



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告  
2023年5月8日  
行业：汽车  
增持（维持）

# 需求蓄势待发，板块复苏在即

## ——2022年和23Q1业绩总结

分析师：开文明  
分析师：王 璘  
联系人：马雨池

SAC编号：S0870521090002  
SAC编号：S0870521120003  
SAC编号：S0870122010004

# 主要观点

## ◆ 终端：2022年汽车产销同比分别+3%/+2%；23Q1汽车产销同比分别-4%/-7%

乘用车：2022年产销同比分别+11%/+10%；23Q1产销同比分别-4%/-7%。商用车：2022年产销同比分别-32%/-31%；23Q1产销同比分别-4%/-3%。

## ◆ 乘用车：整车厂竞争激烈化背景下，业绩分化加速

自主品牌加速崛起：2022年，多数车企实现销量/单车收入提振，进而实现业绩高增长。竞争激烈化，销量/业绩增速加快分化：23Q1，整车端竞争激烈化程度加剧，降价潮背景下，比亚迪龙头地位进一步稳固。

## ◆ 商用车：2022年为业绩低点，23Q1货车板块公司业绩开启反弹

2022年，商用车企整体业绩下滑，15家公司营收合计-31%，归母净利合计-656%。23Q1，中国重汽、中集车辆等公司业绩开启反弹。

## ◆ 零部件：优质汽零企业成长性凸显，盈利能力有待修复

优质汽零企业成长性凸显：2022和23Q1，申万行业汽零上市公司营收合计同比分别约+5%、+8%。旭升集团、瑞可达、德赛西威、沪光股份等平台型公司和增量型公司受益于新客户新项目放量，业绩增速明显优于行业表现。盈利能力有待修复：受22H1疫情影响，汽零公司盈利承压，22年归母净利润合计同比-6%。23Q1，虽有整车降价潮影响，汽零公司盈利能力基本维持往期水平。

## ◆ 投资建议

在优质供给的推动下，终端需求蓄势待发，我们判断2023年汽车销量将恢复增长。我们持续看好汽车产业链。整车：我们认为行业在电动智能转型过程中，技术领先、成本优势明显、深挖客户需求的车企将享有高于行业的增速。重点推荐：比亚迪。建议关注长城汽车、宇通客车等。零部件：重点推荐单车价值量高、国产化率或渗透率低的连接器、空悬、一体压铸环节，如沪光股份、永贵电器、保隆科技、文灿股份。建议关注博俊科技、伯特利、亚太股份等。

## ◆ 风险提示

宏观经济下行风险，产业政策不及预期，供应链配套不及预期，新技术导入不及预期，市场竞争激烈化



# 目录

## Content

---

- 一、行业整体：2022年政策催化需求改善；23Q1多因素扰动致需求下滑
- 二、乘用车业绩加速分化，商用车23Q1业绩开启反弹
- 三、优质汽配企业成长性凸显，盈利能力有待修复
- 四、投资建议
- 五、风险提示

# 1.1 终端：2022年汽车销量2686万辆，同比+2%；23Q1汽车销量608万辆，同比-7%

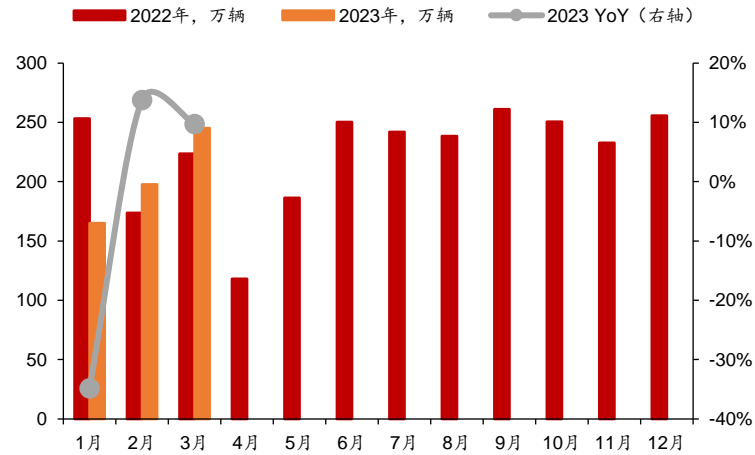
◆ 2022年，燃油车购置税减半及新能源汽车补贴等政策，有效拉动我国汽车销量

• 据中汽协，2022年，中国汽车销量2686.4万辆，同比+2%。其中，乘用车销量2356.3万辆，同比+10%；商用车销量330万辆，同比-31%。

◆ 23Q1，新能源汽车退补导致部分需求透支，整车厂降价潮导致消费者观望情绪浓厚、有效需求仍未释放，整体汽车消费增长较为低迷

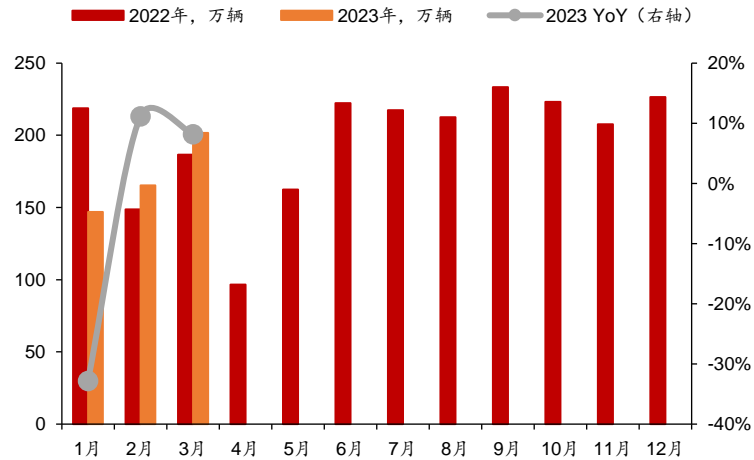
• 据中汽协，23Q1，中国汽车销量607.6万辆，同比-7%。其中，乘用车销量513.8万辆，同比-7%；商用车销量93.8万辆，同比-3%。

图1 2023年1~3月中国汽车销量607.6万辆，同比-7%



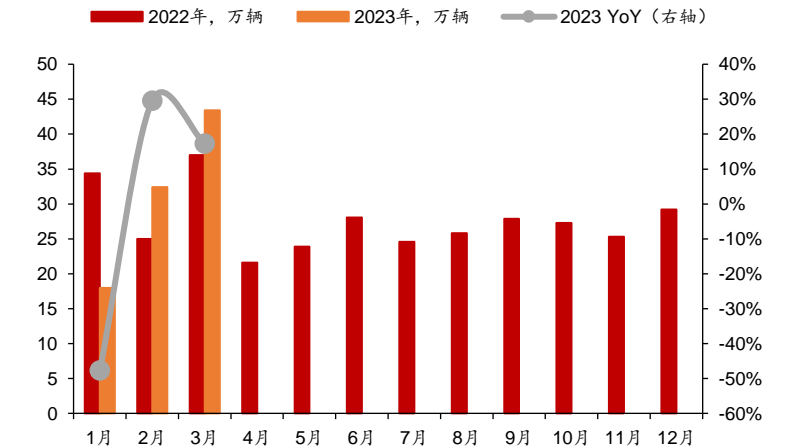
资料来源：中汽协，上海证券研究所

图2 2023年1~3月中国乘用车销量513.8万辆，同比-7%



资料来源：中汽协，上海证券研究所

图3 2023年1~3月中国商用车销量93.8万辆，同比-3%



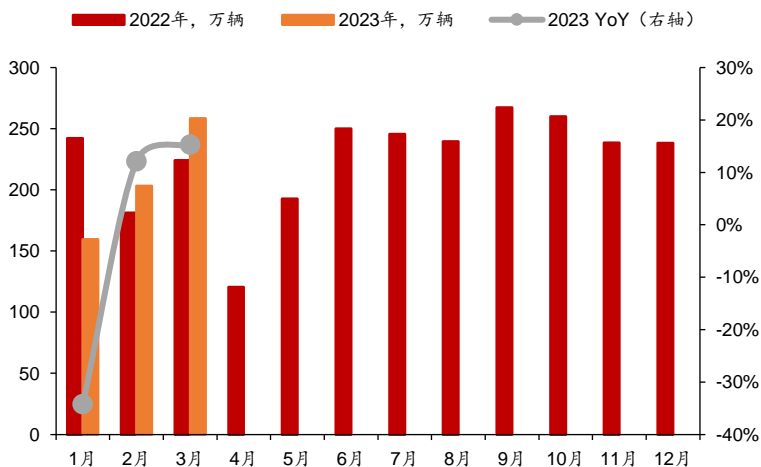
资料来源：中汽协，上海证券研究所



## 1.2 终端：2022年汽车产量2702万辆，同比+3%；23Q1汽车产量621万辆，同比-4%

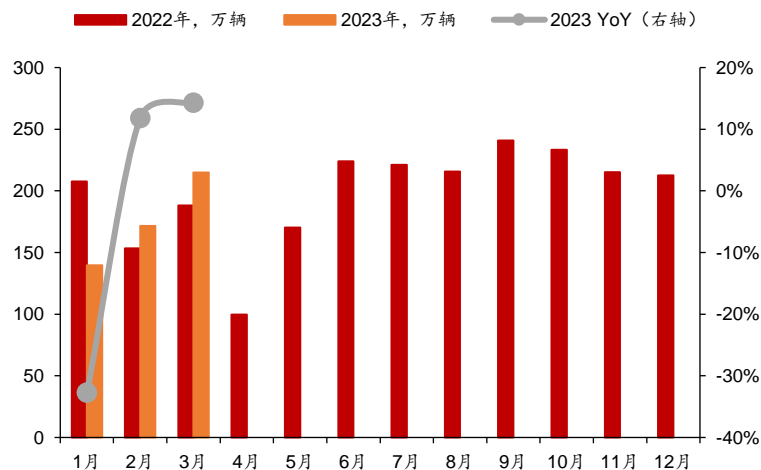
- 据中汽协，2022年，中国汽车产量2702.1万辆，同比+3%。其中，乘用车产量2383.6万辆，同比+11%；商用车产量318.5万辆，同比-32%。
- 据中汽协，23Q1，中国汽车产量621万辆，同比-4%。其中，乘用车产量526.2万辆，同比-4%；商用车产量94.8万辆，同比-4%。

图4 2023年1~3月中国汽车产量621万辆，同比-4%



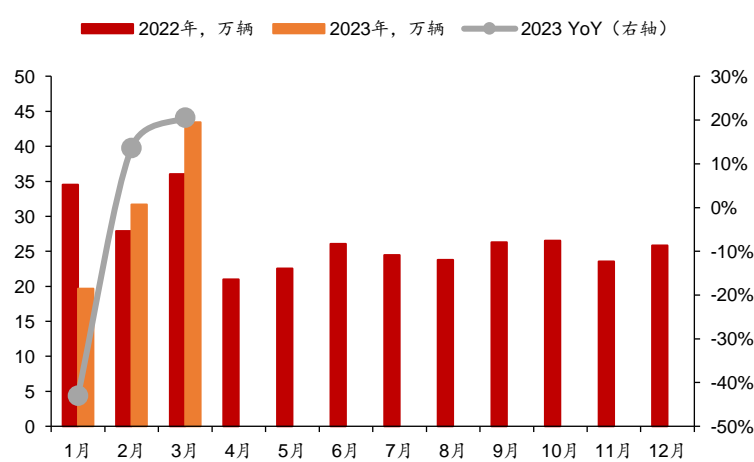
资料来源：中汽协，上海证券研究所

图5 2023年1~3月中国乘用车产量526.2万辆，同比-4%



资料来源：中汽协，上海证券研究所

图6 2023年1~3月中国商用车产量94.8万辆，同比-4%



资料来源：中汽协，上海证券研究所



# 目录

## Content

---

- 一、行业整体：2022年政策催化需求改善；23Q1多因素扰动致需求下滑
- 二、乘用车业绩加速分化，商用车23Q1业绩开启反弹**
- 三、优质汽配企业成长性凸显，盈利能力有待修复
- 四、投资建议
- 五、风险提示

