

格局分化加剧 成长属性依旧

——2022 年报&23Q1 季报总结

汽车与汽车零部件行业

主要观点:

► 乘用车：业绩整体承压 龙头韧性突显

龙头业绩表现突出，看好需求复苏及供给加速下优质自主的强势崛起。受补贴退坡、需求疲软影响，23Q1 乘用车批发销量 507.9 万辆，同比-6.8%；上险 404.7 万辆，同比-13.9%；但销量结构向好，新能源渗透率站稳 30%，同时智能电动带来产品力与品牌力重塑，2023 年自主累计份额已达 52.2%。营收端来看，格局分化明显。比亚迪营收高增，23Q1 同比+79.8%，其他车企相对承压；利润端，受价格战影响，多数企业毛利率、归母利润承压，但比亚迪同比改善明显，预计主要受核心车型销量坚挺、碳酸锂价格下跌及高端化带动。进入 4 月，价格战降温，车市企稳修复，伴随优质供给推出，预计 23Q2 起需求有望环比改善，看好自主崛起。

► 零部件：盈利韧性强 成长>周期

23Q1 业绩分化明显，整体成长强于周期，轻量化表现突出。2022 年受益板块需求向上，零部件板块营收同比+5.7%，其中 22Q4 单季度营收同比+15.9%。23Q1，尽管受整体需求影响，新能源车型仍然保持 25.5% 的增长，且铝价、海运、汇兑等趋势向好，轻量化、热管理、商用车零部件相关公司业绩表现较好。受客户结构影响，智能化及其他国产替代赛道公司分化较大，合资、二线新势力产业链整体承压，特斯拉、理想产业链表现强劲。整体看，剔除掉个别季度亏损严重的公司影响后，23Q1 零部件板块扣非净利同比增速+16.7%，环比+7.1%；单季度归母净利率 4.7%，同比+0.2pp，环比+1.2pp，盈利韧性强，零部件板块正处于成长>周期阶段。

► 重卡：至暗时刻已过新一轮景气周期启动

重卡行业景气度触底回升，行业复苏驱动力强劲。自 2021 年 5 月至 2023 年 1 月，重卡销量已连续 21 个月同比下降，主要由于国六标准切换透支需求、运力饱和叠加库存高企等不利因素。根据中汽协口径，23Q1 重卡总批发销量为 24.1 万辆，同比+4.3%。我们认为，2023 年国六 b 标准实施及国五库存消化将为新车销售提供基础，疫情防控放开、基建投资以及出口等有利因素将为行业恢复性反弹提供上行力量。

► 摩托车：供给创造需求 中大排量持续高景气

评级及分析师信息

行业评 推荐
级：

行业走势图



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系电话：

中大排业绩高增，看好头部摩企需求向上。据中国摩托车商会数据，2022、23Q1 国内 250cc+中大排量分别累计销售 55.34、10.86 万辆，同比分别+44.7%、+21.3%，供给驱动下行业持续高景气。从重点摩托车企业营收表现来看，中大排营收占比较高的春风及钱江显著受益，2022 营收同比分别+44.7%和+31.1%，23Q1 营收同比分别+27.3%和+43.5%，且在原材料、海运价格下探+美元汇率提升促进下，盈利能力呈现较强提升。后续考虑摩托车文化的进一步形成、新兴消费群体升级置换需求上释放以及禁限摩政策的边际改善，我们预计 2023 年行业增速 30-40%，持续推荐中大排摩托车赛道。

► 投资建议

23Q1 基金汽车行业重仓持股占比为 3.64%，同比+0.95pp，环比+0.05pp，疫情之后持仓稳步恢复；分板块看，乘用车板块持仓下降，汽车零部件、摩托车板块持仓占比提升明显。当前，估值位于中枢之下，强业绩支撑下配置价值突显。当前汽车板块当前估值位于近两年中位数（32x）之下，约 28x，在强业绩支撑下板块配置价值突显。

乘用车：经济修复需求回暖+优质供给加速推出+自助高端化、全球化加速，三维共振，坚定看好变革机遇下自主崛起，推荐产品周期加速、具备高业绩弹性的优质自主【长安汽车、长城汽车、吉利汽车 H、比亚迪】，受益标的【理想汽车 H、蔚来-SW】。

零部件：中期成长不断强化，短期量价影响有限，坚定看好新势力产业链+智能电动增量，推荐：

1、新势力产业链：优选【拓普集团、新泉股份、多利科技、双环传动、上声电子、爱柯迪、美利信】；

2、智能电动增量：1) 智能化核心主线：优选智能驾驶-【伯特利、经纬恒润-W、德赛西威】+智能座舱-【上声电子、光峰科技、继峰股份】；2) 轻量化高景气：特斯拉引领一体压铸大变革，优选【文灿股份、旭升集团、多利科技】。

重卡：重卡行业销售情况与 PB 估值共振，当前重点企业处于业绩和估值底，有较大回弹潜力。中长期来看经济回暖货运需求提升，短期来看国六 a 透支出清、国六 b 带动换新，叠加健康的库存情况，重卡行业有望迎来戴维斯双击，应把握周期向上行情和投资机会。建议关注【中国重汽 (A+H)、潍柴动力】，受益标的【福田汽车】。

摩托车：据中国摩托车商会数据，2022、23Q1 国内 250cc+中大排量分别累计销售 55.34、10.86 万辆，同比分别+44.7%、+21.3%。中大排量摩托代表消费升级方向，市场潜力巨大，份额将向品牌力突出、动力总成技术领先、渠道布局完善的头部自主、合资品牌集中。推荐【春风动力、钱江摩托】。

风险提示

汽车行业芯片供给短缺；原材料成本波动超出预期；汽车行业终端需求不及预期；汽车出口销量不及预期；禁、限排政策收紧导致摩托车需求下滑；摩托车市场竞争加剧等。

盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价	投资评级	EPS (元)				P/E			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000625.SZ	长安汽车	11.92	买入	0.47	0.80	0.92	1.13	25.4	14.9	13.0	10.5
601633.SH	长城汽车	26.52	买入	0.73	0.81	1.31	1.68	36.3	32.7	20.2	15.8
0175.HK	吉利汽车	9.64	买入	0.48	0.73	1.05	1.57	20.1	13.2	9.1	6.1
002594.SZ	比亚迪	250.11	买入	1.06	8.61	11.20	14.09	236.0	29.0	22.3	17.8
603596.SH	伯特利	59.67	买入	1.24	2.45	3.49	4.70	48.1	24.4	17.1	12.7
688326.SH	经纬恒润-W	121.50	买入	1.62	2.53	4.71	6.93	75.0	48.0	25.8	17.5
688007.SH	光峰科技	20.94	买入	0.52	0.35	0.84	1.09	40.3	59.8	24.9	19.2
002920.SZ	德赛西威	97.32	买入	1.51	3.03	4.20	5.36	64.5	32.1	23.2	18.2
688533.SH	上声电子	41.00	买入	0.41	1.36	2.29	3.36	100.0	30.1	17.9	12.2
603997.SH	继峰股份	12.12	买入	0.12	0.43	0.63	1.05	101.0	28.2	19.2	11.5
603348.SH	天灿股份	38.11	买入	0.38	1.50	2.45	3.56	100.3	25.4	15.6	10.7
001311.SZ	多利科技	68.96	买入	3.64	3.85	5.00	7.01	18.9	17.9	13.8	9.8
605128.SH	上海沿浦	33.62	买入	0.88	1.91	3.83	5.36	38.2	17.6	8.8	6.3
600933.SH	爱柯迪	18.15	买入	0.36	0.92	1.31	1.82	50.4	19.7	13.9	10.0
601689.SH	拓普集团	49.48	买入	0.93	2.11	3.06	4.44	53.2	23.5	16.2	11.1
603179.SH	新泉股份	36.70	买入	0.75	1.60	2.45	3.12	48.9	22.9	15.0	11.8
002472.SZ	双环传动	22.75	买入	0.46	1.00	1.41	1.66	49.5	22.8	16.1	13.7
301307.SZ	美利信	26.55	买入	0.63	1.37	1.83	2.47	42.1	19.4	14.5	10.7
603786.SH	科博达	50.02	买入	0.97	1.48	2.04	2.94	51.5	33.8	24.5	17.0
600660.SH	福耀玻璃	33.16	买入	1.23	2.03	2.46	3.02	27.0	16.3	13.5	11.0
601799.SH	星宇股份	105.01	买入	3.41	4.20	6.05	7.90	30.8	25.0	17.4	13.3
300258.SZ	精锻科技	9.40	买入	0.36	0.62	0.79	1.00	25.9	15.1	11.9	9.4
603129.SH	春风动力	127.98	买入	3.01	7.47	10.26	13.60	42.5	17.1	12.5	9.4
000913.SZ	钱江摩托	18.90	买入	0.52	1.16	1.61	2.23	36.3	16.3	11.7	8.5

