图表26: 制冷设备用压缩机进口规模较小

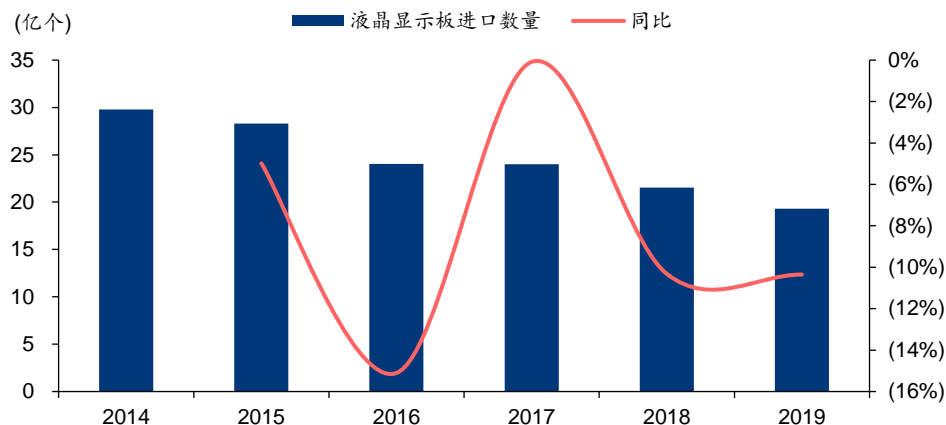


资料来源: Wind、海关总署、华泰证券研究所

图表27: 冷冻机和制冷设备进口规模也较小



资料来源: Wind、海关总署、华泰证券研究所

图表28：液晶面板进口数量不断降低

资料来源：Wind、海关总署、华泰证券研究所

- 3) 小家电产业链，核心零部件较为分散，且自主供应能力较强，净部分高端恒温器、熔断器、开关、化工材料等存在进口需求。

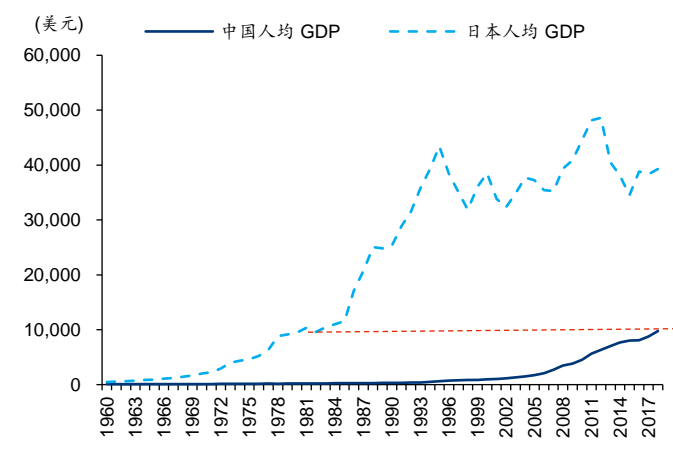
电子半导体零部件自主供应能力较弱，控制类芯片依赖进口

- 1) 白电产业链，变频产品高度依赖控制器零部件 MCU 驱动芯片与 IPM 功率模块进口，主要供应商来自美国、日本等。龙头白电企业已经在 MCU 驱动芯片和 IPM 模块上有研发和产业投入，且部分实现量产，并能满足部分企业内部需求，也但对比整体国内空冰洗的控制器需求量产产能依然较低，依然有较大的电子半导体进口需求。
- 2) 黑电产业链，高清产品高度依赖画质芯片、主芯片、TCON 芯片等进口。国内企业以自研画质芯片为主，较少企业在主芯片以及 TCON 芯片有研发投入，能实现部分的自主供应，但技术实力依然较弱。

商贸零售供给升级持续落地，结构性机会频现

长期看，我国内需消费仍处于品牌化、多样化、个性化、高端化的消费升级阶段。据2014年出版的三浦展《第四消费时代》，参照日本四个消费时代的特征，我们认为中国与日本的第三消费社会阶段类似：一是中国2018年人均GDP(现价美元)与日本1982年相当，处于第三消费时代中期，此阶段人们消费崇尚个性化、多样化、差异化，有明显的品牌倾向；二是中国2019年人口结构与日本1995年相似，其中1965~1975年出生的人口享受了改革开放、地产等红利，2015年开始这部分群体逐渐步入退休期，“有钱有闲”的生活状态驱动他们消费升级，同时1995年后出生的人口继承了财富，年轻的他们更追求个性化、差异化的消费；三是消费结构持续改善，2013-2019我国城镇居民与农村居民人均关于食品烟酒、衣着的支出呈下降态势，尤其是食品烟酒类下降尤为明显。同时，以交通通信、医疗保健为代表的服务性支出占比不断提高。据麦肯锡预测，2030年中国家庭去年在食品上的支出比例将进一步下降，“可选品”与“次必需品”的支出将显著增加，预计文教娱乐的支出占比超过20%。

图表29： 中日人均 GDP 对比（现价美元）



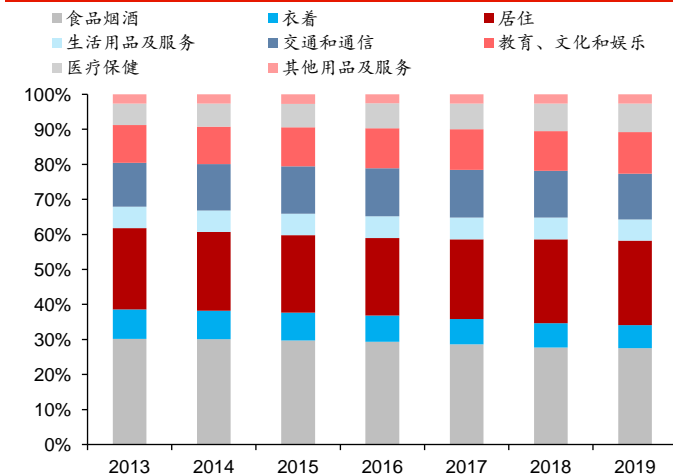
资料来源：世界银行，华泰证券研究所

图表30： 中国 2019 年人口结构与日本 1995 年相似



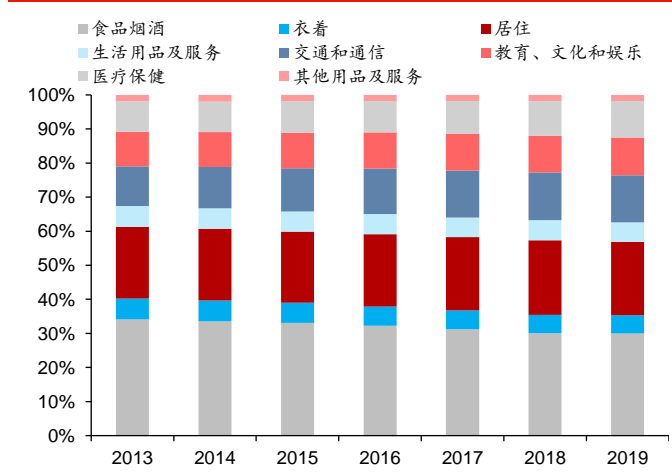
资料来源：populationpyramid, 华泰证券研究所

图表31： 2013-2019 我国城镇居民人均消费支出占比情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表32： 2013-2019 我国农村居民人均消费支出占比情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

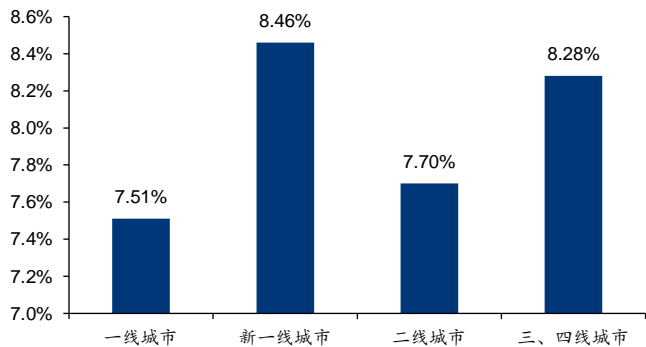
图表33：日本四个消费时代及特征

| | 第一消费社会 | 第二消费社会 | 第三消费社会 | 第四消费社会 |
|---------|----------------------|------------------------|-----------------------------|--|
| 时代划分 | 1921-1941 | 1945-1974 | 1975-2004 | 2005-2034 |
| 社会背景 | 以东京、大阪等大城市为中心的中等阶级诞生 | 全国一亿人口中产阶级化 | 从石油危机开始到低增长、泡沫经济、金融破产，差距拉大 | 雷曼危机、两次大地震、经济长期不景气、不稳定等导致收入减少。人口减少导致消费市场缩小 |
| 人口 | 人口增加 | 人口增加 | 人口微增 | 人口减少 |
| 出生率 (%) | 5 | 5至2 | 2至1.3~1.4 | 1.3~1.4 |
| 老龄化率 | 5% | 5%至6% | 6%至20% | 20%至30% |
| 消费取向 | 西洋化、大城市倾向 | 大量消费、大的就是好的、大城市倾向、美式倾向 | 个性化、多样化、差别化、品牌倾向、大城市倾向、欧式倾向 | 无品牌倾向、朴素倾向、休闲倾向、本土倾向 |
| 消费主题 | 文化时尚 | 每家一量私家车、私人住宅、三大神器、3C | 从量变到质变、每家数辆、每人一辆、每人数辆 | |
| 消费承担者 | 中等阶级家庭、时尚男女 | 小家庭、家庭主妇 | 单身族、啃老单身 | 所有年龄层里单一化的个人 |

资料来源：三浦展《第四消费时代》(2014年出版)，华泰证券研究所

下沉市场红利：下沉市场居民人均可支配收入增速快，富裕消费者显著增加。近年来，代表下沉市场的低线城市愈发展现出了强大的消费潜力和消费升级的趋势，已经成为了驱动零售行业发展的重要动力源。在人口数量方面，据第一财经《2019城市商业魅力排行榜》显示，全国338个城市中，288个城市属于三线及以下，三线及以下城市人口占中国城市人口总数的69.7%。在人均可支配收入方面，低线城市增速表现亮眼，2013-2018年三四线城市CAGR达到8.28%，高于一线城市(7.51%)及二线城市(7.7%)。同时，低线城市中上层中产阶级消费者数量快速增长，2010-2018年，三四线城市中，年支配收入达14~30万元的家庭数量年复合增长率达38%，高于一二线城市的23%。2018年这些较富裕家庭占三四线城市人口的34%，接近2013年高线城市的水平。

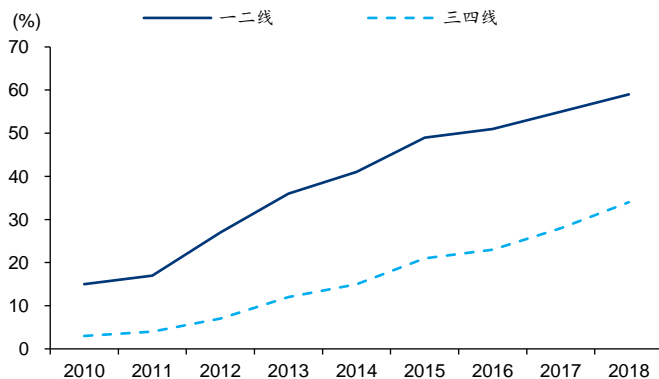
图表34：各线城市2013-2018年人均可支配收入复合增速



注：各线城市分类以《第一财经周刊》为标准新一线、二线、三四线分别选取10/10/20座城市作为样本

资料来源：《2019城市商业魅力排行榜》、国家统计局，华泰证券研究所

图表35：2010-2018不同城市富裕小康和大众富裕家庭百分比



资料来源：麦肯锡全球研究院，华泰证券研究所

直播带货兴起：直播带货成传统电商平台突破口，加速发展，品牌商逐步将直播作为常规销售渠道发展。主流电商平台与短视频平台大力发展直播电商，带货规模快速增长。从直播带货规模来看，淘宝、快手、抖音占据直播带货前三。其中淘宝直播电商基础设施完备且用户天然具有购物倾向，2019年GMV约在2500~2800亿元之间，且淘宝用户直播渗透率正逐步加深。快手、抖音作为头部短视频平台，电商体系正在逐步发力之中。通过视频或直播，网红与消费者可建立更深刻的情感连接，有效提升转化率。现今消费者不止追求性价比和实用性，更注重内心感受与购买体验。主播可以通过吸引力与互动性增强消费者对购物价值的感知，强化消费者“购物”的体验，从而有效提升转化率，因此逐步成为品牌商常规化销售渠道之一。

