

汽车2022年报&2023Q1业绩综述

分化加速

汽车行业证券分析师：黄细里

执业编号：S0600520010001

联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199790

2023年5月10日

客车：行业整体复苏，龙头率先受益

- **复盘：**2022Q4客车行业呈现复苏趋势，海外需求复苏先行，龙头宇通率先走出业绩拐点；2023Q1复苏趋势延续，海内外需求复苏共振，行业龙头宇通/金龙率先受益于下游需求景气度提升，宇通业绩向好，金龙业绩拐点出现，业绩均超预期。
- **展望：**Q2起海内外复苏持续演化，国内旅游客运需求提升+公交车替换周期行业整体有望扩容，海外一带一路+欧洲电车切换需求持续提升，行业龙头盈利中枢有望进一步抬升，宇通高盈利有望持续，金龙有望实现全年扭亏为盈。

重卡：22Q4&23Q1板块业绩前低后高，拐点已现

- **复盘：**重卡业绩核心变量在于行业整体产批量，规模效应影响公司业绩。22Q4产批环比下行，营收/毛利率/净利率等重卡企业盈利指标依然处于低位；23Q1疫情封控解除，工程&物流运输需求恢复，产批同环比上行驱动企业毛利率改善，费用率摊销下滑，重汽/潍柴/福田23Q1业绩均超预期。
- **展望：**2023Q2结合季节性规律以及基数因素，行业产批/车企盈利水平同比预计大幅增长，环比预计保持平稳；2023年全年重卡板块国内复苏+海外出口爆发双重因素共振，业绩有望持续修复向上。

电动两轮车：22Q4&23Q1业绩持续兑现

- **复盘：**传统销售淡季销量环比回落，单车盈利能力由于各公司销售策略不同出现分化，整体业绩符合预期。
- **展望：**2023Q2量方面预计同环比保持增长；单车净利方面考虑产品结构变化预计环比持平。格局优化下业绩有望持续兑现。

整车：行业竞争加剧，核心关注新车催化&需求恢复

- **复盘：**2022Q4受疫情干扰终端需求一般，四季度传统旺季行业整体表现低预期。2023Q1由于购置税政策&新能源国补政策退坡/春节假期影响，行业产批零同环比均下滑，同时3月起湖北东风大额降价引发行业性价格战担忧，终端用户持币待购情绪较重。整车股23Q1业绩剔除非经影响后普遍承压。
- **展望：**Q2起较多新车陆续上市，终端需求逐步恢复下销量有望持续提升；整体竞争加剧下车企盈利能力仍待改善。

零部件：22Q4&23Q1下游整车承压，业绩表现核心看客户结构（新能源增量客户）+新产品落地

- **复盘：**22Q4整车景气度一般，23Q1多方面因素导致整车销量同环比下滑并存在价格战。
- ✓ 一、零部件板块22Q4&23Q1业绩整体来看符合预期，但仍有部分公司存在低于预期的情况：沪光股份和文灿股份（Q1业绩低于预期，主要系客户销量不及预期导致营收和利润双杀）；爱柯迪（Q1业绩低于预期，主要系财务准则导致提前计提）；星宇股份（Q4业绩低于预期，当期销售费用大幅增长）。
- ✓ 二、零部件企业一季度业绩整体上受整车价格战的影响仍较小，大部分企业毛利率较为稳定，没有体现出明显的价格战传导。明确提到价格战带来影响的是经纬恒润（年降没有谈妥，导致Q1营收确认受到约几千万的影响）。
- ✓ 三、23Q1业绩明显好于板块的公司包括：保隆科技（新产品落地量产）；拓普集团、旭升股份（核心客户的表现好于行业）；新泉股份（新能源客户贡献增量）；银轮股份（商用车复苏叠加降本控费）。
- **展望：**1、量的方面，二季度需重点观察整车销量复苏情况以及部分重点新能源车型上量情况；2、价的方面，需重点观察年降及其对零部件企业盈利的影响（价格战压力传导）。在行业平稳的条件下，有明确增量新能源客户或新产品量产落地，并能有效化解年降压力的零部件企业23Q2的业绩更具确定性和韧性。

投资建议：2023年板块配置目前排序——客车>重卡/两轮车>乘用车/零部件

- **客车板块**：上行周期或刚开始。2023年或开始新一轮上行周期（国内大中客均值回归+出口进入持续快车道等）。受益排序：龙头率先【宇通客车】，龙二跟随【金龙汽车】。
- **重卡板块**：迎小周期的复苏阶段。2016年重卡迎来了一轮周期的上行阶段（国标切换&治超&集中换车等共同驱动），2021-2022年进入了这轮周期的下行阶段，2023年或迎来小周期的复苏阶段&下一轮大周期的准备期（经济稳增长+国标切换+出口增长+新能源转型等）。受益排序：中国重汽/潍柴动力/中集车辆/汉马科技等。
- **电动两轮车板块**：上行周期的业绩兑现阶段。2017-2022年迎来上行周期（新国标实施+配送服务需求）且头部企业集中度持续提升，2023年总体趋势或仍延续。核心受益头部企业：雅迪控股/爱玛科技。
- **乘用车板块**：价格战正在进行时。投资层面，短期（1年内）视角板块仍需消化价格战。长期（1-2年以上）视角依然对自主品牌全球崛起充满信心【比亚迪/理想/长城/吉利/蔚来/小鹏/长安/上汽/广汽】等。
- **零部件板块**：基本与乘用车一荣俱荣，一损俱损。短期（1年内）视角优选业绩与国内乘用车价格战相关度较低的品种【中国汽研/岱美股份/爱柯迪】等。中长期（1-2年以上）视角建议核心围绕“具备出海综合优势”布局优质零部件品种（福耀/拓普/旭升/文灿/爱柯迪/新泉/岱美/继峰/德赛/华阳/伯特利/星宇等）。

◆ 风险提示

- 全球地缘政治不确定性增大；全球经济复苏低于预期；乘用车价格战超出预期。



■ 客车板块业绩综述

■ 重卡板块业绩综述

■ 整车板块业绩综述

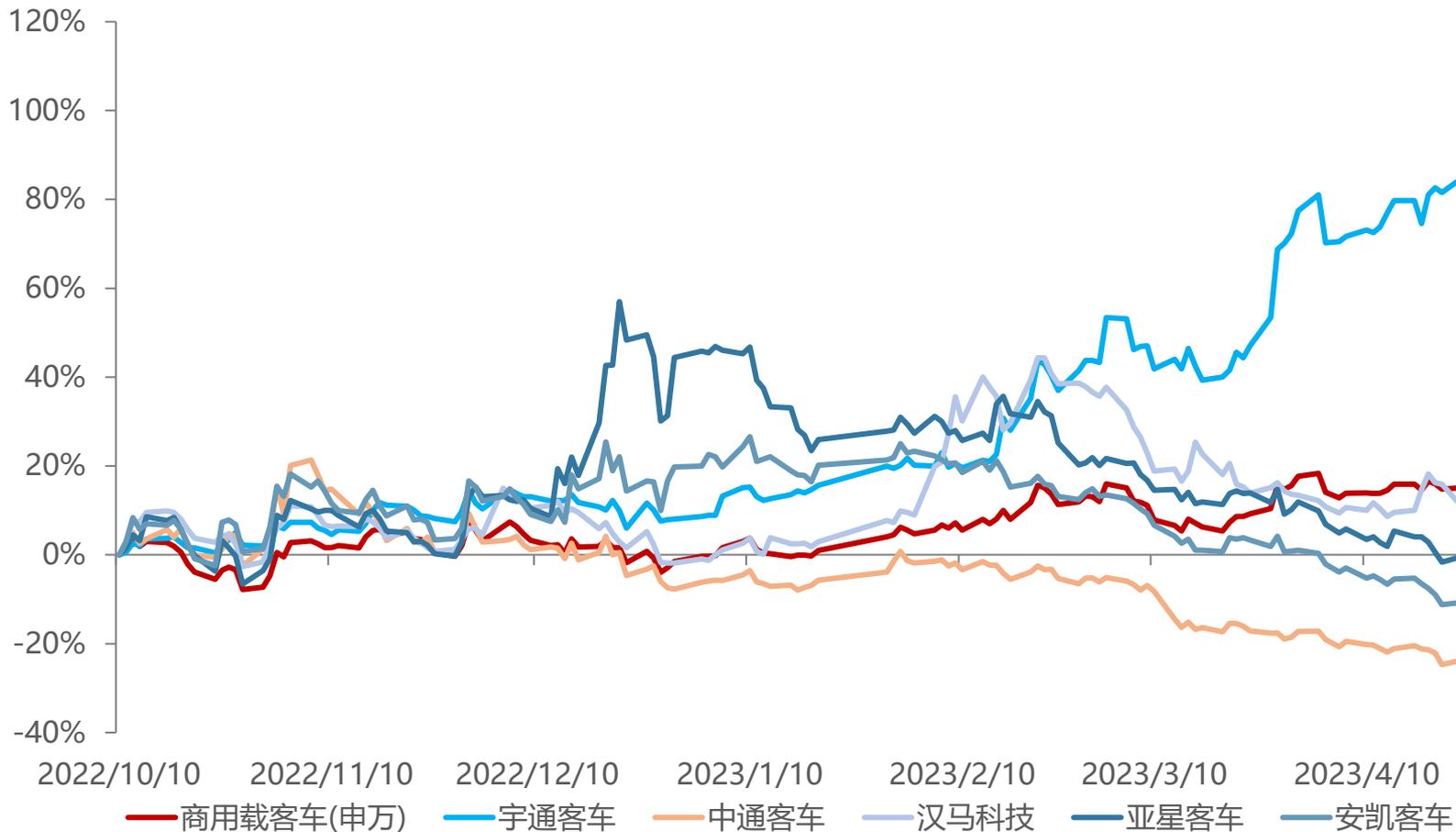
■ 零部件板块业绩综述

■ 投资建议-风险提示

客车板块业绩综述

- ◆ 针对客车板块，我们选取6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、亚星客车、安凯客车。从始末股价走势来看，行业指数商用载客车（申万）整体微涨，客车龙头宇通客车走出独立行情涨幅翻倍，其他公司股价维持稳定。

图：2022Q4/2023Q1商用载客车指数及重点车企收盘价涨跌幅（相比2022年10月10日）



产批零比较：总量微降，龙头率先回暖

◆ 2022Q4~2023Q1，行业总量萎缩但呈现反弹态势，龙头公司率先回暖。1) 总量维度，客车行业总体销量39.8万辆，同比-19.21%，行业受下游价格战、电池价格走高、原材料价格居高影响较大，出口维度受海运、汇率波动影响较大。2) 结构维度：大型客车贡献增量，龙头企业策略分化。2022年行业大型客车销量同比+7.03%。宇通通过筛选高质量订单的方式“弃量保价”方式市占率微降，金龙大型客车销量提升带动市占率+1.28pct。2023年Q1趋势延续，金龙大型客车销量提升较大。

表：客车行业及重点车企产批零售数据 / 辆

		产量					销量					交强险				
		2022全年	2022Q4	2023Q1	23Q1同比	23Q1环比	2022全年	2022Q4	2023Q1	23Q1同比	23Q1环比	2022全年	2022Q4	2023Q1	23Q1同比	23Q1环比
行业	大型客车						49489	21247	5112	-41%	-76%	32109	14715	3347	-25%	-77%
	中型客车						33701	13552	3162	-44%	-77%	29231	12062	4097	-6%	-66%
	轻型客车						315181	87581	88155	19%	1%	284131	90702	71325	27%	-21%
宇通客车	大型客车	11611	4249	2544	4%	-40%	11755	4791	2100	-14%	-56%	7629	3032	726	-54%	-76%
	中型客车	11887	4011	1366	-5%	-66%	11978	4480	1363	-17%	-70%	9966	3636	1518	3%	-58%
	轻型客车	6161	1848	1052	29%	-43%	6465	1968	976	12%	-50%	4027	1239	609	-27%	-51%
金龙汽车	大型客车	13285	4893	3665	61%	-25%	12761	4942	3097	43%	-37%	5909	2270	1172	44%	-48%
	中型客车	6574	2714	708	-31%	-74%	6697	2854	579	-49%	-80%	5117	2571	456	-31%	-82%
	轻型客车	24326	8246	4143	-28%	-50%	26714	9035	3282	-46%	-64%	17001	7321	2248	-22%	-69%
中通客车	大型客车	4945	2263	719	-10%	-68%	4991	2415	694	-16%	-71%	1675	570	191	37%	-66%
	中型客车	2630	1189	254	-41%	-79%	2680	1230	278	-24%	-77%	2214	1152	55	-79%	-95%
	轻型客车	1099	248	221	-56%	-11%	1268	223	258	-60%	16%	905	241	169	-33%	-30%
亚星客车	大型客车	1149	374	65	-73%	-83%	1161	396	73	-71%	-82%	617	234	14	-81%	-94%
	中型客车	930	525	113	-20%	-78%	907	516	108	-24%	-79%	754	488	41	11%	-92%
	轻型客车	229	70	145	127%	107%	238	72	154	208%	114%	227	62	73	26%	18%
安凯客车	大型客车	400	74	438	366%	492%	410	185	186	66%	1%	381	138	34	-73%	-75%
	中型客车	1799	525	52	-91%	-90%	1686	547	90	-78%	-84%	1289	380	103	-50%	-73%
	轻型客车	1063	311	193	2%	-38%	987	296	232	30%	-22%	546	227	100	-2%	-56%

ASP比较：龙头产品结构优化，单车均价持续提升

- ◆ 营收整体来看，龙头宇通+金龙收入端回暖，2023年Q1营收同比上行，中腰部车企趋势尚不明朗。
- ◆ 单车售价来看，龙头单车售价呈现持续提升趋势。1) 2023年Q1宇通单车收入创历史新高，主要因出口复苏，海外地区客车售价更高；2) 2023年Q1金龙单车收入创历史新高，主要因单车售价较高的大型客车销量占比提升。

表：重点车企收入（亿元）及单车均价（万元）

	营业收入/亿元						
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	Q1同比	Q1环比
宇通客车	35.26	47.33	48.54	86.85	35.76	1.42%	-58.83%
金龙客车	29.32	36.41	39.59	77.09	37.46	27.78%	-51.40%
中通客车	8.63	8.87	11.36	23.91	6.94	-19.56%	-70.98%
亚星客车	2.85	2.38	4.16	5.62	1.54	-45.92%	-72.59%
安凯客车	3.28	2.75	3.85	5.01	2.31	-29.43%	-53.80%
	单车售价/万元						
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	Q1同比	Q1环比
宇通客车	71.31	71.48	65.67	77.28	80.56	12.98%	4.24%
金龙客车	31.22	39.75	36.69	45.80	53.84	72.44%	17.56%
中通客车	47.08	65.67	60.16	61.81	56.41	19.82%	-8.73%
亚星客车	64.26	68.33	78.43	57.09	45.96	-28.48%	-19.49%
安凯客车	47.24	44.24	51.98	48.71	45.54	-3.60%	-6.51%

注：本表中的Q1同环比指，23Q1同比22Q1/环比22Q4

- ◆ 2022Q1~2023Q1客车公司毛利率整体改善，不同公司盈利能力略有分化：1) 宇通客车通过筛选高质量订单的方式盈利能力显著回暖，2022年Q4毛利率达到26%，单车毛利达到20万元；2) 金龙汽车毛利率呈现复苏趋势，2023Q1毛利率环比+4pct，单车毛利环比+85%；3) 中通客车毛利率行业领先，2023年Q1毛利率为23%，同环比+10/+6pct，复苏趋势明显；4) 亚星+安凯毛利基数较低，整体呈现复苏趋势。

表：重点车企毛利率及单车毛利（万元）

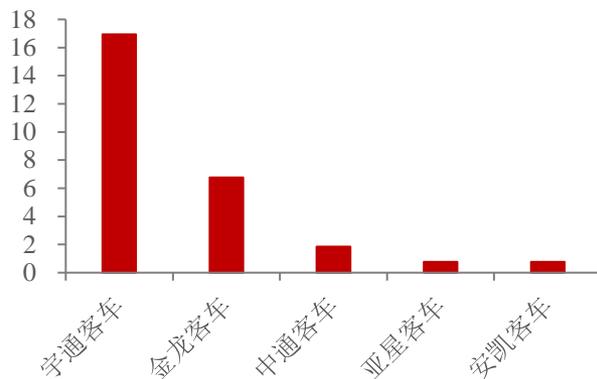
	毛利率						
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	Q1同比	Q1环比
宇通客车	15%	21%	24%	26%	21%	6.52	(4.58)
金龙客车	14%	7%	14%	7%	11%	(2.67)	4.00
中通客车	13%	19%	19%	18%	23%	10.27	5.59
亚星客车	3%	3%	11%	12%	5%	2.22	(6.77)
安凯客车	2%	-2%	9%	10%	8%	6.09	(2.11)
	单车毛利/万元						
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	Q1同比	Q1环比
宇通客车	10.66	15.29	15.86	20.14	17.30	62.25%	14.06%
金龙客车	4.26	2.70	5.16	3.19	5.91	38.67%	84.98%
中通客车	6.17	12.70	11.21	10.99	13.19	113.77%	19.95%
亚星客车	1.71	1.79	8.79	6.65	2.24	31.11%	66.32%
安凯客车	0.78	-0.73	4.60	4.80	3.52	53.72%	26.52%

注：本表中的Q1同环比指，23Q1同比22Q1/环比22Q4，毛利率同环比单位为pct

费用率比较：研发维持高位，总体费用率向下

- ◆ **行业龙头费用率向下。**行业复苏下龙头企业业绩回暖带来规模优势，叠加内部管控加强龙头企业期间费用呈向下趋势。
- ◆ **龙头企业深度研发。**行业龙头企业宇通+金龙凭借规模优势加大研发，其中以宇通为最，研发费用率中枢为8%为行业最高，研发费用绝对值行业领先。

图：重点车企2022年研发费用（亿元）



表：重点车企期间费用率比较

	销售费用率					管理费用率				
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
宇通客车	9.50%	6.48%	6.17%	8.03%	8.52%	17.77%	11.38%	12.53%	8.83%	13.01%
金龙客车	5.04%	6.18%	6.53%	4.48%	5.06%	7.57%	7.40%	7.39%	4.59%	6.95%
中通客车	6.12%	8.42%	6.98%	6.67%	8.24%	8.30%	10.45%	9.19%	5.24%	10.31%
亚星客车	5.89%	6.01%	11.51%	6.84%	7.89%	7.12%	12.48%	7.11%	6.43%	12.25%
安凯客车	9.77%	9.65%	11.77%	9.86%	13.30%	9.01%	13.23%	11.41%	12.30%	11.65%
	研发费用率					财务费用率				
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
宇通客车	10.88%	7.59%	8.97%	5.94%	8.20%	-1.67%	-1.85%	-2.08%	1.95%	-0.40%
金龙客车	4.39%	4.45%	4.30%	2.81%	3.77%	0.67%	-0.80%	-0.90%	-1.22%	-0.05%
中通客车	4.39%	4.33%	4.10%	2.63%	5.77%	1.80%	-0.60%	-1.81%	0.21%	1.04%
亚星客车	4.71%	9.15%	4.72%	3.71%	8.07%	4.30%	-2.51%	-1.16%	3.16%	6.34%
安凯客车	3.57%	6.55%	5.72%	5.10%	4.62%	5.37%	2.30%	0.40%	1.20%	5.75%

净利润比较：龙头企业利润端显著修复

- ◆ **行业盈利能力出现分化：**1) 宇通作为行业龙头率先走出拐点，2022Q4净利润大幅回升；2) 金龙/中通盈利呈现回暖趋势；3) 亚星/安凯尚处磨低阶段。
- ◆ **龙头企业利润显著修复：**1) 宇通客车2023Q1归母净利润同比扭亏为盈，单车净利润实现2.72万元；2) 金龙汽车2023Q1归母净利润环比扭亏为盈，全年有望扭亏为盈。

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						
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	Q1同比	Q1环比
宇通客车	-1.16	-0.65	1.31	7.59	1.21	/	-84.12%
金龙客车	0.04	-2.20	-2.49	-3.87	0.11	175.32%	/
中通客车	-0.35	0.22	0.44	0.98	0.21	/	-78.98%
亚星客车	-0.44	-0.72	-0.96	-1.96	-0.32	/	/
安凯客车	-0.40	-0.94	-1.05	-2.40	-0.31	/	/
	单车净利/万元						
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	Q1同比	Q1环比
宇通客车	-2.34	-0.99	1.77	6.75	2.72	/	59.80%
金龙客车	0.04	-2.40	-2.30	-2.30	0.15	271.56%	/
中通客车	-1.93	1.62	2.31	2.54	1.68	/	33.90%
亚星客车	-9.85	-20.63	-18.14	-19.93	-9.51	/	/
安凯客车	-5.76	-15.21	-14.20	-23.32	-6.09	/	/