## 2.1.1 乘用车：车企销量增速加快分化

分车企看：

◆ 汽车销量来看：

- 传统自主品牌、合资品牌受累于燃油车销量下滑，整体汽车销量下滑。

◆ 新能源汽车销量来看：

- 比亚迪品牌优势确立，新能源汽车销量保持高位，且销量增速保持高水平。
- 广汽埃安、理想汽车、吉利汽车、蔚来汽车新能源汽车销售保持稳健增长态势。
- 长城汽车纯电与插混新车型预计于23Q2起密集上市，2022年及23Q1销量增长仍滞缓。

图7 主要车企汽车销量增速分化

车企	汽车销量，万辆					同比增速				
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
比亚迪	29	36	54	68	55	180%	149%	161%	137%	89%
长安汽车	65	47	55	41	61	11%	-15%	4%	-28%	-6%
长城汽车	28	24	28	27	22	-16%	-16%	7%	-32%	-22%
吉利汽车	33	29	38	30	32	-2%	-3%	29%	-26%	-2%
广汽集团	61	54	68	61	54	22%	0%	46%	-3%	-11%
上汽集团	122	101	154	153	89	7%	-12%	16%	-17%	-27%
蔚来汽车	2.6	2.5	3.2	4.0	3.1	29%	14%	29%	60%	20%
理想汽车	3.2	2.9	2.7	4.6	5.3	152%	63%	6%	31%	67%
小鹏汽车	3.5	3.4	3.0	2.2	1.8	159%	98%	15%	-47%	-48%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

图8 主要车企新能源汽车销量增速分化

车企	新能源汽车销量，万辆					同比增速				
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
比亚迪	29	36	54	68	55	423%	256%	194%	157%	93%
长安汽车	/	/	7.1	7.0	8.5	/	/	108%	83%	/
长城汽车	3.5	2.8	3.3	2.4	2.8	15%	29%	4%	-54%	-21%
吉利汽车	4.6	6.3	10.9	6.6	6.2	466%	358%	371%	69%	34%
广汽集团	5.3	6.1	9.2	10.5	8.7	145%	102%	129%	104%	65%
上汽集团	19	20	31	38	14	28%	38%	67%	48%	-26%
蔚来汽车	2.6	2.5	3.2	4.0	3.1	29%	14%	29%	60%	20%
理想汽车	3.2	2.9	2.7	4.6	5.3	152%	63%	6%	31%	67%
小鹏汽车	3.5	3.4	3.0	2.2	1.8	159%	98%	15%	-47%	-48%

资料来源：公司公告，上海证券研究所



## 2.1.2 乘用车：2022年整体业绩高增，23Q1需求透支与降价潮背景下业绩承压（1/2）

### ◆ 营收端：2022年整体快速增长，增速分化明显

- 2022年，12家重要乘用车公司营收合计同比+21%。分车企看，比亚迪、蔚来、理想、小鹏销量高增长带动营收高增长；长安、长城、广汽单车价值量提升明显，拉动整体营收提升。
- 23Q1，8家A股乘用车板块营收合计同比+5%。分车企看，比亚迪销量高增长带动营收持续高增长；其它车企营收增速下滑明显。

图9 2022年A股乘用车板块及重要港股、美股公司营收合计同比+21%，归母净利合计同比-6%

代码	公司	营业收入, 亿元					YoY (右轴)					归母净利, 亿元					YoY (右轴)						
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
600104.SH	上汽集团	8580	8876	8265	7230	7599	7210	3%	-7%	-19%	-8%	-0.3%	344	360	256	204	245	161	5%	-29%	-20%	20%	-34%
002594.SZ	比亚迪	1059	1301	1277	1566	2161	4241	23%	-2%	20%	69%	171%	41	28	16	42	30	166	-32%	-42%	162%	-28%	446%
601633.SH	长城汽车	1005	978	951	1033	1364	1373	-3%	-3%	6%	43%	33%	50	52	45	54	67	83	4%	-14%	19%	25%	23%
000625.SZ	长安汽车	800	663	706	846	1051	1213	-17%	6%	28%	49%	43%	71	7	26	33	36	78	-90%	-489%	扭亏	7%	120%
601238.SH	广汽集团	711	715	592	627	751	1093	1%	-17%	-12%	27%	74%	108	109	66	60	73	81	1%	-39%	-10%	23%	10%
601127.SH	赛力斯	219	202	181	143	167	341	-8%	-10%	-29%	-8%	138%	7	1	1	17	18	38	-85%	-37%	扭亏	扭亏扩大	扭亏扩大
600733.SH	北汽蓝谷	0.4	164	236	53	87	95	-	44%	-68%	-63%	80%	0	2	1	65	52	55	扭亏	-41%	扭亏	扭亏缩小	扭亏扩大
000572.SZ	海马汽车	97	50	47	14	18	24	-48%	-7%	-73%	-62%	73%	10	16	1	13	1	16	扭亏扩大	扭亏	扭亏	扭亏	-1510%
0175.HK	吉利汽车	928	1066	974	921	1016	1480	15%	-9%	-5%	10%	46%	106	126	82	55	48	53	扭亏扩大	-35%	-32%	-12%	9%
NIO.N	蔚来汽车	-	50	78	163	361	493	-	58%	108%	122%	36%	76	233	114	56	106	46	持续亏损	持续亏损	持续亏损	持续亏损	持续亏损
LI.O	理想汽车	-	-	3	95	270	453	-	-	扭亏	186%	68%	-	15	24	2	3	20	-	持续亏损	持续亏损	持续亏损	持续亏损
XPEV.N	小鹏汽车	-	-	23	58	210	269	-	扭亏	152%	259%	28%	-	14	37	27	49	31	-	持续亏损	持续亏损	持续亏损	持续亏损
合计		13400	14066	13334	12749	15056	18283	5%	-5%	-4%	18%	21%	642	405	266	268	273	256	-37%	-34%	1%	2%	-6%

图10 重要车企毛利率情况

代码	公司	毛利率						
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1
600104.SH	上汽集团	13.5%	13.3%	12.2%	10.8%	9.6%	9.6%	13.1%
002594.SZ	比亚迪	19.0%	16.4%	16.3%	19.4%	13.0%	17.0%	17.9%
601633.SH	长城汽车	18.4%	16.7%	16.2%	17.2%	16.2%	19.4%	16.1%
000625.SZ	长安汽车	13.3%	14.7%	14.7%	14.3%	16.6%	20.5%	18.6%
601238.SH	广汽集团	23.0%	18.6%	6.9%	6.5%	7.9%	7.0%	4.6%
601127.SH	赛力斯	22.2%	23.9%	17.3%	4.6%	3.8%	11.3%	8.9%
600733.SH	北汽蓝谷	38.8%	11.8%	9.3%	-29%	0.8%	-5.2%	-8.6%
000572.SZ	海马汽车	9.9%	7.0%	5.2%	19.1%	18.7%	9.8%	8.5%
0175.HK	吉利汽车	19.4%	20.2%	17.4%	16.0%	17.1%	14.1%	-
NIO.N	蔚来汽车	-	-5.2%	-15%	11.5%	18.9%	10.4%	-
LI.O	理想汽车	-	-	0.0%	16.4%	21.3%	19.4%	-
XPEV.N	小鹏汽车	-	-24%	-24%	4.6%	12.5%	11.5%	-
合计		15.3%	14.7%	12.9%	12.5%	12.0%	13.2%	14.6%

代码	公司	营业收入					QoQ					归母净利					QoQ				
		22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
600104.SH	上汽集团	1825	1335	2114	2167	1459	-4%	-25%	13%	-5%	-20%	55	14	57	35	28	-19%	-78%	-18%	-17%	-50%
002594.SZ	比亚迪	668	838	1171	1564	1202	63%	68%	116%	120%	80%	8	28	57	73	41	241%	198%	350%	1114%	411%
601633.SH	长城汽车	336	285	373	379	290	8%	-7%	29%	-17%	-14%	16	40	26	1	2	0%	110%	81%	-94%	-89%
000625.SZ	长安汽车	346	220	288	359	346	8%	-11%	28%	38%	0%	45	13	10	9	70	431%	51%	-17%	60%	54%
601238.SH	广汽集团	233	254	317	296	266	45%	37%	51%	47%	14%	30	27	23	0	15	27%	39%	144%	-100%	-49%
601127.SH	赛力斯	51	73	107	110	51	56%	78%	163%	108%	-1%	-8	-9	-9	-12	-6	58%	-1831%	57%	56%	-25%
600733.SH	北汽蓝谷	17	17	22	38	25	-	9%	-39%	47%	44%	-10	-12	-13	-20	-9	-	28%	59%	-24%	-7%
000572.SZ	海马汽车	7	6	5	7	10	113%	-9%	101%	5%	45%	-1	0	-1	-14	-1	-3%	83%	10%	-588%	-14%
合计		3483	3028	4397	4919	3649	11%	-1%	37%	23%	5%	136	101	150	73	140	30%	-10%	44%	19%	3%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

资料来源: Wind, 上海证券研究所





## 2.1.2 乘用车：2022年整体业绩高增，23Q1需求透支与降价潮背景下略承压（2/2）

### ◆ 毛利端：原材料涨价背景下，2022年及23Q1盈利能力持续增强

- 2022年，12家重要乘用车公司毛利率加权平均值为13.2%，同比+1.2pct。23Q1，8家A股乘用车公司毛利率加权平均值为14.6%，同比+1.8pct。
- 分车企看，比亚迪销量提振实现单车成本下降，带来盈利修复；长安、长城单车收入提升带动毛利率提升。

### ◆ 净利端：车企加大分化

- 2022年，12家重要乘用车公司归母净利合计同比-6%。
- 分车企看，比亚迪、长安、长城、吉利、广汽实现同比增长；蔚小理持续亏损，但单车亏损收窄。
- 23Q1，8家A股乘用车板块归母净利合计同比+3%，低于营收同比增速。
- 分车企看，比亚迪盈利持续修复；长城、广汽、上汽在降价潮背景下，盈利下滑明显。长安完成深蓝合并，扣非归母净利同比-35%。

图11 主要乘用车企单车收入、单车净利、单车成本情况

车企	单车收入，万元/辆					同比增速					单车成本，万元/辆					同比增速					单车净利，万元/辆					同比增速				
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
比亚迪	22.9	23.6	21.7	23.0	21.8	-42%	-33%	-18%	-7%	-5%	20.1	20.2	17.6	18.6	17.9	-42%	-34%	-23%	-13%	-11%	0.3	0.8	1.1	1.1	0.8	22%	20%	72%	413%	171%
长安汽车	5.3	4.6	5.2	8.8	5.7	-3%	5%	23%	92%	7%	4.3	3.6	4.1	6.9	4.6	-8%	-2%	17%	87%	6%	0.7	0.3	0.2	0.2	1.1	378%	78%	-21%	122%	64%
长城汽车	11.9	12.1	13.2	14.0	13.2	29%	10%	21%	22%	11%	9.8	9.7	10.2	11.5	11.1	26%	7%	14%	18%	13%	0.6	1.7	0.9	0.0	0.1	19%	150%	69%	-91%	-86%
吉利汽车	9.5	9.5				33%		17%			8.1	7.7				37%	14%				0.4					14%				
广汽集团	3.8	4.7	4.6	4.9	4.9	19%	36%	5%	48%	29%	3.6	4.4	4.4	4.4	4.7	18%	38%	7%	49%	32%	0.5	0.5	0.3	0.0	0.3	4%	39%	68%	###	-42%
上汽集团	14.8	13.1	13.3	14.2	16.4	-10%	-14%	-5%	16%	11%	13.4	11.8	11.9	12.8	14.8	-8%	-12%	-4%	11%	10%	0.5	0.1	0.4	0.2	0.3	-25%	-75%	-30%	0%	-31%
蔚来汽车	38.4	41.1	41.1	40.2	/	-3%	6%	3%	2%	/	32.8	35.7	35.6	38.6	/	2%	14%	12%	18%	/	-10.8									亏损缩小
理想汽车	30.1	30.4	35.2	38.4	/	6%	6%	14%	27%	/	23.3	23.9	30.8	30.6	/	-1%	3%	30%	31%	/	-0.5									亏损缩小
小鹏汽车	21.6	21.6	23.1	23.4	/	-2%	0%	4%	14%	/	18.9	19.3	20.0	21.3	/	-4%	1%	5%	18%	/	-4.9									亏损缩小