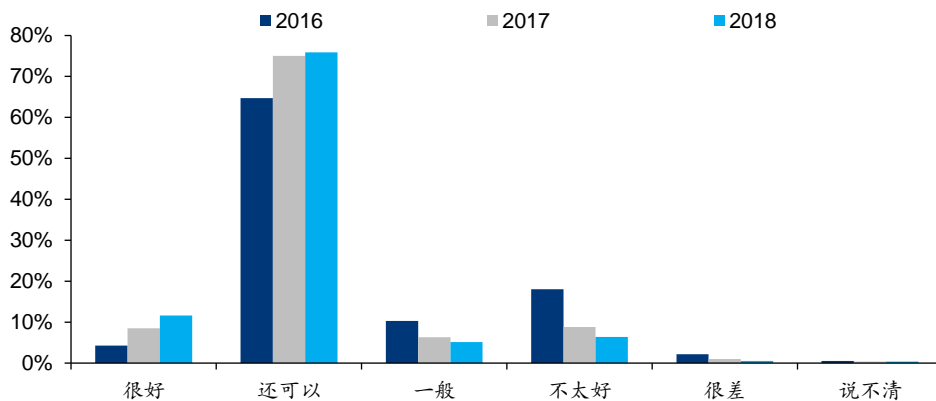
图表36： 淘宝、快手、抖音是直播带货目前发展情况

| | 淘宝直播 | 快手直播 | 抖音直播 |
|------|--|---|---|
| 规模 | 1) 2018年 GMV 达千亿元 2) 2019年 GMV 约在 2500~2800 亿元之间， 2020年有望达到 4000~5000 亿元 | 1) 2018年 GMV 达 300 亿元 2) 2019年 GMV 达 1500 亿元 | 1) 2018年 GMV 达 100 亿元 2) 2019年 GMV 约 400 亿元 |
| 平台特点 | 1) 缩短电商转化路径，提升转化率 2) 直播内容丰富，消费者每日可观看直播内容超 15 万小时，可购买商品数量超过 60 万款 | 1) 快手直播 90%来自私域流量，为商户带来利润占总利润平均 39% 2) 拥有快手小店，但大部分消费仍通过淘宝完成 | 1) 中心化算法推荐内容，直播间大部分都来自公域流量 2) 通过短视频种草，通过直播变现已逐渐成为趋势 |
| 用户情况 | 1) 用户购物目的性强 2) 核心用户粘性强，在淘宝直播日均停留时长超 1 小时 3) 核心直播用户超级会员占比高，均为资深剁手党 | 1) 老铁文化下，用户粘性强、忠诚度高，32%用户会因信任主播推荐而购买商品，12%的用户会因单纯支持主播而购买商品 2) 互动多，2018年每日平台产生与交易需求相关评论超 190 万条 | 1) 用户直播打赏平均金额比快手高，但粘性更弱 2) 带货效率低于快手，商家更愿意投放品牌而非效果广告 |
| 发展趋势 | 1) 直播受众将持续扩大，消费者养成直播购物习惯 2) 内容持续优化，明星、海外主播、MCN 机构加入 3) 5G 技术迭代，提供更佳观看体验 | 1) 重视中腰部主播运营，发布双 10 计划，帮助他们解决变现难问题 2) 重视公私域流量交叉运营，电商基础设施仍在搭建与完善中 | 1) 发展更独立，购物车向阿里以外的第三方电商平台开放，降低对淘宝依赖程度 2) 电商工具意见完善，开放购物车、接入 POI 展示，上线直播橱窗、快闪店、抖店等 |

资料来源：亿邦动力、艾媒、新消费内参、新榜、界面新闻、QuestMobile、秒针系统、晚点 LatePost，华泰证券研究所

国货品牌崛起：创新驱动中国品牌持续高质量发展，居民文化认同感提升为国货带来发展良机。据阿里研究院，2019年中国手机、服装、家具、箱包服饰、运动户外、建筑装潢等行业品牌不断推出新品，新品销售额占品牌增量大幅提升。通过不断的高品质创新，中国品牌逐步改变人们对其的刻板印象。据环球网《2018年中国消费者对国产品牌的好感度调查报告》，2016-2018年我国消费者对国产品牌的整体印象呈提升趋势。伴随我国新中产阶级崛起，居民文化认同感提升，国货品牌迎来发展良机。

图表37： 2016-2018年我国消费者对国产品牌的印象变化



注：2018年2月9日-2月27日线上调研，共回收有效问卷6390份

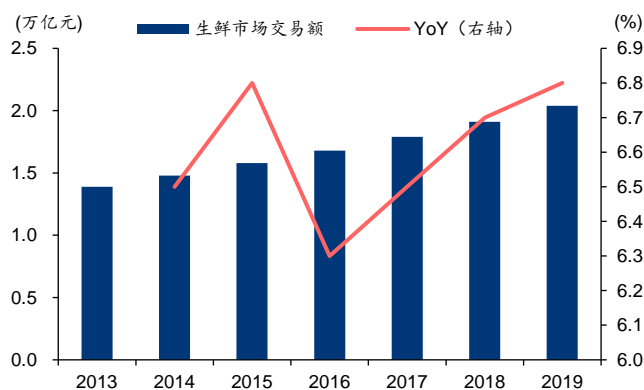
资料来源：环球网《2018年中国消费者对国产品牌的好感度调查报告》，华泰证券研究所

超市：消费升级趋势不改，龙头规模扩张仍有大空间

我国生鲜市场在供需两端均具备较大升级潜力。需求端方面：新一代消费者价格敏感度低，更注重产品质量和服务水平。根据BCG中国消费者信心调查显示，生鲜是消费者进行消费升级意愿最高的品类，有63%的消费者表示要购买品质更好的生鲜产品，高于所有品类的平均比率42%。消费升级叠加生鲜消费的高频次消费及刚需性质，生鲜市场规模保持快速增长趋势，2019年生鲜交易规模达到2.04万亿元，同比增加6.8%；但与国外生鲜市场相比，还具有很大的增量空间。供给端方面：目前中国生鲜冷链运输尚不发达，且供应链环节冗余，产地集中度低，中小企业居多，有较大的升级空间。近年以永辉超市(601933 CH, 买入, 11.23元)、家家悦(603708 CH, 买入, 50.76元)为代表的商超龙头依托优秀的冷链运输网络，推进从终端逆向垂直整合生鲜产业链，2019年二者生鲜直采比例均超过70%，并积极加强与供应商的合作关系，消除中间环节溢价。

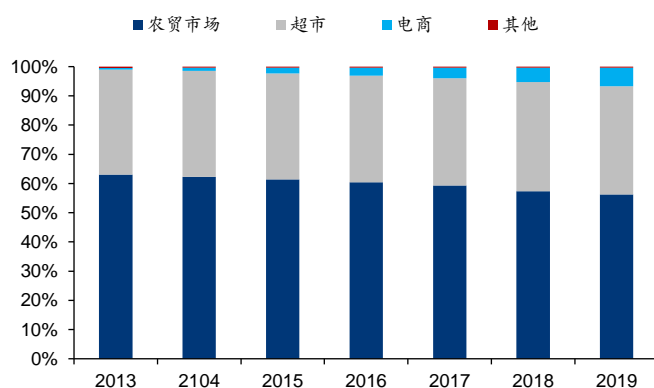
受益于内需升级与供给侧改革，我国生鲜超市渠道占比持续提升。总体上看，中国生鲜虽然还是以农贸市场为主，但正在朝“农改超”方向转变，农贸市场占比从2013年的63%下降至2019年的56%，超市由2013年的36%增长至2019年的37%。老牌商超企业方面，2019年永辉超市、家家悦生鲜营收占比分别为47.25%、46.31%，同比增速达17.24%、26.89%；且永辉推出自有生鲜品牌销售额达6.7亿元，占自有品牌总销售额的34.87%，家家悦自有品牌销售占比逐年上升，达10.37%。新业态方面，超级物种、苏鲜生分别依托永辉、苏宁易购（002024 CH，无评级）建立生鲜自有品牌。

图表38：2013-2019年我国生鲜市场交易规模情况



资料来源：艾媒数据中心，华泰证券研究所

图表39：2013-2019年生鲜超市渠道占比



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

超市龙头凭借强大的供应链优势、门店经营管理优势，规模快速扩张，并仍有较大开店空间。生鲜超市龙头永辉超市、家家悦，依托生鲜消费渠道升级推力，2016-2020H1 营收持续稳健增长；便利店龙头红旗连锁（002697 CH，买入，11.25），凭借小业态超市的高景气度，2016-2020H1 规模扩张的同时营收快速提升。永辉超市、家家悦、红旗连锁等行业龙头企业持续推动渠道扩张，在优势区域依托供应链优势不断加密门店，并且通过并购及自建推动门店跨区域扩张。消费升级趋势未变，龙头公司内生增长动力较强、同店保持稳健较快增长，我们预计未来龙头企业渠道扩张仍有较大空间。

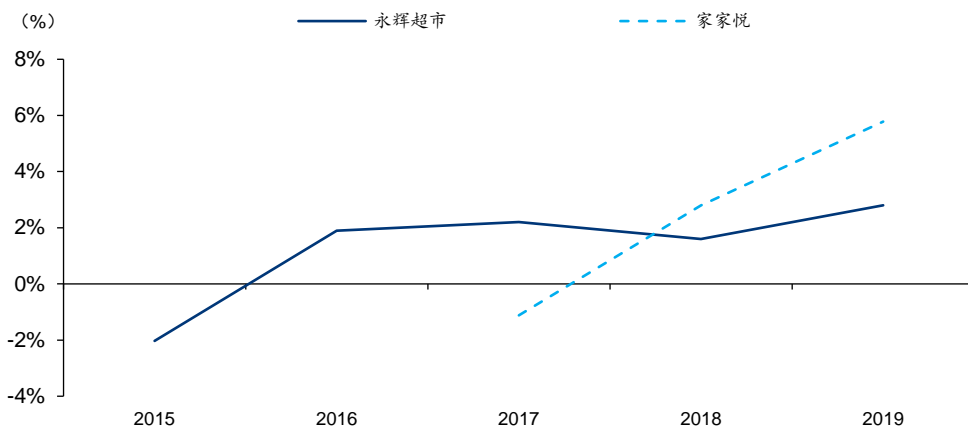
图表40：龙头超市企业门店持续扩张

| | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 永辉超市 | 门店数量 | 412 | 474 | 806 | 708 | 911 |
| | 单店面积 (平米) | 8889.08 | 9022.57 | 6516.79 | 8649.07 | 8073.39 |
| 家家悦 | 门店数量 | | 631 | 675 | 732 | 783 |
| | 单店面积 (平米) | | 2419.02 | 2339.11 | 2397.27 | 2785.82 |
| 红旗连锁 | 门店数量 | 2274 | 2704 | 2730 | 2817 | 3070 |
| | 单店面积 (平米) | 223.69 | 200.00 | 190.43 | 191.57 | 180.00 |
| 步步高 | 门店数量 | 193 | 227 | 267 | 290 | 348 |
| | 单店面积 (平米) | | | 7289.10 | 7059.51 | 6773.45 |

注：永辉超市及步步高门店数据为超市业态门店数据

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表41：永辉超市及家家悦同店维持较快增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