注：本表中的Q1同环比指，23Q1同比22Q1/环比22Q4

- ◆**订单质量提升+大型客车占比提升，22Q4业绩超预期：**2022Q4公司实现营业收入86.85亿元，同环比+14.72%/+78.92%，归母净利润6.28亿元，同环比+78.41%/+220.46%，收入利润同环比高增主要因下游需求提升及毛利率提升。2021Q4毛利率26.05%，同环比分别+4.89/+1.90pct，主要因公司通过筛选高质量订单的模式提升盈利能力。大型客车占比显著提升，推动单车收入实现77.28万元，同环比分别+21.10%/+17.68%，创年内新高。
- ◆**盈利中枢持续上移，23Q1业绩超预期：**2023Q1实现营业收入35.76亿元，同环比分别+1.42%/-58.83%，归母净利润1.21亿元，同比扭亏为盈，环比下降主要因客车行业呈现周期性。2022Q1毛利率21.48%，同环比分别+6.52/-4.58pct，盈利能力同比持续转好。单车收入80.56万元，同环比分别+12.98%/+4.24%创历史新高。

表：宇通客车核心财务指标拆分（营收/成本/费用/归母净利润单位均为：亿元）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	22Q4环比	22Q4同比	2022	全年同比	2023Q1	23Q1环比	23Q1同比
营业收入	35.26	47.33	48.54	86.85	78.92%	14.72%	217.99	-6.17%	35.76	-58.83%	1.42%
毛利率	14.96%	21.40%	24.16%	26.05%	1.90%	4.89%	22.83%	4.18%	21.48%	-4.58%	6.52%
销售费用	3.35	3.07	3.00	6.98	132.75%	4.67%	16.39	-3.29%	3.05	56.35%	-9.09%
管理费用	2.43	1.79	1.73	2.51	45.69%	-2.83%	8.46	-5.30%	1.72	31.58%	29.22%
研发费用	3.84	3.59	4.36	5.16	18.36%	-10.19%	16.94	8.56%	2.93	43.14%	23.59%
财务费用	-0.59	-0.88	-1.01	1.69	—	—	-0.78	—	-0.14	—	—
期间费用率	25.60%	16.01%	16.63%	18.81%	2.18%	-0.21%	18.81%	1.48%	21.12%	2.31%	-4.48%
销售费用率	9.50%	6.48%	6.17%	8.03%	1.86%	-0.77%	7.52%	0.22%	8.52%	0.48%	-0.98%
管理费用率	6.89%	3.79%	3.55%	2.89%	-0.66%	-0.52%	3.88%	0.04%	4.81%	1.92%	-2.08%
研发费用率	10.88%	7.59%	8.97%	5.94%	-3.04%	-1.65%	7.77%	1.05%	8.20%	2.26%	-2.68%
财务费用率	-1.67%	-1.85%	-2.07%	1.94%	4.02%	2.73%	-0.36%	0.16%	-0.40%	-2.35%	1.27%
归母净利润	-1.16	0.50	1.96	6.28	220.46%	78.41%	7.59	23.68%	1.21	-80.82%	—
扣非后归母净利润	-3.24	-0.41	0.54	5.61	939.99%	63.90%	2.50	-16.54%	0.48	91.48%	—
客车总销量/辆	4945	6622	7392	11239	52.04%	-5.27%	30198	-27.80%	4439	60.50%	10.23%
大型客车/万辆	2437	2304	2223	4791	115.52%	-3.35%	11755	-27.98%	2100	56.17%	13.83%
中型客车/万辆	1633	2696	3169	4480	41.37%	-11.18%	11978	-30.14%	1363	69.58%	16.53%
轻型客车/万辆	875	1622	2000	1968	-1.60%	5.64%	6465	-22.68%	976	50.41%	11.54%
单车收入/万元	71.31	71.48	65.67	77.28	17.68%	21.10%	72.19	29.96%	80.56	4.24%	12.98%
单车净利/万元	-2.34	0.76	2.65	5.59	110.77%	88.33%	0.32	-23.83%	2.72	51.43%	—

注：本表中全年同比指2022同比2021

金龙汽车：Q4符合预期，Q1超预期

◆**盈利中枢触底，22Q4业绩符合预期：**2022年Q4实现营收77.09亿元，同比+40.38%，环比+94.70%；实现归母净利润-1.38亿元，实现扣非归母净利润-2.99亿元。2022年Q4毛利率为6.98%，同环比分别-0.71/-7.10pct，主要系公司为抢占市场部分订单盈利能力不高所致。大型客车销量占比显著提升，推动2022年公司单车收入实现39.5万元，2022年Q4单车收入实现45.80万元，同环比分别+35.41%/+24.83%。

◆**出口+新能源驱动，23Q1业绩超预期：**2023年Q1实现营收37.46亿元，同比+27.78%，环比-51.40%；实现归母净利润0.11亿元，同比+175.32%，环比扭亏为盈；实现扣非归母净利润-0.45亿元。2023年Q1毛利率为10.98%，同环比分别-2.67/+4.00pct，呈现明显复苏趋势，主要系公司销量结构优化，出口销量及新能源客车销量占比提升所致。

表：金龙汽车核心财务指标拆分（营收/成本/费用/归母净利润单位均为：亿元）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	22Q4环比	22Q4同比	2022	全年同比	2023Q1	23Q1环比	23Q1同比
营业收入	29.32	36.41	39.59	77.09	94.70%	40.38%	182.40	18.30%	37.46	-51.40%	27.78%
毛利率	13.65%	6.81%	14.08%	6.98%	-7.10%	-0.71%	9.56%	0.76%	10.98%	4.00%	-2.67%
销售费用	1.48	2.25	2.58	3.45	33.60%	77.61%	9.76	29.57%	1.89	-45.14%	28.29%
管理费用	0.93	1.08	1.22	1.37	11.76%	-1.42%	4.60	2.57%	1.19	-12.93%	28.08%
研发费用	1.29	1.62	1.70	2.17	27.34%	4.24%	6.77	5.33%	1.41	-34.77%	9.62%
财务费用	0.20	-0.29	-0.36	-0.94	—	—	-1.39	—	-0.02	—	—
期间费用率	13.28%	12.78%	13.02%	7.84%	-5.18%	-3.15%	10.82%	-1.74%	11.96%	4.11%	-1.32%
销售费用率	5.04%	6.18%	6.53%	4.48%	-2.05%	0.94%	5.35%	0.47%	5.06%	0.58%	0.02%
管理费用率	3.17%	2.95%	3.09%	1.78%	-1.32%	-0.75%	2.52%	-0.39%	3.18%	1.41%	0.01%
研发费用率	4.39%	4.45%	4.30%	2.81%	-1.49%	-0.97%	3.71%	-0.46%	3.77%	0.96%	-0.62%
财务费用率	0.67%	-0.80%	-0.90%	-1.22%	-0.32%	-2.37%	-0.76%	-1.36%	-0.05%	1.17%	-0.72%
归母净利润	0.04	-2.24	-0.29	-1.38	—	—	-3.87	—	0.11	—	175.32%
扣非后归母净利润	-0.22	-2.55	-0.21	-2.99	—	—	-5.96	—	-0.45	—	—
客车总销量/辆	9390	9160	10791	16831	55.97%	3.67%	46172	-8.95%	6958	-58.66%	-25.90%
大型客车/万辆	2160	2724	2935	4942	68.38%	17.53%	12761	9.07%	3097	-37.33%	43.38%
中型客车/万辆	1132	1077	1634	2854	74.66%	12.05%	6697	-13.31%	579	-79.71%	-48.85%
轻型客车/万元	6098	5359	6222	9035	45.21%	-4.72%	26714	-14.61%	3282	-63.67%	-46.18%
单车收入/万元	31.22	39.75	36.69	45.80	24.83%	35.41%	39.51	29.93%	53.84	17.56%	72.44%
单车净利/万元	0.04	-2.44	-0.27	-0.82	—	—	-1.24	—	0.15	—	—

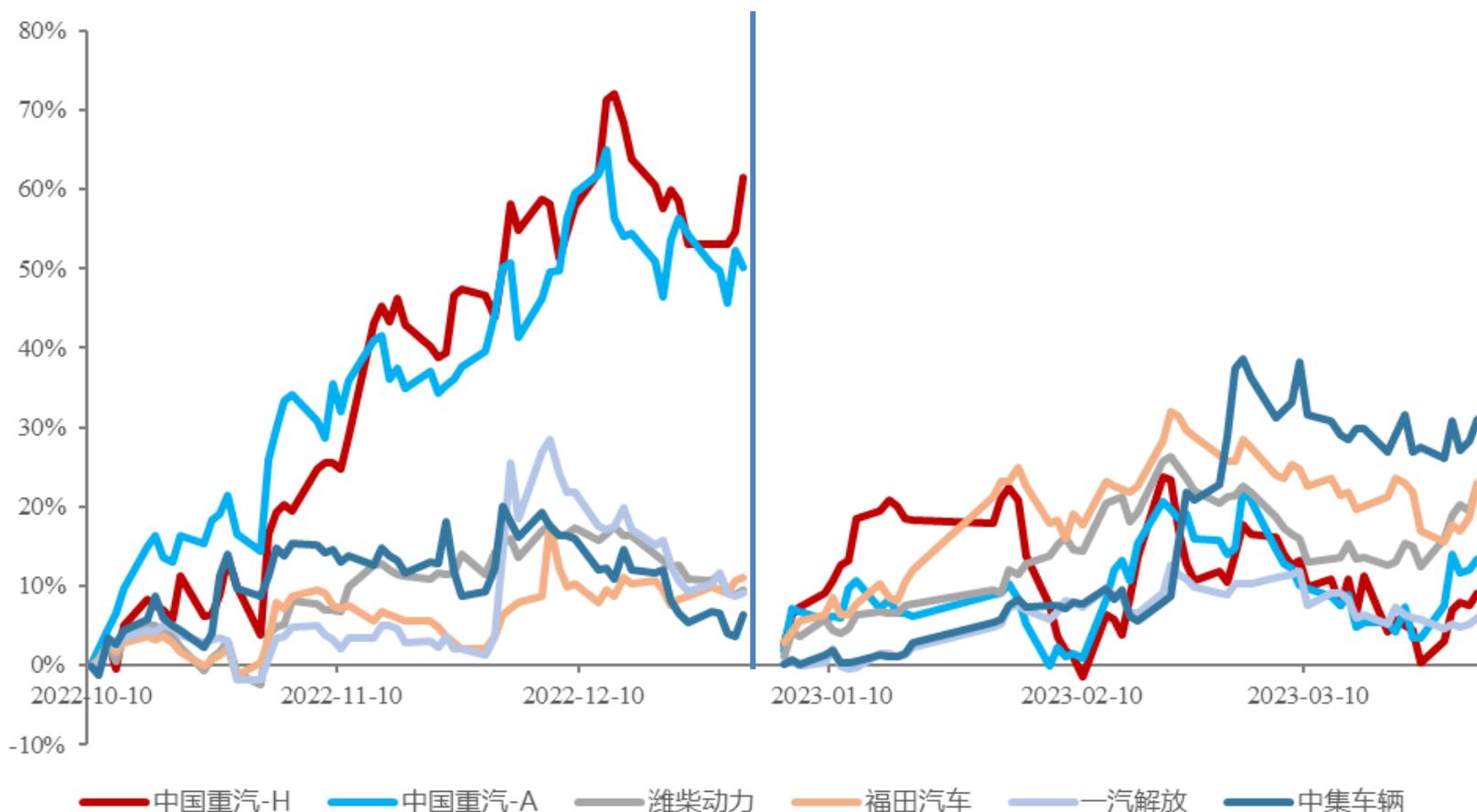
注：本表中全年同比指2022同比2021

重卡板块业绩综述

22Q4~23Q1重卡公司股价上行，行业复苏明确

- 22Q4/23Q1重卡板块复苏趋势明确，22年销量触底，23年开启一轮复苏向上行业周期。22Q4重汽H/A涨幅最大，国内复苏+出口爆发双重 β 因素共振；23Q1中集车辆/福田汽车/潍柴动力涨幅最大，国内复苏主逻辑支撑，新能源转型&业绩超预期/产品周期向上/市场份额提升等 α 逻辑占主导因素。

图：重卡板块核心公司2022Q4/2023Q1股价涨跌幅



重卡产批零：Q4疫情影响较大，23Q1同环比回暖

- 22Q4行业主流车企产量、零售同环比依然保持下行趋势，但批发销量已初步同比上行，车企均为准备23Q1疫情解封后下游需求做压库准备。重汽集团表现明显领先行业整体。
- 23Q1重卡下游明显回暖，产批零售同环比均保持大幅上行，重汽集团/福田汽车表现相对领先。

图：重卡板块核心公司产批零售数据比较（单位：万辆）

		2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	Q4同比	Q4环比	2023Q1	Q1同比	Q1环比
产量	重卡行业	18.10	23.76	14.58	12.02	12.79	-29.32%	6.42%	24.51	3.14%	91.63%
	福田汽车	1.07	3.29	1.03	1.25	0.92	-14.67%	26.91%	3.01	-8.67%	228.41%
	一汽解放	3.82	4.35	2.25	2.19	2.03	-46.98%	-7.72%	5.53	27.27%	173.21%
	中国重汽-H	4.18	5.46	3.61	2.69	3.35	-19.99%	24.25%	6.02	10.13%	79.65%
	潍柴动力	2.98	2.89	2.95	2.43	2.26	-24.10%	-6.70%	3.42	18.41%	51.08%
	中国重汽-A	-	7.37				-	-	-	-	-
批发	重卡行业	16.2	23.1	14.8	14.3	14.9	-8.22%	3.91%	24.1	4.27%	62.17%
	福田汽车	0.64	2.19	1.68	1.61	1.29	-99.83%	-19.83%	2.62	19.69%	103.32%
	一汽解放	2.41	5.47	2.11	2.33	2.65	-9.94%	3.96%	4.44	18.83%	67.60%
	中国重汽-H	3.18	5.50	3.36	3.70	3.32	-4.39%	-10.31%	6.76	22.96%	103.65%
	潍柴动力	1.92	2.60	2.90	2.78	2.51	-30.67%	-9.76%	3.77	45.14%	50.24%
	中国重汽-A	-	9.60				-	-	-	-	-
上险	重卡行业	17.2	12.1	13.3	12.1	10.5	-38.99%	-13.60%	16.3	35.64%	56.13%
	福田汽车	1.88	1.27	1.35	1.50	1.03	-45.48%	31.64%	1.8154	42.83%	76.82%
	一汽解放	3.89	2.49	2.87	2.86	2.03	-47.77%	29.02%	3.8326	53.91%	88.71%
	中国重汽-H	2.41	1.99	2.18	1.92	1.88	-21.99%	-1.85%	2.3284	17.08%	23.61%
	潍柴动力	1.57	0.89	0.99	0.90	0.84	-46.33%	-6.65%	1.5892	78.30%	88.34%
	中国重汽-A	-	-				-	-	-	-	-

盈利能力：23Q1拐点已现，盈利能力明显修复

- **营收角度**：22Q4重卡公司营收变化整体于行业销量保持基本同频（福田/潍柴等可能存在较大比例非重卡整车业务的收入影响），23Q1相比同环比明显复苏向上，企业重卡均价整体相对稳定。
- **毛利率角度**：以龙头重汽/潍柴为例，22Q4/23Q1板块产销规模直接影响毛利率同环比变化；此外，解放/福田毛利率受终端促销政策变化影响较大。
- **扣非净利率角度**：23Q1随板块回暖，盈利能力明显修复向上，板块业绩拐点已现。

图：重卡板块核心公司营收、毛利率/净利率比较 毛利率同环比单位为pct

		2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	Q4同比	Q4环比	2023Q1	Q1同比	Q1环比
营业收入/亿元	福田汽车	102.26	123.87	107.88	123.17	109.54	7.12%	-11.07%	149.74	20.88%	36.70%
	一汽解放	101.5	151.56	77.15	75.83	78.77	-22.39%	3.88%	140.38	-7.38%	78.22%
	中国重汽-H	-	295.64		605.84		-	-	-	-	-
	潍柴动力	371.19	411.04	456.36	437.83	446.34	20.25%	1.94%	534.34	30.00%	19.72%
	中国重汽-A	71.62	74.97	78.35	71.24	63.67	-11.10%	-10.63%	92.14	22.90%	44.71%
毛利率	福田汽车	7.59%	12.38%	12.34%	10.16%	10.68%	3.09	0.52	11.05%	(1.33)	0.37
	一汽解放	18.89%	9.00%	5.08%	4.70%	12.27%	(6.62)	7.57	6.13%	(2.87)	(6.14)
	中国重汽-H	-	16.92%		16.89%		-	-	-	-	-
	潍柴动力	20.58%	18.63%	16.90%	15.31%	20.33%	(0.25)	5.02	18.70%	0.07	(1.63)
	中国重汽-A	5.18%	6.63%	8.09%	6.00%	3.50%	(1.68)	(2.50)	7.92%	1.29	4.42
扣非净利率	福田汽车	-55.39%	0.64%	-0.06%	-0.65%	-2.75%	52.65%	-2.10%	1.16%	0.52%	3.91%
	一汽解放	2.15%	2.56%	-6.40%	-12.70%	-8.18%	-10.34%	4.52%	-0.59%	-3.14%	7.60%
	中国重汽-H	-	4.29%		-0.10%		-	-	-	-	-
	潍柴动力	2.83%	2.18%	1.57%	1.04%	2.72%	-0.11%	1.68%	3.26%	1.08%	0.54%
	中国重汽-A	-1.64%	1.58%	2.33%	0.46%	-2.34%	-0.70%	-2.80%	2.40%	0.82%	4.74%

费用管控：控费降本持续推进，产批增加摊销明显

- 行业整体来看，重卡企业22Q4费用率整体上涨，23Q1产批规模增加，费用摊销明显。
- 销售费用率：22Q4/23Q1福田/潍柴费用率整体稳定，解放22Q4费用率环比小幅提升，同比上涨主要系基数较低，23Q1回落至正常水平；重汽费用管控持续优化，销售费用率整体呈现下滑趋势。
- 管理费用率：福田/重汽/潍柴管理费用率整体保持小幅下滑趋势；解放季度短期因素带来波动较大。
- 研发费用率：福田/潍柴研发费用率管控相对稳定，重汽研发费用率呈现上涨趋势，研发投入增加。

图：重卡板块核心公司费用率比较 同环比单位为pct

		2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	Q4同比	Q4环比	2023Q1	Q1同比	Q1环比
销售费用率	福田汽车	3.06%	4.35%	4.05%	3.64%	3.33%	0.26	-0.31	3.75%	-0.60	0.42
	一汽解放	0.74%	2.45%	2.53%	4.00%	4.90%	4.16	0.90	2.53%	0.08	-2.36
	中国重汽-H	-	4.02%		5.20%		-	-	-	-	-
	潍柴动力	5.28%	6.21%	5.39%	6.39%	6.39%	1.11	-0.01	5.36%	-0.85	-1.02
	中国重汽-A	3.96%	1.52%	0.79%	1.44%	0.67%	-3.30	-0.77	1.28%	-0.24	0.61
管理费用率	福田汽车	4.55%	2.91%	3.36%	3.14%	3.43%	-1.12	0.29	2.82%	-0.09	-0.61
	一汽解放	8.40%	2.80%	6.00%	6.02%	8.85%	0.45	2.84	2.80%	0.01	-6.05
	中国重汽-H	-	6.97%		8.53%		-	-	-	-	-
	潍柴动力	5.25%	4.57%	4.38%	4.58%	4.95%	-0.31	0.36	4.30%	-0.27	-0.65
	中国重汽-A	1.45%	0.39%	1.14%	1.06%	1.09%	-0.36	0.03	0.86%	0.47	-0.23
研发费用率	福田汽车	4.25%	2.78%	3.45%	3.80%	3.72%	-0.53	-0.08	2.81%	0.03	-0.91
	一汽解放	14.24%	3.41%	6.47%	9.83%	14.39%	0.15	4.56	3.59%	0.18	-10.80
	中国重汽-H	-	-		-		-	-	-	-	-
	潍柴动力	4.98%	4.45%	4.08%	4.17%	4.97%	-0.02	0.80	3.43%	-1.02	-1.54
	中国重汽-A	1.25%	1.45%	0.72%	0.73%	3.40%	2.15	2.67	0.89%	-0.56	-2.51