资料来源：Wind，上海证券研究所



## 2.1.3 乘用车：车企竞争下加大销售费用投入，汇率波动等因素使得财务费用优化

### ◆ 期间费用率：整体下降，销售费用率上升

- 销售费用率：2022年，A股8家公司加权平均值为4.3%，同比+0.3pct；23Q1，加权平均值为4.4%，同比+0.6pct，保持上升趋势。2022年，比亚迪、赛力斯销售费用增加较多，分别同比+148%、+277%；蔚来、理想销售行政及一般费用增加较多，分别同比+53%、+62%。
- 管理费用率：2022年，A股8家公司加权平均值为3.3%，同比-0.03pct，保持稳定；23Q1，加权平均值为3.5%，同比+0.1pct。
- 财务费用率：2022年，A股8家公司加权平均值为-0.3%，同比-0.5pct；23Q1，加权平均值为0.1%，同比-0.02pct。其中，上汽、比亚迪、长城、长安、广汽受汇率波动、利息收入增加等因素的影响均为负值。

图12 重要乘用车公司期间费用率情况

代码	公司	销售行政及一般费用率						财务费用率						期间费用率					
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2017	2018	2019	2020	2021	2022
0175.HK	吉利汽车	7.5%	7.8%	9.7%	11.7%	14.0%	12.5%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	7.5%	7.7%	9.6%	11.5%	13.7%	12.2%
NIO.N	蔚来汽车	-	108%	69.7%	24.2%	19.0%	21.4%	-	0%	2.7%	1.6%	-0.8%	-2.1%	-	108%	72.4%	25.8%	18.3%	19.3%
LI.O	理想汽车	-	-	242%	11.8%	12.9%	12.5%	-	-	19%	0.3%	-2.5%	-1.9%	-	-	261%	12.1%	10.4%	10.6%
XPEV.N	小鹏汽车	-	6620%	50.2%	50.0%	25.3%	24.9%	-	-614%	-2.4%	-1.9%	-3.3%	-3.5%	-	6006%	47.7%	48.1%	22.0%	21.5%

代码	公司	销售费用率							财务费用率						管理费用率						期间费用率								
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1	2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1	2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1	2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1
600104.SH	上汽集团	7.1%	7.1%	7.0%	5.3%	3.9%	4.2%	4.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.2%	3.6%	2.4%	2.7%	3.0%	3.2%	3.6%	3.9%	10.8%	9.6%	9.7%	8.4%	7.1%	7.6%	8.2%
002594.SZ	比亚迪	4.7%	3.6%	3.4%	3.2%	2.8%	3.6%	3.9%	2.2%	2.3%	2.4%	2.4%	0.8%	-0.4%	0.0%	6.4%	2.9%	3.2%	2.8%	2.6%	2.4%	2.8%	13.2%	8.8%	9.0%	8.4%	6.3%	5.5%	6.7%
601633.SH	长城汽车	4.4%	4.7%	4.1%	4.0%	3.8%	4.3%	5.0%	0.1%	-0.5%	-0.4%	0.4%	-0.3%	-1.8%	0.0%	4.9%	1.7%	2.1%	2.5%	3.0%	3.6%	3.7%	9.5%	5.9%	5.8%	6.8%	6.4%	6.0%	8.7%
000625.SZ	长安汽车	5.0%	8.0%	6.5%	4.0%	4.4%	4.2%	4.6%	-0.7%	-0.6%	-0.3%	-0.2%	-0.7%	-0.8%	-0.6%	6.6%	4.2%	3.2%	5.1%	3.3%	2.9%	3.0%	10.9%	11.5%	9.4%	8.8%	7.0%	6.3%	7.0%
601238.SH	广汽集团	7.3%	7.1%	7.7%	5.8%	5.8%	3.9%	4.0%	0.4%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	-0.2%	-0.1%	5.6%	5.7%	5.5%	5.4%	5.2%	3.8%	3.1%	13.4%	12.6%	13.2%	11.2%	11.2%	7.5%	7.0%
601127.SH	赛力斯	5.8%	7.9%	7.5%	5.1%	7.7%	14.1%	15.1%	0.1%	0.6%	1.3%	1.9%	1.5%	0.5%	0.2%	6.3%	6.0%	5.8%	6.2%	6.5%	5.2%	7.5%	12.3%	14.5%	14.5%	13.2%	15.6%	19.8%	22.7%
600733.SH	北汽蓝谷	0.9%	8.9%	7.0%	19%	19.2%	20.9%	13.9%	4.9%	0.5%	2.0%	15%	7.6%	5.9%	4.5%	19.4%	5.4%	3.4%	14%	9.2%	8.1%	7.8%	25.2%	14.7%	12.5%	48.6%	35.9%	34.9%	26.3%
000572.SZ	海马汽车	6.3%	7.4%	5.6%	4.2%	3.7%	3.6%	1.3%	0.1%	0.5%	0.4%	1.8%	0.5%	0.1%	0.3%	13.0%	13.6%	11.2%	50.3%	23.4%	11.9%	7.1%	19.4%	21.5%	17.1%	56.3%	27.5%	15.6%	8.7%
	合计	6.5%	6.7%	6.4%	4.9%	4.0%	4.3%	4.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.2%	-0.3%	0.1%	4.4%	2.8%	3.0%	3.4%	3.3%	3.3%	3.5%	11.1%	9.7%	9.6%	8.7%	7.5%	7.3%	7.9%

资料来源：Wind，上海证券研究所



## 2.1.4 乘用车：车企加大研发投入，为后续产品技术迭代奠定基础

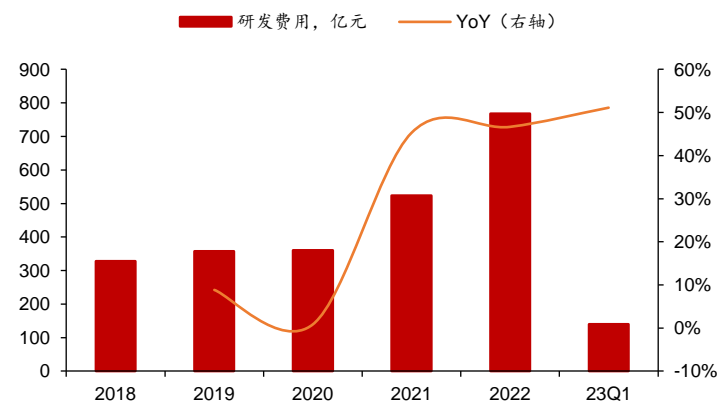
### ◆ 研发投入：8家A股乘用车公司2022年合计值为705亿元，同比+41%

- 2022年，比亚迪、长城、长安、广汽、赛力斯研发投入均显著提升，研发投入分别为202亿元、122亿元、57亿元、65亿元、31亿元，同比分别+90%、+34%、+18%、+560%、+59%。

### ◆ 研发费用：12家重要乘用车公司2022年合计值为767亿元，同比+47%

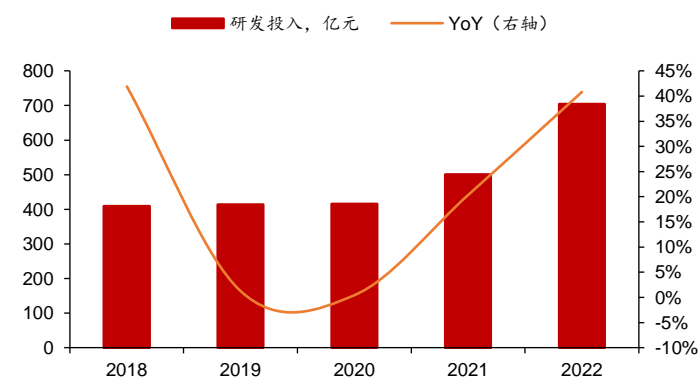
- 2022年，比亚迪、长城、长安、广汽、蔚来、理想研发费用增长较快。
- 赛力斯研发支出费用化率较低，研发费用率下滑；上汽集团研发投入同比增速较低，研发费用率下滑。

图13 12家重要乘用车公司合计研发费用情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

图14 8家A股乘用车板块公司合计研发投入情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

图15 A股乘用车板块公司研发费用率情况

代码	公司	研发费用率					
		2018	2019	2020	2021	2022	23Q1
600104.SH	上汽集团	1.7%	1.6%	1.9%	2.6%	2.5%	2.7%
002594.SZ	比亚迪	3.8%	4.4%	4.8%	3.7%	4.4%	5.2%
601633.SH	长城汽车	1.8%	2.9%	3.0%	3.3%	4.7%	5.3%
000625.SZ	长安汽车	3.8%	4.5%	3.7%	3.3%	3.6%	3.9%
601238.SH	广汽集团	1.2%	1.7%	1.6%	1.3%	1.6%	1.5%
601127.SH	赛力斯	2.4%	3.6%	5.9%	5.7%	3.9%	6.8%
600733.SH	北汽蓝谷	0.3%	1.9%	18%	13.9%	13.1%	9.2%
000572.SZ	海马汽车	8.0%	4.3%	19.4%	14.0%	9.9%	5.1%
0175.HK	吉利汽车	0.5%	0.9%	0.6%	1.3%	1.3%	-
NIO.N	蔚来汽车	80.7%	56.6%	15.3%	12.7%	22.0%	-
LI.O	理想汽车	-	411%	11.6%	12.2%	15.0%	-
XPEV.N	小鹏汽车	10831%	89.2%	29.5%	19.6%	19.4%	-
合计		2.3%	2.7%	2.8%	3.5%	4.2%	3.8%

资料来源：Wind，上海证券研究所



## 2.1.5 乘用车：竞争激烈化下经营性现金流下滑，投资性现金流持续增加

### ◆ 经营性现金流：

- 2022年，比亚迪经营性现金流大幅增加，长城、长安、吉利、理想维持正现金流。
- 23Q1，降价潮背景下经营性现金流情况恶化，仅比亚迪、长安为正，多数车企经营性现金流/净利润下滑严重。

### ◆ 投资性现金流：投资性现金流净流出保持持续增长，为公司未来业绩增长奠定基础。

图16 重要乘用车公司经营性现金流/净利润情况

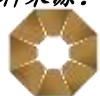
代码	公司	经营性现金流/净利润						
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1
600104.SH	上汽集团	-	0.2	1.3	1.3	0.6	0.4	-2.4
002594.SZ	比亚迪	1.3	3.5	7.0	7.5	16.5	8.0	3.3
601633.SH	长城汽车	-0.2	3.8	3.1	1.0	5.3	1.5	-46.7
000625.SZ	长安汽车	-0.2	-	-1.5	3.2	6.4	-	0.5
601238.SH	广汽集团	-	-0.1	-0.1	-0.5	-0.8	-0.7	-0.6
601127.SH	赛力斯	0.9	2.2	3.9	-0.5	0.4	0.2	2.4
600733.SH	北汽蓝谷	-7.7	-	-1640.1	1.0	-1.0	-0.7	-
000572.SZ	海马汽车	1.3	-0.2	-0.6	-0.1	1.2	-0.2	3.0
0175.HK	吉利汽车	1.1	1.1	1.5	0.3	3.5	3.4	-
NIO.N	蔚来汽车	0.9	0.8	0.8	-0.4	-0.5	0.3	-
LI.O	理想汽车	-	0.9	0.7	-20.7	-25.9	-3.6	-
XPEV.N	小鹏汽车	-	1.1	1.0	0.1	0.2	0.9	-
合计		0.4	0.7	1.9	2.6	3.9	5.5	-0.3