百货：国企改革提速、免税牌照落地，进一步激发行业活力

重庆百货历时2年完成混改。2018年5月4日，重庆百货（600729 CH，无评级）控股股东商社集团（未上市）拟公开征集方式引入两名战略投资者、实施混合所有制改革方案已获得重庆市人民政府原则同意，开启混改进程。2019年2月12日，重庆联交所通过“多轮竞争性报价”遴选出物美集团和步步高集团为本次混改投资方。2020年3月28日，重庆百货发布《要约收购书》，控股股东商社集团正式启动要约收购，拟引入物美集团（未上市）和步步高集团（未上市）分别取得商社集团45%和10%股权。2020年5月12日，要约收购交割完成。

国企改革助力百货龙头提质提效。一方面，国企混改前由于制度问题，市场化程度相对低，需要通过注入新股东由上至下推动管理改革，注入经营活力；另一方面，受疫情影响，行业优胜劣汰加速，优质百货企业可逆势通过收购兼并提升自身综合竞争力。以物美集团为例，集团成立于1994年，2002年开始集团通过收购重组等方式，吸收了多家企业或品牌，业务覆盖地域由城市拓展至农村，经营范围增加家居等新板块，是零售行业并购整合的优质标杆。

图表42：物美集团投资并购案例

| 时间 | 公司 | 地区 | 收购比例 | 收购门店数 | 金额 |
|---------|--------|----|----------------|-------|--------|
| 2002.05 | 崇文门菜市场 | 北京 | 49% | 9家 | 2940万 |
| 2004.04 | 超市发 | 北京 | 25% | | 7000+万 |
| 2004.08 | 京北大世界 | 北京 | 100% | 1家 | |
| 2004.12 | 大荣 | 天津 | 100% | 12家 | |
| 2006.02 | 美廉美 | 北京 | 75% | 23家 | 3.7亿 |
| 2006.04 | 新华百货 | 银川 | 29% | | 1.767亿 |
| 2007.06 | 奥士凯 | 北京 | 50% | 3家 | |
| 2008.09 | 浙江供销 | 浙江 | 54% | | 1.51亿 |
| 2009.12 | 美廉美 | 北京 | 25% (实现100%控股) | | 7.99亿 |
| 2010.01 | 湖州老大房 | 湖州 | 51% | | |
| 2010.01 | 易初莲花 | 天津 | 100% | 4家 | |
| 2014.12 | 百安居 | 中国 | 70% | | 14亿 |
| 2016.07 | 优玛特 | 北京 | | 5家 | |
| 2016.07 | 百安居 | 中国 | 30% (实现100%控股) | | 5.82亿 |
| 2018.08 | 乐天玛特 | 华北 | | 21家 | 14.6亿 |
| 2018.10 | 邻家便利店 | 北京 | | 160家 | |
| 2019.03 | 华润万家 | 北京 | | 5家 | |
| 2019.06 | 重庆百货 | 重庆 | 45% | | 70.75亿 |
| 2019.10 | 麦德龙中国 | 全国 | 80% | 97家 | 118亿 |

注：上述公司除重庆百货外均未上市

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

王府井（600859 CH，无评级）2020年6月获免税牌照，是开启百货行业“免税”热潮的标志性事件，进一步激发百货行业经营活力。2020年6月王府井被财政部授予免税品经营资质，允许公司经营免税品零售业务。王府井本次获批新的免税零售经营资质，是继上世纪80年代海南离岛免税政策后，首次获批的免税零售经营牌照。

图表43：继王府井后，陆续有多家百货申请免税牌照

| 公司 | 申请时间 |
|---------------------|------------|
| 百联股份（600827 CH，无评级） | 2020/07/06 |
| 鄂武商A（000501 CH，无评级） | 2020/07/15 |
| 大商股份（600694 CH，无评级） | 2020/07/19 |
| 南宁百货（600712 CH，无评级） | 2020/07/22 |
| 步步高（002251 CH，无评级） | 2020/07/23 |
| 友阿股份（002277 CH，无评级） | 2020/07/23 |
| 中百集团（000759 CH，无评级） | 2020/07/23 |
| 东百集团（600693 CH，无评级） | 2020/07/24 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

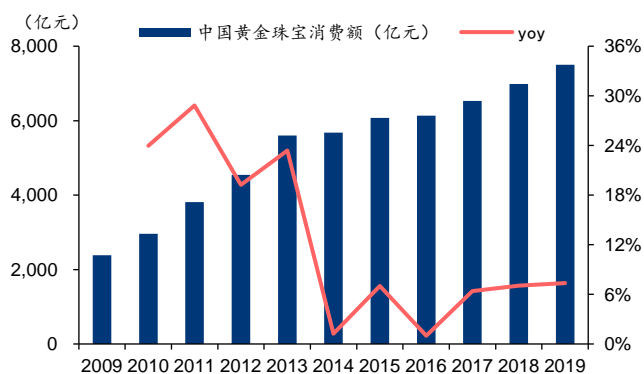
免税本质是国家财政让利的一种形式，扩内需背景下政策陆续放宽予百货企业，旨在引导海外消费进一步回流。近年来我国免税政策不断放开，2016年2月财政部提出增设19个口岸进境免税店；2019年3月国务院十三五规划提出，以重要旅游目的地城市为依托，优化免税店布局，培育国际消费中心；2020年3月发改委提出要“完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店”。免税牌照对百货行业逐步的开放正是对发改委市内免税相关政策的响应，对促进海外免税消费回流国内具有重要意义。

黄金珠宝：国潮崛起、直播兴起，老字号品牌历久弥新

近年来我国的黄金珠宝行业进入了平稳发展时期，根据Euromonitor数据，2013年以来我国的珠宝首饰市场增速逐渐下降，2009-2013年CAGR达23.81%，而2014-2019年CAGR回落至5.75%，主要系2013年的“抢金潮”提前透支了黄金珠宝消费需求、国际金价结束了上行趋势以及房价上涨挤占了黄金珠宝的消费力。

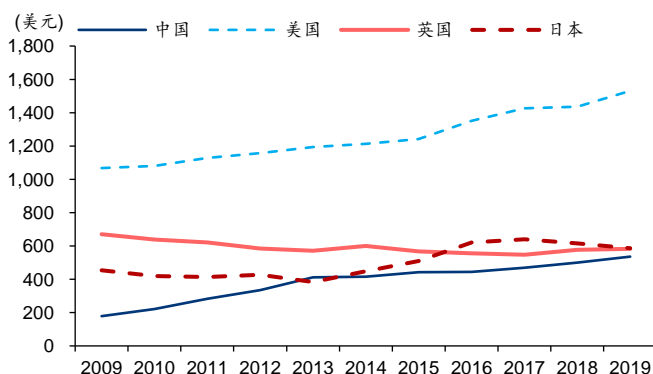
我国人均珠宝消费相较美国仍有较大提升空间。据Euromonitor，2019年中国人均珠宝消费额达到535.9美元，与美国的1531.0美元存在较大差距。我们认为随着经济增速逐步修复，居民可选消费压力缓解，黄金珠宝人均消费额存在进一步提升空间。根据Euromonitor预测，2019-2024E我国珠宝首饰市场将保持每年6.7%左右的同比增速。

图表44：2009-2019 中国珠宝首饰市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

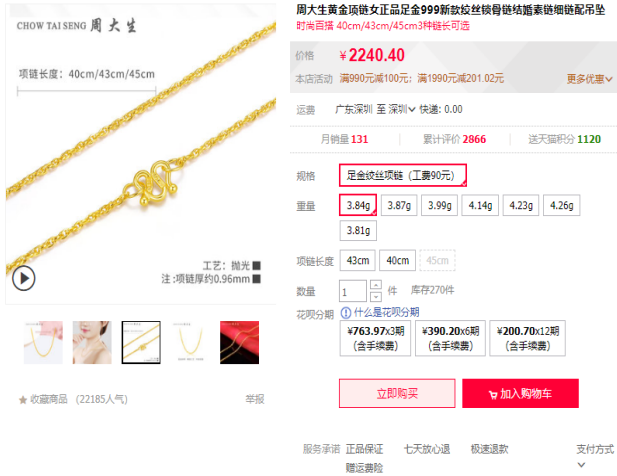
图表45：2009-2019 年中国、日本、美国人均珠宝消费额



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

新中产阶级崛起，国货认同感提升，加速我国珠宝龙头品牌在镶嵌类市场的“国产替代”、提升品牌溢价。内资、港资珠宝龙头黄金饰品份额高，外资品牌以镶嵌类饰品见长。我国珠宝市场以形成内资品牌、港资品牌、国外品牌三足鼎立竞争格局。其中高端市场被 Tiffany (TIF US, 无评级) 等国外品牌垄断; 大众市场竞争激烈, 主要有内资品牌周大生 (002867 CH, 买入, 37.18 元)、老凤祥 (600612 CH, 买入, 70.15 元)、老庙黄金 (隶属豫园股份, 600655 CH, 买入, 12.38 元) 和港资品牌周大福 (1929 HK, 无评级)、周生生 (0116 HK, 无评级) 等。近年伴随新中产阶级崛起、国民文化认同感提升, 我国消费者对国货愈发青睐, 周大福、老庙黄金先后推出传承、古韵系列, 深受消费者好评。

图表46: 传统素金产品通过“金价+溢价+工费”定价, 毛利率低



资料来源: 周大生天猫旗舰店, 华泰证券研究所

图表47: 国潮黄金饰品凸显设计与品牌价值, 毛利率高



资料来源: 周大生天猫旗舰店, 华泰证券研究所

直播带货兴起, 龙头可借渠道红利打开线上业务空间, 连接我国年轻群体消费需求。以周大生为例, 2019 年开始周大生全面在抖音、快手、淘宝、小红书等短视频、直播平台进行全渠道“带货”合作, 与头部主播薇娅、李佳琦、烈儿宝贝等深度合作多次推出周大生专场直播。6月21日, 周大生携手快手平台“带货一哥”辛有志, 推出“周大生X辛选珠宝节”专场直播, 直播总销量超 160 万件, 累计带货金额超 4.1 亿元, 创下珠宝品类单场销售记录。

图表48: 周大生与头部 KOL 合作开展直播带货

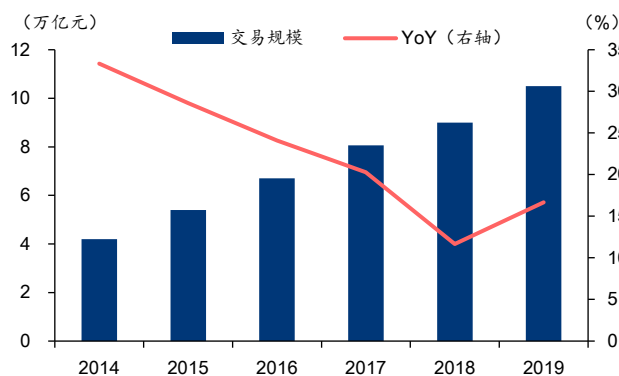
| 时间 | 平台 | 直播带货 |
|---------|------|--|
| 2016.6 | 淘宝直播 | 与佰草集、楼兰蜜语等品牌联合试水直播, 邀请明星柳岩直播带货, 周大生以单价高达 8000 元的产品作为品牌露出, 吸引在线观众 16-17 万人 |
| 2019.12 | 淘宝直播 | 携手淘宝“直播一姐”薇娅开展直播带货, “18K 金钻石小蛮腰”吊坠 10 秒卖出 1.8 万件, “小鹿银”项链售出 10 万逾件 |
| 2020.3 | 看点直播 | 与直播达人混血儿陆陆啦展开合作, 在看点平台上进行主题为“暖春‘金’喜, 看直播抢千元现金红包”的直播活动。推出价值 258 元的金鼠纳福挂件套装免费抽、99 元秒杀正版 IP 比卡丘手机贴、近 20 款珠宝产品秒杀价等促销活动 |
| 2020.3 | 淘宝直播 | 3.26 生活节与薇娅合作直播, 多次推出单场销量过万的爆款产品, 其中“小吃货”套链一夜爆卖 19 万件, 创下了珠宝行业电商直播的新纪录 |
| 2020.5 | 淘宝直播 | 向“薇娅专属感恩节”活动赞助了 1000 枚“周大生X薇娅”联名感恩金条, 联名金条以 5.21 元价格售卖, 引来三千万粉丝高度关注和疯狂抢购 |
| 2020.6 | 快手 | 携手快手平台“带货一哥”辛有志, 推出“辛选珠宝节”活动, 共开展了三场预热直播与一场专场直播, 实现销量 160 万件, GMV 超 4.8 亿元, 销售额超 4.84 亿元 |