中集：业绩连续超预期，北美业务爆发贡献核心增量

- **22Q4/23Q1公司业绩持续超预期，毛利率同环比持续增加。** 2022Q4 公司实现归母净利润 4.6 亿元，同环比+300.8%/+54.9%；扣非归母净利润 2.6 亿元，同环比+204.2%/-18.1%，Q4公司毛利率16%，同比+2.3pct，大幅上涨主要系：北美市场物流需求强劲爆发，销量/均价双升+原材料成本企稳向好，有效对冲国内专用车市场低迷影响。2022年北美市场实现收入 110.4 亿元，同比+118.9%。
- **2023Q1单车均价保持提升趋势，公司累计销售各类车辆合计36386辆，同比+9.57%，营收同比涨幅高于销量；** 2022年全年单车均价折算15.55万元，2023Q1同口径均价为18.09万元，相比+16.34%，单车均价（营收/销量）保持提升趋势。另外北美经济政策刺激与多式联运业务迅猛增长背景下，北美业务盈利保持良好增长态势。
- **展望未来，六大业务集团依然有望保持稳健增长，半挂车量价齐升+新能源转型加速贡献核心增量。**

图：中集车辆季报核心财务指标拆分 费用率单位为pct

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	Q1环比	Q1同比
营业收入/亿元	68.70	108.42	48.51	50.85	51.32	60.64	62.11	62.14	65.84	6.0%	28.3%
毛利率	11.29%	9.30%	13.30%	12.14%	10.28%	11.93%	14.37%	15.99%	18.47%	2.5%	8.2%
销售费用	1.68	2.15	1.47	1.98	1.16	1.48	1.54	1.09	1.51	38.4%	30.5%
管理费用	2.07	2.40	2.18	2.07	1.83	2.16	2.54	3.81	2.90	-24.0%	58.5%
研发费用	0.82	1.08	1.16	0.92	0.69	0.77	0.80	0.79	0.92	15.4%	32.9%
财务费用	0.04	0.05	0.00	0.08	-0.03	-0.50	-0.42	0.03	0.02	-44.0%	-166.7%
销售费用率	2.45%	1.99%	3.04%	3.90%	2.25%	2.44%	2.47%	1.75%	2.29%	0.5	0.0
管理费用率	3.02%	2.22%	4.50%	4.08%	3.56%	3.56%	4.09%	6.13%	4.40%	(1.7)	0.8
研发费用率	1.19%	1.00%	2.39%	1.81%	1.34%	1.27%	1.29%	1.28%	1.39%	0.1	0.0
财务费用率	0.06%	0.05%	0.01%	0.15%	-0.06%	-0.82%	-0.67%	0.06%	0.03%	(0.0)	0.1
归母净利润/亿元	2.03	4.86	0.98	1.14	1.24	2.41	2.95	4.57	4.79	4.9%	285.2%
扣非后归母净利润/亿元	1.92	2.64	0.96	0.84	1.04	2.45	3.12	2.55	4.79	87.6%	361.6%

重汽-A：清库促销拖累Q4毛利率，Q1业绩超预期

- **Q4清库促销行为+规模效应减弱拖累毛利率。** 22Q4 公司实现营收 63.67亿元，同环比-11.1%/-10.6%；实现归母净利润-1.43 亿元（上年同期实现归母净利润-1.13 亿元）；毛利率为 3.5%，同环比-1.7/-2.5pcts；费用率4.7%，同比-1.9pct。公司为清库进行促销拖累毛利率，费用管控持续加强。
- **23Q1毛利率/净利润表现超市场预期，行业上行周期开启龙头释放较大业绩弹性。** 公司实现营收 92.14亿元，同环比分别+22.9%/+44.7%；归母净利润2.24亿元，同比+80.5%，环比转正。23Q1公司毛利率7.92%，同环比分别+1.3/+4.4pct，表现超市场预期。Q1重卡行业产量实现24.5万辆，重汽集团（包括重汽A）整体产量6万辆，同环比分别+10%/+80%，产能利用率同环比大幅提升&终端折扣收紧双重因素下毛利率同环比提升明显。Q1费用率同环比下降，降本增效持续。

图：中国重汽季报核心财务指标拆分 费用率同环比单位为pct

	2021Q1	2021Q2	2022Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	Q1同比	Q1环比
营业收入	206.78	193.27	89.32	71.62	74.97	78.35	71.24	63.67	92.14	22.90%	44.70%
营业成本	188.48	179.76	83.42	67.91	70.00	72.01	66.97	61.44	84.84	21.20%	38.08%
毛利率	8.85%	6.99%	6.60%	5.18%	6.63%	8.09%	6.00%	3.50%	7.92%	1.29%	4.42%
销售费用	4.66	1.62	0.78	2.84	1.14	0.62	1.02	0.43	1.18	3.36%	177.33%
管理费用	0.65	0.71	0.48	1.04	0.29	0.89	0.76	0.69	0.79	170.72%	13.60%
研发费用	1.12	2.14	1.88	0.89	1.09	0.57	0.52	2.16	0.82	-24.86%	-62.28%
财务费用	-0.06	-0.21	-0.16	-0.02	-0.22	-0.20	-0.27	-0.26	-0.44		
销售费用率	2.25%	0.84%	0.87%	3.96%	1.52%	0.79%	1.44%	0.67%	1.28%	(0.24)	0.61
管理费用率	0.31%	0.37%	0.54%	1.45%	0.39%	1.14%	1.06%	1.09%	0.86%	0.47	(0.23)
研发费用率	0.54%	1.11%	2.10%	1.25%	1.45%	0.72%	0.73%	3.40%	0.89%	(0.56)	(2.51)
财务费用率	-0.03%	-0.11%	-0.18%	-0.03%	-0.29%	-0.25%	-0.37%	-0.41%	-0.48%	(0.19)	(0.07)
归母净利润	6.03	4.09	1.39	-1.13	1.24	1.96	0.36	-1.43	2.24	80.53%	
扣非后归母净利润	5.82	3.79	1.26	-1.17	1.19	1.82	0.32	-1.49	2.21	86.42%	

潍柴：22Q4业绩符合预期，23Q1业绩超预期

- 2022Q4公司实现营收446.34亿元，同环比分别+20.2%/+1.9%；归母净利润实现15.93亿元，同环比分别+17.7%/+72.2%；Q4毛利率20.3%，同环比分别-0.2/+5.0pct。Q4净利率同比下滑，主要系毛利率小幅下滑，销管研费用率同比+0.8pct，发动机配套量同比-35%影响较大；Q4净利率环比提升较大主要系陕重汽盈利改善带来毛利率环比大幅提升，费用率则由于促销加大小幅提升。
- 23Q1公司实现营收534.34亿元，同环比分别+30.0%/+19.7%；归母净利润18.56亿元，同环比分别+76.6%/+16.5%；Q1毛利率18.70%，同环比分别+0.1-1.6pct。Q1净利率3.5%，同比大幅提升0.9pct，主要系重卡行业整体复苏持续向上，陕重汽整车销量/重卡发动机配套分别同比+45%/+43%，规模效应提升带动盈利向上，充分受益行业回暖。

图：潍柴动力季报核心财务指标拆分 费用率同环比单位为pct

	2021Q1	2021Q2	2022Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	Q1同比	Q1环比
营业收入/亿元	654.71	609.17	400.41	371.19	411.04	456.36	437.83	446.34	534.34	30.0%	19.7%
毛利率	19.16%	18.50%	20.36%	20.58%	18.63%	16.90%	15.31%	20.33%	18.70%	0.1%	-1.6%
销售费用/亿元	34.08	29.05	26.30	19.59	25.53	24.60	27.98	28.50	28.66	12.3%	0.5%
管理费用/亿元	22.27	19.83	18.97	19.49	18.78	20.00	20.07	22.07	22.95	22.2%	4.0%
研发费用/亿元	17.28	18.39	14.71	18.50	18.28	18.60	18.27	22.17	18.33	0.3%	17.3%
财务费用/亿元	-0.98	-0.97	-1.94	-0.61	-1.56	-3.71	-0.67	-3.15	0.52	-	-
销售费用率	5.21%	4.77%	6.57%	5.28%	6.21%	5.39%	6.39%	6.39%	5.36%	(0.8)	(1.02)
管理费用率	3.40%	3.26%	4.74%	5.25%	4.57%	4.38%	4.58%	4.95%	4.30%	(0.3)	(0.65)
研发费用率	2.64%	3.02%	3.67%	4.98%	4.45%	4.08%	4.17%	4.97%	3.43%	(1.0)	(1.54)
财务费用率	-0.15%	-0.16%	-0.48%	-0.16%	-0.38%	-0.81%	-0.15%	-0.71%	0.10%	0.5	0.80
归母净利润/亿元	33.44	30.88	14.69	13.54	10.51	13.35	9.25	15.93	18.56	76.6%	16.5%
净利率	5.11%	5.07%	3.67%	3.65%	2.56%	2.93%	2.11%	3.57%	3.47%	0.9%	-0.1%
扣非后归母净利润/亿元	30.46	29.25	12.94	10.52	8.97	7.14	4.57	12.14	17.42	94.1%	43.5%
陕重汽销量/辆-中汽协	67573	73583	28532	19215	25992	29017	27825	25109	37725	45.1%	50.2%
发动机配套/套-交强险	125139	137877	51352	43278	34195	35400	30217	28069	48914	43.0%	74.3%

福田：22Q4/23Q1业绩符合预期，规模效应影响

- 福田汽车22Q4/23Q1业绩核心受整车/福田康明斯发动机产批规模影响，毛利率/投资收益随之波动。
- 2023Q1重卡/商用车行业整体回暖带动公司经营周期上行。22Q4公司毛利率10.7%，同环比+3.0/+0.5pct，扣非后归母净利润-3亿元；23Q1实现毛利率11.05%，同环比分别-1.3%/+0.4pct，扣非后归母净利润1.74亿元，同比+118%，环比转正。23Q1投资收益与扣非净利润双转正，主要系整车销量同环比+14%/+60%，康明斯发动机+9%/+69%，产能利用率提升，规模效应提振盈利能力。23Q1公司单车收入/净利分别为9.35/0.07万元，均达到2021年以来高位水平；商用车行业市占率达17%，稳居龙头位置。

图：福田汽车季报核心财务指标拆分 费用率同环比单位为pct

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	同比	环比
营业收入/亿元	158.70	160.61	128.18	102.26	123.87	107.88	123.17	109.54	149.74	20.88%	36.70%
营业成本	141.53	144.23	113.57	94.49	108.54	94.56	110.67	97.84	133.19	22.71%	36.13%
毛利率	10.82%	10.20%	11.39%	7.59%	12.38%	12.34%	10.16%	10.68%	11.05%	-1.33%	0.37%
销售费用	5.75	7.33	5.91	3.13	5.39	4.37	4.48	3.64	5.61	4.11%	53.86%
管理费用	4.45	5.30	4.35	4.65	3.60	3.63	3.87	3.76	4.22	17.09%	12.21%
研发费用	3.94	4.77	4.09	4.35	3.45	3.72	4.68	4.08	4.21	22.28%	3.31%
财务费用	0.24	0.53	0.30	0.48	0.26	-0.15	-0.90	-0.05	0.13	-50.67%	-
销售费用率	3.63%	4.56%	4.61%	3.06%	4.35%	4.05%	3.64%	3.33%	3.75%	(0.60)	0.42
管理费用率	2.80%	3.30%	3.39%	4.55%	2.91%	3.36%	3.14%	3.43%	2.82%	(0.09)	(0.61)
研发费用率	2.48%	2.97%	3.19%	4.25%	2.78%	3.45%	3.80%	3.72%	2.81%	0.03	(0.91)
财务费用率	0.15%	0.33%	0.23%	0.47%	0.21%	-0.14%	-0.73%	-0.05%	0.09%	(0.12)	0.13
投资收益/亿元	2.49	4.50	(1.27)	(0.95)	(0.37)	(0.36)	(0.02)	(1.56)	1.90	-	-
归母净利润/亿元	3.71	2.37	-3.15	-53.54	1.35	0.83	0.23	-1.76	2.98	119.89%	-
扣非后归母净利润/亿元	3.23	0.00	-3.67	-56.65	0.80	-0.07	-0.80	-3.01	1.74	118.36%	-
销量/万辆	20.23	20.97	12.62	11.18	14.00	11.01	11.00	10.00	16.02	14.43%	60.20%
单车收入/万元	7.84	7.66	10.16	9.15	8.85	9.80	11.20	10.95	9.35	5.64%	-14.67%
单车净利/万元	0.06	-0.10	-0.15	-4.70	0.12	0.11	0.02	-0.02	0.07	-45.28%	-

解放：22Q4/23Q1业绩符合预期，盈利能力向好

- 22Q4/23Q1公司产批规模整体下滑影响毛利率进而影响扣非净利率，费用支出管控良好表现稳定。
- 公司产批规模同比波动为影响毛利率的核心指标，费用率季度同比整体保持相对稳定。22Q4/23Q1公司营收同比均下滑，产批规模下滑，23Q1营收同比-7%，批发销量同比-12%，规模效应下滑，毛利率同比-2.9pct；22Q4营收同比-22%，批发销量同比-34%，毛利率同比-6.6pct。费用率同比整体稳定，22Q4/23Q1分别25.5%/7.6%，分别同比+5.8/+1.0pct，22Q4同比提升主要系终端促销加大。
- 22Q4/23Q1扣非净利率分别为-8.18%/-0.59%，延续2022H2以来的向好趋势，随重卡行业持续回暖，公司盈利整体向好。

图：一汽解放季报核心财务指标拆分 费用率同环比单位为pct

	2021Q1	2021Q2	2022Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	Q1同比	Q1环比
营业收入/亿元	451.00	335.00	100.01	101.50	151.56	77.15	75.83	78.77	140.38	-7.38%	78.22%
毛利率	7.69%	9.77%	12.86%	18.89%	9.00%	5.08%	4.70%	12.27%	6.13%	-2.88%	-6.14%
销售费用/亿元	6.87	6.28	3.65	0.75	3.71	1.95	3.04	3.86	3.56	-4.22%	-7.83%
管理费用/亿元	5.06	5.98	4.97	8.53	4.24	4.63	4.56	6.97	3.94	-7.13%	-43.54%
研发费用/亿元	5.24	7.13	6.47	14.45	5.17	4.99	7.46	11.34	5.04	-2.51%	-55.54%
财务费用/亿元	-2.46	-2.73	-3.32	-3.70	-3.15	-2.56	-2.75	-2.07	-1.88	-40.44%	-9.20%
销售费用率	1.52%	1.87%	3.65%	0.74%	2.45%	2.53%	4.00%	4.90%	2.53%	0.08	(2.36)
管理费用率	1.12%	1.78%	4.97%	8.40%	2.80%	6.00%	6.02%	8.85%	2.80%	0.01	(6.05)
研发费用率	1.16%	2.13%	6.47%	14.24%	3.41%	6.47%	9.83%	14.39%	3.59%	0.18	(10.80)
财务费用率	-0.55%	-0.81%	-3.32%	-3.64%	-2.08%	-3.32%	-3.62%	-2.63%	-1.34%	0.74	1.29
归母净利润/亿元	17.88	14.81	2.99	3.32	4.52	-2.82	-8.23	10.20	0.62	-86.34%	-93.94%
净利率	3.96%	4.42%	2.99%	3.27%	2.98%	-3.66%	-10.85%	12.95%	0.44%	-2.54%	-12.51%
扣非后归母净利润/亿元	17.54	14.02	2.06	2.19	3.88	-4.94	-9.63	-6.45	-0.82	-121.22%	-
销量/辆	191060	148170	46788	53642	66783	33438	34279	35549	58460	-12.46%	64.45%
单车均价/万元	23.61	22.61	21.38	18.92	22.69	23.07	22.12	22.16	24.01	5.81%	8.37%
扣非后归母净利率	3.89%	4.19%	2.06%	2.15%	2.56%	-6.40%	-12.70%	-8.18%	-0.59%	-3.14%	7.60%

电动两轮车板块业绩综述

爱玛科技：22Q4/23Q1业绩符合预期

- **2022Q4**：量：传统销售淡季销量环比回落，营收净利环比下滑；利：产品结构持续优化&Q4销售政策较少&年底返利结算影响下公司盈利能力稳步提升，毛利率同环比分别+8/+5pct。
- **2023Q1**：量：销量持续上行；利：基数影响下Q1毛利率环比有所回落，同比来看毛利率维持增长，产品结构持续改善。
- **后续看点**：行业格局优化带来的销量增长+产能放量+渠道提效+产品升级。

表：爱玛科技业绩拆分表（除标注外其余单位均为亿元 费用率同环比单位为pct）

600418.SH	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	Q4同比	Q4环比	2023Q1	Q1同比	Q1环比
营业总收入	45.87	48.51	77.91	35.74	23.84%	-54.12%	54.42	18.65%	52.27%
销售毛利率	14.09%	15.20%	16.09%	21.44%	8.27%	5.34%	15.82%	1.72%	-5.62%
期间费用率	5.41%	5.64%	4.90%	6.74%	-3.26%	1.84%	4.94%	-0.46%	-1.80%
销售费用率	2.64%	3.15%	2.58%	3.15%	(1.64)	0.58	2.59%	(0.05)	(0.57)
管理费用率	2.06%	2.07%	1.57%	3.22%	(0.59)	1.64	2.09%	0.03	(1.13)
研发费用率	2.23%	2.28%	2.08%	3.68%	(0.51)	1.60	2.17%	(0.06)	(1.51)
财务费用率	-1.52%	-1.86%	-1.34%	-3.32%	(0.52)	(1.98)	-1.91%	(0.39)	1.41
归母净利润	3.17	3.72	6.87	4.97	475.63%	-27.62%	4.78	50.48%	-3.86%
合计销量（万辆）		1077.27			24.25%	---	---	---	---
电动自行车		723.69			44.20%	---	---	---	---
电动两轮摩托车		326.96			-1.86%	---	---	---	---
电动三轮车		26.14			27.84%	---	---	---	---
自行车		0.48			-95.88%	---	---	---	---
单车收入（元/辆）		1931			8.73%	---	---	---	---
单车净利（元/辆）		174			27.08%	---	---	---	---

- **2022H2：量：**同环比保持正增长，核心来自电动自行车销量贡献。**利：**2022H2公司单车收入为2160元，同环比分别+8%/-6%，2022年全年共推出15款电动踏板车&34款电动自行车，产品结构同比显著改善，环比下滑主要原因为公司下半年中低端车型起量。费用率方面规模效应提升下费用率同环比均下行。H2整体业绩表现符合预期。

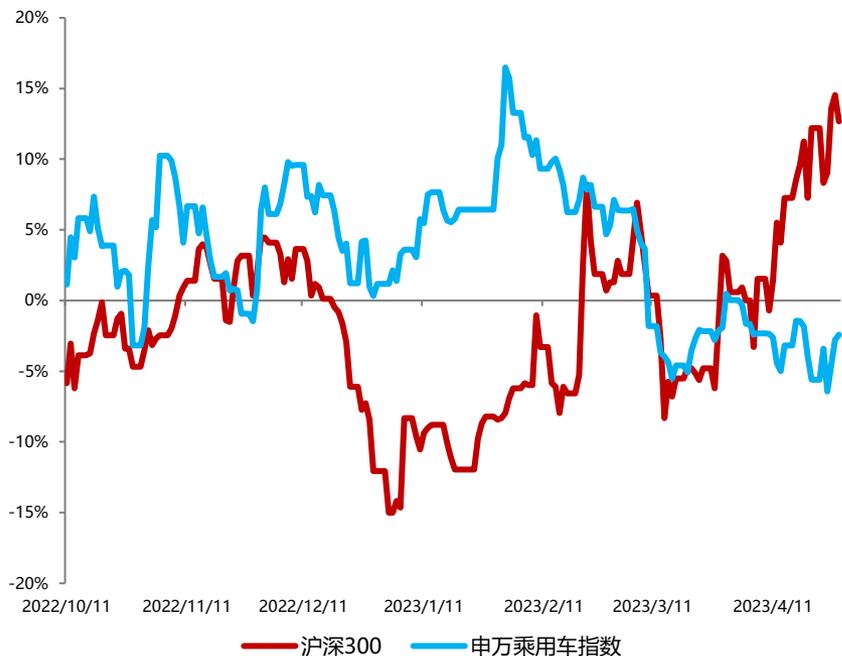
表：雅迪控股业绩拆分表（除标注外其余单位均为亿元） 费用率同环比单位为pct

	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	H2同比	H2环比
营业收入	123.75	145.93	140.51	170.08	16.55%	21.04%
毛利率	14.91%	15.46%	17.92%	18.20%	2.74%	0.28%
销售费用	-6.05	-6.78	-6.36	-7.22	6.49%	13.52%
管理费用	-3.49	-4.69	-4.67	-4.29	-8.53%	-8.14%
研发费用	-3.39	-5.05	-5.05	-6.01	19.01%	19.01%
销售费用率	4.89%	4.65%	4.53%	4.25%	(0.40)	(0.28)
管理费用率	2.82%	3.21%	3.32%	2.52%	(0.69)	(0.80)
研发费用率	2.74%	3.46%	3.59%	3.53%	0.07	(0.06)
综合收益总额(母公司)	5.86	7.73	9.22	12.92	67.14%	40.13%
总销量(万辆)	653.70	732.60	613.62	787.38	7.48%	28.32%
电动踏板车	307.32	306.88	252.94	250.46	-18.39%	-0.98%
电动自行车	346.38	425.72	360.68	536.92	26.12%	48.86%
单车收入(元/辆)	1,893	1,992	2,290	2,160	8.44%	-5.67%
单车净利(元/辆)	90	106	150	164	55.51%	9.21%