资料来源：WIND，华西证券研究所（收盘价截至 2023/5/9），光峰科技、德赛西威、福耀玻璃、美利信分别与电子、计算机、建材、通信组联合覆盖

正文目录

1. 行业概况：23Q1 板块分化 乘弱商强	7
1.1. 样本选择	7
1.2. 行情回顾：分化明显 乘用车零部件走弱 商用车周期向上	7
1.3. 基金持仓：23Q1 板块持仓微增	9
2. 乘用车：23Q1 价格竞争激烈 龙头盈利韧性凸显	14
2.1. 总量&结构：新能源稳健增长 自主乘用车强势崛起	14
2.2. 盈利整体承压 头部车企业绩超预期兑现	18
3. 零部件：业绩分化明显 特斯拉/商用车产业链强劲	23
3.1. 23Q1 零部件营收同比增长 轻量化、商用车赛道高增	23
3.2. 毛利率同比提升 新势力产业链释放盈利弹性	25
3.3. 期间费用同比小幅提升、环比改善	26
3.4. 规模效应增强 盈利性成长>周期	28
4. 重卡：至暗时刻已过 新一轮景气周期启动	31
5. 摩托车：供给创造需求 中大排量持续高景气	35
6. 投资建议	39
7. 风险提示	41

图表目录

图 1 整车板块年初至 4 月 28 日涨跌幅 (%)	8
图 2 行业相对大盘表现回顾	8
图 3 子版块表现回顾	8
图 4 行业相对大盘表现回顾	8
图 5 汽车行业重仓持股市值占比 (%) (申万一级)	9
图 6 汽车行业重仓持股市值占比 (%)	9
图 7 乘用车重仓持股市值占比 (%)	10
图 8 商用车重仓持股市值占比 (%)	11
图 9 零部件重仓持股市值占比 (%)	12
图 10 摩托车及其他重仓持股市值占比 (%)	13
图 11 狭义乘用车年度批发销量及增速 (万辆, %)	15
图 12 狭义乘用车季度批发销量及增速 (万辆, %)	15
图 13 狭义乘用车零售销量及增速 (万辆, %)	15
图 14 渠道库存变化 (万辆)	15
图 15 新能源乘用车批发销量及增速 (辆, %)	15
图 16 新能源乘用车月度渗透率 (%)	15
图 17 狭义乘用车出口销量及增速 (万辆, %)	16
图 18 自主品牌市占率 (%)	16
图 19 乘用车企年度营收及同比增速 (亿元, %)	17
图 20 乘用车企季度营收及同比增速 (亿元, %)	17
图 21 新能源乘用车批发销量及增速 (辆, %)	19
图 22 乘用车整车企业期间费用率 (%)	19
图 23 乘用车企归母净利率 (%)	20
图 24 乘用车企归母净利润及同比增速 (亿元, %)	20
图 25 汽车零部件单季度营收同比 (%)	23
图 26 汽车零部件单季度营收环比 (%)	23
图 27 汽车零部件板块单季毛利率 (%)	25
图 28 汽车零部件板块累计毛利率 (%)	25
图 29 汽车零部件板块单季期间费用率 (%)	27
图 30 汽车零部件板块单季销售费用率 (%)	27
图 31 汽车零部件板块单季管研费用率 (%)	27

图 32 汽车零部件板块单季财务费用率 (%)	27
图 33 汽车零部件单季扣非净利同比 (%)	29
图 34 汽车零部件单季扣非净利环比 (%)	29
图 35 汽车零部件单季归母净利率 (%)	29
图 36 汽车零部件单季投资收益/扣非净利	29
图 37 汽车零部件单季经营现金流净额/收入 (%)	30
图 38 汽车零部件单季净资产收益率 (%)	30
图 39 汽车零部件资产负债率 (%)	30
图 40 汽车零部件存货周转率	30
图 41 汽车零部件应收账款周转率	30
图 42 汽车零部件固定资产周转率	30
图 43 重卡月度销量及同比 (万辆, %)	31
图 44 重卡分类型月度销量 (万辆)	31
图 45 重卡 CR5 企业市占率情况 (%)	32
图 46 重卡整车市场占有率 (%)	32
图 47 半挂牵引车市场占有率 (%)	32
图 48 重卡底盘市场占有率 (%)	32
图 49 重点重卡企业营收及同比增速 (百亿元, %)	33
图 50 重点重卡企业归母净利及同比增速 (亿元, %)	33
图 51 重点重卡企业毛利率 (%)	34
图 52 重点重卡企业净利率 (%)	34
图 53 摩托车行业销量及同比增速 (百万辆, %)	35
图 54 重点摩托车企业营收及同比增速 (亿元, %)	35
图 55 250cc 以上中大排量摩托车月度销量及同比增速 (万辆, %)	36
图 56 重点摩托车企业毛利率 (%)	37
图 57 摩托车主要原材料价格走势	37
图 58 海运 CCFI 价格指数	38
图 59 人民币兑美元/欧元汇率走势	38

表 1 汽车子版块 A 股市值占比	7
表 2 23Q1 乘用车重仓股市值占比 (%)	10
表 3 23Q1 商用车重仓股市值占比 (%)	11
表 4 23Q1 零部件重仓股市值占比 (%)	12
表 5 23Q1 摩托车及其他重仓股市值占比 (%)	13
表 6 乘用车分车企市占率 (万辆; %)	16
表 7 乘用车整车企业分季度营业收入 (亿元)	17
表 8 乘用车整车企业分季度营收同比增速 (%)	17
表 9 新势力汽车企业分季度营收 (亿元人民币)	18
表 10 新势力汽车企业分季度营收同比增速 (%)	18
表 11 乘用车整车企业毛利率 (%)	19
表 12 新势力整车企业毛利率 (%)	19
表 13 新势力整车期间费用率 (%)	19
表 14 乘用车整车企业归母净利润同比增速 (%)	20
表 15 乘用车整车企业归母净利率 (%)	21
表 16 新势力汽车企业分季度净利润同比增速 (%)	21
表 17 新势力汽车企业分季度净利率 (%)	21
表 18 乘用车整车经营性净现金流 (亿元)	22
表 19 新势力车企经营性净现金流 (亿元)	22
表 20 重点公司营收同比增速 (%)	23
表 21 零部件板块中营收同比增速前 10 名的公司	24
表 22 零部件板块中营收环比增速前 10 名的公司	24
表 23 重点公司毛利率 (%)	25
表 24 零部件板块中毛利率排名前 10 名的公司	26
表 25 零部件板块中毛利率环比改善排名前 10 名的公司	26

表 26 重点公司期间费用率 (%)	27
表 27 零部件板块中期间费用率排名后 10 名的公司.....	28
表 28 重点重卡企业营收同比增速 (%)	33
表 29 重点重卡企业归母净利同比增速 (%)	33
表 30 重点重卡企业毛利率 (%)	34
表 31 重点重卡企业净利率 (%)	34
表 32 重点摩托车企业营收同比增速 (%)	36
表 33 重点摩托车企业毛利率 (%)	37
表 34 重点摩托车企业净利率 (%)	38
表 35 重点公司盈利预测	40

1.行业概况：23Q1 板块分化 乘弱商强

1.1.样本选择

我们以申万汽车行业分类（2021）的成分股，剔除 ST 股票，加入德赛西威、经纬恒润、三花智控、光峰科技，共计 265 家上市公司，其中乘用车 8 家，商用车 14 家，汽车零部件 215 家，摩托车及其他 15 家，汽车服务 13 家。截至 2023 年 5 月 8 日收盘，265 家样本企业合计市值 33,652 亿元，合计 A 股市值 924,327 亿元，占有 A 股上市公司市值的 3.6%。