资料来源: 亿邦动力、辛选数据、华泰证券研究所

跨境电商：国内国际双循环重要一环，向海外输出中国优质产能

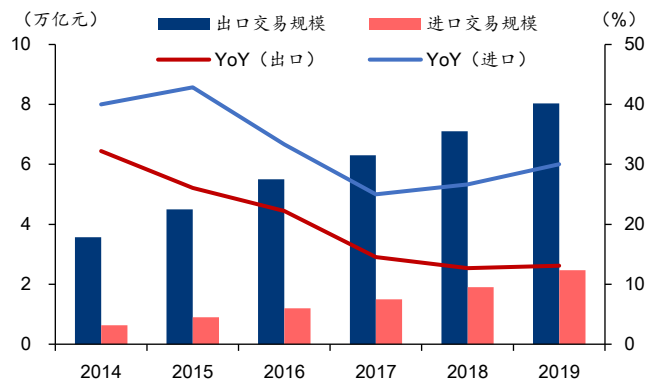
2019年我国跨境电商行业交易规模突破10万亿元，从货物流通方向看以出口为主。我国跨境电商行业持续快速发展，行业渗透率不断提升，2014-2019年，跨境电商行业市场规模CAGR达20.1%。2019年行业交易规模达10.5万亿元，同比增长16.7%，其中出口交易规模达8.0万亿元，占比约76.5%，是跨境电商的主要组成部分。

图表49：2014-2019年我国跨境电商行业交易规模及增速



资料来源：网经社电子商务研究中心，华泰证券研究所

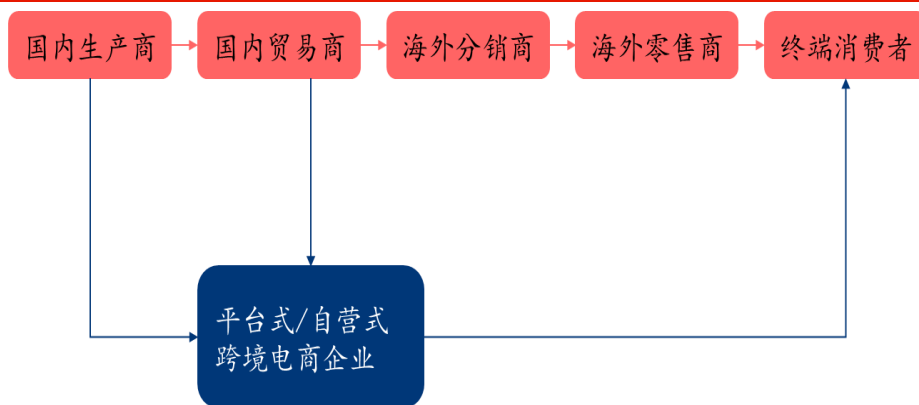
图表50：2014-2019年我国跨境电商进出口交易规模及增速



资料来源：网经社电子商务研究中心，华泰证券研究所

跨境出口电商中，B2C模式可减少传统外贸层级，缩短贸易链条提升产业链效率。传统外贸产业链条冗长，除海外层层经销体系，还需通过专业的贸易商进行出口转销，层级多、效率低、消费者剩余少。B2C跨境电商绕过代理商或多层分销渠道，直连国内生产商与海外消费者，节省大量销售资源，提升供应链效率。

图表51：传统外贸与跨境电商产业链条对比



资料来源：雨果网（跨境电商智能服务平台），华泰证券研究所

跨境出口电商助力我国优质产能“走出国门、迈向世界”，补足国内国际双循环重要一环。我国代工厂以OEM、ODM模式为主，积累多年为国内外知名品牌服务的经验，拥有出色的生产工艺与设计能力，但代工环节产品附加值较低，利润空间狭小。叠加国内劳动力成本上涨、上游订单结构变化等因素的影响，OEM、ODM代工厂有较强的自有品牌打造需求。代工厂通过传统贸易渠道品牌打造难度高，难点集中在营销本土化、海外渠道建设两方面，除了需要根据当地文化、消费者特征、媒体等因素进行因地制宜的推广宣传，还需要建立经销到零售完整的销售网络，这对于长期聚焦“生产代工”环节的供应商是较大的挑战。而跨境电商相对传统贸易渠道，打破物理空间限制，产品展示维度多、效果好，营销难度相对低，可快速完成商品品牌力的积累。

图表52： 2019年BrandZ™中国出海品牌50强



资料来源：WPP集团与Google联合发布《2019年BrandZ™中国出海品牌50强报告》，华泰证券研究所

汽车消费市场发展潜力大

从消费的角度来说，汽车是大件消费品，且上下游产业链较长，对国内的消费和就业有较大的拉动作用。从生产制造的角度来说，汽车是科技含量较高的机电一体化产品，附加值高，是供应链和产业链技术提升和科技创新的火车头。此外，汽车也是一个全球化的行业，中国企业随着规模扩大、技术能力提升，也在逐步进入全球产业链参与国际竞争。我们认为，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，中国汽车市场还有较大的发展空间和较多发展机遇，体现在市场规模扩大、产品与技术升级、逐步走向海外等多个方面。

经济与人均可支配收入增长，汽车保有量有望持续增长

按 2019 年新车销量计算，中国已经是全球第一大汽车市场。然而从汽车千人保有量和渗透率来说，我国汽车市场还有很大的提升空间。截至 2018 年底，国内汽车（含乘用车和商用车）保有量 2.4 亿辆，千人保有量 173 辆，比发达国家 500 辆以上的水平还有较大的发展空间。比如美国、澳大利亚、日本、德国 2018 年千人汽车保有量分别为 837 辆、747 辆、591 辆、589 辆。跟与中国人均 GDP 接近的发展中国家相比，中国的千人汽车保有量也处于较低水平。2018 年中国人均 GDP 为 9,201 美元，与马来西亚、俄罗斯、巴西、墨西哥等国家接近，但这四个国家的千人汽车保有量分别为 433 辆、373 辆、350 辆、297 辆。我们认为，随着宏观经济的发展和人均可支配收入的逐步增长，国内汽车保有量有望进一步增长。

图表 53：主要国家千人汽车保有量（2018 年）

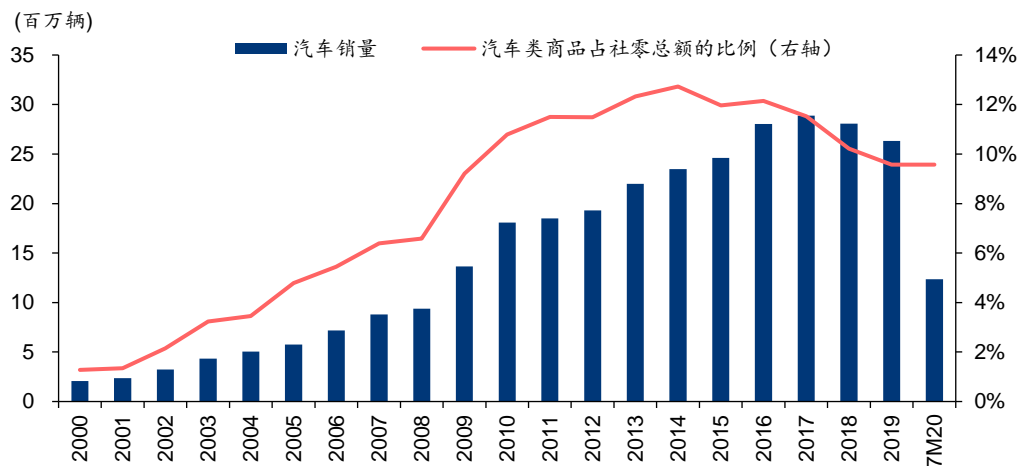
| 序号 | 国家 | 千人汽车保有量（辆） | 人均 GDP（美元） |
|----|-------|------------|------------|
| 1 | 美国 | 837 | 62,600 |
| 2 | 澳大利亚 | 747 | 57,300 |
| 3 | 意大利 | 695 | 34,300 |
| 4 | 加拿大 | 670 | 46,100 |
| 5 | 日本 | 591 | 39,300 |
| 6 | 德国 | 589 | 48,670 |
| 7 | 英国 | 579 | 42,500 |
| 8 | 法国 | 569 | 41,500 |
| 9 | 马来西亚 | 433 | 11,200 |
| 10 | 俄罗斯 | 373 | 11,300 |
| 11 | 巴西 | 350 | 8,921 |
| 12 | 墨西哥 | 297 | 9,698 |
| 13 | 沙特 | 209 | 23,200 |
| 14 | 土耳其 | 199 | 9,311 |
| 15 | 伊朗 | 178 | 5,258 |
| 16 | 南非 | 174 | 6,340 |
| 17 | 中国 | 173 | 9,201 |
| 18 | 印度尼西亚 | 87 | 3,894 |
| 19 | 尼日利亚 | 64 | 2,028 |
| 20 | 印度 | 22 | 2,016 |

资料来源：世界银行、华泰证券研究所

国内汽车销量 2018-2019 年连续下滑两年，主要原因包括 1) 2016-2017 年实施的汽车购置税优惠政策 2018 年正式退出，造成消费者提前购买，需求前置；2) 宏观经济放缓、中美贸易冲突等因素影响了消费者的消费信心；3) 2019 年部分省市提前实施国六尾气排放标准，部分车企缺乏满足国六标准的新车，影响了短期需求。在 2020 年国内疫情得到控制之后，汽车需求逐步企稳。另外，部分省市也出台了一些鼓励汽车消费的政策，也拉动了汽车需求。比如佛山、长沙、北京等部分地区提供购车补贴鼓励消费者购买新车，北京、上海、深圳、广州等限牌城市，也逐步放松限购、增加牌照供应。1Q20 国内汽车销量同比下滑 42%，但 2Q 汽车需求快速恢复，总销量同比增长 10%。展望未来，随着经济企稳复苏，我们预计汽车销量有望保持温和的增长。

汽车消费是国内社会消费品零售中较大的一个品牌，2019年金额占比为9.6%，较2014年的12.7%有明显的下滑。随着中国经济增长从以前的基建、出口驱动为主，逐步转变为消费和内需驱动，汽车消费有望成为政策发力的杠杆。过去几年，各级政府也在不断优化政策环境，鼓励汽车消费，相关措施包括1)通过免新车购置税、提供购车补贴等方式鼓励新能源汽车消费；2)部分汽车限购城市增加牌照供应；3)鼓励汽车和新能源汽车下乡；4)放开皮卡进城限制；5)部分省市为消费者购买新车提供现金补贴；6)逐步破除国内二手车在不同省份之间的迁移限制；7)出台具体政策，鼓励二手车出口等。总体而言，随着国内经济逐步企稳，政策环境逐步优化，汽车消费将迎来更好的经济和政策环境。