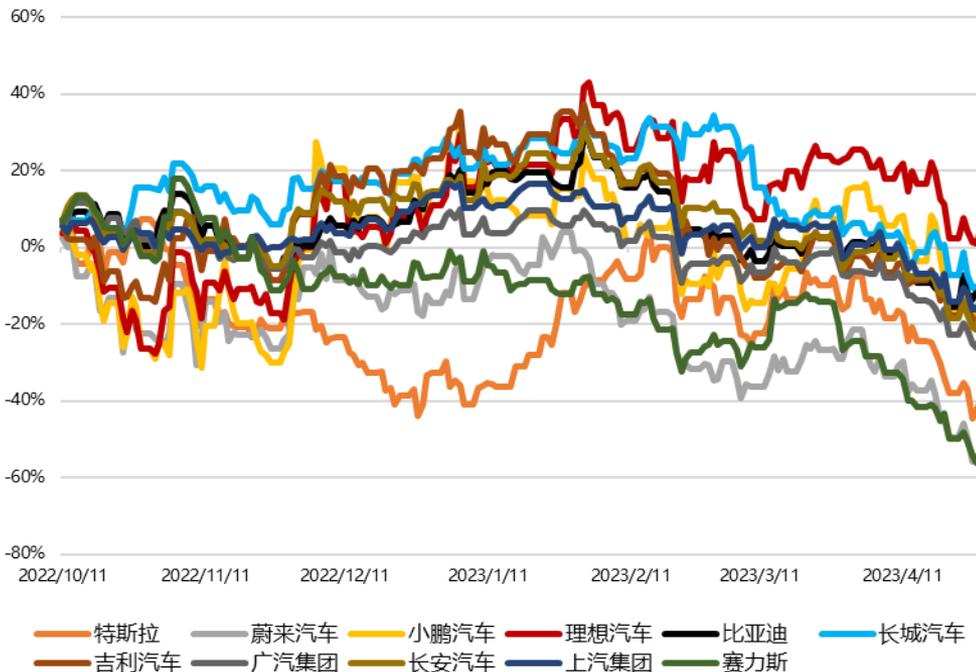
整车板块业绩综述

- ◆ **乘用车行业指数**：2022年12月-2023年2月申万乘用车指数走出显著超额收益；2023年3月起湖北东风大额降价引发行业性价格战担忧&终端消费景气度未出现显著恢复，乘用车指数显著下行。
- ◆ **标的涨跌幅**：以A+H 10家整车标的为样本池，走势较为坚挺的标的为理想汽车；股价走势较弱的标的包括赛力斯/蔚来。

图：2022Q4/2023Q1乘用车/沪深300指数涨跌幅（%）



图：2022Q4/2023Q1乘用车标的超额涨跌幅（%）



注：图中所列数据为以2022/10/9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

总量层面：Q4疫情干扰/Q1政策退坡影响总量表现

- ◆ **2022Q4：行业产批同环比均小幅下滑，零售同环比小幅提升；渠道小幅去库；出口持续高增长。** 2022Q4受疫情干扰终端需求一般，四季度传统旺季行业整体表现低预期。
- ◆ **2023Q1：产批零同环比下滑，渠道补库，出口高景气。** 由于购置税政策&新能源国补政策退坡/春节假期影响，行业产批零同环比均下滑，其中零售同环比下滑幅度大于产批，主要原因除政策退坡影响外，3月起湖北东风大额降价引发行业性价格战担忧，终端用户持币待购情绪较重；2023Q1渠道整体补库；出口在上汽/奇瑞/特斯拉等车企持续贡献下保持高景气。

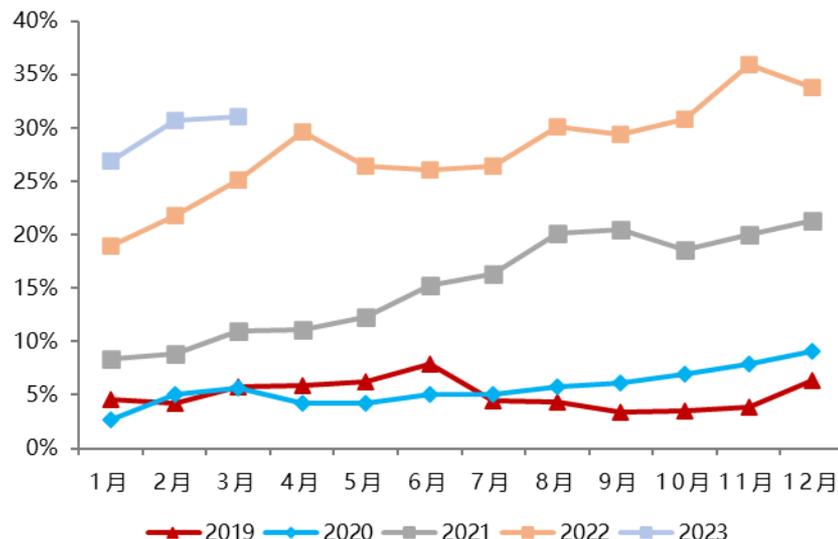
表：乘用车行业产批零/出口/库存情况（单位：万辆）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2022
1. 产量-乘联会	537	484	663	645	510	2346
YOY	11.9%	2.3%	40.2%	-3.1%	-5.2%	12.2%
环比	19.2%	-9.9%	37.0%	-2.7%	21.0%	—
2. 批发-乘联会	544	473	652	644	505	2313
YOY	8.8%	-1.5%	37.1%	-0.8%	-7.1%	9.9%
环比	16.2%	13.1%	38.0%	-1.3%	21.5%	—
3. 交强险零售	470	410	534	563	406	1976
YOY	-9.4%	-14.5%	13.1%	2.2%	-13.7%	-2.2%
环比	-14.6%	-12.9%	30.3%	5.5%	-27.9%	—
4. 出口	45	49	75	83	83	253
YOY	69.3%	40.1%	75.3%	49.5%	82.5%	68.5%
环比	-18.6%	9.1%	52.5%	10.4%	-0.6%	—
5. 总体库存变化	22	25	54	(1)	21	117
企业库存变化	(7)	11	11	1	4	33
渠道库存变化	29	14	44	(2)	17	84

结构层面：新能源渗透率同比提升

- ◆ **2022Q4：新能源批零均保持同环比正增长；渠道延续补库趋势；除特斯拉外其余品牌新能源车出口增速达50%，上汽集团/东风易捷特/比亚迪贡献重要新能源出口增量。**
- ◆ **2023Q1：受国补政策退坡/春节假期/特斯拉降价带来用户观望多重因素影响下影响一季度新能源批零环比下滑，新能源渗透率保持同比提升但同比增幅缩小；出口环比下滑幅度低于新能源整体，核心来自元 Plus EV/MG MULAN等车型的出口贡献增量。**

图：新能源批发口径渗透率（单位：%）



表：新能源批零/出口/库存情况（单位：万辆）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2022
新能源批发	118	127	187	215	150	648
YOY	150.8%	106.5%	106.7%	65.4%	26.9%	96.7%
环比	9.1%	7.4%	47.1%	15.1%	-30.3%	—
新能源零售	101	110	132	184	123	526
YOY	133.6%	93.9%	71.4%	63.6%	22.3%	82.0%
环比	-10.4%	8.8%	20.0%	40.0%	-33.0%	—
新能源出口	11	8	17	26	22	62
环比		-29.7%	17.9%	53.1%	-14.3%	—
特斯拉出口	7	2	7	11	9	27
其余新能源车出口	4	5	10	15	13	35
新能源渠道库存	6	10	39	5	5	60

产批零比较：新能源品牌表现普遍较佳

- ◆ 2022Q4：新能源品牌同环比增速普遍较佳：比亚迪/蔚来/理想/问界/埃安表现好于其他车企；合资品牌相对承压：广本/长安福特/上汽大众/上汽通用产批零同环比均下滑；传统自主车企维度看长安/吉利表现较佳。
- ◆ 2023Q1：除新能源品牌外其余品牌产批零同环比均下滑，新能源品牌中同环比均保持正增长的品牌为理想汽车，此外埃安表现也较为突出。

图：2022Q4/2023Q1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					
	2022Q4	Q4同比	Q4环比	2023Q1	Q1同比	Q1环比	2022Q4	Q4同比	Q4环比	2023Q1	Q1同比	Q1环比	2022Q4	Q4同比	Q4环比	2023Q1	Q1同比	Q1环比
行业	644.2	-1%	-1%	505.4	-7%	-22%	645.0	-3%	3%	509.6	-5%	-21%	562.8	2%	5%	405.7	-14%	-28%
新能源	215.4	65%	5%	150.2	27%	-30%	219.3	70%	2%	154.1	26%	-30%	184.2	64%	40%	123.4	22%	-33%
特斯拉（国内）	22.8	28%	21%	22.9	26%	1%	23.5	31%	19%	21.9	22%	-7%	12.2	5%	0%	13.6999	26%	12%
小鹏汽车	2.2	-47%	-25%	1.8	-47%	-18%	2.5	-36%	-17%	1.9	-49%	-25%	2.2	-47%	-25%	1.8	-48%	-18%
蔚来汽车	4.0	60%	27%	3.1	20%	-22%	4.0	60%	27%	3.1	20%	-22%	3.9	57%	23%	3.2	26%	-17%
理想汽车	4.6	32%	75%	5.3	66%	14%	5.2	48%	51%	5.3	67%	2%	4.7	34%	72%	5.4	70%	15%
问界汽车	3.0	—	1%	1.2	—	-62%	3.1	—	4%	1.2	—	-60%	3.1	—	35%	1.0	239%	-68%
长城汽车	26.5	-33%	-7%	22.0	-22%	-17%	28.1	-29%	-4%	22.4	-22%	-20%	20.5	-25%	17%	14.3	-34%	-30%
比亚迪	68.3	138%	27%	55.2	89%	-19%	68.5	158%	26%	56.7	97%	-17%	55.3	94%	20%	44.1	68%	-20%
吉利汽车	44.3	9%	18%	32.2	-1%	-27%	47.3	17%	23%	32.2	-3%	-32%	36.1	1%	26%	24.3	-18%	-33%
长安汽车	66.5	17%	20%	60.8	-7%	-9%	66.7	7%	20%	58.0	-4%	-13%						
长安自主	39.3	47%	37%	35.3	0%	-10%	39.4	31%	38%	33.1	0%	-16%	37.2	24%	22%	26.9	3%	-28%
长安福特	6.0	-37%	-24%	4.5	-26%	-25%	5.9	-43%	-23%	4.8	-18%	-17%	5.3	-23%	11%	2.7	-35%	-49%
广汽集团	60.9	-6%	-10%	54.0	-11%	-11%	64.7	-7%	5%	56.4	-6%	-13%						
广汽本田	16.9	27%	-22%	14.9	-30%	-11%	19.0	-26%	-10%	15.8	-25%	-17%	18.9	18%	3%	11.0	-38%	-42%
广汽丰田	24.0	-2%	-9%	22.0	-11%	-8%	25.1	1%	-4%	21.7	-12%	-14%	28.5	27%	10%	17.6	-17%	-38%
广汽传祺	9.5	-8%	0%	8.4	-8%	-12%	9.9	-14%	6%	9.0	6%	-9%	8.5	-27%	32%	7.0	-38%	-18%
广汽埃安	8.9	14%	8%	7.8	75%	-12%	9.1	10%	10%	8.7	99%	-4%	6.2	42%	10%	8.0	116%	29%
上汽集团	153.2	-17%	0%	89.1	-27%	-42%	145.0	-22%	9%	95.1	-25%	-34%						
上汽大众	35.9	-8%	-7%	22.6	-32%	-37%	35.7	-9%	-11%	23.3	-30%	-35%	36.3	3%	4%	23.2	-21%	-36%
上汽通用	31.6	26%	-9%	18.6	-32%	-41%	32.1	-24%	8%	18.7	-32%	-42%	25.6	-16%	16%	16.4	-35%	-36%
上汽乘用车	22.8	25%	-7%	19.6	1%	-14%	23.3	-23%	6%	19.7	1%	-16%	10.0	-33%	8%	6.4	-50%	-36%
上汽通用五菱	52.4	14%	5%	19.3	-41%	-63%	43.3	-31%	-12%	24.0	-36%	-45%	20.1	-27%	1%	15.5	-32%	-23%

ASP比较：2023Q1环比走势分化

- ◆ **2022Q4：同比来看多数车企产品结构改善明显，单车收入/营收持续提升**
 - **单车收入**：多数车企单车售价同比均有明显提升，其中**吉利**主要由于中国星/极氪销量占比提升单车收入同比增速较高，**长安**欧尚系列占比提升单车收入同比下滑；环比来看**吉利**单车收入增速表现最佳，**广汽**由于AION S等车型Q4销量占比环比+6pct单车收入下滑较多。
 - **营收**：同环比变化方向基本与销量一致，多数车企同环比保持正增长，**小鹏/长城/上汽**营收同比下滑。
- ◆ **2023Q1：单车收入走势分化，营收环比均下滑**
 - **单车收入**：1) **特斯拉&赛力斯**调低车型指导价/**长城**坦克销量占比下滑/**比亚迪**海豚&元等车型销量占比提升导致单车收入下滑；2) **长安**由于深蓝并表/**广汽**M8等售价较高车型销量占比提升/**上汽**合资品牌环比改善下单车收入环比提升。

表：重点车企收入（亿元）及单车均价（万元）

车企	营业收入/亿元（特斯拉为亿美元）						单车售价/万元（特斯拉为万美元）					
	2022Q4	Q4同比	Q4环比	2023Q1	Q1同比	Q1环比	2022Q4	Q4同比	Q4环比	2023Q1	Q1同比	Q1环比
特斯拉	243.2	37%	13%	233.3	24%	-4%	5.3	1%	-2%	4.8	11%	-9%
蔚来汽车	160.6	62%	24%	—	—	—	36.8	0%	-2%	—	—	—
小鹏汽车	51.4	40%	25%	—	—	—	21.0	2%	-1%	—	—	—
理想汽车	176.5	66%	89%	—	—	—	37.3	27%	9%	—	—	—
比亚迪	1563.7	120%	34%	1201.7	80%	23%	17.6	6%	6%	17.0	8%	-4%
长城汽车	378.6	17%	1%	290.4	14%	23%	14.3	25%	8%	13.2	1%	-8%
吉利汽车	897.8	59%	54%	—	—	—	11.1	34%	17%	—	—	—
广汽集团	296.4	47%	6%	265.6	4%	10%	16.1	15%	10%	16.4	-5%	2%
长安汽车	359.0	38%	25%	345.6	0%	-4%	8.7	-4%	-8%	9.1	6%	5%
上汽集团	2166.5	-5%	2%	1459.2	20%	33%	14.1	15%	3%	16.4	10%	16%
赛力斯	109.8	108%	3%	50.9	-1%	54%	15.69	127%	5%	12.1	42%	23%

注：广汽集团/长安汽车表内单车售价均指自主品牌；吉利销量去除领克品牌销量；长安汽车销量为重庆+河北+合肥销量之和；比亚迪季度整车业务营收为去除比亚迪电子单季度收入后的近似营收值；其余均采用数据可得范围内的近似值。

◆ 2022Q4新势力车企毛利率同环比下滑

➢ 毛利率同比上行的主要原因有销量同比高增规模效应显著（比亚迪）+产品结构明显改善（赛力斯/长城）+持续推进降本增效（长安）+会计准则变化（上汽）；毛利率同比下行的主要原因有官降（特斯拉）+产品结构相对恶化（理想）+销量下滑（小鹏/长城）+车型换代计提减值准备&相关生产设施加速折旧（蔚来）。

◆ 2023Q1车企毛利率普遍承压

➢ 销量普遍承压&折扣较多基础上各车企毛利率普遍承压。

表：重点车企毛利率（%） 同环比单位为pct

代码	车企	毛利率								
		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	Q4同比	Q4环比	2023Q1	Q1同比	Q1环比
TSLA.O	特斯拉	29.1%	25.0%	25.1%	23.8%	(4)	(1)	19.3%	(10)	(4)
NIO.N	蔚来汽车	14.6%	13.0%	13.3%	3.9%	(13)	(9)	—	—	—
9868.HK	小鹏汽车	12.2%	10.9%	13.5%	8.7%	(3)	(5)	—	—	—
2015.HK	理想汽车	22.6%	21.5%	12.7%	20.2%	(2)	8	—	—	—
002594.SZ	比亚迪	12.4%	14.4%	19.0%	19.0%	6	0	17.9%	5	(1)
601633.SH	长城汽车	17.2%	19.8%	22.5%	17.9%	3	(5)	16.1%	(1)	(2)
0175.HK	吉利汽车	14.6%		13.8%		0	(14)	—	—	—
601238.SH	广汽集团	6.1%	6.2%	6.0%	9.4%	(1)	3	4.0%	(2)	(5)
000625.SZ	长安汽车	18.2%	22.4%	21.3%	20.9%	2	(0)	18.6%	0	(2)
600104.SH	上汽集团	9.4%	9.6%	9.9%	9.5%	4	(0)	9.8%	0	0
	赛力斯	6.7%	7.7%	12.7%	14.5%	8	2	8.9%	2	(6)

费用率比较：整体呈现稳定状态

- ◆ 2022Q4销售费用率变动较大的车企主要为：上汽同比增长较多主要原因为会计准则影响；赛力斯增加较多主要原因为aito渠道持续铺设；广汽下滑较多主要原因为广告宣传费、售后服务费及销售奖励有所减少。
- ◆ 2022Q4研发费用率变动较大的车企为：蔚来+小鹏。
- ◆ 2023Q1费用率整体呈现稳定状态。

表：重点车企期间费用率比较 同环比单位为pct

车企	销售费用率						管理费用率						研发费用率					
	2022Q4	Q4同比	Q4环比	2023Q1	Q1同比	Q1环比	2022Q4	Q4同比	Q4环比	2023Q1	Q1同比	Q1环比	2022Q4	Q4同比	Q4环比	2023Q1	Q1同比	Q1环比
特斯拉	-	-	-	-	-	-	4.2%	(4)	(0)	4.6%	(1)	0	3.3%	(1)	(0)	3.3%	(1)	(0)
蔚来汽车	-	-	-	-	-	-	22.0%	(2)	(1)	—	—	—	24.8%	(6)	(2)	—	—	—
小鹏汽车	-	-	-	-	-	-	34.2%	(1)	(0)	—	—	—	23.9%	(7)	(2)	—	—	—
理想汽车	-	-	-	-	-	-	9.2%	(1)	(7)	—	—	—	11.7%	0	(8)	—	—	—
比亚迪	3.6%	(1)	(0)	3.9%	0%	0%	2.3%	(0)	(0)	2.8%	0	0	5.0%	(1)	0	5.2%	(2)	0
长城汽车	5.3%	(3)	(1)	5.0%	1%	0%	3.8%	0	0	3.7%	0	(0)	4.6%	(1)	0	5.3%	(1)	(1)
吉利汽车	5.5%	0	(5)	-	-	-	6.3%	0	(6)	—	—	—	4.8%	0	(5)	—	—	—
广汽集团	1.9%	(4)	(2)	4.0%	0%	2%	3.7%	(2)	0	3.1%	(1)	(1)	2.6%	(1)	(1)	1.5%	0	(1)
长安汽车	3.2%	(3)	(3)	4.6%	-1%	1%	1.1%	(1)	(2)	3.0%	(1)	(2)	2.4%	(3)	(3)	3.9%	(1)	(2)
上汽集团	4.4%	(4)	0	4.0%	0%	0%	4.6%	(1)	(2)	3.8%	0	(1)	2.5%	(1)	0	2.6%	(1)	0
赛力斯	15.8%	(5)	(1)	15.1%	0%	-1%	6.3%	(2)	(3)	7.5%	(1)	(1)	3.7%	(1)	(1)	6.8%	(1)	(3)