表 1 汽车子版块 A 股市值占比

子行业划分	样本数量	当前总市值(亿元)	样本公司名称
乘用车	8	13,055	比亚迪、长安汽车、海马汽车、长城汽车、广汽集团、赛力斯、北汽蓝谷、上汽集团
商用车	14	2,163	中国重汽、宇通客车、中集车辆、福田汽车、东风汽车、宇通客车、亚星客车、汉马科技、江淮汽车、金龙汽车、动力新科、江铃汽车、一汽解放等
汽车零部件	215	15,962	三花智控、拓普集团、福耀玻璃、德赛西威、经纬恒润-W、华域汽车、星宇股份、伯特利、玲珑轮胎、科博达、赛轮轮胎、旭升股份、双环传动、新泉股份、文灿股份等
摩托车及其他	15	1,442	林海股份、上海凤凰、中路股份、春风动力、爱玛科技、隆鑫通用、永安行、新日股份、九号公司、钱江摩托、涛涛车业等
汽车服务	13	1,030	中国汽研、广汇汽车、国机汽车、庞大集团、中汽股份、德众汽车等

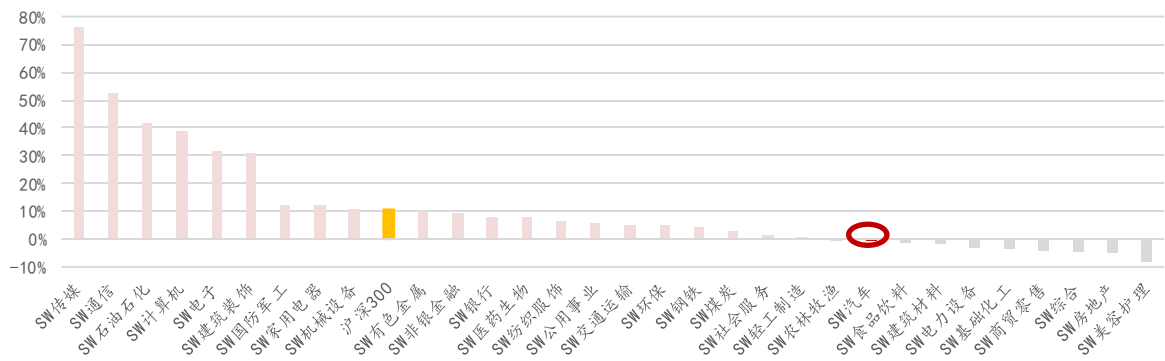
资料来源：WIND，华西证券研究所

备注：德赛西威、经纬恒润、三花智控、光峰科技等 4 家公司未分类在申万汽车行业但为重要汽车零部件企业，故纳入分析样本

1.2.行情回顾：分化明显 乘用车零部件走弱 商用车周期向上

23Q1 基金汽车行业重仓持股占比为 3.64%，环比小幅上升。1 月受特斯拉以价换量影响，部分产业链个股走势强劲，带动板块行情；进入 3 月，随着终端需求持续走弱，价格战开启，格局恶化，市场担心量价双杀，板块迅速回调；进入 4 月，车展及一季报催化，板块有一定反弹，我们认为新能源免购置税政策明年退出，且预计牌照明年收紧，今年 Q4 有望迎来基本面高点。

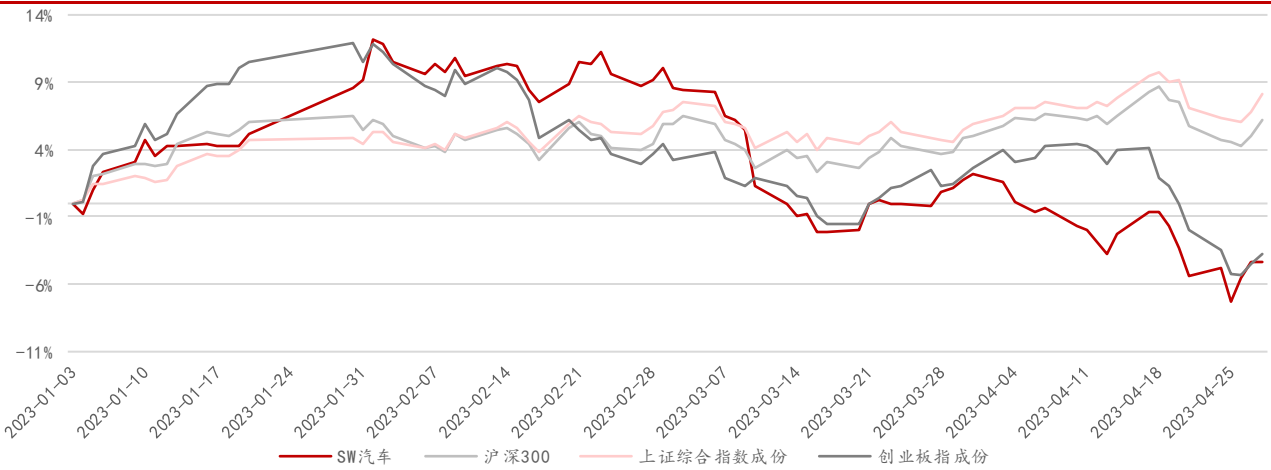
图 1 整车板块年初至 4 月 28 日涨跌幅 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

备注：数据截至 4 月 28 日

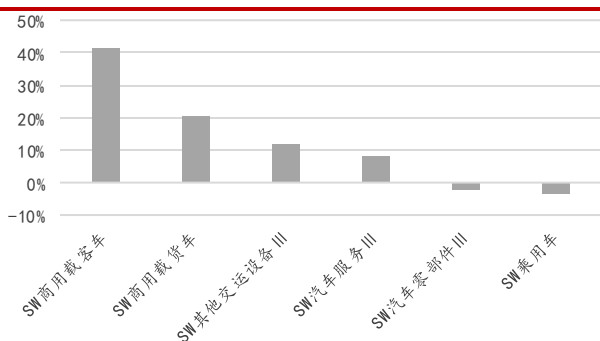
图 2 行业相对大盘表现回顾



资料来源：WIND，华西证券研究所

备注：数据截止至 4 月 28 日

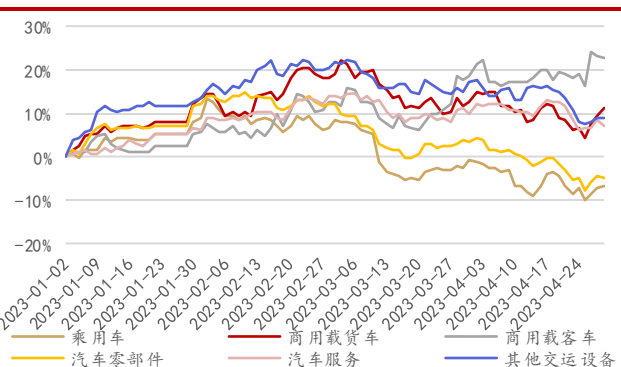
图 3 子版块表现回顾



资料来源：中汽协，华西证券研究所

备注：数据截至 4 月 28 日

图 4 行业相对大盘表现回顾



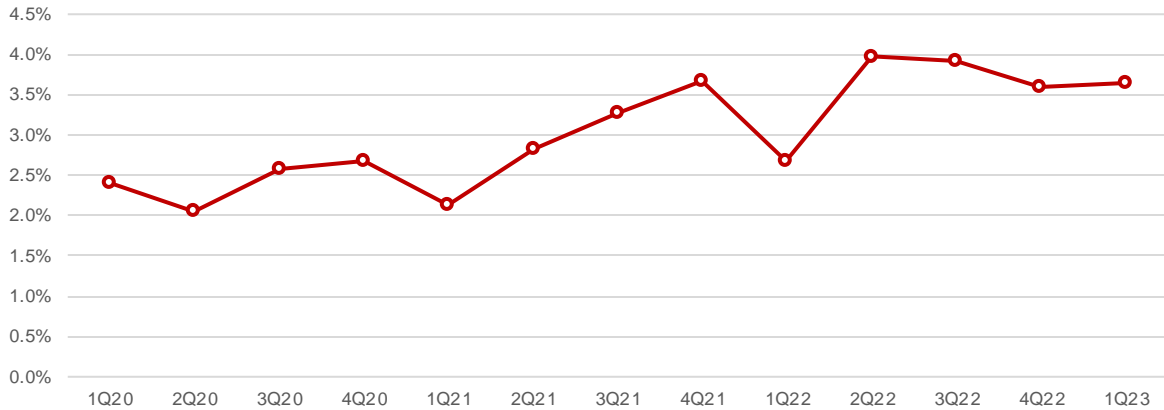
资料来源：WIND, 华西证券研究所

备注：数据截至 4 月 28 日

1.3.基金持仓：23Q1 板块持仓微增

23Q1 基金汽车行业重仓持股占比为 3.64%，环比小幅上升。23Q1 基金汽车行业重仓持股占比为 3.64%，同比+0.95pp，环比+0.05pp，疫情之后持仓稳步恢复。