资料来源：Wind，上海证券研究所

图17 重要乘用车公司现金流情况（单位：亿元）

代码	公司	经营性现金流							投资性现金流							筹资性现金流						
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1	2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1	2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1
600104.SH	上汽集团	243	90	463	375	216	95	-99	-109	98	-393	-71	-15	-68	102	-5	-19	-31	-15	-16	91	-15
002594.SZ	比亚迪	64	125	147	454	655	1408	145	-160	-14	-20	-14	-45	-120	-22	112	39	66	-28	161	-19	121
601633.SH	长城汽车	-11	197	140	52	353	123	-82	-31	-100	-15	-11	-11	-10	8	61	-65	39	114	-96	-31	22
000625.SZ	长安汽车	-14	-39	39	107	230	57	34	44	-66	-38	36	-15	-30	59	-46	-14	-4	70	-26	2	-11
601238.SH	广汽集团	151	-13	-4	-29	-56	-53	-7	29	-56	-48	5	16	-38	-46	96	-25	-23	-18	1	243	9
601127.SH	赛力斯	10	11	3	11	-10	-12	-22	-16	-28	-20	-13	-16	-42	-2	27	3	10	-11	29	63	19
600733.SH	北汽蓝谷	0	-36	-64	-66	50	35	-12	0	-23	-57	30	-23	-15	4	0	57	140	2	-2	-52	8
000572.SZ	海马汽车	-18	5	-1	1	2	3	-1	-4	-5	6	-3	7	-3	-1	18	-10	3	-1	-5	3	0
0175.HK	吉利汽车	120	139	125	16	153	160	-	-119	-11	-10	-54	-72	-12	-	-17	-3	18	38	9	13	-
NIO.N	蔚来汽车	-46	-79	-87	20	20	-39	-	-12	-79	34	-51	-39	104	-	129	116	31	414	181	-16	-
LI.O	理想汽车	-	-13	-18	31	83	74	-	-	-2	-26	-18	-43	-44	-	-	11	57	247	167	56	-
XPEV.N	小鹏汽车	-	-16	-36	-1	-11	-82	-	-	-36	7	-44	-33	48	-	-	67	36	343	146	60	-
合计		499	372	708	970	1685	1769	-44	-37	-53	-1010	-61	-1454	-1520	-103	374	-14	342	750	403	238	152

资料来源：Wind，上海证券研究所



## 2.2.1 商用车：23Q1货车业绩开启反弹

### ◆ 2022年整体下滑，23Q1货车业绩反弹

- 2022年，商用车企整体业绩下滑，15家公司营收合计-31%，归母净利润合计-656%。
- 23Q1，货车公司业绩开启反弹。中国重汽营收同比+23%，归母净利润同比+81%；中集车辆营收同比+28%，归母净利润同比+285%；福田汽车营收同比+21%，归母净利润同比+120%。

图18 A股商用车板块公司营收及归母净利润情况

代码	公司	营业收入, 亿元							YoY							归母净利润, 亿元							YoY						
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1	2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1		
000868.SZ	安凯客车	54	31	34	33	18	15	2	-42%	7%	4%	-47%	-54%	-29%	-2.3	-8.9	0.3	1.0	-2.6	-2.4	-0.3	持续亏损	扭亏	196%	亏损	持续亏损	亏损		
000957.SZ	中通客车	79	61	67	44	46	53	7	-23%	11%	-27%	-32%	20%	-20%	1.9	0.4	0.3	0.2	-2.2	1.0	0.2	-81%	-10%	-29%	亏损	扭亏	扭亏		
600066.SH	宇通客车	332	317	305	217	232	218	36	-4%	-4%	-32%	-24%	0%	1%	31.3	23.0	19.4	5.2	6.1	7.5	1.2	-26%	-16%	-73%	19%	24%	扭亏		
600213.SH	亚星客车	24	25	27	19	10	15	2	3%	10%	-24%	-64%	-20%	-46%	0.4	0.1	0.1	-1.6	0.0	-2.0	-0.3	-69%	7%	亏损	扭亏	持续亏损	亏损		
600686.SH	金龙汽车	177	183	179	140	154	182	37	3%	-2%	-24%	-14%	31%	28%	4.3	1.5	1.3	0.3	-6.0	-3.9	0.1	-67%	14%	-82%	亏损	持续亏损	175%		
000550.SZ	江铃汽车	313	282	292	331	352	301	75	-10%	3%	17%	21%	-9%	4%	6.9	0.9	1.5	5.5	5.7	9.2	1.3	-87%	61%	273%	4%	59%	-6%		
000800.SZ	一汽解放	279	255	277	1137	988	383	140	-9%	8%	345%	257%	-66%	-7%	2.3	2.0	0.5	26.7	39.0	3.7	0.6	-28%	-74%	极高	46%	-91%	-86%		
000951.SZ	中国重汽	373	404	398	599	561	288	92	8%	-1%	48%	41%	-52%	23%	9.0	9.1	12.2	18.8	10.4	2.1	2.2	1%	35%	54%	-45%	-79%	81%		
301039.SZ	中集车辆	195	243	234	265	276	236	66	25%	-4%	9%	18%	-11%	28%	9.6	12.0	12.1	11.3	9.0	11.2	4.3	24%	1%	-7%	-20%	24%	285%		
600006.SH	东风汽车	183	144	135	137	156	122	26	-21%	-6%	-5%	15%	-11%	-26%	2.0	5.5	4.4	5.5	3.7	2.9	1.0	176%	-20%	25%	-33%	-23%	-19%		
600166.SH	福田汽车	517	411	470	578	550	464	150	-21%	14%	41%	17%	-20%	21%	1.1	-35.7	1.9	1.5	-50.6	0.7	3.0	亏损	扭亏	-19%	亏损	扭亏	120%		
600418.SH	江淮汽车	491	501	473	428	402	365	108	2%	-6%	-14%	-15%	-15%	10%	4.3	-7.9	1.1	1.4	2.0	-15.8	1.5	-282%	扭亏	35%	40%	亏损	扭亏		
600303.SH	ST曙光	38	29	24	26	25	17	3	-23%	-16%	-10%	1%	-36%	-46%	3.2	-1.3	0.5	0.5	-4.6	-3.3	-0.7	-141%	扭亏	18%	亏损	持续亏损	持续亏损		
600375.SH	汉马科技	60	73	64	64	53	34	6	22%	-12%	-12%	-17%	-47%	-33%	0.6	0.6	0.4	-4.9	-13.4	-14.7	-0.5	7%	-27%	亏损	持续亏损	持续亏损	持续亏损		
600841.SH	动力新科	37	41	40	61	244	99	20	12%	-2%	49%	505%	62%	-50%	1.2	1.3	1.2	2.0	6.9	-16.1	-4.3	9%	-12%	74%	241%	-333%	亏损		
合计		3153	3001	3019	4079	4067	2793	771	-5%	1%	35%	0%	-31%	4%	77	3	58	74	4	-20	10	-96%	极高	27%	-95%	-656%	118%		

资料来源: Wind, 上海证券研究所





## 2.2.2 商用车：2022年期间费用率略上升，23Q1回落

- ◆ 2022年受营收规模下滑的影响，整体期间费用率整体上升
- ◆ 23Q1，销售费用率回落，带动期间费用率回落

图19 A股商用车板块公司期间费用率情况

代码	公司	销售费用率							财务费用率							管理费用率							期间费用率						
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1	2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1	2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1	2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1
000868.SZ	安凯客车	5.1%	6.7%	7.1%	9.7%	9.5%	10.3%	13.3%	1.3%	2.4%	2.6%	2.3%	2.2%	2.1%	5.8%	5.5%	4.0%	4.3%	3.2%	5.5%	6.3%	7.0%	11.9%	13.1%	14.0%	15.2%	17.1%	18.7%	26.1%
000957.SZ	中通客车	5.2%	5.9%	6.0%	6.6%	7.1%	6.9%	8.2%	1.6%	2.6%	1.2%	2.9%	1.8%	-0.1%	1.0%	3.9%	2.3%	2.2%	4.2%	3.8%	3.9%	4.5%	10.7%	10.8%	9.4%	13.7%	12.7%	10.8%	13.8%
600066.SH	宇通客车	7.1%	7.9%	9.2%	7.2%	7.3%	7.5%	8.5%	1.5%	1.0%	0.7%	0.3%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	6.2%	2.4%	2.7%	3.8%	3.8%	3.9%	4.8%	14.7%	11.4%	12.6%	11.3%	10.6%	11.0%	12.9%
600213.SH	亚星客车	6.8%	5.6%	5.0%	5.3%	8.1%	7.8%	7.9%	3.0%	3.8%	3.9%	8.5%	7.8%	1.3%	6.3%	4.7%	2.1%	1.7%	2.1%	4.0%	2.7%	4.2%	14.5%	11.5%	10.6%	15.9%	19.9%	11.8%	18.4%
600686.SH	金龙汽车	5.9%	5.6%	5.2%	3.4%	4.9%	5.4%	5.1%	1.1%	0.1%	0.1%	0.9%	0.6%	-0.8%	-0.1%	6.1%	2.6%	2.6%	2.8%	2.9%	2.5%	3.2%	13.2%	8.3%	7.8%	7.1%	8.4%	7.1%	8.2%
000550.SZ	江铃汽车	8.6%	4.3%	5.2%	4.7%	4.3%	4.8%	4.0%	-0.8%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.8%	-0.5%	-0.6%	8.6%	2.8%	3.3%	3.1%	3.3%	3.2%	3.1%	16.4%	6.5%	7.9%	7.1%	6.8%	7.5%	6.4%
000800.SZ	一汽解放	9.8%	10.4%	9.4%	2.3%	1.8%	3.3%	2.5%	0.1%	-0.1%	0.0%	-1.1%	-1.2%	-2.7%	-1.3%	5.9%	4.1%	4.1%	2.4%	2.5%	5.3%	2.8%	15.8%	14.4%	13.5%	3.6%	3.0%	5.9%	4.0%
000951.SZ	中国重汽	3.2%	2.6%	2.9%	1.6%	1.8%	1.1%	1.3%	0.7%	0.5%	0.4%	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.5%	1.4%	0.7%	0.7%	1.2%	0.5%	0.9%	0.9%	5.3%	3.8%	4.0%	3.0%	2.2%	1.7%	1.7%
301039.SZ	中集车辆	5.0%	2.4%	2.6%	2.5%	2.6%	2.2%	2.3%	0.9%	0.5%	0.2%	0.5%	0.1%	-0.4%	0.0%	4.4%	3.6%	4.1%	3.3%	3.2%	4.4%	4.4%	10.3%	6.5%	6.9%	6.3%	5.9%	6.2%	6.7%
600006.SH	东风汽车	5.6%	4.1%	5.3%	5.2%	3.1%	3.5%	6.1%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.5%	-0.5%	-1.4%	-1.0%	6.0%	3.2%	3.3%	3.1%	3.5%	3.2%	1.9%	11.5%	7.1%	8.3%	7.9%	6.1%	5.4%	7.0%
600166.SH	福田汽车	6.5%	9.4%	7.4%	4.4%	4.0%	3.9%	3.7%	0.9%	1.9%	0.5%	0.4%	0.3%	-0.2%	0.1%	6.9%	6.8%	3.6%	3.1%	3.4%	3.2%	2.8%	14.3%	18.1%	11.4%	7.9%	7.7%	6.9%	6.6%
600418.SH	江淮汽车	4.6%	4.7%	4.4%	3.6%	3.6%	4.0%	3.1%	-0.1%	0.0%	0.7%	0.9%	0.6%	0.0%	0.5%	6.1%	3.5%	3.8%	4.2%	4.4%	4.4%	3.4%	10.6%	8.2%	8.9%	8.6%	8.5%	8.4%	7.0%
	合计	6.1%	5.7%	5.7%	3.4%	3.2%	4.0%	3.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.0%	-0.3%	-0.6%	-0.2%	5.8%	3.4%	3.2%	2.8%	2.8%	3.7%	3.1%	12.4%	9.7%	9.3%	6.3%	5.8%	7.1%	6.5%