图表54：汽车类商品占社会消费品零售总额的比例从2014年的高位有所下降



资料来源：国家统计局，中国汽车工业协会，华泰证券研究所

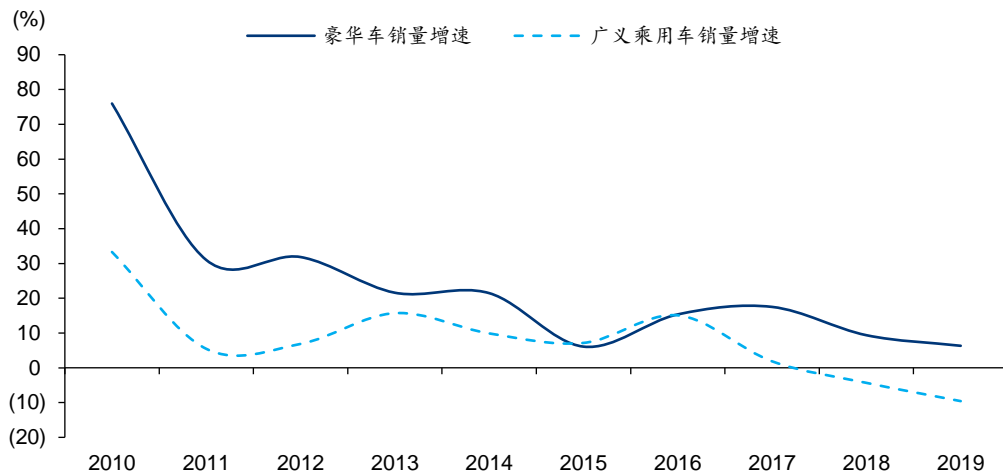
消费升级，豪华车需求持续增长

过去的10年中，伴随着中国经济的快速增长和汽车市场整体的蓬勃发展，豪华车销售也实现了快速增长，豪华车销量在2009至2019年增长了600%，年复合增速达到22%，同期中国乘用车市场整体年复合增速为8%，豪华车销量增速跑赢乘用车行业整体。扩大内需是内循环的重要环节，我国拥有较大的人口基数和广阔的内需市场，豪华车作为消费升级的主要方向，引导豪华车消费是汽车行业内循环的重点之一。我们认为在扩大内需和促进消费升级的背景下，豪华车需求有望维持稳健的增长趋势。

我国的进口车以豪华品牌为主，2009年进口车销量约42万辆，占国内汽车销量比例为4.1%，到2019年进口车销量增长151%至105万辆，占国内汽车销量比例为4.9%。从绝对量来看，进口车销量实现了大幅的增长，但从销量占比来看，进口车占国内汽车销量比重虽然略有波动，但整体维持了相对稳定。我们认为豪华车行业的发展符合内循环为主，内外循环相互促进的发展模式。在进口车占比保持相对稳定的情况下，豪华车销量仍然实现了快速的增长，我们认为其主要原因是豪华品牌的国产化，通过国产化实现了豪华车的内循环，于此同时，进口车销量的大幅增长，也带动了海外车企的收入和利润增长，实现了内外循环互相促进。

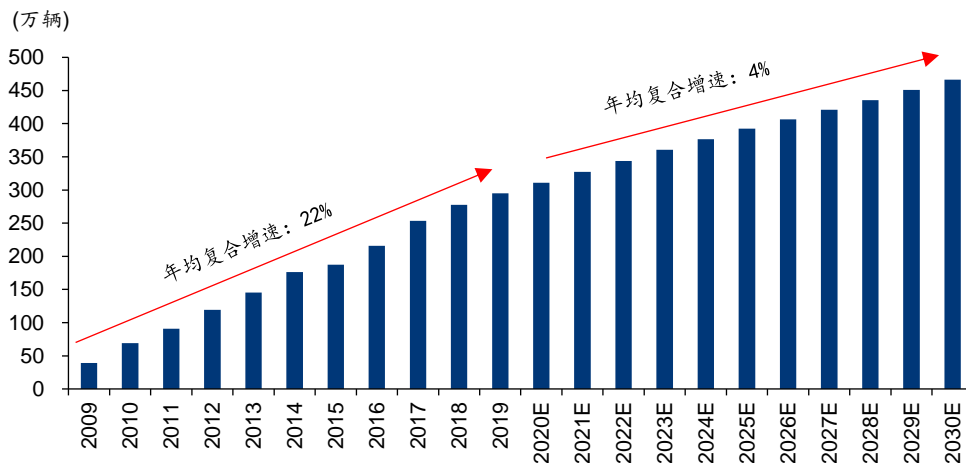
我们认为，豪华车销量增长的主要驱动力包括：1)购买力提升。经济发展以及居民可支配收入增长，提升了消费者整体的购买力，使得豪华车目标受众群体不断扩大；2)豪华车产品线下移。豪华车制造商不断引进或推出更多入门级的豪华车型，进一步扩大了这些豪华品牌的目标受众群体；3)本土化生产，成本下降。豪华车品牌将更多车型转移到中国国内来生产，规避了进口关税的同时，也降低了生产和运输成本，促进了售价的下调。4)汽车金融的发展。汽车金融行业的快速发展和多种汽车金融产品的推出，提升了消费者的购买力，进一步降低了豪华车的购买门槛。

图表55：豪华车销量增速跑赢乘用车市场整体销量增速（2009-2019年）



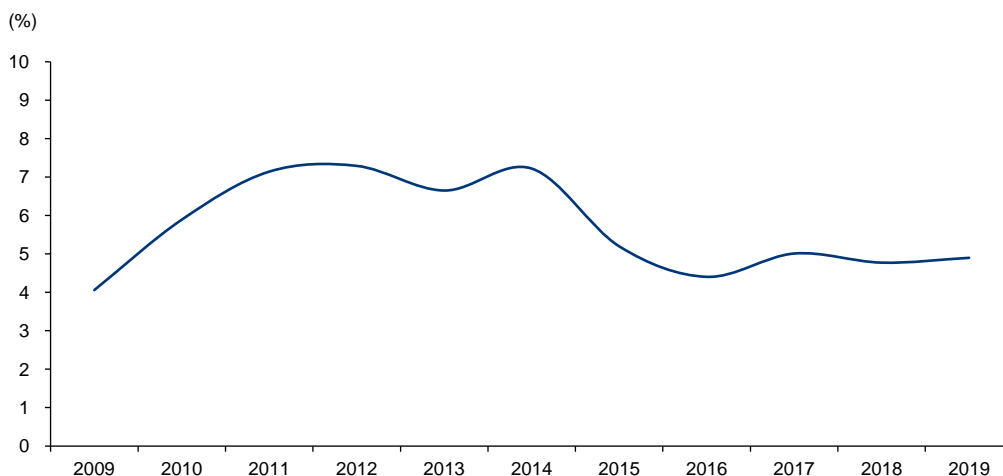
资料来源：中国汽车工业协会，Marklines，华泰证券研究所

图表56：豪华车品牌在华销量有望持续增长（2009-2030E）



资料来源：中国汽车工业协会，Marklines，华泰证券研究所

图表57：进口车占乘用车销量比例大体保持稳定（2009-2019年）

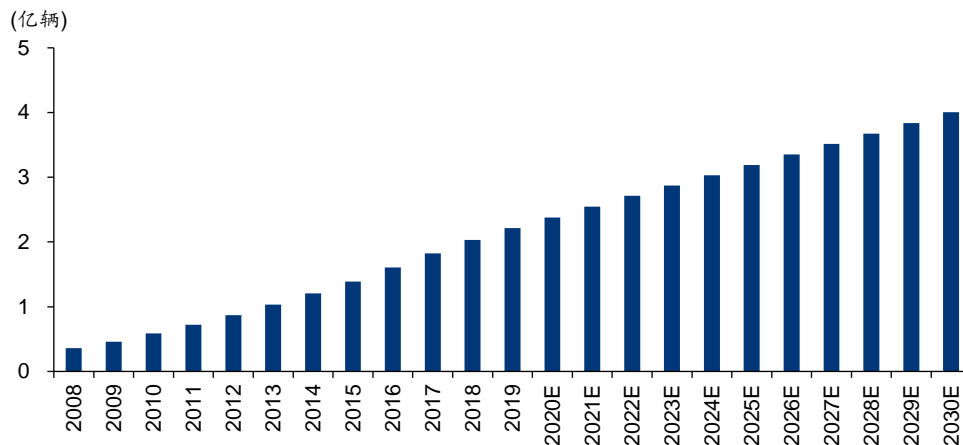


资料来源：中国汽车工业协会，中国海关总署，华泰证券研究所

中国汽车后市场：增长稳定，发展潜力大

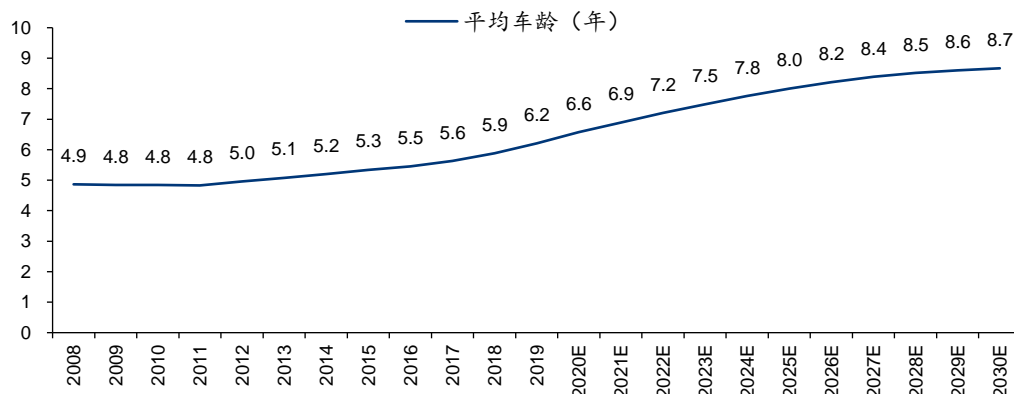
虽然新车销量在2018-2019年连续下滑，但汽车保有量和汽车后市场需求持续增长。截至2019年底，国内乘用车保有量为2.2亿辆。由于每年新车销量在2,000万辆以上，同时总体车龄较为年轻导致报废汽车数量较低，总保有量将逐步增长。我们估算乘用车保有量将逐步增长至2030年的4.0亿辆，年复合增长率为5.5%。

图表58：中国乘用车市场保有量稳定增长（2008-2030E）



资料来源：公安部，中国汽车工业协会，华泰证券研究所

图表59：中国乘用车市场：保有量平均车龄逐步增长



资料来源：Wind，中汽协，华泰证券研究所

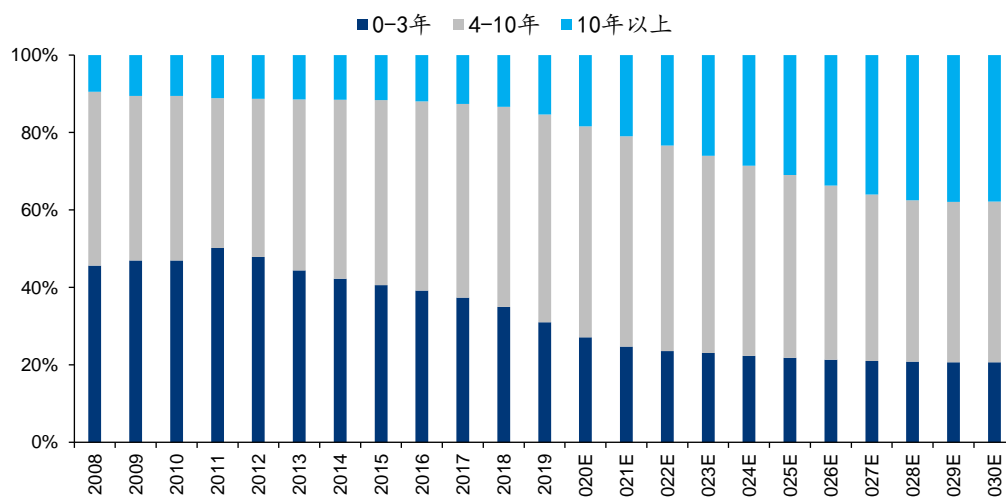
车龄的逐步提高，是汽车售后维修保养市场增长的另外一个主要驱动力。根据我们的测算，2019年中国全部保有乘用车的平均车龄为6.2年，总体较为年轻。随着时间的推移，基于我们2020-2030年新车销量的预测，预计平均车龄会逐步增长至2030年的8.7年。