图 5 汽车行业重仓持股市值占比 (%) (申万一级)

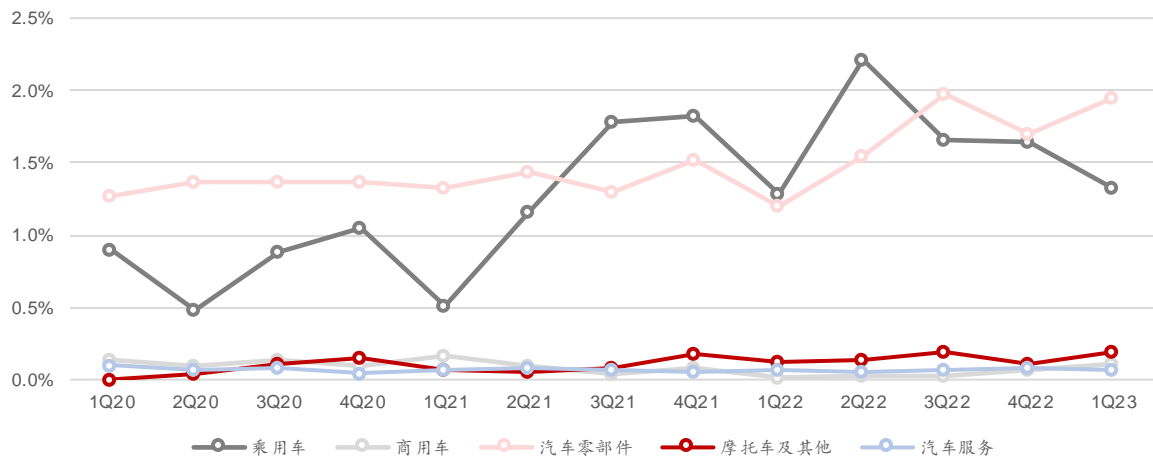


资料来源：WIND，华西证券研究所

注：德赛西威、三花智控、经纬恒润、光峰科技在申万一级分类中不属于汽车行业，但为重要零部件标的，故纳入统计

汽车零部件、摩托车等板块持仓占比提升明显，乘用车板块持仓显著减少。重仓持股市值占比看，23Q1 乘用车占比 1.32%，同比+0.04pp，环比-0.32pp，持仓占比下降明显；零部件占比 1.95%，同比+0.75pp，环比+0.25pp；商用车占比 0.11%，同比-0.10pp，环比+0.05pp；摩托车及其他占比 0.19%，同比+0.07pp，环比+0.08pp；汽车服务占比 0.07%，同比不变，环比+0.05pp。

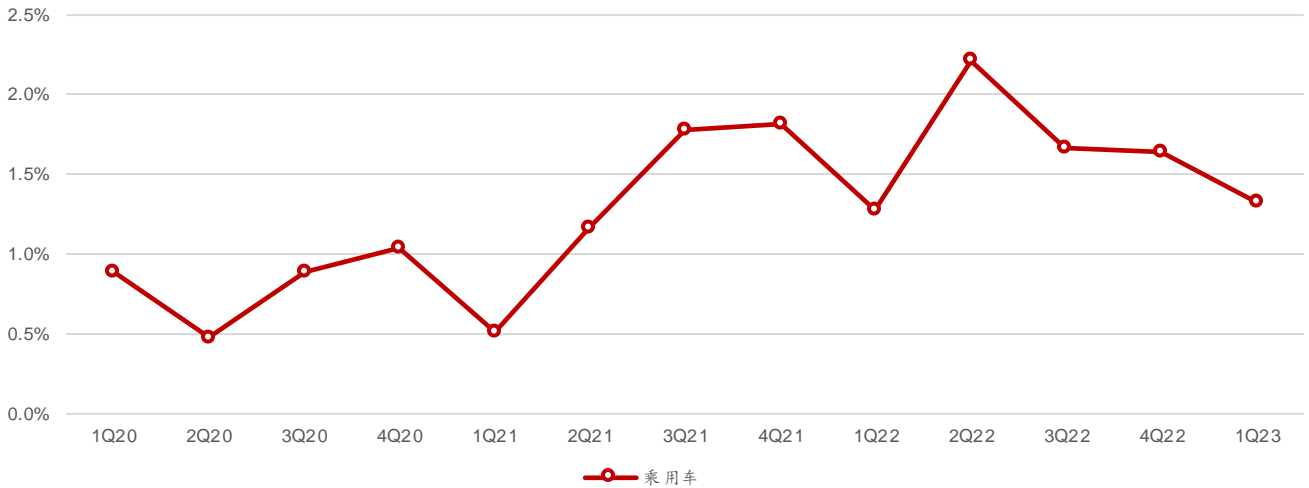
图 6 汽车行业重仓持股市值占比 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

乘用车 23Q1 重仓持股占比环比-0.32pp，比亚迪环比下降显著。23Q1 乘用车行业（申万二级行业，含港股）重仓持股占比为 1.32%，环比下降 0.32pp。个股持仓方面，比亚迪持仓市值占比 1.08%，环比-0.34pp，降幅较大；长城汽车持仓基本持平。

图 7 乘用车重仓持股市值占比 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

表 2 23Q1 乘用车重仓股市值占比 (%)

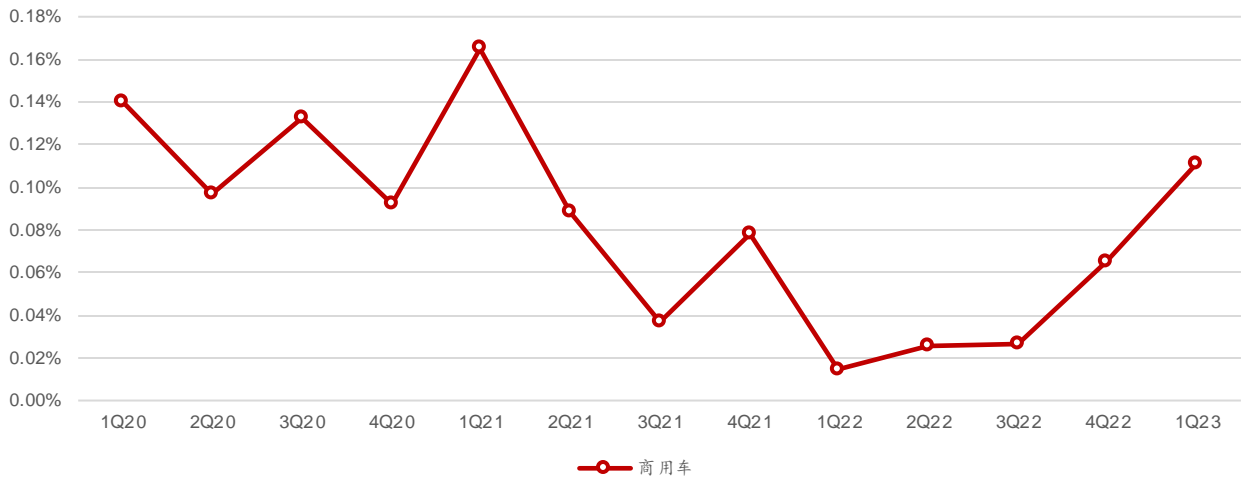
股票代码	公司简称	23Q1	22Q4	占比变化
002594.SZ	比亚迪	0.74%	1.08%	-0.34%
1211.HK	比亚迪股份	0.15%	0.17%	-0.02%
601127.SH	赛力斯	0.10%	0.12%	-0.02%
2015.HK	理想汽车-W	0.08%		
2333.HK	长城汽车	0.07%	0.06%	0.01%
601633.SH	长城汽车	0.07%	0.07%	-0.01%
000625.SZ	长安汽车	0.06%	0.07%	-0.01%
600104.SH	上汽集团	0.03%	0.03%	0.00%
9868.HK	小鹏汽车-W	0.01%		
601238.SH	广汽集团	0.01%	0.01%	0.00%
600733.SH	北汽蓝谷	0.00%	0.00%	0.00%
0175.HK	吉利汽车	0.00%	0.03%	-0.03%