注：特斯拉以及蔚来/小鹏/理想不分别披露销售及管理费用，统一记作管理费用；吉利所列数据均为半年度数据

净利润比较：单车净利未出现明显改善

◆ 行业竞争加剧&上游原材料降价仍未完全传导至车企，单车净利未出现明显改善趋势。

表：重点车企归母净利润（亿元）及单车净利（万元）

车企	归母净利润/亿元（特斯拉为亿美元）						单车净利/万元（特斯拉为万美元）					
	2022Q4	Q4同比	Q4环比	2023Q1	Q1同比	Q1环比	2022Q4	Q4同比	Q4环比	2023Q1	Q1同比	Q1环比
特斯拉	36.87	59%	12%	25.13	-24%	-32%	0.91	21%	-5%	0.59	-44%	-35%
蔚来汽车	(58.47)	—	—	—	—	—	(14.60)	—	—	—	—	—
小鹏汽车	(23.61)	—	—	—	—	—	(10.63)	—	—	—	—	—
理想汽车	2.57	—	—	—	—	—	0.55	—	—	—	—	—
比亚迪	73.11	1114%	28%	41.30	411%	-44%	1.01	480%	2%	0.69	193%	-31%
长城汽车	1.06	-94%	-96%	1.74	-89%	65%	0.04	-91%	-96%	0.08	-86%	99%
吉利汽车	37.08	50%	139%	—	—	—	0.55	62%	189%	—	—	—
广汽集团	0.06	-100%	-100%	15.38	-49%	—	(1.24)	—	—	(0.94)	—	—
长安汽车	8.99	60%	-14%	69.70	54%	676%	0.89	998%	97%	0.53	-7%	-40%
上汽集团	34.68	-17%	-40%	27.83	-50%	-20%	(0.21)	—	—	(0.14)	—	—
赛力斯	(11.57)	—	—	(6.25)	—	—	(1.65)	—	—	(1.49)	—	—

吉利汽车单车净利润计算时扣除应占联营/合营公司损益，销量扣除领克品牌，对应吉利+几何+极氪三大品牌；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/长安汽车单车净利计算均扣除投资收益，表示自主品牌盈利情况；上汽集团对应为自主品牌单车盈利（归母净利润-投资收益）。因此上述车企单车盈均利为近似值。

特斯拉：22Q4业绩符合预期，23Q1略低于预期

- ◆ 22Q4/23Q1特斯拉单季度交付持续创新高，23Q1达到42.3万辆交付，Model 3/Y依然贡献主要力量。伴随交付规模提升，单车净利整体呈现下滑趋势，22Q4/23Q1分别为0.91/0.59万美元，**产能扩张迅速&终端需求表现疲软综合驱动特斯拉Model 3/Y降价影响单车均价/单车毛利/单车净利。**
- ◆ 22Q4/23Q1毛利率环比持续降低，主要系汽车销售业务压力较大：1) 原材料成本保持高位；2) Q4产能快速提升，但国内/海外市场需求端在经济下滑/疫情爆发/消费者持币观望等压力下表现相对疲软，**终端销售价格持续下调，单车售价环比持续下降，2023Q1降至4.8万美元。**
- ◆ 22Q4/23Q1研发费用率分别3.33%/3.30%，销售、行政和一般费用率分别4.24%/4.61%，整体保持下降趋势，规模效应提升，费用摊销作用显著。

图：特斯拉历史季度核心财务数据 毛利率、费用率同环比单位为pct

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	同比	环比
交付/辆	184,877	201,304	241,391	308,650	310048	254695	343830	405278	422875	36.39%	4.34%
Model 3/Y	182,847	199,409	232,102	296,884	295,324	238,533	325,158	388,131	412,180	39.57%	6.20%
Model S/X	2,030	1,895	9,289	11,766	14,724	16,162	18,672	17,147	10,695	-27.36%	-37.63%
总收入/亿美元	103.89	119.58	137.57	177.19	187.56	169.34	214.54	243.18	233.29	24.38%	-4.07%
汽车销售总额/亿美元	90.02	102.06	120.57	159.67	168.61	146.02	186.92	213.07	199.63	18.40%	-6.31%
研发费用	6.66	5.76	6.11	7.40	8.65	6.67	7.33	8.10	7.71	-10.87%	-4.81%
销售、行政及一般费用	10.56	9.73	9.94	14.94	9.92	9.61	9.61	10.32	10.76	8.47%	4.26%
归属普通股股东净利润	4.38	11.42	16.18	23.21	33.18	22.59	32.92	36.87	25.13	-24.26%	-31.84%
毛利率	21.32%	24.12%	26.60%	27.35%	29.11%	25.00%	25.09%	23.76%	19.34%	(9.77)	(4.42)
汽车销售毛利率	25.82%	27.90%	30.17%	30.31%	32.60%	27.55%	27.51%	25.47%	20.50%	(12.10)	(4.97)
研发费用率	6.41%	4.82%	4.44%	4.18%	4.61%	3.94%	3.42%	3.33%	3.30%	(1.31)	(0.03)
销售、行政及一般费用率	10.16%	8.14%	7.23%	8.43%	5.29%	5.67%	4.48%	4.24%	4.61%	(0.68)	0.37
归母净利率	4.22%	9.55%	11.76%	13.10%	17.69%	13.34%	15.34%	15.16%	10.77%	-6.92%	-4.39%
单车销售收入/万美元	5.08	5.29	5.19	5.24	5.44	5.71	5.43	5.31	4.84	-10.90%	-8.76%
单车净利/万美元	0.24	0.57	0.67	0.75	1.07	0.89	0.96	0.91	0.59	-44.47%	-34.68%

比亚迪：22Q4/23Q1业绩符合预期

- ◆ 22Q4公司产批规模同环比高增带来毛利率快速增长，单车盈利兑现破万。2022Q4比亚迪新能源汽车销68.3万辆，同环比分别+157%/+27%，22Q4毛利率19%，同环比分别+6/+0pct，销管研费用率分别3.65%/2.30%/4.98%，产能利用率快速提升，费用进一步摊销，费用率整体下滑。
- ◆ 23Q1国补退坡/行业降价等多维负向因素作用，公司单车盈利依然保持7000元高位。2023Q1公司批发55.2万辆，同环比分别+93.5%/-19%，其中出口3.9万辆。Q1多因素综合下单车盈利维持7k，Q1两次降价叠加补贴退坡拉低单车盈利，但产品结构优化（腾势销量占比提升）叠加碳酸锂降价提供正向利好对冲。23年全年角度，考虑价格战等多因素，我们预期公司单车盈利依然有望维持7000~8000元水平。

图：比亚迪季报核心财务指标拆分 费用率同环比单位为pct

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	Q1环比	Q同比
营业收入/亿元	409.92	498.94	543.07	709.50	668.25	837.82	1170.81	1563.73	1201.74	-23.1%	79.8%
毛利率	12.59%	12.90%	13.33%	13.12%	12.40%	14.39%	18.96%	19.00%	17.86%	-1.1%	5.5%
销售费用	12.47	14.05	16.06	18.23	19.78	27.44	46.33	57.05	46.84	-17.9%	136.8%
管理费用	11.63	12.44	13.76	19.27	17.02	19.69	27.39	35.98	33.66	-6.5%	97.8%
研发费用	12.17	17.78	22.38	27.57	23.61	30.64	54.46	77.84	62.38	-19.9%	164.2%
财务费用	5.95	3.61	4.16	4.15	-0.81	-8.17	-4.41	-2.78	0.06	-102.1%	-107.3%
销售费用率	3.04%	2.82%	2.96%	2.57%	2.96%	3.28%	3.96%	3.65%	3.90%	0.2	0.9
管理费用率	2.84%	2.49%	2.53%	2.72%	2.55%	2.35%	2.34%	2.30%	2.80%	0.5	0.3
研发费用率	2.97%	3.56%	4.12%	3.89%	3.53%	3.66%	4.65%	4.98%	5.19%	0.2	1.7
财务费用率	1.45%	0.72%	0.77%	0.58%	-0.12%	-0.98%	-0.38%	-0.18%	0.00%	0.2	0.1
归母净利润/亿元	2.37	9.36	12.70	6.02	8.08	27.87	57.16	73.11	41.30	-43.5%	410.9%
扣非后归母净利润/亿元	-0.82	4.50	5.18	3.68	5.14	25.15	53.35	72.73	35.65	-51.0%	593.7%
扣非且扣除电子净利润	-6.13	-0.99	1.80	2.68	3.96	22.17	49.39	68.65	32.63	-52.5%	724.9%
单车收入/万元	20.26	17.72	15.97	16.64	15.75	17.19	16.64	17.64	16.99	-3.7%	7.9%
单车净利/万元	-0.28	0.27	0.45	0.17	0.24	0.70	0.99	1.01	0.69	-31.5%	192.8%
批发销量/辆	104145	142544	206055	287387	291378	355021	538704	682058	552,076	-19.1%	89.5%

长城：22Q4/23Q1业绩低于预期

- ◆ 22Q4/23Q1长城汽车毛利率下滑较大主要系规模效应下降拖累；销售费用率提升较多主要系公司为推动渠道变革以及新车上市加大营销开支。22Q4毛利率同比去年提升主要系坦克销量占比提升；环比降幅相比历年同期更大则主要系Q4产能利用率下降，规模效应降低。Q4销管研费用率整体同比提升较大主要系员工人数增加带来年终奖支出增加。
- ◆ 2023Q1规模效应下降导致毛利率同环比下滑，销售费用率提升主要系公司Q1蓝山/哈弗枭龙/二代大狗等新车上市/试驾等营销活动增加，广宣费用支出较多；计提资产/信用减值损失主要系2023Q1公司整车企业库存持续增加，部分计提减值。

图：长城汽车季度核心财务数据 费用率同环比单位为pct

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	Q1同比	Q1环比
营业收入/亿元	311.17	308.11	288.69	456.07	336.19	285.15	373.46	378.60	290.39	-13.6%	-23.3%
毛利率	15.13%	17.39%	17.30%	15.30%	17.18%	19.79%	17.93%	17.93%	16.07%	-1.1%	-1.9%
销售费用	11.44	13.01	14.63	12.85	10.51	11.65	16.36	20.24	14.54	38.3%	-28.1%
管理费用	6.64	6.78	10.74	16.28	11.78	10.35	12.48	14.32	10.61	-10.0%	-26.0%
研发费用	9.08	9.50	9.99	16.33	13.24	18.53	15.30	17.38	15.34	15.9%	-11.7%
财务费用	-0.98	-2.08	-0.93	-0.49	2.91	-32.23	1.88	2.57	0.12	-95.9%	-95.3%
销售费用率	3.68%	4.22%	5.07%	2.82%	3.13%	4.09%	4.4%	5.3%	5.0%	1.9	(0.3)
管理费用率	2.13%	2.20%	3.72%	3.57%	3.50%	3.63%	3.3%	3.8%	3.7%	0.1	(0.1)
研发费用率	2.92%	3.08%	3.46%	3.58%	3.94%	6.50%	4.1%	4.6%	5.3%	1.3	0.7
财务费用率	-0.31%	-0.68%	-0.32%	-0.11%	0.87%	-11.30%	0.5%	0.7%	0.0%	(0.8)	(0.6)
归母净利润/亿元	16.39	18.89	14.16	17.81	16.34	39.67	25.60	1.06	1.74	-89.3%	64.9%
扣非后归母净利润/亿元	13.35	15.07	8.11	5.50	13.03	7.56	22.81	1.36	-2.17	-	-
批发销量/万辆	33.88	27.95	26.59	39.70	28.35	23.50	28.38	26.52	22.00	-22.4%	-17.1%
单车收入/万元	9.18	11.02	10.86	11.49	11.86	12.13	13.16	14.28	13.20	11.3%	-7.5%
单车净利(扣非前)/万元	0.48	0.68	0.53	0.45	0.58	1.69	0.90	0.04	0.08	-86.3%	98.8%
单车净利(扣非后)/万元	0.39	0.54	0.30	0.14	0.46	0.32	0.80	0.05	-0.10	-	-

长安：22Q4/23Q1业绩超预期

- ◆ 22Q4/23Q1毛利率表现持续靓丽，公司降本增效成效显著。22Q4/23Q1公司产品规模维持40万辆左右的高位，22Q4毛利率20.89%，同环比分别+2.0/-0.4pct，23Q1毛利率18.56%，同环比分别+0.4/-2.3pct，同比持续上涨核心系公司持续推进降本增效，UNI系列等高盈利车型销量占比提升，环比下滑主要系季节性人工成本计提、规模效应降低、深蓝子公司并表等不同因素影响所致。
- ◆ 23Q1深蓝汽车（原长安新能源科技子公司）并表，电动转型前期盈利较差，投入较多拖累公司整体毛利，销售/管理/研发费用支出增加，导致费用率同环比明显提升。
- ◆ 22Q4自主油车（近似）单车盈利0.9万元，23Q1在新能源拖累下依然保持单车0.5万元的较高水平。

图：长安汽车季报核心财务指标拆分 费用率同环比单位为pct

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	Q1环比	Q1同比
营业收入/亿元	320.27	247.57	224.15	259.42	345.76	219.98	287.78	359.01	345.56	-3.7%	-0.1%
毛利率	14.11%	16.88%	17.39%	18.88%	18.21%	22.36%	21.30%	20.89%	18.56%	-2.3%	0.4%
销售费用	10.10	11.36	9.95	15.05	12.10	10.76	17.01	11.52	16.06	39.4%	32.8%
管理费用	12.45	9.73	7.22	5.60	8.11	13.73	9.43	4.06	10.37	155.6%	27.9%
研发费用	7.10	7.85	5.89	14.30	9.62	9.71	15.10	8.73	13.62	56.0%	41.7%
财务费用	-1.05	-1.28	-2.22	-3.25	-2.10	-2.28	-2.28	-3.51	-2.12	-39.6%	1.2%
销售费用率	3.15%	4.59%	4.44%	5.80%	3.50%	4.89%	5.91%	3.21%	4.65%	1.4	1.1
管理费用率	3.89%	3.93%	3.22%	2.16%	2.35%	6.24%	3.28%	1.13%	3.00%	1.9	0.7
研发费用率	2.22%	3.17%	2.63%	5.51%	2.78%	4.41%	5.25%	2.43%	3.94%	1.5	1.2
财务费用率	-0.33%	-0.52%	-0.99%	-1.25%	-0.61%	-1.04%	-0.79%	-0.98%	-0.61%	0.4	(0.0)
投资收益	2.84	0.44	3.58	3.27	22.38	1.16	(3.30)	(27.93)	49.59		121.5%
对联营合营企业投资收益	2.80	(0.30)	3.47	3.27	1.10	(0.31)	(3.30)	(28.09)	(0.63)		
归母净利润/亿元	8.54	8.76	12.63	5.60	45.36	13.21	10.42	8.99	69.70	-	53.7%
扣非后归母净利润/亿元	7.20	0.20	10.00	-0.87	22.70	8.30	7.39	6.19	14.81	139.1%	-34.8%
非经常性损益/亿元	1.34	8.56	2.63	6.47	22.66	4.91	3.03	2.79	54.89	-	142.2%
归母净利润-投资收益	5.69	8.32	9.05	2.33	22.98	12.05	13.73	36.91	20.12	-45.5%	-12.5%
长安汽车并表销量/辆	39.2	31.1	28.2	28.7	40.0	27.9	30.4	41.3	37.8	-8.6%	-5.6%
长安自主单车均价（近似）/万元	8.18	7.95	7.95	9.05	8.64	7.88	9.48	8.68	9.15	5.3%	5.8%
长安自主单车盈利（近似）/万元	0.15	0.27	0.32	0.08	0.57	0.43	0.45	0.89	0.53	-40.4%	-7.3%

吉利：22H2业绩符合预期

- ◆ **公司经营结构优化**，技术服务相关收入占比增加；**产品结构优化**，中国星/极氪销量占比提升。
- ◆ 毛利率维度，2022H2公司毛利率13.83%，同环比分别-3/-1pct，2022年全年毛利率14.12%，同比-3pct，H2毛利率同环比均下滑主要系上游原材料成本高位叠加极氪销量环比提升，但整体交付规模有限，总亏损量增加所致。2022年全年极氪公司实现亏损20.39亿元，同比亏损幅度翻倍。
- ◆ 由于收购雷诺韩国部分股权产生收益17.05亿元，另有股权激励费用6.4亿元，对H2业绩产生影响，剔除上述影响后，2022H2利润实现25.94亿元，同环比分别-14.6%/+7.9%。

图：吉利汽车核心财务数据整理 毛利率、费用率同环比单位为pct

	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2021	2022	全年同比	H2同比	H2环比
营业收入/亿元	450.32	565.79	581.84	897.81	1,016.11	1,479.65	45.62%	58.68%	54.31%
汽车销售/亿元	393.12	483.85	492.03	735.80	876.97	1,227.83	40.01%	52.07%	49.55%
知识产权许可	6.37	6.38	7.28	9.28	12.75	16.57	29.88%	45.39%	27.44%
研发及相关技术支援服务	4.47	28.04	18.39	48.89	32.51	67.28	106.93%	4.33%	65.84%
毛利率	17.23%	17.06%	14.57%	13.83%	17.14%	14.12%	(3.01)	(3.23)	(0.73)
分銷及銷售費用/億元	25.54	37.69	33.04	49.24	63.23	82.28	30.13%	30.66%	49.05%
行政費用/億元	32.46	46.62	46.61	56.33	79.08	102.94	30.18%	20.84%	20.87%
研發費用/億元	23.05	32.13	32.65	35.00	55.18	67.65	22.60%	8.92%	7.18%
銷售費用率	5.67%	6.66%	5.68%	5.48%	6.22%	5.56%	(0.66)	(1.18)	(0.19)
行政費用率	7.21%	8.24%	8.01%	6.27%	7.78%	6.96%	(0.83)	(1.96)	(1.74)
研發費用率	5.12%	6.64%	6.64%	4.76%	6.29%	5.51%	(0.78)	(1.88)	(1.88)
歸母淨利潤/億元	23.81	24.66	15.52	37.08	48.47	52.60	8.51%	3%	38.87%
總銷量/萬輛	63.02	69.90	61.38	81.91	132.92	143.30	7.81%	7.19%	33.44%
吉利品牌單車收入（除領克）/萬	7.53	8.27	9.51	11.09	7.92	10.40	31.29%	34.14%	16.68%
吉利品牌單車淨利（除領克）/萬	0.32	0.34	0.19	0.55	0.33	0.39	18.64%	2.60%	8.37%
領克品牌單車淨利/萬元	0.43	0.21	0.26	(0.19)	0.32	0.00	-98.77%		
極氪品牌單車淨利/萬元					(0.46)	(1.13)	148.56%		

- ◆ **产品均价提升，毛利率环比改善。** Q4公司单车均价37.3万元，同环比分别+26.5%/+9.2%；Q4公司整体毛利率20.2%，同环比分别-2.2/+7.5pct，**环比提升较大主要系Q3由于存货拨备和购买承诺损失等影响导致毛利率基数较低，同比下滑主要系产品组合变化。**
- ◆ **中短期来看，**公司发布双能战略，超高压快充以及高级别辅助驾驶功能持续迭代；**长期来看，**公司全面启动矩阵型组织升级，在战略和产品两个横向部门基础上，新增商业、供应、流程、组织、财经等五大部门，提升公司整体组织效率。

图：理想汽车核心财务指标

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
合计销量/辆	12579	17575	25116	35221	31716	28687	26524	46319
理想ONE	12579	17575	25116	35221	31716	28687	16401	1987
理想L9							10123	28850
理想L8								15482
营业收入 / 亿元	35.75	50.39	77.80	106.20	95.60	87.33	93.40	176.50
车辆销售收入/亿元	34.64	49.03	73.90	103.80	93.10	84.84	90.50	172.68
产品销售及服务收入/亿元	1.12	1.36	3.90	2.40	2.50	2.49	2.90	3.82
单车收入	27.54	27.90	29.42	29.47	29.35	29.57	34.12	37.28
毛利率	17.26%	18.91%	23.26%	22.41%	22.60%	21.50%	12.70%	20.20%
汽车销售毛利率	16.89%	18.70%	21.10%	22.30%	22.40%	21.18%	12.00%	20.00%
研发费用	-5.14	-6.53	-8.89	-12.30	-13.74	-15.32	-18.00	-20.70
销售、行政及一般费用	-5.10	-8.35	-10.20	-11.30	-12.03	-13.25	-15.10	-16.30
研发费用率	14.38%	12.96%	11.43%	11.58%	14.37%	17.54%	19.27%	11.73%
销售、行政及一般费用率	14.27%	16.57%	13.11%	10.64%	12.58%	15.17%	16.17%	9.23%
归母净利润	-3.60	-2.35	-0.22	2.96	-0.11	-6.18	-16.40	2.57
归母净利率	-10.07%	-4.66%	-0.28%	2.78%	-0.11%	-7.08%	-17.56%	1.46%
单车净利	-2.86	-1.34	-0.09	0.84	-0.03	-2.15	-6.18	0.55

- ◆ **产品结构改善单降价促销影响毛利率以及单车净利。** Q4单车均价20.99万元，同环比分别+2.4%/-0.6%，产品结构同比改善带来单车均价提升。2022Q4公司整体毛利率8.7%，同环比分别-3.3/-4.8pct，Q4特斯拉10月率先降价促销，公司跟进降价，导致毛利率下滑较大。
- ◆ **新车维度：2023Q2全新B级纯电SUV G6将上市，月交付有望实现同环比持续提升。** 2023年全年小鹏汽车持续深耕电动智能核心技术钻研，重整组织架构，梳理产品矩阵规划以及渠道建设思路，并加速推进降本，毛利率有望环比持续提升，带动公司整体盈利能力改善。