资料来源：Wind，上海证券研究所



## 2.2.3 商用车：23Q1现金流情况优化

- 2022年，商用车板块公司自由现金流大幅下滑。
- 2022年，商用车板块公司经营性现金流大幅下滑；23Q1，货车板块公司经营性现金流好转。
- 2019年起，整体投资性现金流净流出绝对值下降，23Q1，头部车企加大投资性现金流流出。

图20 A股商用车板块公司现金流情况 (单位: 亿元)

代码	公司	自由现金流							经营性现金流						
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1	2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1
000868.SZ	安凯客车	0	-3	3	6	-7	2	-2	2	-3	5	4	-6	3	-1
000957.SZ	中通客车	-13	-6	6	-2	7	12	-3	-9	-7	10	3	9	12	-2
600066.SH	宇通客车	-23	20	27	42	10	22	-17	-17	26	53	36	7	33	4
600213.SH	亚星客车	-7	-3	-1	4	5	4	0	-2	-4	1	4	6	3	0
600686.SH	金龙汽车	-7	-4	4	-1	6	21	0	-7	3	16	2	19	-2	-2
000550.SZ	江铃汽车	-9	-19	10	14	16	-22	0	7	-1	27	37	18	15	-7
000800.SZ	一汽解放	20	0	21	52	134	-87	0	23	1	21	-8	152	-51	19
000951.SZ	中国重汽	6	17	23	55	29	73	-2	9	19	26	42	21	70	13
301039.SZ	中集车辆	0	-13	10	17	-5	2	-2	18	11	19	27	2	12	7
600006.SH	东风汽车	-24	-13	7	17	-3	-3	-20	-5	-6	5	14	10	-3	13
600166.SH	福田汽车	-50	-103	42	99	-18	3	10	-26	-5	48	87	8	9	11
600418.SH	江淮汽车	-42	-18	3	3	13	56	12	-67	-35	2	13	17	15	18
600303.SH	ST曙光	1	2	-6	3	-6	0	0	5	0	-2	0	-5	-2	0
600375.SH	汉马科技	1	-8	3	1	1	-38	0	0	-4	10	-1	4	-6	-2
600841.SH	动力新科	2	3	4	0	11	-29	0	2	5	6	2	22	-21	-10
合计		-145	-150	157	310	195	16	-24	-69	-1	249	236	220	57	36
代码	公司	投资性现金流							筹资性现金流						
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1	2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1
000868.SZ	安凯客车	-1	-1	-2	8	0	0	0	-3	4	-2	-11	1	-3	1
000957.SZ	中通客车	-1	0	-3	0	1	0	0	13	8	-7	-5	-4	-8	-1
600066.SH	宇通客车	-8	-2	-2	11	-5	-4	-2	-11	-16	-14	-3	-7	-14	0
600213.SH	亚星客车	0	0	0	0	0	0	0	4	3	-1	-2	-7	-4	-1
600686.SH	金龙汽车	7	-17	-5	-9	-10	-1	-1	4	14	-7	-4	9	-5	4
000550.SZ	江铃汽车	-7	-11	-14	-19	-1	-1	-4	-5	-23	-1	4	-32	6	1
000800.SZ	一汽解放	0	-8	-7	-45	26	-16	-3	-20	0	-1	13	-20	-3	0
000951.SZ	中国重汽	-2	-1	-1	-9	-5	-3	-11	11	-30	-9	-36	31	-15	-5
301039.SZ	中集车辆	-4	0	-9	-8	-7	-3	-1	-3	-13	1	-14	10	-10	-1
600006.SH	东风汽车	8	-1	7	5	-4	1	-4	2	1	-3	-4	-5	6	-2
600166.SH	福田汽车	-63	-46	-27	1	6	-1	3	83	65	-36	-89	-2	11	-5
600418.SH	江淮汽车	-3	-32	17	11	-10	10	-2	24	39	-18	-5	27	-7	-11
600303.SH	ST曙光	7	3	2	6	0	0	0	-14	-8	-3	-4	-1	0	0
600375.SH	汉马科技	-3	-5	-4	-4	-1	0	0	1	12	-6	6	-2	2	2
600841.SH	动力新科	2	0	-1	0	-10	3	-1	0	0	0	0	24	26	2
合计		-71	-127	-70	-33	-20	-25	-44	84	56	-107	-161	22	-46	-15

资料来源: Wind, 上海证券研究所



# 目录

## Content

---

- 一、行业整体：2022年政策催化需求改善；23Q1多因素扰动致需求下滑
- 二、乘用车业绩加速分化，商用车23Q1业绩开启反弹
- 三、优质汽零企业成长性凸显，盈利能力有待修复
- 四、投资建议
- 五、风险提示

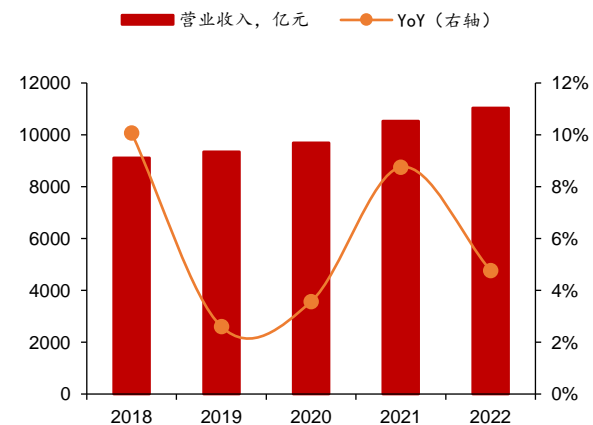


## 3.1 营收增长稳健，盈利略承压 (1/3)

### ◆ 营收端：汽车零部件厂商增长稳健

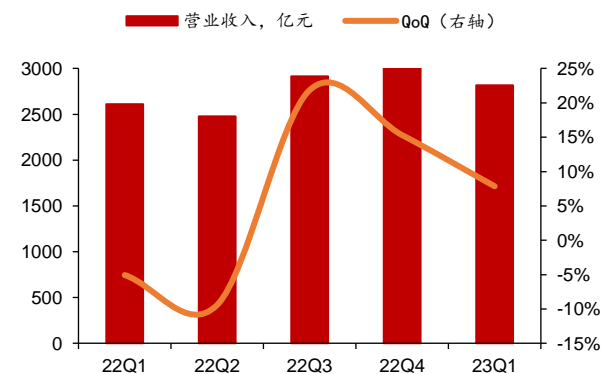
- 2022年，汽车零部件上市公司营收合计同比+5%，高于汽车产量同比增速。
- 23Q1，下游整车端产量下滑背景下，汽车零部件上市公司营收合计同比+8%，环比-7%，保持较强韧性。

图21 2022年零部件上市公司营收合计同比+5%



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图22 23Q1零部件上市公司营收合计同比+8%



资料来源: Wind, 上海证券研究所

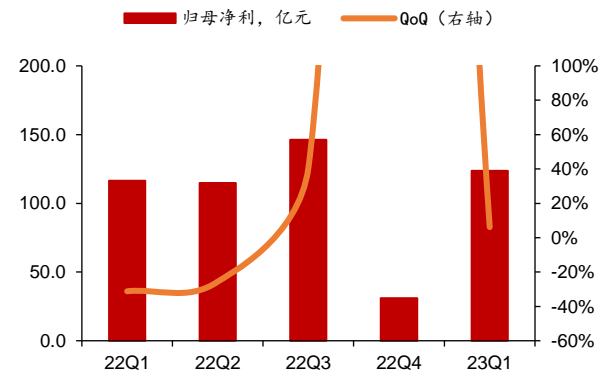
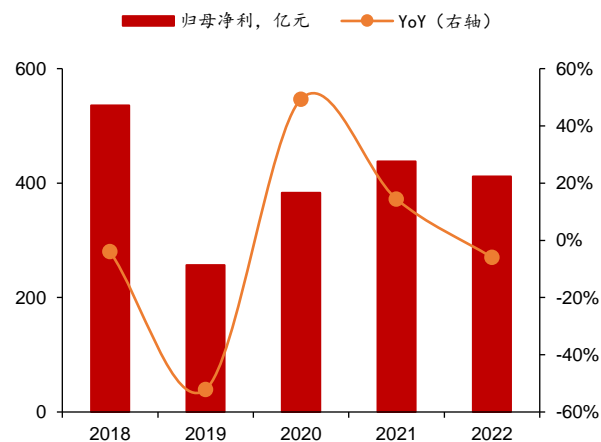


### 3.1 营收增长稳健，盈利略承压 (2/3)

#### ◆ 盈利端:

- 2022年，整体原材料价格处于高位下行通道，汽车零部件上市公司归母净利润合计同比-6%。
- 23Q1，原材料价格较为平稳，汽车零部件上市公司归母净利润合计同比+6%。

图27 2022年零部件上市公司归母净利润合计同比-6% 图28 23Q1零部件上市公司归母净利润合计同比+6%



资料来源: Wind, 上海证券研究所

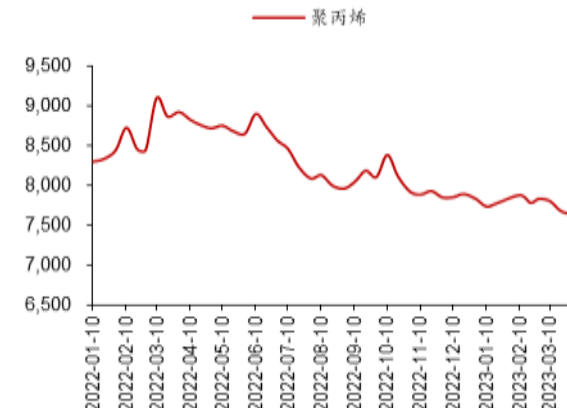
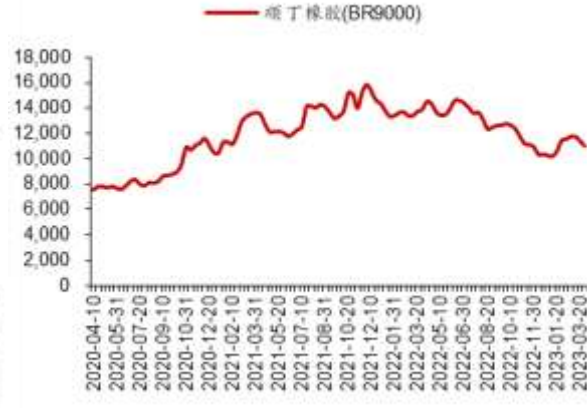
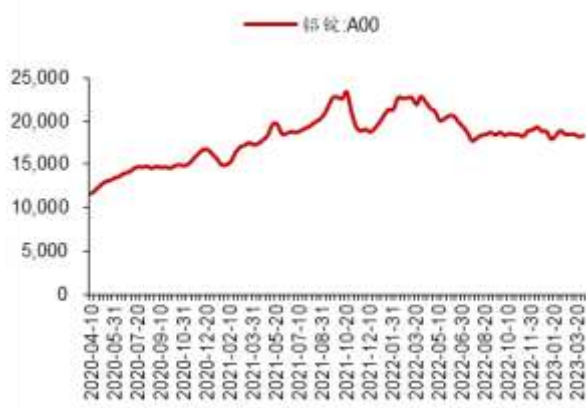
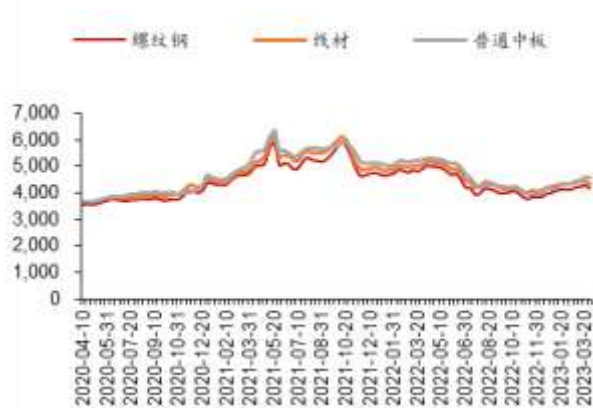
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图23 钢材价格走势 (元/吨)