资料来源：WIND，华西证券研究所

商用车 23Q1 重仓持股占比环比+0.05pp，宇通客车持仓环比增长显著，江淮汽车和福田汽车持仓环比增长较大。23Q1 商用车行业（申万二级行业，含港股）重仓持股占比为 0.11%，同比-0.10pp，环比+0.05pp。个股方面，宇通客车占比环比改

善明显，提升 0.022pp，江淮汽车、福田汽车占比环比增幅较大，持仓市值占比分别环比+0.009pp、+0.007pp。

图 8 商用车重仓持股市值占比 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

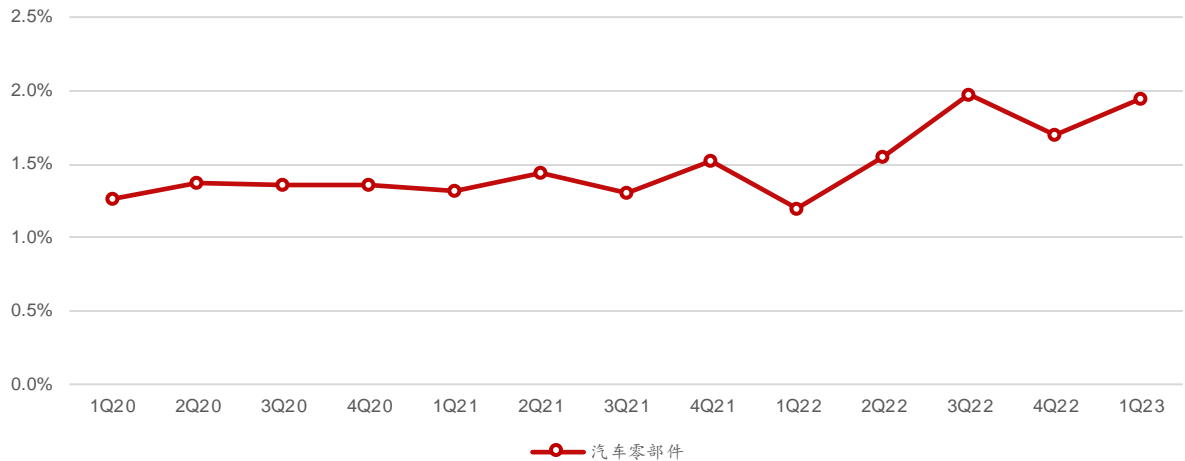
表 3 23Q1 商用车重仓股市值占比 (%)

股票代码	公司简称	23Q1	22Q4	增持比例
600418.SH	江淮汽车	0.026%	0.017%	0.009%
600066.SH	宇通客车	0.025%	0.004%	0.022%
600166.SH	福田汽车	0.023%	0.015%	0.007%
000951.SZ	中国重汽	0.022%	0.019%	0.003%
3808.HK	中国重汽	0.006%	0.009%	-0.003%
301039.SZ	中集车辆	0.006%		
600841.SH	动力新科	0.002%	0.000%	0.002%

资料来源：WIND，华西证券研究所

汽车零部件 23Q1 重仓持股占比环比+0.25%，三花智控、旭升集团、赛轮轮胎、拓普集团、爱柯迪占比环比增幅较大。23Q1 零部件行业（申万二级行业，含港股）重仓持股占比为 1.95%，同比增加 0.75pp，环比增加 0.25pp。个股方面，23Q1 持仓占比环比提升较大的公司为三花智控、旭升集团、赛轮轮胎、拓普集团、爱柯迪，持仓市值占比分别环比+0.14pp、+0.05pp、+0.04pp、+0.03pp、+0.03pp。

图 9 零部件重仓持股市值占比 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

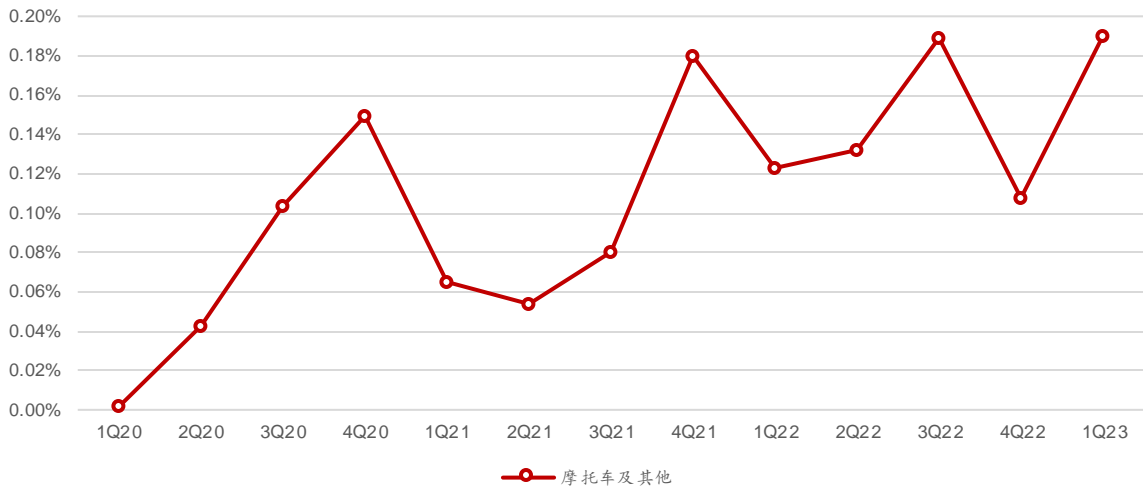
表 4 23Q1 零部件重仓股市值占比 (%)

股票代码	公司简称	23Q1	22Q4	增持比例
002050.SZ	三花智控	0.34%	0.19%	0.14%
601058.SH	赛轮轮胎	0.22%	0.19%	0.04%
601689.SH	拓普集团	0.16%	0.13%	0.03%
603596.SH	伯特利	0.16%	0.15%	0.00%
603179.SH	新泉股份	0.10%	0.09%	0.01%
600660.SH	福耀玻璃	0.10%	0.13%	-0.03%
603305.SH	旭升集团	0.10%	0.05%	0.05%
603997.SH	继峰股份	0.07%	0.07%	0.00%
601799.SH	星宇股份	0.07%	0.08%	-0.01%
600933.SH	爱柯迪	0.06%	0.03%	0.03%
002984.SZ	森麒麟	0.05%	0.06%	-0.01%
002472.SZ	双环传动	0.05%	0.07%	-0.02%
002920.SZ	德赛西威	0.05%	0.05%	0.00%
600741.SH	华域汽车	0.05%	0.04%	0.01%
000338.SZ	潍柴动力	0.04%	0.01%	0.02%

资料来源: WIND, 华西证券研究所

摩托车及其他 23Q1 重仓持股占比同比 +0.08pp。23Q1 摩托车及其他行业（申万二级行业，含港股）重仓持股占比为 0.19%，同比增加 0.07pp，环比增加 0.08pp。个股方面，23Q1 持仓占比环比提升较多的为爱玛科技，环比+0.033pp。

图 10 摩托车及其他重仓持股市值占比 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

表 5 23Q1 摩托车及其他重仓股市值占比 (%)

股票代码	公司简称	23Q1	22Q4	占比变化
689009.SH	九号公司	0.06%	0.05%	0.009%
603129.SH	春风动力	0.05%	0.04%	0.011%
603529.SH	爱玛科技	0.04%	0.01%	0.033%
1585.HK	雅迪控股	0.02%	0.00%	0.017%
000913.SZ	钱江摩托	0.01%	0.00%	0.012%
603776.SH	永安行	0.00%		
301322.SZ	绿通科技	0.00%		