图：小鹏汽车核心财务指标

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
小鹏合计销量/辆	12808	17398	25666	41751	34561	34422	29570	22204
G3	4834	5876	5935	12788	4648	5591	3907	3190
P7/P7i	7974	11522	19731	21342	19427	15983	16776	6880
P5				7621	10486	12848	8703	5945
G9							184	6189
单车收入/万元	21.94	20.60	21.27	20.50	20.25	20.16	21.11	20.99
营业收入/亿元	29.51	37.61	57.20	85.60	74.55	74.36	68.23	51.40
毛利率	11.18%	11.90%	14.40%	12.00%	12.20%	10.88%	13.50%	8.70%
研发费用	5.35	8.64	12.64	14.51	12.21	12.65	14.99	12.30
销售、行政及一般费用/亿元	7.21	10.31	15.38	20.15	16.42	16.65	16.26	17.56
研发费用率	18.13%	22.97%	22.10%	16.95%	16.38%	17.01%	21.96%	23.93%
销售、行政及一般费用率	24.43%	27.41%	26.89%	23.54%	22.02%	22.38%	23.84%	34.16%
归母净利润/亿元	(7.87)	(11.95)	(15.95)	(12.87)	(17.01)	(27.01)	(23.76)	(23.61)
净利率	-26.65%	-31.77%	-27.88%	-15.04%	-22.81%	-36.32%	-34.83%	-45.94%
单车净利/万元	(6.14)	(6.87)	(6.21)	(3.08)	(4.92)	(7.85)	(8.04)	(10.63)

蔚来：22Q4业绩低于预期

- ◆ **2022Q4销量高增营收增长迅速，车型换代影响Q4盈利。**
- 营收同环比高增长核心来自销量增长+高价ES7/低价ET5上量明显单车收入未显著下滑。
- 车型换代影响2022Q4毛利率水平，预计2023Q4回升。毛利率同环比下滑较多主要原因为ES8、ES6&EC6库存减值准备+相关生产设施加速折旧+降价影响约6.7pct；2022Q3公司确认积分收入导致2022Q3毛利率基数较高。展望2023年：2023Q1 F1工厂为产品换代做准备利用率较低+ET5放量，Q2新品爬坡期，预计Q3毛利率逐步回升。
- 中国/欧洲营销活动增加&销售网络持续扩张，研发维持指引，整体同环比持续提升。

表：蔚来汽车核心财务指标拆分（单位：亿元） 毛利率、费用率同环比单位为pct

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	Q4环比	Q4同比	2022全年	全年同比
营业收入（亿元）	99.11	102.92	130.02	160.64	23.55%	62.25%	492.69	36.30%
车辆销售收入（亿元）	92.44	95.71	119.33	147.59	23.69%	60.16%	455.07	37.19%
销量合计（辆）	25,768	25,059	31,607	40,052	26.72%	59.99%	122,485	33.97%
ES8	4,341	3,681	4,378	1,980	-54.77%	-55.16%	14,380	-28.28%
ES6	13,620	9,914	12,850	5,628	-56.20%	-53.79%	42,012	1.30%
EC6	7,644	4,715	3,337	1,380	-58.65%	-80.76%	17,076	-42.90%
ES7			2,293	11,865	—	—	14,158	—
ET7	163	6,749	8,527	7,607	-10.79%	—	23,046	—
ET5			221	11,592	—	—	11,813	—
单车收入（万元/辆）	35.87	38.19	37.75	36.85	-2.39%	0.10%	37.15	2.41%
销售其它资产收入（亿元）	6.67	7.22	10.69	13.05	21.98%	90.53%	37.62	26.81%
毛利率（%）	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	Q4环比	Q4同比	2022全年	全年同比
整体毛利率	14.60%	13.00%	13.30%	3.90%	(9.40)	(13.27)	10.40%	(8.50)
整车销售毛利率	18.10%	16.70%	16.40%	6.80%	(9.60)	(14.10)	13.70%	(6.40)
费用率（%）	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	Q4环比	Q4同比	2022全年	全年同比
研发费用率	17.78%	20.88%	22.65%	24.78%	2.13	6.31	21.99%	9.29
销售、行政及一般费用率	20.33%	22.18%	20.86%	21.96%	1.10	(1.86)	21.39%	2.35
营业利润	-21.89	-28.46	-38.70	-67.36	—	—	-156.41	—
净利润(含少数股东权益)	-17.83	-27.58	-41.11	-57.86	40.75%	259.94%	-144.37	—
归属普通股股东净利润	-18.3	-27.5	-41.4	-58.5	—	—	-145.59	—

上汽：22Q4业绩低于预期，23Q1符合预期

◆ **合资承压+计提较多资产减值损失+费用率上行影响下2022Q4扣非亏损；2023Q1合资持续承压，投资收益同环比下滑影响业绩表现。**

- **营收：**2022Q4集团销量同环比均下滑，其中各细分品牌中上汽通用销量同环比下滑幅度较大，集团ASP为14.14万元，同环比分别+15%/+3%。2023Q1集团销量同环比持续下滑，细分品牌中上汽大众/通用/通用五菱销量同环比下滑幅度较大，集团ASP为16.37万元，同环比分别+9.5%/+15.8%。
- **毛利率：**2022Q4毛利率同比改善较大原因为2021Q4毛利率受会计准则影响将运输费用由销售费用重新列报至营业成本因此基数较低，环比基本保持稳定。2023Q1毛利率为同环比均改善。
- **投资收益：**上汽大众/通用2022Q4销量同环比均下滑，投资收益同比下滑幅度大于销量下滑幅度主要原因为Q4合资品牌折扣较多。2023Q1大众/通用均承压，同时市场竞争加剧下存在一定清库压力。

表：上汽集团核心财务指标拆分（单位：亿元）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	Q4同比	Q4环比	2023Q1	Q1同比	Q1环比	2022	全年同比
营业总收入	1,824.72	1,335.21	2,114.16	2,166.54	-4.61%	2.48%	1,459.16	-20.03%	-32.65%	7,440.63	-4.59%
毛利率	9.37%	9.56%	9.94%	9.52%	4.38%	-0.43%	9.83%	0.46%	0.32%	12.25%	0.43%
销售费用率	3.57%	4.35%	3.98%	4.36%	3.50%	0.39%	3.96%	0.39%	-0.40%	4.06%	0.27%
管理费用率	3.34%	2.87%	2.71%	4.61%	0.92%	1.90%	3.78%	0.44%	-0.83%	3.45%	0.36%
研发费用率	2.09%	2.88%	2.36%	2.48%	-0.64%	0.11%	2.61%	0.52%	0.14%	2.42%	-0.10%
财务费用率	0.00%	-0.23%	0.04%	-0.26%	-0.36%	-0.30%	0.21%	0.20%	0.46%	-0.10%	-0.18%
其他收益	6.55	3.22	5.76	20.45	5.66%	254.88%	6.54	-0.19%	-68.01%	29.94	-21.68%
投资收益	58.19	8.88	40.56	39.40	-54.08%	-2.86%	30.49	-47.60%	-22.61%	147.03	-45.87%
扣非归母净利润-投资收益-公允价值变动收益	-4.65	2.55	6.34	-60.58	—	—	-14.10	—	—	-57.11	-33.51%
公允价值变动收益	-4.01	0.12	-1.57	4.69	-48.43%	—	5.24	—	11.92%	28.02	—
归母净利润	55.16	13.94	57.40	34.68	-17.09%	-39.57%	27.83	-49.55%	-19.77%	161.18	-34.30%
扣非后归母净利润	49.53	11.55	45.33	-16.50	—	—	21.63	-56.32%	—	89.92	-51.59%
上汽大众批发销量/万辆	33.12	24.34	38.75	35.86	-8.42%	-7.46%	22.63	-31.67%	-36.89%	132.08	6.35%
上汽通用批发销量/万辆	27.45	23.22	34.72	31.62	-26.41%	-8.92%	18.60	-32.26%	-41.19%	117.01	-12.13%
上汽乘用车批发销量/万辆	19.42	17.16	24.56	22.80	-25.34%	-7.16%	19.65	1.17%	-13.84%	83.94	4.83%
上汽通用五菱批发销量/万辆	32.61	29.60	45.43	52.36	-13.98%	15.25%	19.25	-40.96%	-63.24%	160.00	-3.62%
上汽整车合计批发销量/万辆	122.06	101.37	153.59	153.24	-16.92%	-0.23%	89.12	-26.99%	-41.85%	584.87	7.05%
单车收入/万元	14.95	13.17	13.76	14.14	14.81%	2.71%	16.37	9.52%	15.81%	12.72	-10.87%
单车净利/万元	0.41	0.11	0.30	-0.11	—	—	0.24	—	—	0.15	-54.78%

注：单车收入根据营业总收入/销量近似计算；单车净利根据扣非归母净利润/销量近似计算

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

广汽：22Q4业绩低于预期，23Q1业绩符合预期

- ◆ **2022Q4归母净利润同环比跌幅较大主要系资产减值损失较多叠加投资收益收窄。**
 - 广汽自主Q4销量同环比均正增长，营收环比下滑主要来自产品结构改变：Q4单车收入为16.11万元/辆（营收/自主销量近似计算），同环比分别-15.4%/-10.1%；合资企业贡献投资收益同环比下滑：两田Q4折扣加大且疫情影响下批发同环比下滑。2022H2合资品牌单车净利为0.50万元（投资收益/销量近似计算），同环比分别-32.4%/-36.2%；**大额资产减值损失影响归母净利润**：Q4计提资产减值损失23.69亿，其中包括三菱减值+部分车型开发平台减值。
- ◆ **2023Q1业绩整体符合预期，规模效应减弱&价格战影响毛利率，合资盈利能力环比回升。**
 - **营收**：Q1销量环比下滑，单车收入环比提升主要原因为M8等售价较高车型销量占比提升，产品结构改善。**毛利率**：Q1毛利率为4.01%，同环比分别-2.11/-5.36pct。毛利率环比下滑较多的原因为销量环比下滑规模效应减弱+Q1价格战影响盈利能力。**合资品牌量利承压**：Q1广本销量为14.95万辆，同环比分别为-29.6%/-11.5%；广丰为22万辆，同环比分别为-10.9%/-8.4%。合资整体销量承压，同时由于Q1价格战影响单车盈利。

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

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	Q1同比	Q1环比
营业收入	232.68	254.21	316.78	296.39	265.57	14.14%	-10.40%
毛利率	6.12%	6.23%	6.04%	9.37%	4.01%	(2.11)	(5.36)
销售费用率	4.96%	4.79%	4.08%	1.91%	4.01%	(0.95)	2.10
管理费用率	4.11%	4.21%	3.26%	3.75%	3.08%	(1.03)	(0.67)
研发费用率	1.03%	1.25%	1.22%	2.56%	1.50%	0.46	(1.07)
财务费用率	0.01%	-0.17%	-0.11%	-0.36%	-0.14%	(0.16)	0.22
投资收益	42.27	42.71	37.70	20.49	29.55	-30.10%	44.18%
资产减值损失	-0.05	-0.44	-6.06	-23.69	-2.61	—	—
归母净利润	30.09	27.42	23.12	0.06	15.38	-48.89%	—
扣非后归母净利润	28.98	27.42	20.87	-2.31	14.34	-50.51%	—

- ◆ **2022Q4问界销量同环比高增下营收/毛利率等均持续提升，费用率持续提升。**
- **问界车型放量带动2022Q4营收同比实现高增长。**受疫情影响公司Q4整体销量为7.0万辆，同环比分别-8.06%/-2.23%，其中问界销量3.04万辆，环比+10.96%。问界自2022年3月开启交付，2022全年共交付7.62万辆，带动公司ASP整体向上。Q4 ASP为15.69万元，同环比分别+126.71%/+4.90%。Q4毛利率为14.53%，同环比分别+7.63/+1.81pct。Q4持续投入渠道铺设及车型研发，费用率同环比提升。Q4单季度亏损扩大。
- ◆ **2023Q1市场竞争加剧影响问界销量表现。**
- 公司2023Q1销量同环比均下滑，同时公司于1月调整问界部分车型指导价格，单车ASP环比下滑，Q1毛利率环比有相对大幅下滑，Q1费用率持续提升。2023Q1公司亏损环比收窄，扣非归母净利润-9.24亿元，单车净利为-1.49万元，Q1单车环比亏损缩小。

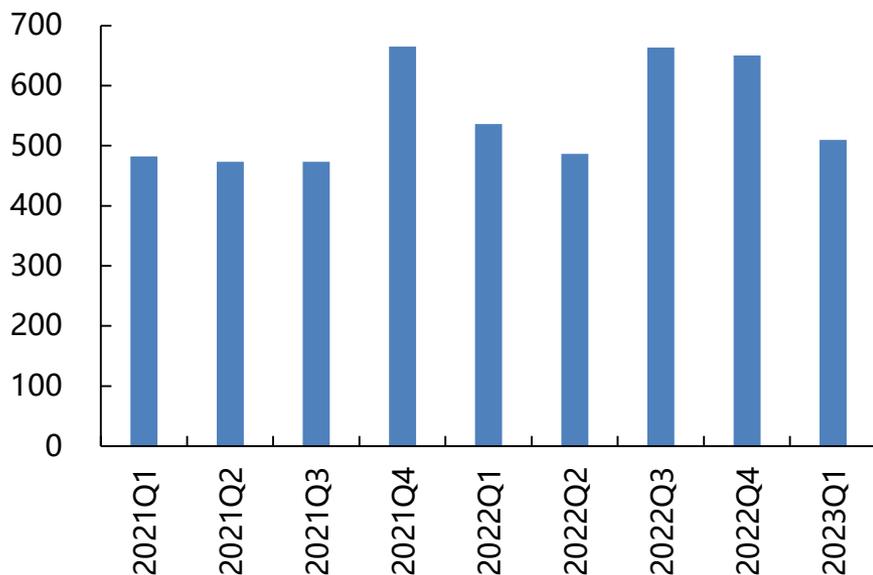
表：赛力斯核心财务指标拆分（单位：亿元） 毛利率、费用率同环比单位为pct

单位：亿元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	23Q1同比	23Q1环比
营业收入	51.31	72.85	107.07	109.82	50.91	-0.79%	-53.64%
营业成本	47.88	67.25	93.45	93.86	46.39	-3.13%	-50.58%
毛利率	6.68%	7.69%	12.72%	14.53%	8.88%	2.20	(5.65)
费用	11.61	16.48	23.07	29.65	15.04	29.52%	-49.29%
销售费用	5.18	9.42	16.23	17.37	7.68	48.33%	-55.80%
管理费用	3.14	3.79	3.94	6.88	3.80	21.00%	-44.74%
研发费用	2.81	2.98	3.27	4.08	3.46	22.96%	-15.17%
财务费用	0.48	0.28	-0.37	1.32	0.10	—	—
期间费用率	22.62%	22.62%	21.55%	27.00%	29.54%	6.91	2.54
销售费用率	10.09%	12.94%	15.16%	15.82%	15.08%	4.99	(0.73)
管理费用率	6.12%	5.20%	3.68%	6.26%	7.47%	1.34	1.20
研发费用率	5.48%	4.09%	3.05%	3.71%	6.79%	1.31	3.08
财务费用率	0.93%	0.39%	-0.34%	1.21%	0.20%	(0.74)	(1.01)
归母净利润	-8.39	-8.88	-9.47	-11.57	-6.25	—	—
扣非归母净利润	-7.57	-9.57	-11.51	-14.31	-9.24	—	—
销量（万辆）	5.99	6.57	7.16	7.00	4.19	-30.02%	-40.08%
AITO销量（万辆）	0.30	1.53	2.74	3.04	1.16	281.44%	-61.82%
单车收入（万元/辆）	8.56	11.08	14.96	15.69	12.14	41.78%	-22.64%
单车净利（万元/辆）	-1.40	-1.35	-1.32	-1.65	-1.49	—	—

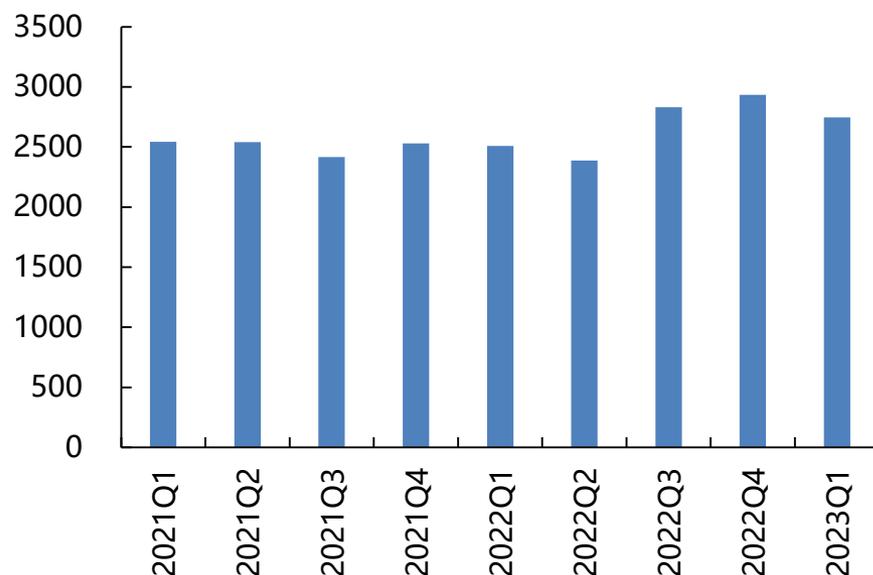
零部件板块业绩综述

- ◆ **国内狭义乘用车2022Q4产量同环比基本持平，2023Q1产量环比大幅下降。**国内狭义乘用车2022Q4实现产量650.34万辆，同比微降2.23%，环比微降2.01%；2023Q1实现产量509.64万辆，同比下降4.93%，环比下降21.63%。
- ◆ **零部件板块2022Q4营收环比微增3.67%，2023Q1营收环比下降6.40%。**2022Q4汽车零部件板块营业收入为2935.47亿元，同比增长15.97%，环比微增3.67%；2023Q1零部件板块营收2747.51亿元，同比增长9.48%，环比下降6.40%，环比表现与下游狭义乘用车行业表现一致，但降幅明显窄于狭义乘用车行业。

图：国内狭义乘用车产量（万辆）

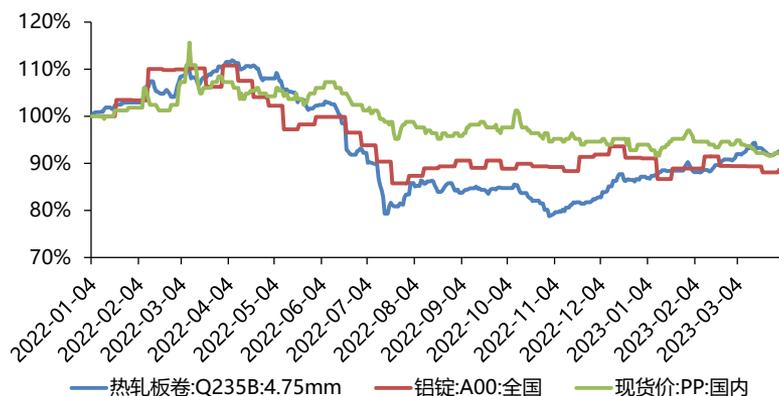


图：申万零部件板块营收汇总（亿元）

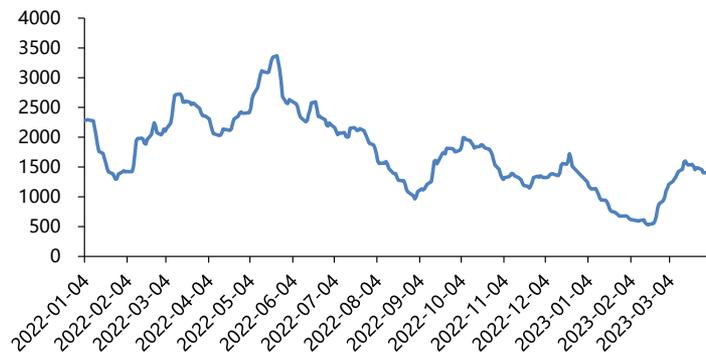


- ◆ **上游原材料价格和海运费均有所回落。**原材料方面，钢材、铝材以及塑料粒子等种类的价格在2022Q1至2023Q1期间均有所回落，零部件企业成本端的压力有所缓解。海运费方面，波罗的海干散货指数从2022年5月的3000点以上回落至2023Q1末的1300点的水平，出口型零部件企业的海运压力大幅缓解。
- ◆ **2022年美元兑人民币整体升值，2023Q1有所回落。**美元兑人民币中间价从2022年初的6.38一路升至2022年11月最高的7.20左右；2023Q1美元兑人民币汇率有所回落，但仍保持较高位置。