图24 铝锭价格走势 (元/吨)

图25 顺丁橡胶价格走势 (元/吨)

图26 聚丙烯价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

资料来源: Wind, 上海证券研究所

资料来源: Wind, 上海证券研究所

资料来源: Wind, 上海证券研究所

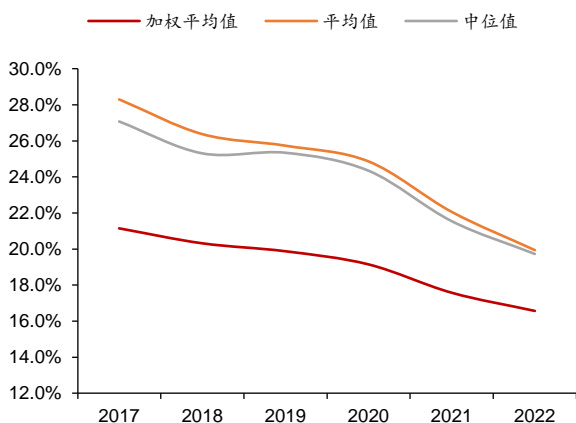


## 3.1 营收增长稳健，盈利略承压 (3/3)

◆ **盈利端：原材料涨价、竞争激烈化、下游降价潮等因素下，盈利略承压**

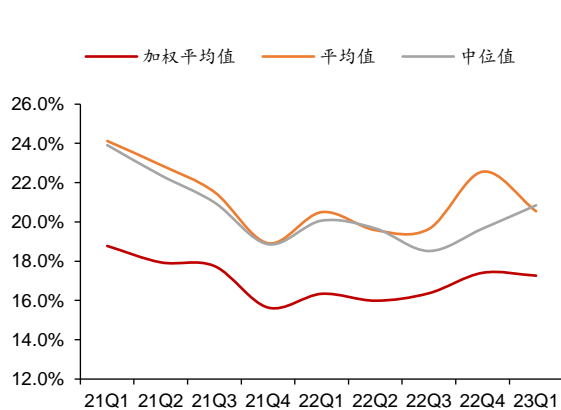
- 从毛利率来看，整体呈现下滑趋势。22Q4起，毛利率水平略有反弹。
- 从净利率来看，较2019年反弹，整体未恢复至2018年水平。22Q4，受年底费用一次性支出的季节性影响，净利率较低；23Q1同比基本维持相同水平。

图29 零部件上市公司年度毛利率情况



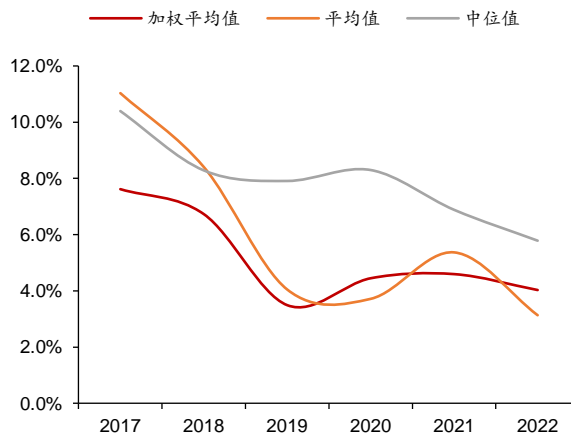
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图30 零部件上市公司季度毛利率情况



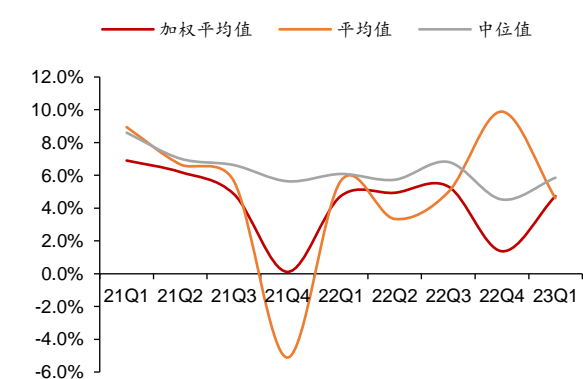
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图31 零部件上市公司年度净利率情况



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图32 零部件上市公司季度净利率情况



资料来源: Wind, 上海证券研究所



## 3.2 期间费用率逐年下滑，研发投入持续加大

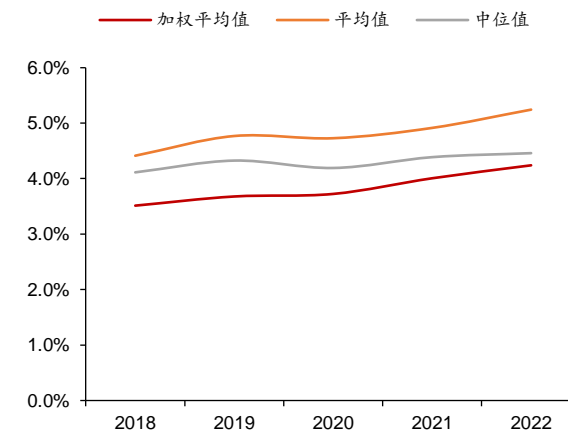
### ◆ 期间费用率：成本管控能力增强，期间费用率逐年下滑

- 2022年，汽车零部件上市公司销售费用率、财务费用率下滑明显，整体期间费用率保持下滑趋势。

### ◆ 研发费用率：研发投入持续加大，研发费用率逐年上升

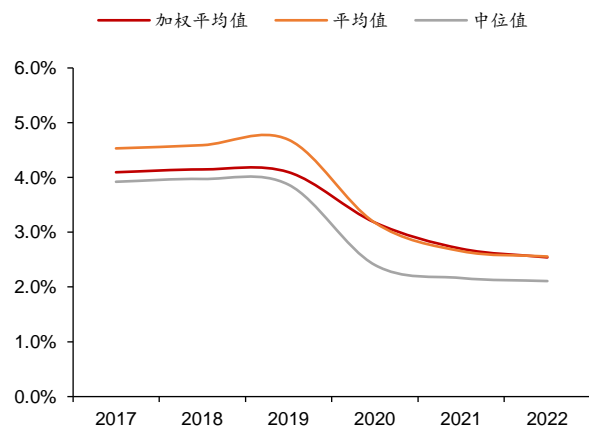
- 2022年，汽车零部件上市公司研发费用率保持上升趋势。下游整车电动化、智能化以及国产替代背景下，有助于公司实现产品业务扩展，市场份额提升。

图37 汽车零部件上市公司研发费用率情况



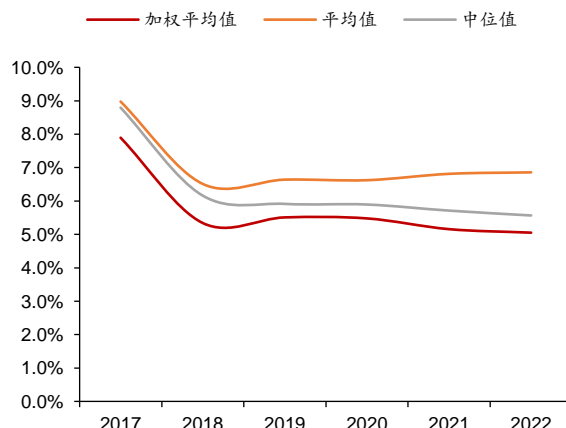
资料来源：Wind, 上海证券研究所

图33 汽车零部件上市公司销售费用率情况



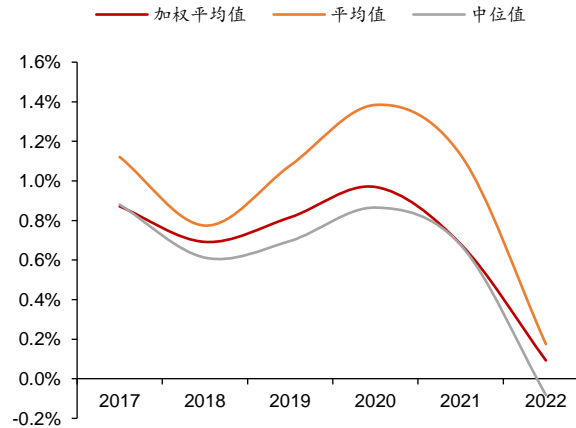
资料来源：Wind, 上海证券研究所

图34 汽车零部件上市公司管理费用率情况



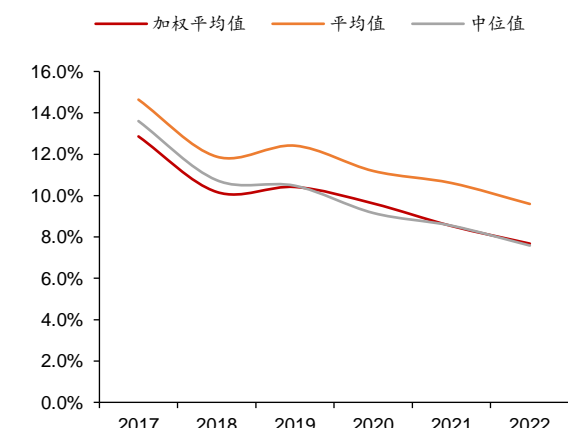
资料来源：Wind, 上海证券研究所

图35 汽车零部件上市公司财务费用率情况

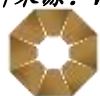


资料来源：Wind, 上海证券研究所

图36 汽车零部件上市公司期间费用率情况



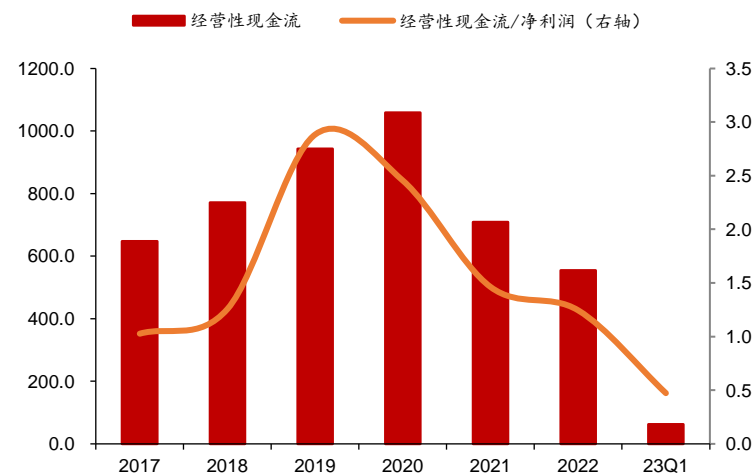
资料来源：Wind, 上海证券研究所



### 3.3 自由现金流下滑

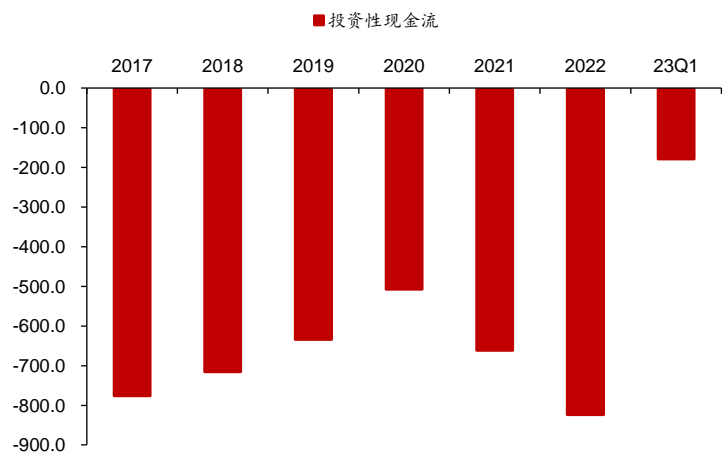
- ◆ 经营性现金流：2021年起，汽车零部件公司经营性现金流下滑，且经营性现金流/净利润出现大幅下滑。23Q1，经营性现金流/净利润下滑至0.5。
- ◆ 投资性现金流：2021年起，汽车零部件公司投资性现金流持绝对值续增长，为公司未来业绩增长奠定基础。
- ◆ 筹资性现金流：2021年起，汽车零部件公司加大筹资力度。
- ◆ 自由现金流情况：受供应链情况影响，2021年起，汽车零部件公司自由现金流情况恶化。