资料来源：WIND，华西证券研究所

2.乘用车：23Q1 价格竞争激烈 龙头盈利韧性凸显

2.1.总量&结构：新能源稳健增长 自主乘用车强势崛起

消费复苏叠加政策刺激，乘用车 2022 年销量快速增长。2022 年乘用车批发销量 2355.1 万辆，同比+9.7%。4 月疫情后行业开始复工复产，叠加 6 月的政策刺激出台，6-8 月批发同比保持 40%左右增长，政策刺激成效显著；

23Q1 需求承压，有望逐季环比改善。受补贴退坡、需求疲软影响，23Q1 乘用车批发销量 507.9 万辆，同比-6.8%。上险 404.7 万辆，同比-13.9%，其中燃油同比-23.5%，新能源同比+21.7%。进入 4 月，价格战降温，消费者持币观望情绪得到缓解，需求逐步释放，车市整体呈企稳修复态势。伴随优质供给加速推出，预计 23Q2 起需求有望环比改善。

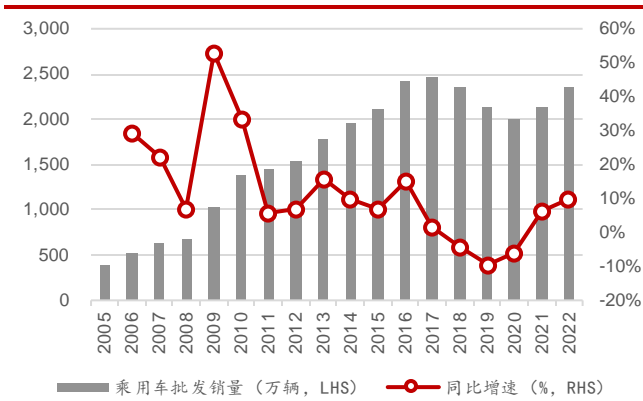
新能源渗透率站稳 30%，23Q4 有望快速突破。新能源产品力撬动需求，加速对燃油车的替代。根据中汽协的数据，23Q1 新能源乘用车批发销量达 151.1 万辆，同比+25.9%，环比-30.6%。剔除春节因素及疫情影响，23Q1 渗透率同比提升 10pct，下半年预计进一步放大，我们预计到 2023 年 12 月新能源渗透率预计可达 48%-50%。

智能电动带来产品力与品牌力重塑，自主份额快速提升。根据中汽协数据，2022 年自主份额 50.1%，新能源市场中自主份额超 70%；23Q1 累计份额已达 52.2%，同比+6.3pct。我们认为本轮自主品牌的崛起是不可逆的，合资车企未来 2-3 年不会有较强竞争力的产品推向市场，随自主新能源加速渗透，自主份额有望持续向上。

自主打破边界，迈入高端化新蓝海。电动智能化背景下，自主品牌打破原先中低端价格带的束缚，迈入高端市场的“新蓝海”。根据中汽协，自主销量结构中 15-20 万元、20-30 万元的占比由 2015 年的 1.1%、0.8%提升到 2022 年的 13.5%、9.7%。23Q1 新能源上险结构改善明显，A0/A00 上险占比从 2022 年的 29%下降至 23Q1 的 22%，A/B/C/D 新能源车型同比分别增长 40%/41%/51%/2627%，新能源市场结构向好，自主高端化趋势明确。

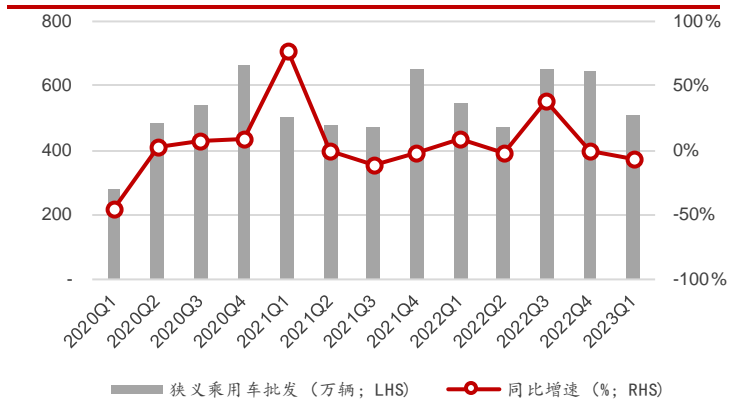
出海持续发力，2023 年有望超 350 万辆。根据中汽协的数据，2022 年下半年起产能恢复后出口快速提升，全年狭义乘用车出口 246.6 万辆，同比+58.0%；23Q1 延续出口高增态势，出口销量 84.0 万辆，同比+94.0%，环比+2.9%。此外，中国新能源车相继布局欧洲等发达国家，电动智能化浪潮下国产车迎来了品牌力与产品力的双重提升，出口空间广阔。

图 11 狭义乘用车年度批发销量及增速 (万辆, %)



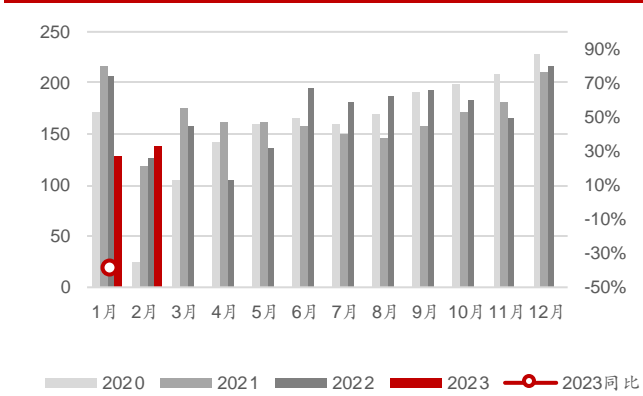
资料来源：中汽协, 华西证券研究所

图 12 狭义乘用车季度批发销量及增速 (万辆, %)



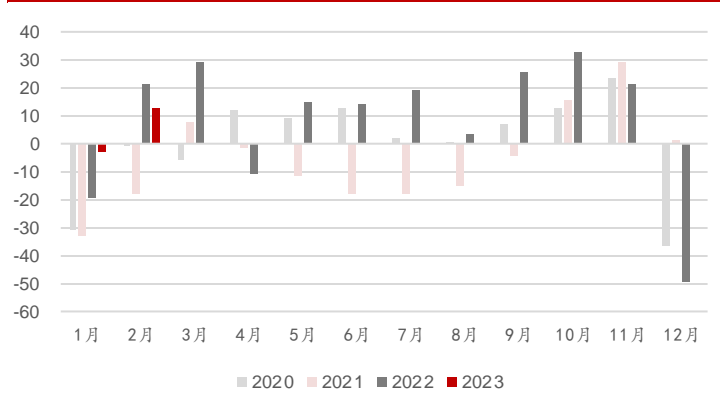
资料来源：WIND, 华西证券研究所

图 13 狭义乘用车零售销量及增速 (万辆, %)



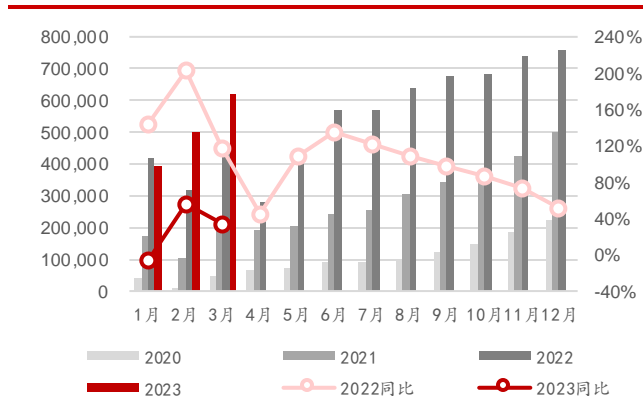
资料来源：乘联会, 华西证券研究所

图 14 渠道库存变化 (万辆)



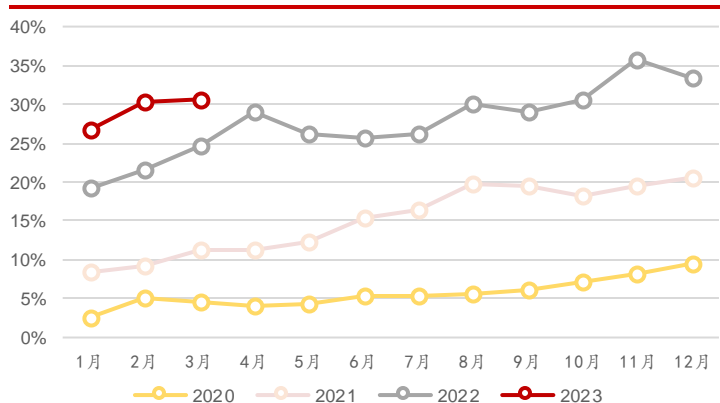
资料来源：中汽协, 华西证券研究所

图 15 新能源乘用车批发销量及增速 (辆, %)