中国汽车售后维修保养市场增长的驱动因素为保有量增长和车龄老化带来的维修保养支出增加。我们用以下基本假设测算市场规模的增长：

- 1) 乘用车新车销量将从2019年的2,140万辆增长至2030年的2,600万辆，年复合增长率为1.8%；
- 2) 乘用车保有量从2019年底的2.2亿辆，逐步增长至2030年的4.0亿辆，年复合增长率为5.5%；
- 3) 每辆车平均每年维修或保养2次，单次价格1,500元（基于港股上市公司中升集团、永达汽车、正通汽车等公司披露的数据）；
- 4) 平均每次维修保养单价从2019年的1,500元每年提高3%，逐步提升至2030年的1,696元，主要驱动因素为车龄的老化和劳动力价格的增长。

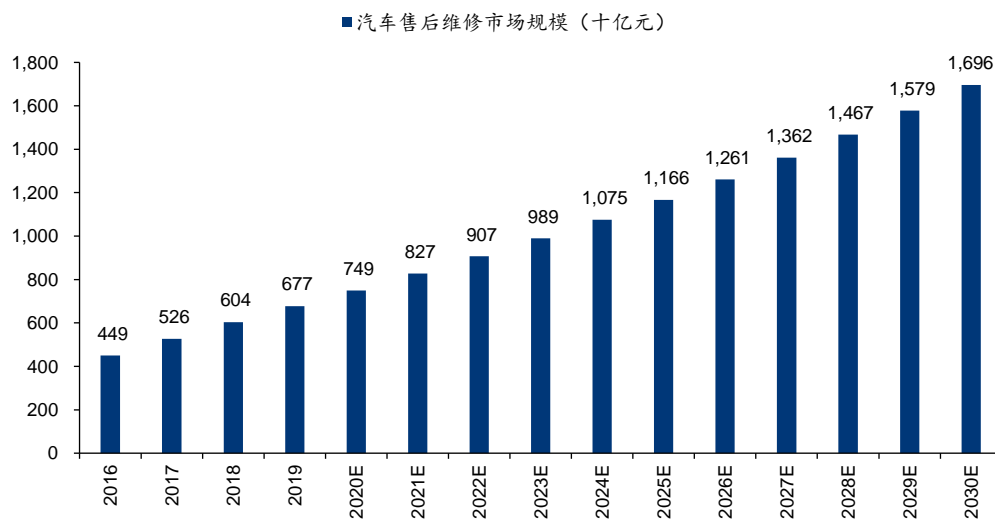
基于以上假设，我们估计中国乘用车售后维修保养市场将从2019年的6,770亿元稳步增长至2030年的1.696万亿元，年复合增长率8.7%。

图表60： 中国乘用车市场：保有量占比按照车龄划分



资料来源：Wind，中汽协，华泰证券研究所

图表61： 中国汽车售后维修保养市场：总规模有望逐步增长至2030年的1.696万亿元



资料来源：Wind，中汽协，华泰证券研究所

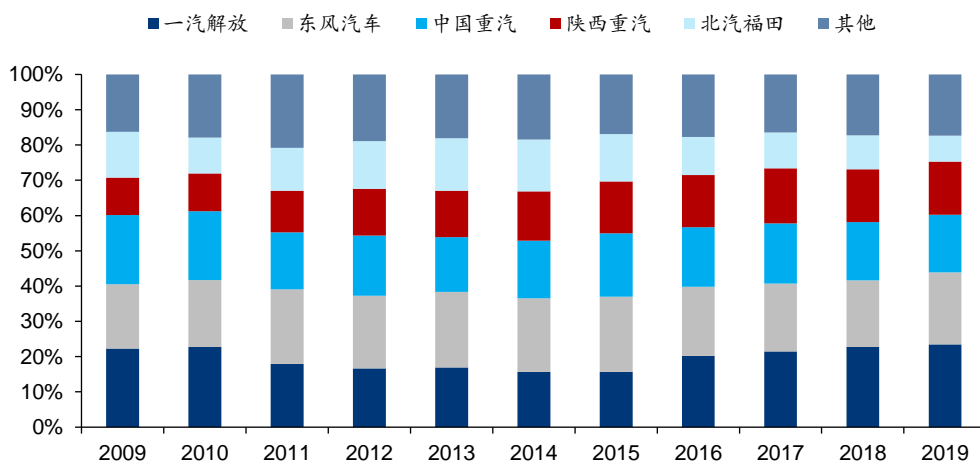
自主可控，国内汽车企业逐步建立核心竞争力 重卡行业：本土公司主导市场，产品与技术持续升级

我国重卡行业基本实现了自主可控，我国重卡行业的主要生产制造厂商都是中国本土企业。2019年重卡市场份额最大的企业为一汽解放（000800 CH，增持，目标价 17.00 元），市场份额 23%；第二大为东风汽车（489 HK，无评级），市场份额 20%；第三大为中国重汽（3808 HK，无评级），市场份额 16%；第四大为陕重汽（未上市），市场份额 15%；第五大为北汽福田（600166 CH，无评级），市场份额 7%。前五大重卡制造商市场份额达到 83%。

重卡行业存在持续进行的技术升级，根据国家发改委的统计，中国重卡销售均价从 2008 年的 23.1 万元，逐步上升至 2019 年的 29.0 万元，平均每年增长 2%。重卡技术含量以及排放标准的提升，是 2008 年至今重卡销售均价稳步上升的主要原因。目前行业的技术升级仍然在持续，2019 年我国进入“国六”排放标准阶段，随着更加严格的排放标准的实施，对重卡企业的研发能力提出了更高的要求，使得行业进入壁垒进一步提高。同时，重卡发动机的售价也相应增加，同排量的发动机，国六标准产品相比国五标准产品 ASP 提升约 1-2 万元，占重卡售价的 5-10% 左右。

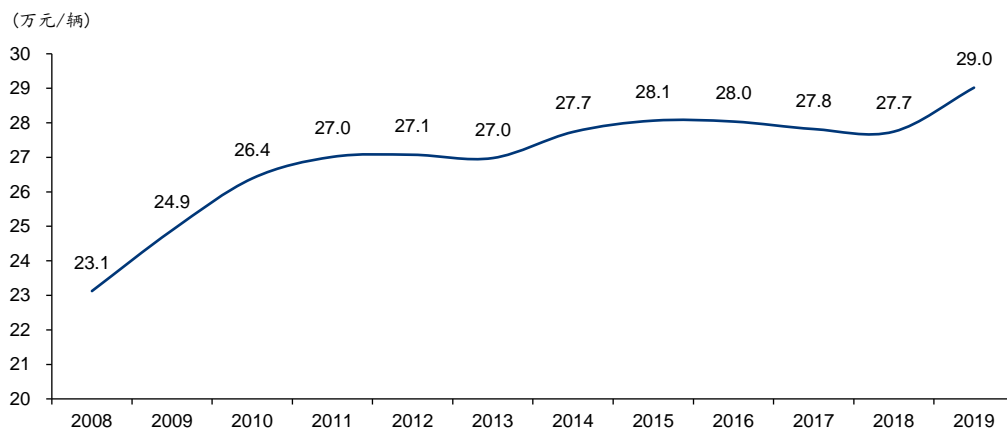
我们认为重卡行业符合内循环的特点，通过内生的研发投入，实现产业链价值的提升，强化了国内本土企业的竞争实力。我们认为在科技赋能打通技术升级，实现国内技术内循环的背景下，重卡行业将持续收益。展望 2021-2022 年，我们认为重卡行业销量将维持在较高水平。

图表62：前五大重卡制造企业占市场份额超过 80%（2009-2019 年）



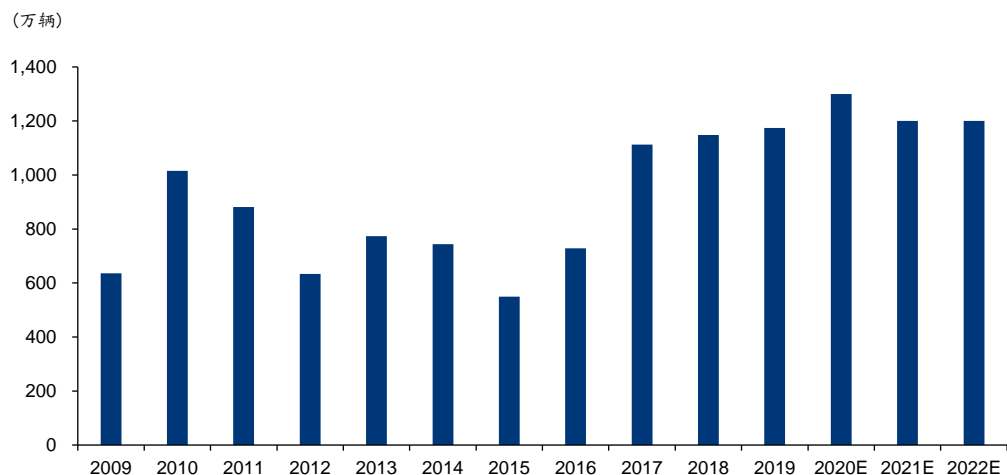
资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

图表63：重卡行业平均售价不断提升（2008-2019年）



资料来源：国家发改委，华泰证券研究所

图表64：我们预计重卡行业有望维持较高景气度（2008-2022E）



资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

国内汽车零部件逐步崛起，国产替代持续进行

行业竞争加剧，整车厂成本控制需求提高，国产零部件商价格优势逐步凸显出来。根据流通协会数据，自2015年以来我国乘用车整体终端优惠额度不断增加。根据中汽协数据，2019年中国乘用车行业整体同比下滑9%，为保销量从2018年下半年以来，主机厂给予终端折扣力度不断加大。为应对激烈的市场竞争，压缩整车产品成本成为主机厂的当务之急。国产零部件商拥有较低管理成本与劳动力成本优势，有望借助此机遇进入拥有较高壁垒的合资及外资主机厂，实现合资品牌中低端车型的供货将是打开全面配套国际车厂，成长为全球巨头的必经之路。

由于乘用车厂商选择供应商时有复杂的评审和认证过程，配套供应存在壁垒。但在此轮主机厂降本压力下，国产零部件进入主流供应体系，凭借价格和服务表现将优先获取该体系内其他车型配套的机会，未来成长性值得期待。2018年以来全球车市低迷，外资零部件由于产业转型、竞争优势缩小等原因，或将主动退出部分领域，为零部件厂商收购带来可能性。国产零部件企业通过收购可以获得新技术、新客户资源、新产品以及优秀人才，在研发能力、市场空间上获得提升。

国内企业通过并购获得新产品、新客户、新市场。在产业资本支持下，内资企业通过外延发展获取核心技术、打通上下游、拓展销售渠道、提升产能和品牌效应。2018年，均胜电子收购高田，有效扩充汽车安全产品序列，进入日本市场和日系整车厂商供应体系；2018年，岱美股份收购北美第二大遮阳板供应商 Motus（未上市），完善全球生产基地布局，巩固北美客户和市场；继峰股份收购德国格拉默（GMM GR，无评级）。

国内部分领先企业在新能源汽车和智能驾驶领域投入研发，形成了自身的核心竞争力。德赛西威在自动驾驶领域已经量产 360 环视、全自动泊车系统，和英伟达（NVDA US，无评级）、小鹏汽车（XPEV US，无评级）联合开发了 L3 级别的域控制器，公司毫米波雷达产品已经量产。伯特利是目前国内少数拥有自主知识产权，能够批量生产电子驻车制动系统、制动防抱死系统及电子稳定控制系统等电控制动产品的自主品牌企业之一。公司的线控制动系统（WCBS）预计 2020 年底完成产能建设，2021 年投产，新增 3 家一线自主主机厂 2 个车型项目和 1 个平台项目。三花智控是电子膨胀阀领域全球龙头。拓普集团依托在 IBS 智能刹车系统研发过程中形成的电控精密制造能力，成功研发了热泵空调、电子膨胀阀、电子水泵、企业分离器等产品，正在快速推向市场。华域汽车在新能源汽车电驱动系统、毫米波雷达、智能座舱系统领域均有布局。