图38 汽车零部件公司经营性现金流情况（单位：亿元）



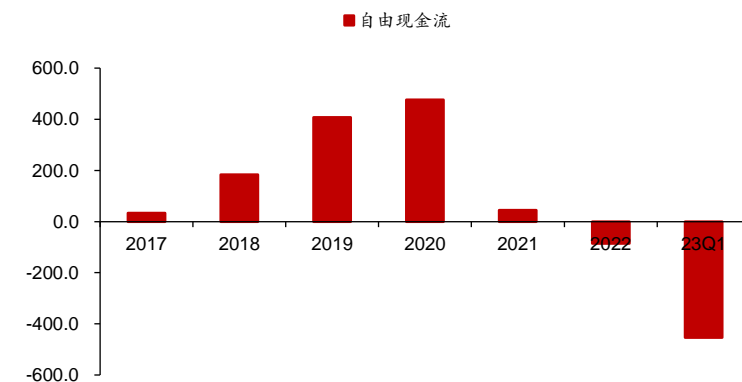
资料来源：Wind，上海证券研究所

图39 汽车零部件公司投资性现金流情况（单位：亿元）



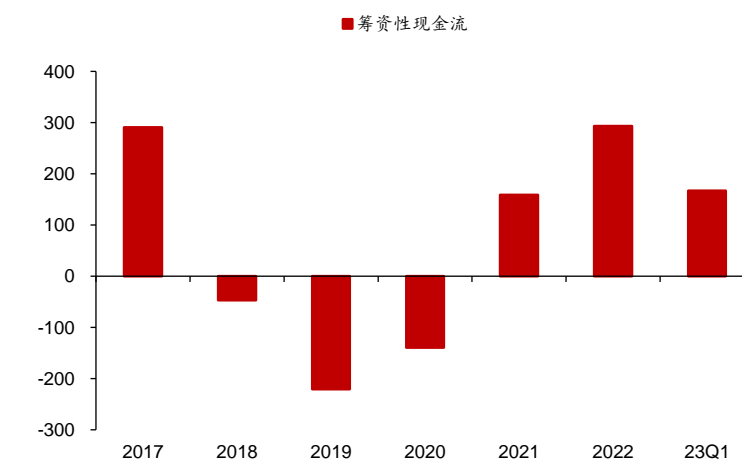
资料来源：Wind，上海证券研究所

图41 汽车零部件公司自由现金流情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图40 汽车零部件公司筹资性现金流情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所



## 3.4 重点公司

### ◆ 选取重点公司

- 结构件：文灿股份、旭升集团、爱柯迪；
- 热管理：三花智控、银轮股份、盾安环境；
- 内饰：新泉股份、常熟汽饰、宁波华翔、上海沿浦；
- 汽车电子：沪光股份、瑞可达、永贵电器、徕木股份、合兴股份；
- 底盘：保隆科技、中鼎股份、伯特利、亚太股份；
- 智能座舱：德赛西威、华阳集团。





### 3.4.1 重点公司：营收和归母净利润优于行业表现

图42 重点公司业绩情况

#### ◆ 营收端：

- 2022和23Q1，重点公司营收合计同比分别约+26%和+18%，优于行业表现。
- 平台型公司和增量型公司受益于新客户新项目放量，营收增速突出，如旭升、瑞可达、德赛西威、沪光等。

#### ◆ 盈利端：

- 2022和23Q1，重点公司归母净利润合计同比分别约+36%和+24%，优于行业表现。

公司	营业收入, 亿元						YoY						归母净利润, 亿元						YoY					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022		
文灿股份	15.6	16.2	15.4	26.0	41.1	52.3	4%	-5%	61%	167%	101%	1.6	1.3	0.7	0.8	1.0	2.4	-19%	-43%	18%	16%	145%		
旭升集团	7.4	11.0	11.0	16.3	30.2	44.5	48%	0%	49%	176%	174%	2.2	2.9	2.1	3.3	4.1	7.0	32%	-30%	61%	24%	70%		
爱柯迪	21.7	25.1	26.3	25.9	32.1	42.7	15%	5%	3%	22%	65%	4.7	4.7	4.4	4.3	3.1	6.5	1%	-6%	-3%	-27%	109%		
三花智控	95.8	108.4	112.9	121.1	160.2	213.5	13%	4%	12%	42%	76%	12.4	12.9	14.2	14.6	16.8	25.7	5%	10%	3%	15%	53%		
银轮股份	43.2	50.2	55.2	63.2	78.2	84.8	16%	10%	26%	42%	34%	3.1	3.5	3.2	3.2	2.2	3.8	12%	-9%	1%	-31%	74%		
盾安环境	82.8	94.0	91.0	73.8	98.4	101.4	14%	-3%	-21%	8%	37%	0.9	-21.7	1.3	-10.0	4.1	8.4	-244%	扭亏	-861%	扭亏	107%		
新泉股份	31.0	34.1	30.4	36.8	46.1	69.5	10%	-11%	8%	52%	89%	2.5	2.8	1.8	2.6	2.8	4.7	13%	-35%	41%	10%	66%		
常熟汽饰	13.4	14.6	18.2	22.2	26.6	36.7	9%	25%	52%	46%	65%	2.3	3.4	2.6	3.6	4.2	5.1	49%	-22%	37%	16%	22%		
宁波华翔	148.1	149.3	170.9	168.9	175.9	196.3	1%	15%	13%	3%	16%	8.0	7.3	9.8	8.5	12.6	10.1	-8%	34%	-13%	49%	-20%		
上海沿浦	8.5	8.3	8.1	7.9	8.3	11.2	-1%	-2%	-5%	2%	42%	0.6	0.8	0.9	0.8	0.7	0.5	35%	10%	-8%	-13%	-35%		
沪光股份	14.0	15.1	16.3	15.3	24.5	32.8	8%	8%	1%	50%	114%	0.7	1.0	1.0	0.7	0.0	0.4	39%	0%	-27%	-101%	扭亏		
瑞可达	4.2	4.5	5.1	6.1	9.0	16.3	7%	13%	36%	77%	166%	0.5	0.4	0.4	0.7	1.1	2.5	-28%	11%	75%	55%	122%		
永贵电器	12.7	13.1	10.8	10.5	11.5	15.1	3%	-18%	-20%	6%	43%	1.8	-4.6	-4.3	1.0	1.2	1.5	-353%	持续亏损	扭亏	1%	27%		
徕木股份	3.7	4.3	4.7	5.3	6.9	9.3	16%	7%	22%	47%	76%	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.7	-12%	-2%	1%	11%	43%		
合兴股份	10.8	12.0	11.8	12.0	14.2	14.6	11%	-2%	0%	21%	22%	1.6	1.2	1.3	1.9	2.0	1.9	-26%	14%	44%	3%	-2%		
保隆科技	20.8	23.0	33.2	33.3	39.0	47.8	11%	44%	45%	17%	43%	1.7	1.5	1.7	1.8	2.7	2.1	-11%	11%	6%	47%	-20%		
中鼎股份	117.7	123.7	117.1	115.5	125.8	148.5	5%	-5%	-7%	7%	29%	11.3	11.2	6.0	4.9	9.7	9.6	-1%	-46%	-18%	96%	0%		
伯特利	24.2	26.0	31.6	30.4	34.9	55.4	8%	21%	17%	11%	82%	2.8	2.4	4.0	4.6	5.0	7.0	-14%	69%	15%	9%	38%		
亚太股份	39.6	39.0	31.8	29.2	36.3	37.5	-1%	-18%	-25%	14%	28%	0.8	0.1	-1.0	0.2	0.4	0.7	-90%	-1334%	扭亏	168%	55%		
德赛西威	60.1	54.1	53.4	68.0	95.7	149.3	-10%	-1%	26%	79%	120%	6.2	4.2	2.9	5.2	8.3	11.8	-32%	-30%	77%	61%	42%		
华阳集团	41.7	34.7	33.8	33.7	44.9	56.4	-17%	-2%	-3%	33%	67%	2.8	0.2	0.7	1.8	3.0	3.8	-94%	348%	143%	65%	27%		

公司	营业收入					QoQ					环比					归母净利润					QoQ					环比					
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
文灿股份	12.4	12.0	14.5	13.4	12.7	18%	22%	55%	17%	2%	-5%	0.79	0.57	1.22	-0.21	0.03	58%	145%	-284%	-174%	-97%	-112%									
旭升集团	9.9	10.0	12.7	11.9	11.7	96%	42%	59%	18%	18%	-1%	1.20	1.55	2.10	2.16	1.93	34%	28%	74%	165%	61%	-11%									
爱柯迪	9.0	9.3	11.9	12.4	12.6	13%	21%	53%	45%	39%	1%	0.85	1.28	1.94	2.41	1.69	-21%	41%	141%	678%	100%	-30%									
三花智控	48.0	53.6	54.4	57.5	56.8	41%	26%	34%	34%	18%	-1%	4.53	5.50	6.24	9.46	6.01	26%	19%	33%	142%	33%	-36%									
银轮股份	20.5	18.1	21.3	24.8	25.6	3%	-12%	20%	25%	24%	3%	0.70	0.61	1.00	1.52	1.27	-33%	-13%	148%	3161%	81%	-16%									
盾安环境	20.1	28.7	23.8	28.9	24.4	-6%	-1%	2%	17%	21%	-15%	0.83	5.09	1.09	1.37	1.63	-15%	216%	31%	118%	95%	18%									
新泉股份	14.9	13.2	19.1	22.3	21.7	33%	16%	90%	65%	46%	-2%	0.83	0.84	1.47	1.56	1.52	-13%	23%	163%	146%	82%	-3%									
常熟汽饰	6.8	8.5	10.4	10.8	8.4	12%	43%	74%	27%	24%	-22%	0.79	1.22	1.69	1.42	0.92	-24%	10%	163%	0%	17%	-35%									
宁波华翔	42.0	39.5	58.3	56.4	46.4	-3%	-5%	33%	20%	11%	-18%	1.97	1.69	4.51	1.91	2.00	-18%	-59%	53%	-41%	2%	4%									
上海沿浦	2.4	2.2	2.9	3.8	2.8	18%	21%	65%	40%	18%	-26%	0.12	0.15	0.09	0.10	0.11	-44%	-12%	-17%	-54%	-4%	13%									
沪光股份	7.5	6.3	9.5	9.5	6.5	84%	9%	44%	18%	-13%	-31%	0.07	-0.10	0.20	0.24	-0.25	-2%	-152%	2%	-152%	-453%	-202%									
瑞可达	3.6	3.7	4.3	4.6	3.3	144%	89%	69%	52%	-9%	-29%	0.56	0.70	0.71	0.56	0.41	241%	244%	105%	31%	-26%	-26%									
永贵电器	3.0	3.8	3.7	4.6	3.2	50%	42%	22%	22%	6%	-31%	0.39	0.43	0.36	0.37	0.35	41%	43%	11%	15%	-9%	-5%									
徕木股份	2.0	2.0	2.7	2.6	2.3	25%	24%	61%	33%	14%	-10%	0.15	0.20	0.23	0.10	0.20	17%	38%	99%	16%	34%	106%									
合兴股份	3.4	3.0	3.8	4.4	3.1	9%	-15%	11%	7%	-10%	-30%	0.33	0.39	0.49	0.69	0.38	-34%	-30%	2%	68%	14%	-46%									
保隆科技	9.7	11.0	11.5	15.6	11.9	4%	13%	23%	48%	23%	-24%	0.45	0.18	0.52	0.99	0.93	-41%	-62%	-48%	124%	110%	-6%									
中鼎股份	33.6	32.1	36.9	45.9	38.6	5%	1%	25%	42%	15%	-16%	2.51	2.20	2.80	2.14	2.62	6%	-38%	23%	46%	5%	23%									
伯特利	10.1	11.0	15.7	18.6	15.0	29%	46%	99%	59%	48%	-19%	1.38	1.42	1.98	2.21	1.72	8%	26%	55%	62%	25%	-22%									
亚太股份	9.6	7.4	9.5	11.0	8.8	9%	-14%	20%	1%	-8%	-20%	0.24	0.08	0.09	0.27	0.38	59%	-47%	461%	135%	60%	40%									
德赛西威	31.4	32.7	37.0	48.2	39.8	54%	60%	67%	48%	27%	-17%	3.18	2.03	1.71	4.92	3.31	39%	44%	41%	44%	4%	-33%									
华阳集团	12.0	12.9	15.2	16.3	13.2	25%	18%	41%	20%	10%	-19%	0.69	0.94	1.04	1.13	0.78	26%	14%	46%	25%	12%	-32%									