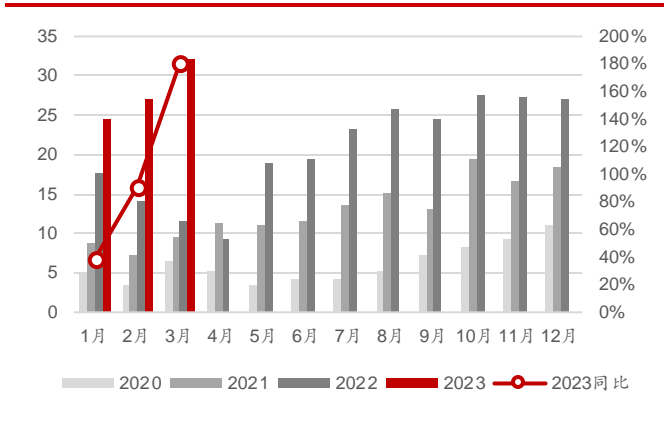
资料来源：中汽协, 华西证券研究所

图 16 新能源乘用车月度渗透率 (%)



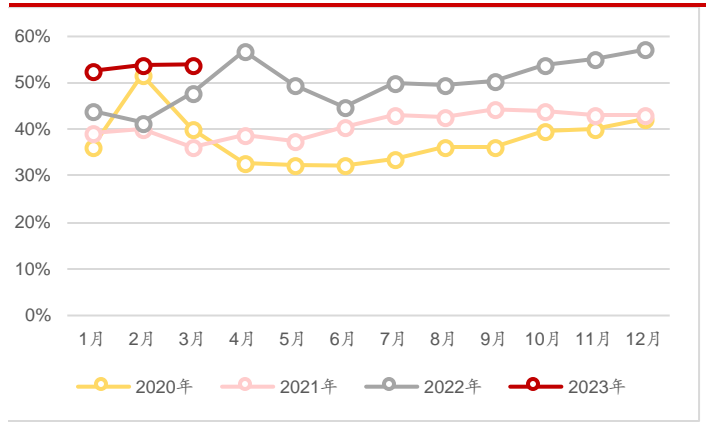
资料来源：中汽协, 华西证券研究所

图 17 狭义乘用车出口销量及增速 (万辆, %)



资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 18 自主品牌市占率 (%)



资料来源：中汽协，华西证券研究所

表 6 乘用车分车企市占率 (万辆; %)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023M1-3					
上汽大众	8.7%	一汽大众	9.5%	一汽大众	10.3%	一汽大众	8.4%	比亚迪	7.9%	比亚迪	10.7%
一汽大众	8.6%	上汽大众	9.3%	上汽大众	7.5%	上汽通用	6.2%	一汽大众	7.6%	长安汽车	7.7%
上汽通用	8.3%	上汽通用	7.5%	上汽通用	7.3%	吉利汽车	6.2%	吉利汽车	6.1%	一汽大众	7.4%
上汽通用五菱	7.0%	吉利汽车	6.3%	吉利汽车	6.5%	上汽通用五菱	5.9%	长安汽车	6.0%	吉利汽车	6.3%
吉利汽车	6.3%	东风汽车	6.0%	东风汽车	5.9%	上汽大众	5.8%	上汽大众	5.6%	奇瑞汽车	6.0%
东风汽车	5.4%	上汽通用五菱	5.8%	上汽通用五菱	5.4%	长安汽车	5.7%	上汽通用五菱	5.5%	特斯拉	4.5%
长城汽车	3.9%	长城汽车	4.3%	长安汽车	4.9%	东风汽车	5.0%	上汽通用	5.0%	上汽大众	4.4%
长安汽车	3.7%	长安汽车	3.8%	长城汽车	4.4%	长城汽车	4.9%	奇瑞汽车	4.9%	广汽丰田	4.3%
北京现代	3.4%	东风本田	3.7%	东风本田	4.2%	奇瑞汽车	4.0%	广汽丰田	4.3%	上汽乘用车	3.8%
广汽本田	3.1%	广汽本田	3.6%	广汽本田	4.0%	一汽丰田	3.9%	东风汽车	3.9%	上汽通用	3.6%
东风本田	3.0%	一汽丰田	3.4%	一汽丰田	3.9%	广汽丰田	3.9%	长城汽车	3.7%	华晨宝马	3.5%
一汽丰田	3.0%	北京现代	3.3%	广汽丰田	3.8%	上汽乘用车	3.7%	一汽丰田	3.5%	广汽乘用车	3.3%
上汽乘用车	3.0%	广汽丰田	3.2%	上汽乘用车	3.3%	广汽本田	3.6%	上汽乘用车	3.5%	长城汽车	3.3%
广汽丰田	2.4%	上汽乘用车	3.1%	奇瑞汽车	3.1%	东风本田	3.5%	广汽本田	3.1%	东风汽车	3.2%
奇瑞汽车	2.3%	奇瑞汽车	2.8%	北京奔驰	3.0%	比亚迪	3.4%	特斯拉	3.0%	一汽丰田	3.0%

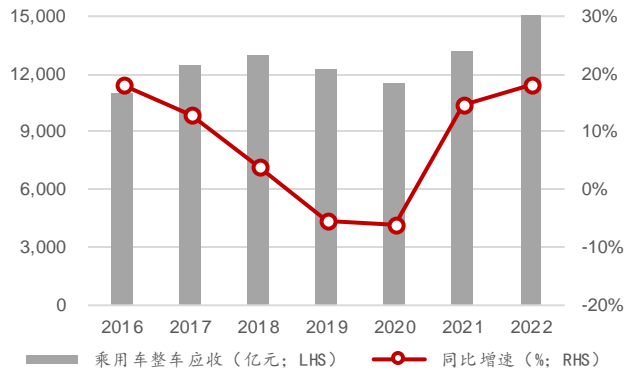
资料来源：WIND，华西证券研究所

头部新能源企业增长强势，比亚迪表现持续亮眼。2022 年 8 家样本乘用车整车企业合计实现营收 15,589.7 亿元，同比+18.1%；剔除上汽集团，其他 7 家样本企业合计实现营收 8,379.9 亿元，同比+49.6%。23Q1，8 家样本乘用车整车企业合计实现营收 3,594.3 亿元，同比+4.9%；剔除上汽集团，其他 7 家样本企业合计实现营收 2,187.8 亿元，同比+32.0%。

分企业来看，在自主崛起及新能源销量快速增长背景下，比亚迪营收快速增长，头部乘用车企中广汽集团、长安汽车营收同比则小幅上升。23Q1 比亚迪、长城汽车

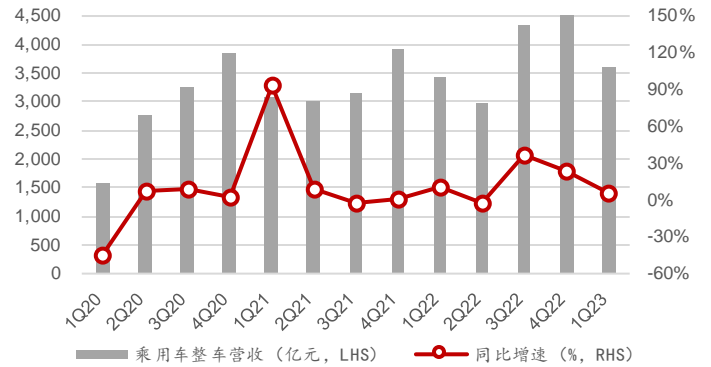
及长安汽车营业收入分别为 1201.74 亿元、290.39 亿元和 345.56 亿元，同比分别 +79.8%、-14%以及+0%。