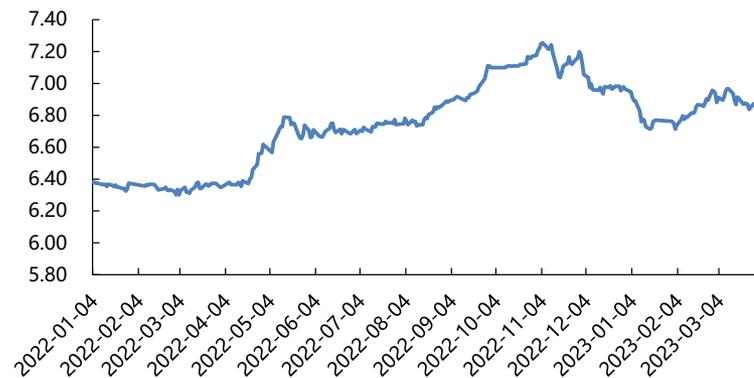
图：原材料价格指数



图：波罗的海干散货指数



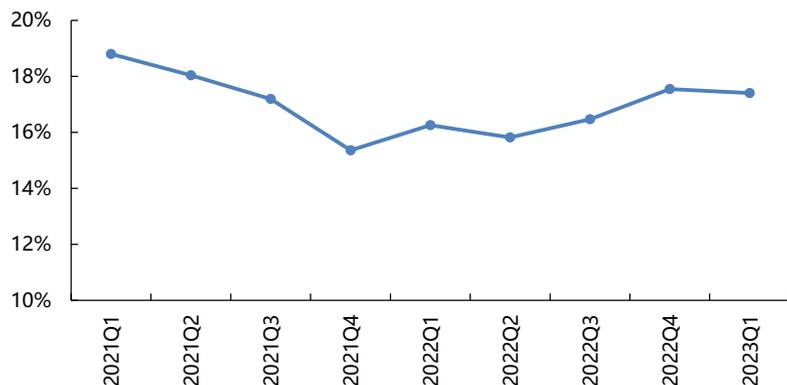
图：美元兑人民币汇率



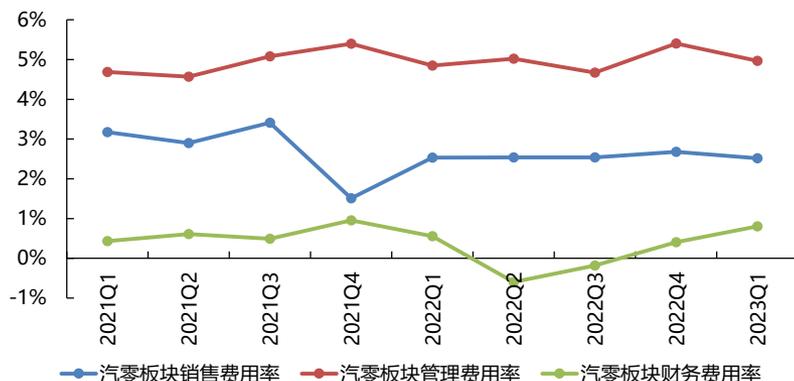
板块财务指标分析：毛利率回升，费用率稳定

- ◆ **2022Q1-2023Q1板块毛利率整体回升。** 得益于2022Q1-2023Q1原材料成本和海运费下降等因素的影响，板块毛利率从2021Q4的15.36%一路回升至2023Q1的17.40%。
- ◆ **期间费用率整体稳定，2023Q1利润率同环比提升。** 2022Q4至2023Q1汽零板块期间费用率整体稳定；2023年一季度板块销售净利率为4.66%，同比提升0.28个百分点，环比提升2.94个百分点。

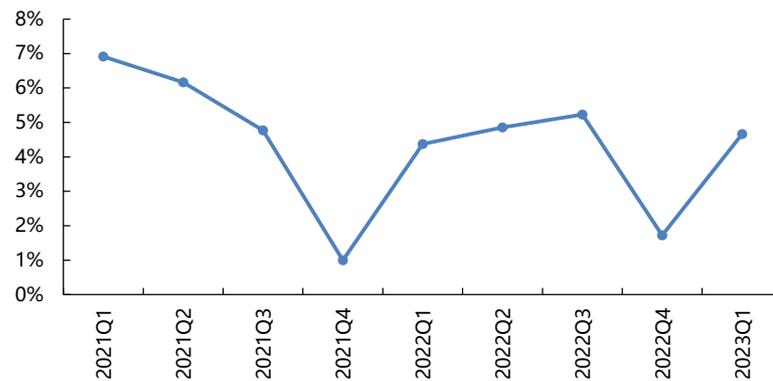
图：板块毛利率变化



图：板块费用率变化

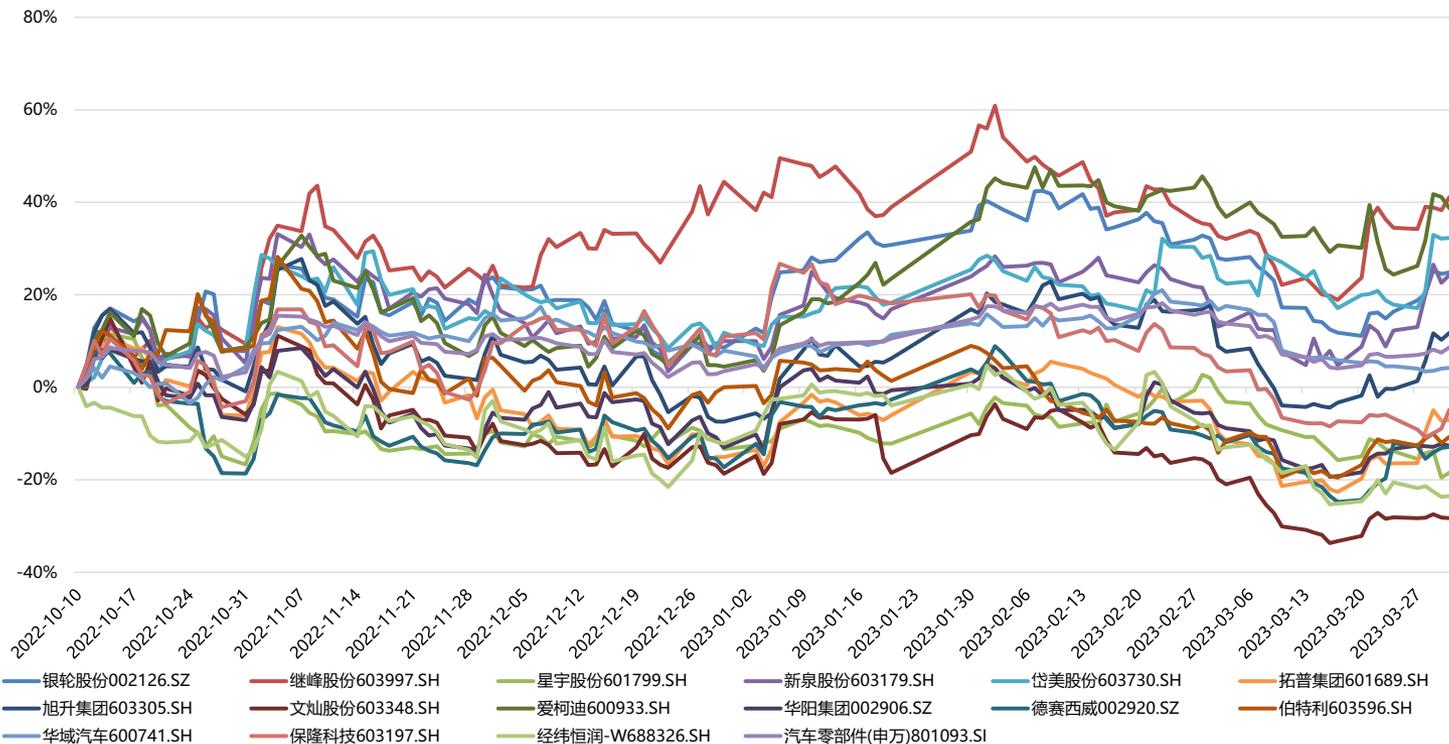


图：板块销售净利率



- ◆ 针对汽车零部件板块，我们选取15家零部件企业进行重点分析，包括3家智能化类：德赛西威、华阳集团、经纬恒润，3家轻量化类：爱柯迪、旭升集团、文灿股份；2家综合类：华域汽车、拓普集团；2家智能底盘类：保隆科技、伯特利；4家内外饰类：星宇股份、继峰股份、岱美股份、新泉股份；1家热管理类：银轮股份。
- ◆ 以始末股价来看，银轮股份、继峰股份、新泉股份、岱美股份、爱柯迪好于行业表现；旭升集团、华域汽车基本与行业保持一致；星宇股份、拓普集团、文灿股份、华阳集团、德赛西威、伯特利、保隆科技、经纬恒润表现差于行业。

图：2022Q4/2023Q1 申万汽车零部件指数以及重点企业收盘价涨跌幅（相较于2022年10月1日）



覆盖标的营收/客户产量分析

- ◆ 国产替代加速/新产品拓展/新能源客户放量助推营收高增长，超越行业平均。
- ✓ 德赛西威：1) 自动驾驶业务客户，理想+小鹏放量增长；2) 智能座舱业务上汽大众+丰田等客户放量。
- ✓ 经纬恒润：1) 研发服务费用环比40%+；2) 智能底盘域控等新产品落地放量；
- ✓ 伯特利：1) 线控制动产品放量增长；2) 核心客户长安汽车环比+37%；
- ✓ 保隆科技：1) 空气悬挂业务放量增长；2) 公司处理上海松江区地块带来收入约1.3亿元；
- ✓ 新泉股份：新能源客户持续放量，驱动营收规模持续增长；
- ✓ 银轮股份：新能源乘用车热管理业务和工业及民用业务持续增长。

表：标的营收指标及核心客户产量变化

营收(亿元)/销量or产量(万辆)	2021Q4	2021全年	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022全年	2023Q1	2022Q4同比	2022Q4环比	2023Q1同比	2023Q1环比
德赛西威	32.67	95.69	31.42	32.66	37.04	48.22	149.33	39.83	47.62%	30.20%	26.80%	-17.39%
长城汽车	33.07	104.80	24.05	18.36	23.48	22.19	88.08	17.12	-32.90%	-5.50%	-28.85%	-22.87%
长安汽车	27.22	119.33	36.07	26.37	31.83	43.62	137.89	39.23	60.28%	37.07%	8.75%	-10.07%
广汽集团	65.02	214.21	60.67	54.00	67.00	59.98	241.66	53.95	-7.75%	-10.48%	-11.08%	-10.05%
一汽大众	49.49	180.08	43.41	42.20	49.79	42.46	180.16	38.25	-14.22%	-14.73%	-11.87%	-9.90%
一汽丰田	24.37	83.19	19.73	19.14	23.69	20.12	83.46	15.32	-17.45%	-15.08%	-22.36%	-23.85%
广汽丰田	24.45	82.80	24.70	25.32	26.14	24.02	100.50	22.00	-1.77%	-8.12%	-10.93%	-8.41%
华阳集团	13.57	44.88	12.00	12.85	15.23	16.29	56.38	13.15	20.04%	6.98%	9.63%	-19.27%
长城汽车	33.07	104.80	24.05	18.36	23.48	22.19	88.08	17.12	-32.90%	-5.50%	-28.85%	-22.87%
长安汽车	27.22	119.33	36.07	26.37	31.83	43.62	137.89	39.23	60.28%	37.07%	8.75%	-10.07%
广汽集团	65.02	214.21	60.67	54.00	67.00	59.98	241.66	53.95	-7.75%	-10.48%	-11.08%	-10.05%
爱柯迪	8.54	32.06	9.03	9.31	11.93	12.39	42.65	12.57	45.10%	3.83%	39.19%	1.44%
全球乘用车(除中国)	1454.75	5264.49	1369.65	1332.82	1406.86	1410.92	5520.25	1443.36	-3.01%	0.29%	5.38%	2.30%
旭升集团	10.11	30.23	9.92	10.02	12.71	11.89	44.54	11.73	17.57%	-6.46%	18.28%	-1.35%
特斯拉全球	29.51	89.97	31.33	27.74	36.49	42.35	137.91	41.81	43.51%	16.06%	33.42%	-1.29%
文灿股份	11.47	41.12	12.43	11.99	14.46	13.41	52.30	12.72	16.95%	-7.27%	2.31%	-5.15%
蔚来汽车	2.50	9.14	2.58	2.51	3.16	4.01	12.25	3.10	59.99%	26.72%	20.46%	-22.50%
赛力斯						1.85	1.85	1.18	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-36.24%

表：标的营收指标及核心客户产量变化

营收(亿元)/销量or产量(万辆)	2021Q4	2021全年	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022全年	2023Q1	2022Q4同比	2022Q4环比	2023Q1同比	2023Q1环比
华域汽车	396.10	1399.44	373.70	313.79	445.64	449.54	1582.68	368.15	13.49%	0.88%	-1.49%	-18.11%
上汽大众	39.16	124.20	33.12	24.34	38.75	35.86	132.08	22.63	-8.42%	-7.46%	-31.67%	-36.89%
上汽通用	42.97	133.16	27.45	23.22	34.72	31.62	117.01	18.60	-26.41%	-8.92%	-32.26%	-41.19%
上汽乘用车	30.93	82.50	19.13	16.90	24.23	22.44	82.70	19.51	-27.44%	-7.40%	2.02%	-13.06%
拓普集团	36.40	114.63	37.45	30.49	43.09	48.89	159.93	44.69	34.33%	13.46%	19.32%	-8.61%
特斯拉全球	29.51	89.97	31.33	27.74	36.49	42.35	137.91	41.81	43.51%	16.06%	33.42%	-1.29%
吉利汽车	40.62	132.80	32.60	28.78	40.54	44.34	143.30	32.25	9.14%	9.35%	-1.10%	-27.27%
比亚迪	28.54	73.49	29.00	35.34	59.25	68.21	186.26	54.79	138.95%	15.12%	88.96%	-19.67%
伯特利	11.64	34.92	10.14	11.00	15.70	18.55	55.39	15.00	59.38%	18.12%	47.86%	-19.16%
奇瑞汽车	29.60	90.05	21.59	23.46	40.30	32.53	117.88	31.26	9.88%	-19.29%	44.83%	-3.89%
长安汽车	33.85	151.23	47.53	33.08	38.13	51.03	169.76	43.97	50.72%	33.81%	-7.48%	-13.83%
吉利汽车	40.64	132.81	32.65	28.93	37.90	44.71	144.20	32.40	10.03%	17.97%	-0.78%	-27.54%
星宇股份	22.51	79.09	21.32	15.86	22.46	22.84	82.48	19.23	1.45%	1.70%	-9.84%	-15.81%
一汽大众	49.49	180.08	43.41	42.20	52.11	42.46	180.18	38.25	-14.20%	-18.52%	-11.89%	-9.92%
奇瑞汽车	28.73	86.54	20.93	22.91	39.36	31.65	114.85	30.75	10.16%	-19.59%	46.92%	-2.84%
一汽丰田	24.37	83.19	19.73	19.14	24.47	20.12	83.46	15.32	-17.44%	-17.78%	-22.35%	-23.86%
东风日产	29.61	108.08	27.33	19.08	25.85	19.83	92.09	17.50	-33.03%	-23.29%	-35.97%	-11.75%
一汽红旗	9.96	30.06	7.62	5.37	8.13	9.89	31.01	6.11	-0.70%	21.65%	-19.82%	-38.22%
新泉股份	13.49	46.13	14.90	13.23	19.08	22.26	69.47	21.73	65.00%	16.65%	45.81%	-2.38%
吉利汽车	40.62	132.80	32.60	28.78	37.58	44.34	143.30	32.25	9.16%	17.99%	-1.07%	-27.27%
奇瑞汽车	28.73	86.54	20.93	22.91	39.36	31.65	114.85	30.75	10.16%	-19.59%	46.92%	-2.84%
国际知名电动车企业	17.81	48.41	18.22	11.26	18.83	22.78	71.09	22.93	27.91%	20.98%	25.85%	0.66%
银轮股份	19.85	78.16	20.55	18.12	21.34	24.79	84.80	25.55	24.92%	16.18%	24.35%	3.06%
重卡销量	16.21	139.34	23.14	14.82	14.32	14.88	67.16	24.13	-8.20%	3.91%	4.28%	62.16%
国内新能源乘用车	137.98	350.65	118.97	127.23	187.42	215.58	649.20	150.10	56.24%	15.02%	26.17%	-30.37%
国际知名电动车企业	17.81	48.41	18.22	11.26	18.83	22.78	71.09	22.93	27.91%	20.98%	25.85%	0.66%

覆盖标的毛利率变化趋势

◆ 各主要公司2022Q4及2023Q1毛利率水平相对稳定。

- ✓ **继峰股份**：22Q4毛利率环比提升预计受客户补偿确认所致，23Q1毛利率环比微降预计主要系客户补偿确认节奏影响；
- ✓ **银轮股份**：22Q4毛利率环比下降主要系低毛利新能源热管理业务占比提升；23Q1毛利率环比提升预计主要系商用车复苏，高毛利商用车业务占比提升。
- ✓ **文灿股份**：1) 包括蔚来和赛力斯等国内客户销量不及预期，公司设备转固后带来经营成本上升；2) 百炼集团墨西哥工厂三期产能爬坡+欧洲能源价格调整。
- ✓ **拓普集团**：1) 根据公司公告，2022年因为《301条款》原因需要补缴人民币1.11亿元关税，反映在22年Q4毛利率环节；2) 产品结构变化，低毛利率的内饰件占比提升，高毛利率的减震类产品营收占比下降。

表：标的毛利率变化

	2021Q4	2021全年	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022全年	2023Q1	2022Q4同比	2022Q4环比	2022全年同比	2023Q1同比	2023Q1环比
德赛西威	24.76%	24.60%	23.96%	24.00%	23.31%	21.57%	23.03%	21.09%	-3.20%	-1.74%	-1.57%	-2.87%	-0.48%
华阳集团	18.37%	21.57%	21.98%	21.07%	22.68%	22.46%	22.10%	22.32%	4.09%	-0.22%	0.53%	0.34%	-0.14%
经纬恒润	31.92%	30.88%	23.80%	33.31%	28.38%	29.10%	28.99%	26.43%	-2.82%	0.72%	-1.89%	2.64%	-2.66%
爱柯迪	23.28%	26.32%	23.35%	26.77%	30.05%	29.54%	27.77%	29.65%	6.26%	-0.51%	1.45%	6.29%	0.11%
旭升集团	18.30%	24.06%	20.28%	22.61%	25.57%	26.26%	23.91%	25.78%	7.96%	0.69%	-0.15%	5.49%	-0.48%
文灿股份	18.87%	18.50%	19.42%	17.22%	21.10%	15.88%	18.47%	14.33%	-2.99%	-5.22%	-0.02%	-5.10%	-1.56%
华域汽车	12.61%	14.38%	13.85%	13.33%	13.98%	15.38%	14.22%	13.88%	2.77%	1.39%	-0.16%	0.03%	-1.50%
拓普集团	17.55%	19.88%	20.77%	22.09%	24.01%	19.86%	21.61%	21.85%	2.31%	-4.16%	1.74%	1.08%	2.00%
保障科技	10.91%	27.41%	28.28%	26.53%	28.36%	28.59%	28.00%	28.24%	17.68%	0.24%	0.59%	-0.04%	-0.35%
伯特利	22.13%	24.19%	22.50%	21.80%	21.78%	23.34%	22.44%	21.50%	1.21%	1.56%	-1.75%	-1.01%	-1.84%
星宇股份	16.39%	22.08%	22.38%	24.08%	22.93%	21.32%	22.56%	21.54%	4.94%	-1.60%	0.48%	-0.84%	0.22%
继峰股份	11.60%	14.14%	12.19%	10.22%	14.11%	15.36%	13.09%	13.89%	3.76%	1.25%	-1.06%	1.70%	-1.47%
岱美股份	10.51%	24.83%	27.84%	26.99%	26.77%	13.07%	23.05%	27.52%	2.56%	-13.71%	-1.78%	-0.33%	14.45%
新泉股份	20.81%	21.32%	19.46%	18.94%	19.44%	20.63%	19.73%	19.79%	-0.19%	1.18%	-1.59%	0.33%	-0.84%
银轮股份	19.73%	20.37%	19.24%	19.85%	20.98%	19.34%	19.84%	20.18%	-0.40%	-1.64%	-0.54%	0.93%	0.84%

覆盖标的期间费用率变化情况

- ◆ 部分公司期间费用率波动较大。经纬恒润：2023Q1营收实现7.39亿元，环比-44%，费用支出较为刚性，费用率被动提升。
- ◆ Q1美元兑人民币贬值，海外营收占比高的公司受到影响。23Q1美元兑人民币汇率从6.96降至6.87，出口占比高的公司如岱美股份、爱柯迪等23Q1财务费用因汇兑损失而出现环比提升。