资料来源: Wind, 上海证券研究所



### 3.4.2 重点公司：盈利能力有待进一步修复

#### ◆ 盈利端：

多数重点公司的毛利率处于近5年低位，有待进一步修复。

图43 多数重点公司的毛利率有待修复

公司	毛利率													净利率												
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	趋势图	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	趋势图	2017	2018	2019	2020	2021	2022	趋势图	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	趋势图
文灿股份	27%	28%	24%	24%	18%	18%		19%	17%	21%	16%	14%		10.0%	7.7%	4.6%	3.5%	2.4%	4.5%		6.4%	4.7%	8.5%	-1.6%	0.2%	
旭升集团	44%	40%	34%	33%	24%	24%		20%	23%	26%	26%	26%		30.1%	26.8%	18.8%	20.4%	13.6%	15.7%		12.1%	15.4%	16.5%	18.1%	16.4%	
爱柯迪	40%	34%	34%	30%	26%	28%		23%	27%	30%	30%	30%		21.8%	18.9%	17.2%	16.9%	10.1%	15.8%		9.9%	14.5%	17.0%	20.0%	14.0%	
三花智控	31%	29%	30%	30%	26%	26%		23%	25%	27%	29%	26%		13.1%	12.1%	12.7%	12.2%	10.6%	12.2%		9.5%	10.5%	11.7%	16.7%	10.7%	
银轮股份	26%	26%	24%	24%	20%	20%		19%	20%	21%	19%	20%		7.9%	7.9%	6.3%	5.8%	3.4%	5.3%		4.2%	4.3%	5.3%	6.9%	5.5%	
盾安环境	17%	12%	18%	17%	16%	17%		16%	17%	18%	17%	19%		1.0%	-24.5%	0.3%	-14.0%	4.0%	8.2%		4.1%	17.7%	4.5%	4.8%	6.6%	
新泉股份	25%	22%	21%	23%	21%	20%		19%	19%	19%	21%	20%		8.1%	8.3%	5.9%	7.0%	6.2%	6.8%		5.6%	6.4%	7.8%	6.9%	7.1%	
常熟汽饰	22%	21%	23%	23%	24%	22%		22%	20%	23%	22%	21%		17.0%	23.0%	13.3%	15.6%	15.4%	13.7%		11.1%	14.2%	16.1%	12.7%	10.8%	
宁波华翔	21%	20%	20%	19%	19%	17%		16%	15%	20%	16%	16%		7.9%	6.8%	7.4%	6.7%	8.6%	6.8%		6.2%	5.8%	9.5%	5.3%	6.0%	
上海沿浦	21%	21%	23%	24%	19%	13%		18%	18%	14%	7%	13%		7.0%	9.6%	10.9%	10.3%	8.5%	4.1%		5.0%	7.0%	3.0%	2.6%	3.9%	
沪光股份	16%	17%	16%	15%	10%	11%		10%	10%	12%	12%	11%		5.2%	6.7%	6.2%	4.8%	0.0%	1.3%		0.9%	-1.6%	2.1%	2.6%	-3.8%	
瑞可达	33%	29%	31%	28%	24%	27%		25%	28%	28%	27%	27%		12.2%	8.1%	7.8%	11.9%	12.6%	15.6%		15.4%	18.8%	16.6%	12.1%	12.4%	
永贵电器	39%	36%	34%	36%	35%	31%		31%	33%	30%	30%	27%		13.6%	-37.1%	-42.5%	10.2%	10.4%	10.1%		13.2%	11.5%	9.6%	7.3%	10.5%	
徕木股份	35%	32%	32%	28%	26%	26%		25%	29%	25%	25%	27%		13.2%	10.0%	9.1%	8.1%	7.0%	7.3%		7.4%	10.0%	8.8%	3.8%	8.6%	
合兴股份	37%	31%	30%	35%	31%	30%		29%	31%	29%	32%	33%		14.1%	9.4%	11.2%	15.8%	13.7%	13.0%		9.6%	13.1%	12.9%	15.8%	12.2%	
保隆科技	35%	33%	31%	32%	27%	28%		28%	27%	28%	29%	28%		10.8%	8.8%	4.8%	4.0%	7.5%	4.8%		4.6%	2.0%	5.4%	6.3%	8.0%	
中鼎股份	28%	27%	25%	23%	23%	21%		22%	21%	23%	19%	21%		9.8%	9.2%	5.1%	4.3%	7.7%	6.4%		7.4%	6.8%	7.5%	4.4%	6.7%	
伯特利	23%	25%	26%	26%	24%	22%		23%	22%	22%	23%	21%		13.4%	11.6%	14.4%	16.2%	15.1%	12.6%		13.6%	12.9%	12.7%	11.9%	11.7%	
亚太股份	15%	13%	13%	13%	13%	14%		14%	13%	13%	14%	16%		2.2%	0.3%	-3.0%	0.6%	1.3%	1.8%		2.5%	1.2%	0.9%	2.5%	4.4%	
德赛西威	26%	24%	23%	23%	25%	23%		24%	24%	23%	22%	21%		10.2%	7.7%	5.5%	7.6%	8.7%	7.8%		10.0%	6.1%	4.6%	10.1%	8.3%	
华阳集团	22%	20%	22%	24%	22%	22%		22%	21%	23%	22%	22%		6.7%	0.5%	2.2%	5.3%	6.6%	6.8%		5.8%	7.4%	6.9%	7.0%	6.0%	

资料来源：Wind，上海证券研究所





### 3.4.3 重点公司：资本开支保持高强度

#### ◆ 运营能力：

- 从应收账款周转率来看，结构件、底盘类样本公司表现较为优秀，如文灿、保隆、中鼎和亚太等应收账款周转率在4以上。

#### ◆ 扩产：

- 2022年，样本公司积极扩产。其中，三花智控、德赛西威和中鼎股份资本开支增幅显著，沪光股份、瑞可达、保隆和文灿资本开支呈现加速趋势。

图44 重点公司应收账款周转率和资本开支情况

公司	应收账款周转率						购买固定资产、无形资产等支出						
	2018	2019	2020	2021	2022	趋势图	2017	2018	2019	2020	2021	2022	趋势图
文灿股份	4.5	4.3	4.5	4.5	4.5		3.6	5.2	3.3	2.3	4.8	9.6	
旭升集团	5.2	5.1	5.4	4.3	4.0		3.6	5.1	6.6	5.4	14.5	12.6	
爱柯迪	4.1	4.0	3.7	4.0	3.9		5.0	6.6	3.8	4.9	10.8	13.7	
三花智控	2.8	2.8	2.8	3.1	3.3		6.0	9.2	8.7	11.5	19.5	29.4	
银轮股份	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5		3.5	5.0	3.6	4.3	7.8	11.2	
盾安环境	3.1	4.3	5.3	8.8	7.8		5.4	5.8	2.1	2.3	2.4	2.0	
新泉股份	2.9	3.4	3.8	3.5	4.0		3.6	3.6	4.4	3.4	6.1	9.9	
常熟汽饰	2.8	3.1	3.3	3.2	3.1		3.1	7.8	6.3	4.0	2.1	3.3	
宁波华翔	4.4	4.8	5.2	5.0	4.2		11.4	15.3	7.4	7.7	9.3	13.7	
上海沿浦	2.3	2.9	2.5	2.3	2.2		0.5	0.5	0.9	1.4	1.8	3.3	
沪光股份	3.2	3.6	2.9	2.8	2.7		0.6	0.9	2.2	1.6	1.7	6.5	
瑞可达	1.3	1.5	1.8	2.4	2.8		0.5	0.3	0.2	0.4	0.6	2.3	
永贵电器	1.4	1.3	1.5	1.8	2.0		0.7	0.9	0.5	0.4	0.5	0.7	
徕木股份	1.8	1.6	1.7	2.1	2.1		1.4	1.9	1.9	2.1	2.4	4.4	
合兴股份	3.6	4.1	4.0	4.3	4.0		1.4	2.0	1.3	1.2	2.0	2.6	
保隆科技	3.9	4.6	3.9	4.6	4.7		2.0	2.2	3.0	2.3	3.0	6.2	
中鼎股份	3.8	3.6	3.8	4.2	4.3		10.4	12.9	13.0	7.4	8.1	13.2	
伯特利	1.7	2.0	2.3	3.2	3.6		1.9	1.4	2.6	1.8	2.8	6.1	
亚太股份	3.2	3.6	4.6	5.8	5.8		4.4	2.6	1.6	1.0	1.3	2.0	
德赛西威	3.0	3.2	3.9	4.1	4.1		2.6	2.5	3.9	4.3	6.8	13.0	
华阳集团	2.0	2.4	2.6	3.2	3.2		1.7	2.5	1.6	2.2	3.0	4.4	

资料来源：Wind，上海证券研究所



# 目录

## Content

---

- 一、行业整体：2022年政策催化需求改善；23Q1多因素扰动致需求下滑
- 二、乘用车业绩加速分化，商用车23Q1开启反弹
- 三、优质汽配企业成长性凸显，盈利能力有待修复
- 四、投资建议**
- 五、风险提示

### ◆ 整车：持续关注竞争格局演变

- 我们认为行业在电动智能转型过程中，技术领先、成本优势明显、深挖客户需求的车企将享有高于行业的增速。重点推荐：比亚迪。建议关注长城汽车、宇通客车等。

### ◆ 汽车零部件：关注追寻智能化、国产化高 $\beta$ 赛道重点公司

- 连接器关注产品组合丰富、成本管控优秀、绑定下游优质整车厂的公司。重点推荐沪光股份、永贵电器。建议关注徕木股份、合兴股份、瑞可达、中航光电。
- 线控制动技术要求高，国产化率水平极低，国内厂商基本处于0到1的发展阶段。建议关注亚太股份、伯特利。
- 空气悬架建议关注高壁垒环节技术领先公司。重点推荐保隆科技；建议关注：中鼎股份、天润工业。
- 一体压铸对资金、技术和规模等要求高，目前渗透率低，未来空间大。重点推荐文灿股份。



# 目录

## Content

---

- 一、行业整体：2022年政策催化需求改善；23Q1多因素扰动致需求下滑
- 二、乘用车业绩加速分化，商用车23Q1开启反弹
- 三、优质汽配企业成长性凸显，盈利能力有待修复
- 四、投资建议
- 五、风险提示

1. **宏观经济下行风险：**若宏观经济下行，或对汽车消费产生负面影响。
2. **产业政策不及预期：**若电动车产业政策强度和推出时间等不及预期，电动车销量或需下调。若商用车国四淘汰政策推出速度不及预期，商用车销量存在不及预期可能性。
3. **供应链配套不及预期：**电动车产业链中芯片等环节供给依然偏紧。若出现供给低于需求，会影响电动车销量和部分环节盈利能力。
4. **新技术导入不及预期：**若一体压铸等新技术在客户端导入时效果不及预期，新技术的导入节奏将放缓，影响相关产品的需求。
5. **市场竞争激烈化：**若市场竞争中采取降价潮等激进的市场竞争策略，可能会导致盈利能力下降，部分环节的国产替代进程或将受阻。



# 行业评级与免责声明

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

## 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



# 行业评级与免责声明

## 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