图表65：零部件企业新能源和智能驾驶核心产品

| 公司名称 | 核心产品 |
|------|---|
| 德赛西威 | 360 环视、全自动泊车系统、L3 级别自动驾驶域控制器 IPU03、代客泊车、毫米波雷达 |
| 拓普集团 | IBS、新能源汽车热管理系统 |
| 伯特利 | EPB、ESC、ABS、WCBS 线控制动系统 |
| 华域汽车 | 电驱动、毫米波雷达、智能座舱系统 |
| 三花智控 | 电子膨胀阀、新能源汽车热管理系统 |

资料来源：公司 2020 半年报，华泰证券研究所

弯道超车，大力发展新能源汽车

从国家战略层面，发展新能源汽车有减少石油消耗，减少汽车排量，实现汽车产业弯道超车三大意义。我们认为国家政策对新能源汽车产业链的扶持是可持续性的，从早期的财政补贴扶持产业发展，培养消费者对新能源汽车的接受度，到中期双积分政策接力鼓励企业的推出更多新能源乘用车车型，最后逐步推出实现产业化。从国家战略层面，发展新能源汽车有三大意义：1、发展新能源汽车可以减少石油消耗，我国能源消费强度较高，需求增长较快，供需矛盾将长期存在；2、发展新能源汽车可以减少汽车尾气排放量，我国环保形势严峻，严重制约我国经济社会的可持续发展，汽车排放量大，排放总量仍在不断增加；3、自主车企在传统内燃机方面积淀不够，在新能源汽车上面或能实现弯道超车。

政策层面，继续减免新能源汽车购置税和车船税。我国 2001 年开始征收税率为 10% 的汽车购置税。2014 年 8 月，财政部、国家税务总局和工信部联合发布《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》，提出 2014 年 9 月到 2017 年年底对新能源汽车免征车辆购置税。2017 年 12 月 27 日，财政部等四部委发布公告，将新能源车免征购置税政策延至 2020 年底。2012 年 3 月，财政部发布新能源车免征车船税政策和节能车型减半征收车船税政策。2015 年 5 月和 2018 年 7 月，财政部再次延续这两大政策并提高了免征和减半征收标准。

未来随着补贴政策逐步退坡，新能源汽车市场有望平稳过渡到需求驱动。2017 年 9 月 28 日，工信部、财政部、商务部、海关总署、国家质检总局联合发布了《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》（以下简称“双积分”），于 2018 年 4 月 1 日起正式施行。新能源汽车发展告别单纯靠补贴的第一阶段，进入奖惩结合的第二阶段；随着技术进步，产业链成本下降，未来将进入市场化产品驱动发展的第三阶段。根据双积分政策的要求，我们测算 2019 年要求新能源乘用车 103 万辆左右，2020 年要求新能源乘用车 135 万辆左右。

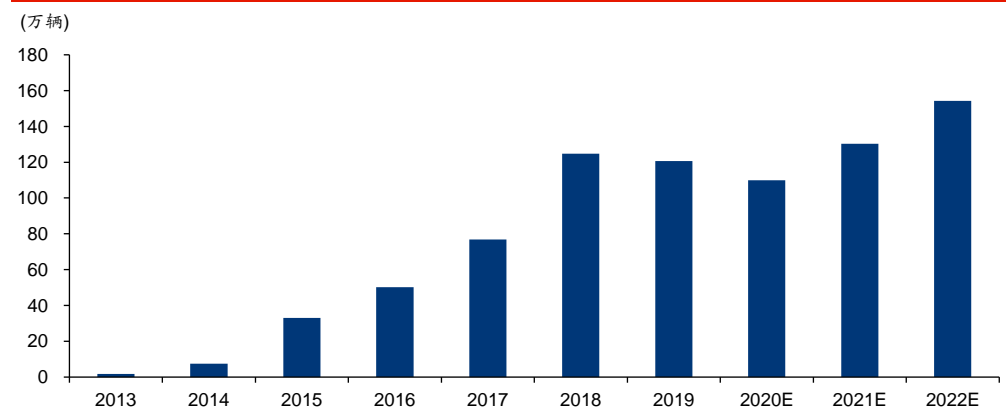
短期需求较弱，新能源乘用车销量下滑。据中汽协数据，2019年，新能源汽车销量为121万辆，同比-3%；2020年M1-M7，新能源汽车销量为46.7万台，同比-34%。我们认为新能源乘用车销量大幅下滑的主要原因有以下两点：1、疫情影响汽车整体需求；2、新能源乘用车因为补贴大幅下滑，部分车型对客户提价，新能源乘用车相对燃油车的吸引力减弱，终端需求下滑。我们认为新能源汽车销量有望保持稳定增长。主要原因是：1、双积分政策接棒补贴，继续推动新能源汽车行业发展；2、车企继续降低新能源汽车成本，有望提升新能源汽车的性价比；3、企业推出产品吸引力更强的新产品。

图表66：新能源汽车销量预计

| 单位：万辆 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 新能源乘用车总计 | 34 | 58 | 105 | 106 | 91 | 109 | 131 |
| 增速 (yoy) | 62% | 72% | 82% | 1% | -14% | 20% | 20% |
| 新能源客车 | 12 | 9 | 9 | 10 | 8 | 9 | 10 |
| 增速 (yoy) | 55% | -26% | 5% | 6% | -16% | 13% | 11% |
| 新能源专用车 | 5 | 11 | 11 | 8 | 11 | 12 | 13 |
| 增速 (yoy) | 10% | 111% | -3% | -27% | 10% | 10% | 10% |
| 新能源汽车总销量 | 51 | 78 | 125 | 121 | 110 | 130 | 154 |
| 增速 (yoy) | 53% | 53% | 61% | -3% | -9% | 18% | 18% |

资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

图表67：国内新能源汽车销量及预测



资料来源：Wind，华泰证券研究所

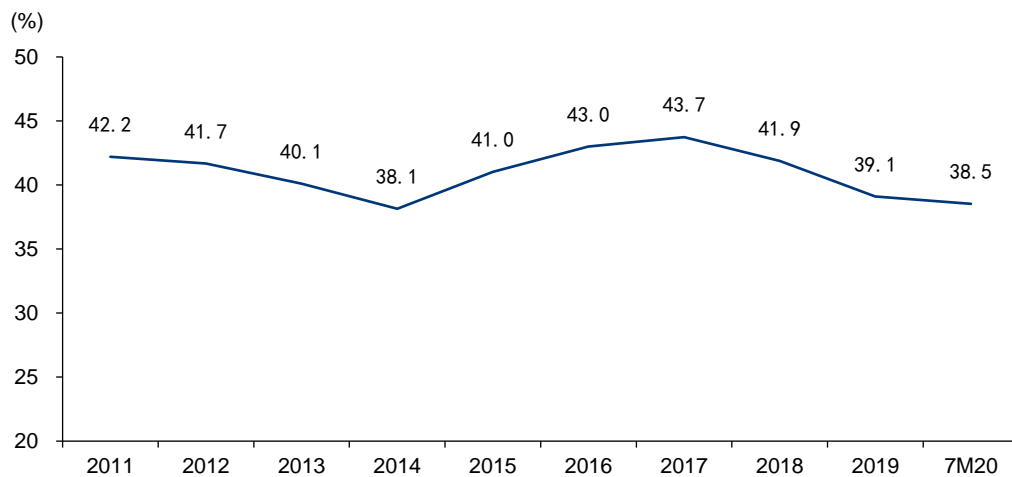
自主品牌乘用车：市场份额向头部企业集中

在乘用车市场，中国自主品牌起步较晚，品牌、技术等比起海外成熟市场里面的国际大型汽车集团尚有较大的差距。过去，专注于中低价位区间的中国自主品牌企业在国内受到较强的政策保护，同时叠加中低端需求增长较快，本土自主品牌占据了一定的市场份额。2017年，本土品牌市场份额达到43.7%的高点，2018年以来逐步下滑。我们认为，本土品牌总体的市场份额未来几年有可能继续下滑，主要原因包括：

- 1) 中国有较多的自主品牌，较多的个体规模不大，市场较为分散，部分产销量不大的自主品牌缺乏规模优势，在市场需求放缓、排放标准升级、技术竞争加剧的大背景，逐步丧失市场竞争力；从全球范围内来看，汽车制造是一个规模取胜、行业集中度高的行业，市场份额逐步向头部企业集中是全球性大趋势。
- 2) 竞争加剧的大背景下，品牌、技术、盈利能力更具优势的外资品牌将扩大市场份额；
- 3) 在2018-2019年汽车需求连续下滑以及1Q20疫情冲击之下，部分小的中国本土品牌暂停生产，未来重启的难度较大。

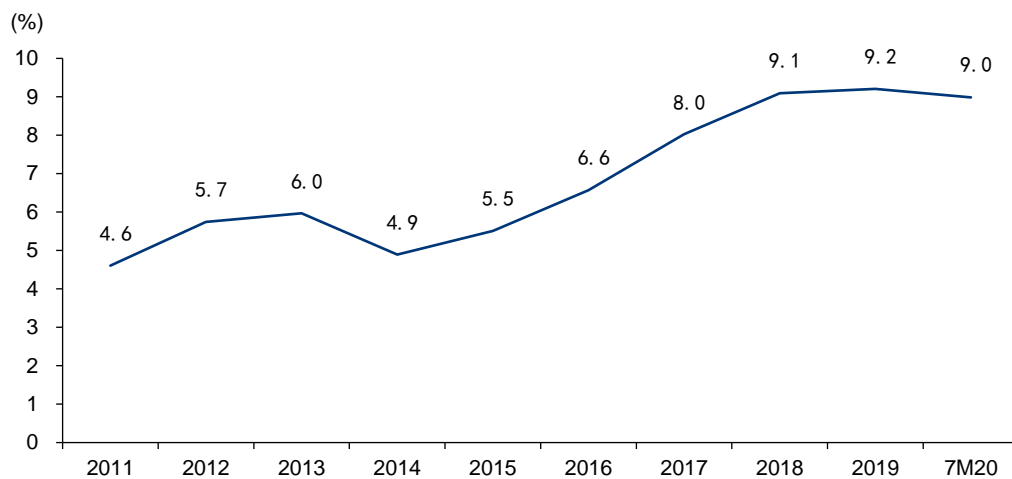
尽管中国自主品牌市场份额处于下滑趋势，但头部企业凭借不懈的努力，在品牌、研发、制造、营销、网络等方面持续投入，逐步发展壮大，在国内汽车市场中的份额总体处于上升趋势。考虑到部分小型自主品牌逐步推出市场，我们认为市场份额向头部自主品牌集中的趋势未来有可能加速。

图表68：自主品牌在乘用车市场的总份额 2018年以来逐步下降



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表69：头部自主品牌（长城、吉利）市场份额处于上升通道



注：长城汽车（2333 HK，无评级），吉利汽车（175 HK，无评级）

资料来源：Wind，华泰证券研究所

走向全球的中国汽车零部件企业 部分本土零配件企业具备国际竞争力

我们覆盖的部分中国汽车零配件企业海外销售占比较高。如果按照 2019 年全年营业收入来看,岱美股份有 82% 的销售额来自于海外市场,占比较高的企业还包括继峰股份(79%,收购格拉默导致)、均胜电子(77%)、旭升股份(76%)、爱柯迪(70%)、中鼎股份(67%)、三花智控(50%)、福耀玻璃(48%)、科博达(33%)、拓普集团(21%)等。中国零部件企业从国产替代到走向全球,证明了制造能力、产品质量、性价比等已处于世界前列,先在部分细分行业突破,我们认为未来中国零部件企业在全世界市场份额将进一步提升。