表：标的期间费用率

	2022Q4	2023Q1	2022Q4同比	2022Q4环比	2023Q1同比	2023Q1环比
德赛西威	14.45%	14.12%	-0.53%	-3.17%	1.35%	-0.33%
华阳集团	14.63%	17.36%	2.44%	-0.71%	0.78%	2.73%
经纬恒润	24.75%	42.02%	1.23%	0.15%	6.43%	17.27%
爱柯迪	10.20%	13.38%	-9.02%	2.92%	-0.69%	3.18%
旭升集团	7.34%	6.51%	-1.14%	2.50%	-1.25%	-0.83%
文灿股份	12.92%	12.16%	1.52%	2.66%	1.89%	-0.76%
华域汽车	10.75%	10.74%	1.77%	1.62%	0.63%	-0.01%
拓普集团	8.71%	10.11%	0.18%	0.24%	2.18%	1.41%
保隆科技	17.82%	19.68%	13.69%	-4.23%	-2.65%	1.85%
伯特利	9.35%	9.67%	-1.82%	1.10%	0.08%	0.33%
星宇股份	12.86%	10.66%	6.34%	3.45%	2.23%	-2.21%
继峰股份	11.29%	12.40%	0.36%	-2.20%	-0.59%	1.11%
岱美股份	9.66%	14.76%	-7.69%	-1.48%	2.00%	5.10%
新泉股份	10.58%	11.22%	-4.45%	1.19%	-1.08%	0.64%
银轮股份	12.10%	13.46%	-3.69%	-1.97%	-1.40%	1.36%

表：标的研发费用率

	2022Q4	2023Q1	2022Q4同比	2022Q4环比	2023Q1同比	2023Q1环比
德赛西威	10.73%	10.09%	-0.04%	-1.32%	1.25%	-0.64%
华阳集团	8.04%	9.76%	0.40%	-0.67%	0.97%	1.72%
经纬恒润	15.76%	27.79%	2.67%	-0.57%	7.55%	12.03%
爱柯迪	5.01%	5.13%	-1.15%	0.95%	-0.05%	0.11%
旭升集团	4.55%	3.78%	0.77%	1.28%	-0.03%	-0.77%
文灿股份	3.67%	3.13%	0.99%	0.82%	0.46%	-0.54%
华域汽车	4.71%	4.92%	-0.21%	0.13%	0.73%	0.21%
拓普集团	4.17%	4.76%	0.15%	-1.00%	0.70%	0.59%
保隆科技	5.69%	7.56%	-1.28%	-1.61%	0.25%	1.87%
伯特利	7.14%	6.20%	-0.96%	1.87%	-0.63%	-0.94%
星宇股份	6.80%	6.45%	1.27%	0.78%	1.31%	-0.35%
继峰股份	1.74%	1.69%	-0.09%	-0.81%	-0.14%	-0.05%
岱美股份	4.89%	3.69%	-0.55%	1.68%	0.04%	-1.20%
新泉股份	3.92%	4.88%	-1.73%	-0.05%	-0.09%	0.96%
银轮股份	4.06%	4.53%	-0.38%	-0.99%	0.40%	0.48%

表：标的管理费用率

	2022Q4	2023Q1	2022Q4同比	2022Q4环比	2023Q1同比	2023Q1环比
德赛西威	2.60%	2.35%	-0.30%	-0.25%	0.05%	-0.25%
华阳集团	2.71%	3.23%	-0.77%	-0.04%	-0.27%	0.52%
经纬恒润	5.06%	10.00%	0.39%	-1.50%	1.12%	4.94%
爱柯迪	5.48%	5.88%	-1.19%	0.12%	-0.80%	0.40%
旭升集团	2.82%	2.29%	0.74%	1.13%	0.78%	-0.54%
文灿股份	5.39%	6.18%	-0.09%	0.36%	1.13%	0.79%
华域汽车	5.46%	5.12%	0.10%	1.21%	-0.13%	-0.34%
拓普集团	2.55%	2.68%	0.42%	-0.03%	0.22%	0.13%
保隆科技	5.76%	6.91%	-1.47%	-1.34%	-1.56%	1.15%
伯特利	1.95%	2.59%	-0.34%	-0.52%	0.52%	0.64%
星宇股份	3.49%	3.55%	0.84%	0.89%	1.08%	0.06%
继峰股份	7.84%	7.51%	-0.35%	1.30%	-0.75%	-0.33%
岱美股份	5.20%	6.48%	-4.71%	-2.44%	-0.05%	1.28%
新泉股份	3.92%	4.78%	-0.60%	-0.73%	-0.14%	0.86%
银轮股份	5.02%	5.23%	1.02%	-0.76%	-0.44%	0.22%

表：标的财务费用率

	2022Q4	2023Q1	2022Q4同比	2022Q4环比	2023Q1同比	2023Q1环比
德赛西威	0.05%	0.21%	0.32%	-0.78%	0.36%	0.16%
华阳集团	-0.27%	0.21%	-0.74%	-0.11%	0.08%	0.47%
经纬恒润	-1.30%	-2.68%	-1.69%	2.17%	-2.79%	-1.38%
爱柯迪	-2.15%	1.00%	-7.18%	1.37%	0.10%	3.15%
旭升集团	-0.78%	0.07%	-2.52%	-0.04%	-1.88%	0.84%
文灿股份	1.40%	1.66%	-0.60%	0.29%	-0.02%	0.25%
华域汽车	-0.10%	0.00%	-0.07%	0.16%	0.05%	0.10%
拓普集团	0.67%	1.51%	-0.10%	1.42%	1.46%	0.84%
保隆科技	0.49%	1.14%	-1.33%	-2.49%	-1.11%	0.65%
伯特利	-0.62%	-0.14%	-0.48%	0.12%	0.16%	0.48%
星宇股份	-0.49%	-0.02%	-0.38%	-0.67%	0.00%	0.47%
继峰股份	0.42%	1.85%	0.67%	-2.36%	0.37%	1.43%
岱美股份	-0.81%	2.82%	-3.18%	1.51%	2.05%	3.64%
新泉股份	0.49%	-0.36%	0.28%	1.12%	-0.82%	-0.85%
银轮股份	-0.02%	1.50%	-0.95%	-0.04%	0.05%	1.52%

覆盖标的归母净利率变化情况

- ◆ **德赛西威**: 2022Q4营收环比大幅增长, 费用率被动下降, 推动公司整体利润率提升;
- ◆ **爱柯迪**: 2022Q4汇兑收益约4000万元, 叠加四季度固定资产折旧加速带来约1000+万收益, 推动净利润率提升;
- ◆ **经纬恒润**: 2022Q4确认高毛利技术服务费用; 2023Q1营收环比明显下滑, 费用率被动大幅提升;
- ◆ **文灿股份**: 2022Q4扣除法国百炼增值税约5200万元左右, 影响整体利润率;
- ◆ **保隆科技**: 2022Q4处理上海松江地块, 带来约9500万元非经常性收益;
- ◆ **星宇股份**: 22Q4受费用端增长影响, 归母净利率同环比下降; 23Q1费用率下降, 归母净利率环比提升;
- ◆ **继峰股份**: 22Q4受减值影响归母净利率同环比大幅下滑; 23Q1同比经营改善, 归母净利率同比提升2.07个百分点;
- ◆ **岱美股份**: 22Q4受毛利率下降以及减值影响, 环比出现较大下滑;
- ◆ **银轮股份**: 22Q4及23Q1归母净利率得益于公司持续降本控费得到持续同比改善。

表: 标的归母净利率率

	2021Q4	2021全年	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022全年	2023Q1	2022Q4同比	2022Q4环比	2022全年同比	2023Q1同比	2023Q1环比
德赛西威	10.46%	8.70%	10.12%	6.22%	4.62%	10.19%	7.93%	8.30%	-0.26%	5.57%	-0.78%	-1.82%	-1.90%
华阳集团	6.66%	6.65%	5.76%	7.28%	6.85%	6.96%	6.75%	5.89%	0.30%	0.11%	0.09%	0.13%	-1.06%
经纬恒润	8.40%	4.48%	-4.48%	13.71%	4.70%	6.51%	5.83%	-11.84%	-1.89%	1.81%	1.35%	-7.36%	18.35%
爱柯迪	3.63%	9.67%	9.40%	13.78%	16.28%	19.47%	15.21%	13.48%	15.84%	3.19%	5.54%	4.08%	-5.99%
旭升集团	8.05%	13.67%	12.09%	15.45%	16.56%	18.17%	15.75%	16.44%	10.12%	1.61%	2.08%	4.35%	-1.73%
文灿股份	2.47%	2.36%	6.39%	4.74%	8.47%	-1.57%	4.54%	0.20%	-4.04%	-10.04%	2.18%	-6.19%	1.77%
华域汽车	4.46%	4.62%	4.57%	2.58%	5.30%	5.17%	4.55%	3.89%	0.71%	-0.12%	-0.07%	-0.67%	-1.28%
拓普集团	7.25%	8.87%	10.30%	10.56%	11.62%	10.05%	10.63%	10.07%	2.80%	-1.57%	1.76%	-0.23%	0.02%
保隆科技	4.18%	6.89%	4.62%	1.64%	4.55%	6.35%	4.48%	7.87%	2.17%	1.80%	-2.40%	3.25%	1.52%
伯特利	11.68%	14.45%	13.64%	12.93%	12.58%	11.89%	12.61%	11.49%	0.22%	-0.69%	-1.83%	-2.15%	-0.40%
星宇股份	9.37%	12.00%	12.64%	11.85%	13.20%	8.21%	11.41%	10.59%	-1.16%	-4.99%	-0.59%	-2.05%	2.38%
继峰股份	-0.81%	0.75%	-0.90%	-3.09%	1.98%	-27.18%	-7.89%	1.17%	26.36%	29.16%	-8.64%	2.07%	28.35%
岱美股份	-1.63%	9.89%	12.75%	14.71%	12.72%	5.56%	11.07%	11.21%	7.19%	-7.16%	1.19%	-1.53%	5.65%
新泉股份	4.71%	6.16%	5.60%	6.34%	7.70%	7.02%	6.77%	6.97%	2.31%	-0.68%	0.62%	1.38%	-0.05%
银轮股份	0.23%	2.82%	3.42%	3.38%	4.69%	6.12%	4.52%	4.97%	5.89%	1.44%	1.70%	1.55%	-1.15%

表：覆盖标的核心点评总结

分类	标的	核心点评内容
智能化	德赛西威	22Q4实现归母净利润4.92亿元，略超预期，核心原因：1) 核心客户理想汽车L7/8/9三款车型落地放量，配套智能驾驶+智能座舱，单车价值量1-2万元；2) 下半年获得软件退税收入约8600万元，大部分在Q4确认；3) 个人所得税-1.5亿元，其中递延所得税费用约4800万元； 23Q1实现归母净利润3.31亿元，符合预期，核心原因：1) 毛利率环比-0.5pct，自动驾驶业务增速高于智能座舱，毛利率偏低；2) 管理+研发费用绝对值下降明显，即使营收下降，但是整体费用率环比-0.33pct，推动利润率提升；
	华阳集团	22Q4实现归母净利润1.13亿元，环比+10.3%，符合预期。核心原因：长城+长安产量环比+21.7%，推动营收环比增长。 23Q1实现归母净利润0.78亿元，环比-31.6%，低于预期。核心原因：1) 长城+长安产量环比-19.5%，营收承压环比-19.3%；2) 毛利率保持稳定，但营收下降导致费用率被动提升，环比+2.7pct，利润率下降
	经纬恒润	22Q4实现归母净利润0.86亿元，环比+78.8%，符合预期，核心原因：Q4确认高毛利技术服务业务收入约3.3亿元，环比+44% 23Q1实现归母净利润-0.88亿元，环比-201.5%，低于预期，核心原因：1) 下游乘用车市场需求不及预期，公司乘用车营收占比90%以上；2) 部分产品降价价格没有确认，导致一季度收入确认不及预期，影响约数千万元；3) 高毛利技术服务业务确认收入约2亿元；4) 营收下降导致费用率被动提升，环比+17.3pct。
轻量化	爱柯迪	22Q4实现归母净利润2.41亿元，环比+24.2%，超出预期，核心原因：1) Q4国家固定资产投资带来额外个税抵扣，约1000+万元；2) 汇兑收益约4000万元；合计带来约5000万+的非经常性收益。 23Q1实现归母净利润1.69亿元，环比-29.8%，低于预期，核心原因：1) Q1个税抵扣及汇兑收益基本为0；2) 可转债因为财务准则原因计提约1500万元，导致财务费用为1300万元；整体营收和毛利率基本与Q4持平 核心看点：1) 中大型结构件产品加速放量落地；2) 墨西哥生产基地加速建设。
	旭升集团	22Q4实现归母净利润2.16亿元，环比+2.6%，符合预期；1) 营收端受到2022年底疫情放开影响，导致生产节奏放缓，环比微降；2) 大宗原材料价格下降，推动毛利率环比+0.7pct；3) 储能业务Q4季度开始批量供应；4) Q4受到固定资产投资个税抵扣收益。 23Q1实现归母净利润1.93亿元，环比-10.75%，高于预期；1) 营收端环比-1.35%，明显好于行业平均，得益于核心T客户需求稳定及储能+铝瓶等业务放量增长；2) 毛利率25.8%，环比微降0.5pct，未受到供应链成本传导影响。 核心看点：1) 发力集成产品事业部，获得主机厂Tier1订单；2) 墨西哥生产基地400+亩土地，预计2023Q4投产。
	文灿股份	22Q4实现归母净利润-0.21亿元，环比-117%，符合预期；法国百炼墨西哥子公司因为增值税诉讼事宜，计提损失约5000万元，导致Q4业绩为负 23Q1实现归母净利润0.03亿元，同比-96.8%，低于预期；1) 国内核心客户蔚来+赛力斯需求不及预期，导致营收及毛利率均下降；2) 百炼集团欧洲工厂能源价格上涨，以及墨西哥三期工厂产能爬坡带来利润影响，共同导致Q1业绩不及预期。 核心看点：1) 大型车身压铸件放量投产；2) 2023/2024年在墨西哥工厂及匈牙利工厂导入高压铸造生产线
综合类	华域汽车	22Q4实现归母净利润21.99亿元，环比-2.4%，符合预期 23Q1实现归母净利润14.34亿元，环比-38.3%，符合预期，核心客户上汽大众/上汽通用/上汽乘用车产量分别为23.3/18.7/19.5万辆，环比-35.68%/-41.63%/-14.74%，导致整体营收环比-18.1%
	拓普集团	22Q4实现归母净利润4.91亿元，环比-1.88%，符合预期；公司因为《301》法案，影响关税全年约1.1亿元，全部在Q4进行体现 23Q1实现归母净利润4.5亿元，环比-8.39%，符合预期；1) 营收端受到激励+通用产量环比-33.1%影响，环比下滑8.6%；2) 新能源营收占比被动提升，毛利率基本持平，未受到供应链降价影响；3) 营收下降导致费用率被动提升+1.4pct，导致利润率下降

表：覆盖标的核心点评总结

分类	标的	核心点评内容
智能底盘	保隆科技	22Q4实现归母净利润0.99亿元，环比+89.2%，超出预期；公司处理松江区不动产，带来约1.3亿元收入及9500万元非经常性利润 23Q1实现归母净利润0.93亿元，环比-5.9%，超出预期；空气悬挂业务加速放量，Q1月均出货量8000套，预计全年出货量超过10万套；
	伯特利	22Q4实现归母净利润2.21亿元，环比+11.6%，符合预期；1) 下游客户奇瑞+长安+吉利产量环比+20.7%，推动营收环比+18.1%； 2) 线控制动产品预计Q4出货15万套，环比+160%+。 23Q1实现归母净利润1.72亿元，环比-21.9%，符合预期；1) 吉利/奇瑞/长安产量环比-32%/-20%/-16%，导致营收环比-19%；2) 线控制动产品出货量约12万套，毛利率低于其它产品，导致整体毛利率下降；
	亚太股份	22Q4实现归母净利润0.27亿元，同比+134.54%，环比+219.70%，符合预期。由于产品结构优化及前期产能投放逐步兑现盈利能力提升，叠加降本控费期间费用率下降，净利润率环比+1.6pct。 23Q1实现归母净利润0.38亿元，同比+60.38%，环比+39.97%，符合预期。
内外饰等	星宇股份	2022Q4单季归母净利润1.87亿元，同比下降11.16%，环比下降36.76%；2023Q1归母净利润2.04亿元，同比下降24.46%，环比增长8.62%； 整体看公司22Q4业绩低于我们的预期，23Q1业绩符合我们的预期。 公司22Q4归母净利润受期间费用增长（主要是销售费用率大幅提升）拖累出现环比大幅下滑。后续重点关注公司新能源客户转型以及车灯产品升级。
	继峰股份	2022Q4单季度归母净利润-13.40亿元，同比亏损扩大，环比由盈转亏；2023Q1单季归母净利润0.60亿元，同环比均实现扭亏为盈； 整体看公司22Q4业绩符合我们的预期（此前已发业绩预告），23Q1业绩符合我们的预期。 Q4亏损主要系长期资产（含商誉）减值计提等特殊事项影响。后续重点关注公司乘用车座椅开拓以及格拉默整合提升利润率。
	岱美股份	2022Q4归母净利润0.84亿元，同比扭亏，环比下降52.51%；2023Q1归母净利润1.54亿元，同比增长7.37%，环比增长83.97%； 整体看公司22Q4业绩低于我们的预期，23Q1业绩符合我们的预期。 Q4归母净利润环比下滑主要系毛利率下降以及减值影响。后续重点关注公司顶棚业务拓展。
	新泉股份	2022Q4归母净利润1.56亿元，同比增长145.79%，环比增长6.12%；2023Q1归母净利润1.52亿元，同比增长81.63%，环比下降3.03%； 整体看公司22Q4及23Q1业绩符合我们的预期。 Q4公司营收环比增长主要系主要客户Q4批发销量实现环比增长所带动。后续重点关注公司各主要客户新定点放量。
	福耀玻璃	2022Q4归母净利润8.18亿元，同环比分别+48.7%/-46.1%；2023Q1归母净利润9.15亿元，同环比分别+5.0%/+7.0%。22Q4业绩略低于我们预期，主要系上游成本持续高位影响毛利率；23Q1业绩超我们预期，主要系高附加值功能装车带来单车ASP/营收快速提升
	沪光股份	2022年Q4实现归母净利润0.24亿元，同比扭亏为盈，环比+24.37%，符合预期。 2023年Q1实现归母净利润-0.25亿元，同比-453.29%，环比-202.43%，略低于预期。公司核心客户上汽大众实现产量23.5万辆，环比-36.6%，赛力斯实现产量1.3万辆，环比-57.3%导致公司业绩下滑。
热管理	银轮股份	2022Q4归母净利润1.52亿元，同比大幅增长，环比增长52.00%；2023Q1归母净利润1.27亿元，同比增长80.73%，环比下降16.35%； 整体看公司22Q4及23Q1业绩符合我们的预期。 公司Q1营收端创新高预计主要系商用车复苏所致。后续重点关注公司新能源热管理业务成长。

投资建议-风险提示

投资建议：2023年板块配置目前排序——客车>重卡/两轮车>乘用车/零部件

- **客车板块**：上行周期或刚开始。2023年或开始新一轮上行周期（国内大中客均值回归+出口进入持续快车道等）。受益排序：龙头率先【宇通客车】，龙二跟随【金龙汽车】。
- **重卡板块**：迎小周期的复苏阶段。2016年重卡迎来了一轮周期的上行阶段（国标切换&治超&集中换车等共同驱动），2021-2022年进入了这轮周期的下行阶段，2023年或迎来小周期的复苏阶段&下一轮大周期的准备期（经济稳增长+国标切换+出口增长+新能源转型等）。受益排序：中国重汽/潍柴动力/中集车辆/汉马科技等。
- **电动两轮车板块**：上行周期的业绩兑现阶段。2017-2022年迎来上行周期（新国标实施+配送服务需求）且头部企业集中度持续提升，2023年总体趋势或仍延续。核心受益头部企业：雅迪控股/爱玛科技。
- **乘用车板块**：价格战正在进行时。投资层面，短期（1年内）视角板块仍需消化价格战。长期（1-2年以上）视角依然对自主品牌全球崛起充满信心【比亚迪/理想/长城/吉利/蔚来/小鹏/长安/上汽/广汽】等。
- **零部件板块**：基本与乘用车一荣俱荣，一损俱损。短期（1年内）视角优选业绩与国内乘用车价格战相关度较低的品种【中国汽研/岱美股份/爱柯迪】等。中长期（1-2年以上）视角建议核心围绕“具备出海综合优势”布局优质零部件品种（福耀/拓普/旭升/文灿/爱柯迪/新泉/岱美/继峰/德赛/华阳/伯特利/星宇等）。

◆ 风险提示

- 全球地缘政治不确定性增大；全球经济复苏低于预期；乘用车价格战超出预期。

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；
- 增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；
- 中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；
- 减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；
- 中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；
- 减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园