图表70: 覆盖中国汽车零配件企业海外销售收入占比

| 股票简称 | 公司代码 | 2019年海外收入 (百万元) | 2019年总收入 (百万元) | 出口占比 (%) | 2017-2019年营收复合增速 (%) |
|------|-----------|--------------------|-------------------|-------------|-------------------------|
| 岱美股份 | 603730 CH | 3955 | 4,818 | 82 | 21 |
| 继峰股份 | 603997 CH | 14,158 | 18,001 | 79 | 131 |
| 均胜电子 | 600699 CH | 47,808 | 61,699 | 77 | 49 |
| 旭升股份 | 603305 CH | 837 | 1,097 | 76 | 25 |
| 爱柯迪 | 600933 CH | 1,849 | 2,627 | 70 | 13 |
| 中鼎股份 | 000887 CH | 7,835 | 11,706 | 67 | 12 |
| 三花智控 | 002050 CH | 5,693 | 11,287 | 50 | 14 |
| 福耀玻璃 | 600660 CH | 10,188 | 21,104 | 48 | 8 |
| 科博达 | 603786 CH | 960 | 2,922 | 33 | 22 |
| 精锻科技 | 300258 CH | 329 | 1,229 | 27 | 11 |
| 银轮股份 | 002126 CH | 1,270 | 5,521 | 23 | 21 |
| 拓普集团 | 601689 CH | 1,133 | 5,359 | 21 | 11 |
| 华域汽车 | 600741 CH | 29,774 | 144,024 | 21 | 5 |
| 新坐标 | 603040 CH | 62 | 336 | 18 | 28 |

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

我们把覆盖范围内的汽车零部件企业 2017-2019 年的海外销售占比的数据做了列表,发现有 2017-2019 年海外销售占比持续提升的有:岱美股份、继峰股份、均胜电子、爱柯迪、中鼎股份、福耀玻璃、精锻科技、新坐标、伯特利。汽车零部件企业海外市场成为公司业务的主要增长来源之一,逐步实现了国产替代到走向海外的过程,我们认为未来部分企业将成为同步研发、引领行业的龙头企业。

图表71: 覆盖中国汽车零配件企业海外销售收入占比

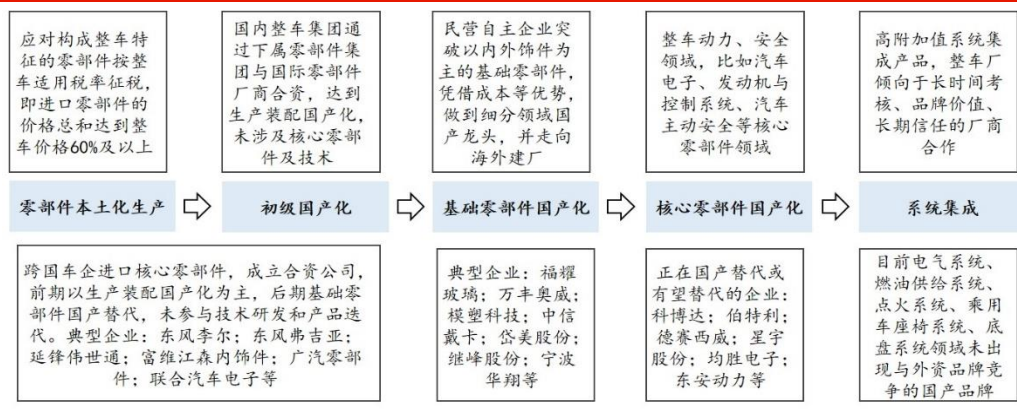
| 股票简称 | 公司代码 | 华泰评级 | 目标价(元) | 2017年海外收入占比 | 2018年海外收入占比 | 2019年海外收入占比 |
|------|-----------|------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 岱美股份 | 603730 CH | 增持 | 43.25 | 75% | 80% | 82% |
| 继峰股份 | 603997 CH | 增持 | 8.80 | 12% | 16% | 79% |
| 均胜电子 | 600699 CH | 买入 | 21.46~22.20 | 64% | 76% | 77% |
| 旭升股份 | 603305 CH | 增持 | 52.32 | 76% | 79% | 76% |
| 爱柯迪 | 600933 CH | 买入 | 17.10 | 63% | 66% | 70% |
| 中鼎股份 | 000887 CH | 增持 | 13.20 | 65% | 67% | 67% |
| 三花智控 | 002050 CH | 增持 | 25.85 | 49% | 46% | 50% |
| 福耀玻璃 | 600660 CH | 增持 | 33.02 | 35% | 41% | 48% |
| 潍柴动力 | 000338 CH | 买入 | 22.20 | 43% | 40% | 41% |
| 科博达 | 603786 CH | 增持 | 83.50 | 36% | 36% | 33% |
| 精锻科技 | 300258 CH | 买入 | 16.60 | 22% | 24% | 27% |
| 银轮股份 | 002126 CH | 买入 | 18.90 | 24% | 24% | 23% |
| 拓普集团 | 601689 CH | 买入 | 50.60 | 18% | 17% | 21% |
| 华域汽车 | 600741 CH | 增持 | 31.45 | 22% | 20% | 21% |
| 新坐标 | 603040 CH | 买入 | 40.60 | 1% | 3% | 18% |
| 伯特利 | 603596 CH | 买入 | 48.41 | 12% | 12% | 15% |

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

汽车零部件企业成长路径分析

中国汽车零部件企业的发展伴随着海外整车厂及零部件企业进入中国市场，是“市场换技术”的产物。汽车零部件经历了初级国产化、基础零部件国产化和核心零部件国产化，目前处于核心零部件和系统集成国产化的过程中。伴随着汽车产销量的增长，中国汽车零部件企业正逐步从“成本优势”为核心转向“技术开发、产品研发、创新”等高质量发展道路，越来越多的实现关键零部件国产替代、并走向海外市场。汽车市场进入存量博弈阶段，正朝着新能源化、智能化的方向发展，中国零部件企业有望凭借成本优势、先进制造能力、快速反应能力、同步研发能力获得长期合作机会，特斯拉投资上海超级工厂、大众集团加速中国产能布局主要看中中国市场发展空间及供应链配套能力。

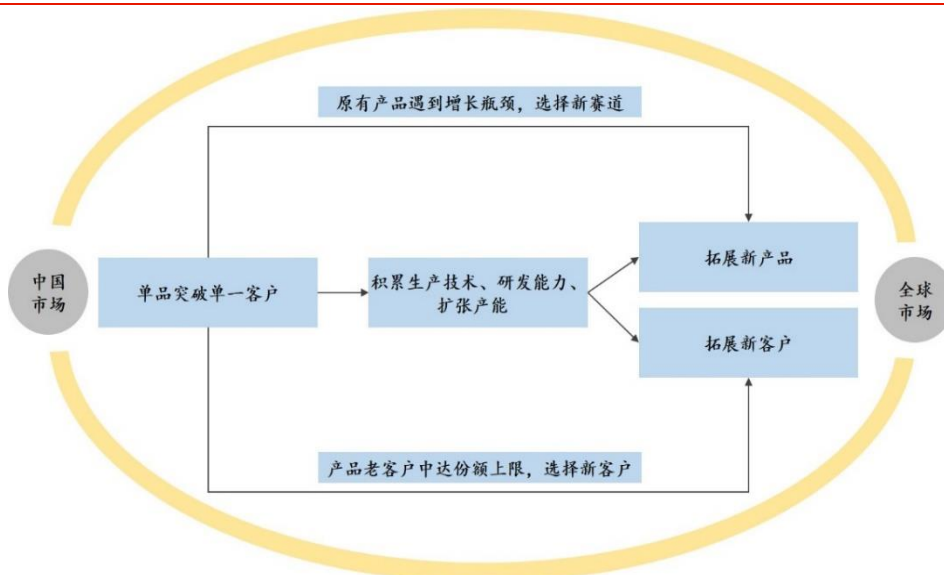
图表72：中国汽车零部件发展模式及现状



资料来源：华泰证券研究所

中国汽车零部件企业成长为世界性零部件厂商主要分三步走。具体为：单品突破单一客户、积累生产技术和研发能力、拓展新客户或新产品。大多数汽车零部件企业发展的第一阶段是单一产品或者单一品类产品服务单一大客户；第二阶段是随着大客户销量增长而逐步放量，并迅速积累生产技术、研发能力、资金和扩张产能；第三阶段是将成熟产品导入新客户或者拓展新产品，寻找新的增长点，最终从国产替代拓展供货全球。目前上市公司中，大多数公司是第二步、第三步同时走的，主要是“老客户导入新产品”、“新客户导入旧产品”的方式，获得新、老产品的持续增长。

图表73：中国汽车零部件成长路径分三步走



资料来源：华泰证券研究所

中国汽车零部件企业核心竞争力分析

目前我国汽车零部件企业的核心竞争力主要分为成本领先、技术领先和资本优势。具体来说，成本领先主要表现在凭借成本管理能力和就近配套、全产业链覆盖达到淘汰国外竞争对手的能力，主要存在于毛利率和科技含量较低的头枕、遮阳板、汽车玻璃等基础内外饰产品上，代表企业有岱美股份、新泉股份、福耀玻璃等；技术领先主要表现在凭借工程师红利、快速响应的同步研发能力达到细分领域国际水平，主要存在于科技含量较高的汽车电子、车灯、控制器、发动机、变速器等领域，代表企业有科博达、星宇股份、德赛西威等；资本优势主要表现在上市公司凭借融资便利外延并购达到收购核心技术、打通上下游和快速拓展新市场、新业务的目的，代表企业有继峰股份、均胜电子等。

图表74：中国汽车零部件企业逐步形成自己的核心竞争力

| 核心竞争力 | 核心竞争力领域 | 主要产品领域 | 代表公司 |
|-------|--|--|-----------------------------|
| 成本领先 | 1) 全产业链覆盖，零部件自制率高 2) 人工成本低，成本控制力强 3) 就近配套，运输费用低 | 科技含量低、产品与技术成熟的零配件，比如内外饰、头枕、座椅扶手、汽车玻璃等 | 岱美股份 福耀玻璃 新泉股份 ... |
| 技术领先 | 1) 依托中国的工程师红利，具备较强的同步研发能力 2) 专注于特定细分市场 3) 能够快速响应下游客户技术需求 | 科技含量高、毛利率较高的有壁垒产品，比如汽车电子、车灯、控制器、发动机、变速器等 | 科博达 星宇股份 德赛西威 ... |
| 资本优势 | 1) 产销规模大，财务资源较强 2) 上市公司，有较强的融资能力和渠道 3) 有较好的客户基础，产品、市场扩展空间大 | 外延并购收购核心技术、延伸上下游、拓展渠道和市场、新业务 | 继峰股份 均胜电子 宁波华翔 ... |

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

风险提示

(1) 疫情继续冲击及经济下行。

如果疫情影响继续延续，国内宏观经济增速大幅低于预期，居民人均可支配收入将受到大幅冲击，行业可能出现供大求的局面，可能导致竞争环境恶化、产业链盈利能力下滑，影响家电企业收入及盈利增长。

(2) 地产销售下滑。

如果地产销售持续趋弱及价格出现不利波动，可能导致居民财富杠杆的反转，进而导致居民消费能力和消费意愿的下降，导致家电、汽车等需求持续低于预期、行业增速低于预期。

(3) 原材料及人民币汇率不利波动。

原材料涨价速度过快或幅度过大时，成本提速高于价格提速，整体毛利率出现下滑，进而可能导致企业业绩增长受到明显影响。

龙头企业均开始拓展海外市场，海外资产逐步增多，面临的国际市场不可控因素也增多，可能出现复杂的市场和运营风险，同时受到人民币汇率影响，在汇兑损益、投资收益、公允价值变动损益科目出现较大的不利波动，或将导致企业业绩不及预期。

免责声明

分析师声明

本人，林寰宇、林志轩、王森泉、邢重阳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

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

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林寰宇、林志轩、王森泉、邢重阳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com