图 19 乘用车企年度营收及同比增速（亿元，%）



资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 20 乘用车企季度营收及同比增速（亿元，%）



资料来源：中汽协，华西证券研究所

表 7 乘用车整车企业分季度营业收入（亿元）

公司名称	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
合计	3,594.3	4,856.8	4,333.5	2,974.3	3,425.1
合计（不包括上汽）	2,187.8	2,749.3	2,281.3	1,691.9	1,657.4
比亚迪	1,201.7	1,563.7	1,170.8	837.8	668.3
广汽集团	263.9	293.6	315.3	253.0	231.5
长安汽车	345.6	359.0	287.8	220.0	345.8
长城汽车	290.4	378.6	373.5	285.1	336.2
上汽集团	1,406.6	2,107.5	2,052.2	1,282.4	1,767.8
赛力斯	50.9	109.8	107.1	72.8	51.3
海马汽车	10.3	6.5	4.7	5.5	7.1
北汽蓝谷	25.0	38.1	22.3	17.5	17.3

资料来源：WIND, 华西证券研究所

表 8 乘用车整车企业分季度营收同比增速（%）

公司名称	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
合计	4.9%	23.7%	37.1%	-1.6%	10.9%
合计（不包括上汽）	32.0%	60.8%	69.8%	29.9%	33.2%
比亚迪	79.8%	120.4%	115.6%	67.9%	63.0%
广汽集团	14%	47%	52%	37%	46%
长安汽车	0%	38%	28%	-11%	8%
长城汽车	-14%	-17%	29%	-7%	8%
上汽集团	-20.4%	-4.9%	12.9%	-25.5%	-4.1%
赛力斯	-1%	108%	163%	78%	56%
海马汽车	45%	6%	107%	-8%	120%
北汽蓝谷	44%	47%	-39%	9%	108%

资料来源：WIND, 华西证券研究所

新势力整体增长强势，产品周期导致车企营收分化。

特斯拉 23Q1 总收入为 1602.1 亿元，同比+14.4%，环比小幅下降，主要由于全球范围价格下调；22 年全年总收入同比+51.4%。

理想 22Q4 总收入为 176.5 亿元，同比+66.2%，主要由于新车型理想 L9、L8 同时交付所带来的销量上升和单车 ASP 上行；22 年全年营收为 452.9 亿元，同比+67.7%。

蔚来 22Q4 总收入为 160.6 亿元，同比+62.3%，主要由于新车型蔚来 ES7、ET5 同时交付所带来的销量上升；22 年全年营收为 492.7 亿元，同比+36.3%。小

小鹏 22Q4 总收入为 51.4 亿元，同比-39.9%，主要由于车型周期向下所导致的销量承压；22 年全年营收为 268.6 亿元，同比+28.0%。

赛力斯 23Q1 总收入为 50.9 亿元，同比-0.8%。零跑 23Q1 总收入为 14.4 亿元，同比-27.6%。

产品供给方面，新势力车企自 22 年下半年开始均进入二代产品周期，重磅车型包括理想 L9/L8/L7、蔚来 ES7、“866”系列改款、小鹏 G9/G6、问界高阶智能驾驶版等均逐步推出。新车型在产品力和智能化方面全面向上，看好新势力凭借高性价比产品重塑中高端车市行业格局。

表 9 新势力汽车企业分季度营收（亿元人民币）

公司名称	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
特斯拉	1,602.1	1,677.3	1,526.1	1,134.3	1,189.0
蔚来	-	160.6	130.0	102.9	99.1
理想	-	176.5	93.4	87.3	95.6
小鹏	-	51.4	68.2	74.4	74.5
赛力斯	50.9	109.8	107.1	72.8	51.3
零跑	14.4	30.1	42.9	30.9	19.9

资料来源：WIND, 华西证券研究所

表 10 新势力汽车企业分季度营收同比增速（%）

公司名称	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
特斯拉	24.4%	37.2%	55.9%	41.6%	80.5%
蔚来	-	62.2%	32.6%	21.8%	24.2%
理想	-	66.2%	20.2%	73.3%	167.5%
小鹏	-	-39.9%	19.3%	97.7%	152.6%
赛力斯	-0.8%	108.4%	163.4%	77.9%	56.0%
零跑	-27.6%	116.5%	398.5%	415.8%	616.4%

资料来源：WIND, 华西证券研究所

2.2. 盈利整体承压 头部车企业绩超预期兑现

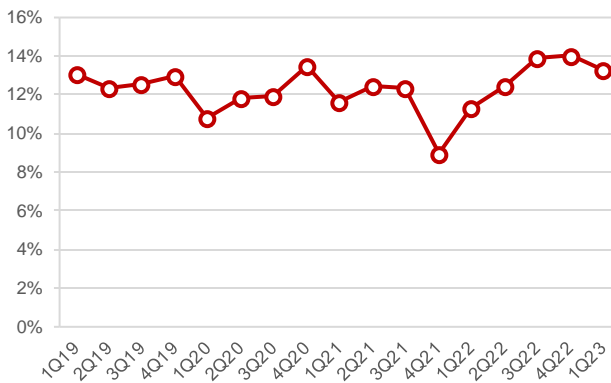
自主产品结构改善显著，2022 年毛利率改善明显。受益产销快速提升带动规模效应以及自主高端化带来的盈利提升，2022 年全年 A 股整车毛利率为 10.6%，剔除上汽集团后毛利率 13.5%，同比+0.12pp。其中 22Q4 毛利率达 14.1%，同比+5.1pp；剔除上汽集团后毛利率 17.5%，同比+3.6pp。

23Q1 行业竞争加剧，比亚迪、长安等龙头盈利韧性突显。2023 特斯拉以价换量引发行业竞争加剧，自主盈利均受到一定影响。23Q1 A 股整车毛利率为 13.5%，同比+2.0pp，剔除上汽集团后毛利率 15.5%，同比+2.1pp，同比提升主要受比亚迪

毛利率提升拉动。新势力方面，特斯拉以价换量+4680 电池的爬产成本，23Q1 毛利率为 19.3%，环比-4.5pp。

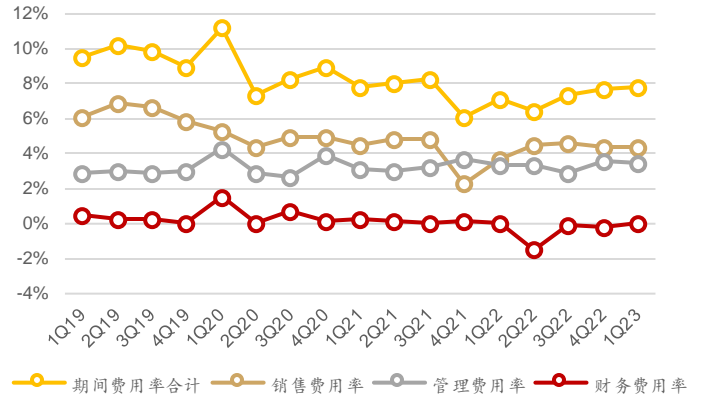
受行业需求不振，规模效应减弱影响，23Q1 期间费用率有所提升。23Q1 A 股 8 家样本企业期间费用率 7.8%，同比+0.8pp；剔除上汽集团后期间费用率 7.7%，同比+0.5pp。

图 21 新能源乘用车批发销量及增速（辆，%）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 22 乘用车整车企业期间费用率（%）



资料来源：WIND，华西证券研究所

表 11 乘用车整车企业毛利率（%）

公司名称	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
合计	13.3%	14.0%	13.9%	12.4%	11.3%
合计（不包含上汽）	15.5%	17.5%	17.5%	14.6%	13.4%
长安汽车	18.6%	20.9%	21.3%	22.4%	18.2%
比亚迪	17.9%	19.0%	19.0%	14.4%	12.4%
长城汽车	16.1%	17.9%	22.5%	19.8%	17.2%
上汽集团	9.8%	9.5%	9.9%	9.6%	9.4%
赛力斯	8.9%	14.5%	12.7%	7.7%	6.7%
海马汽车	7.8%	-6.6%	10.8%	12.7%	21.9%
广汽集团	4.0%	9.4%	6.0%	6.2%	6.1%
北汽蓝谷	-8.6%	-3.6%	-9.0%	-3.3%	-5.6%

资料来源：WIND，华西证券研究所

表 12 新势力整车企业毛利率（%）

公司名称	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
特斯拉	19.3%	23.8%	25.1%	25.0%	29.1%
蔚来	-	3.9%	13.3%	13.0%	14.6%
理想	-	20.2%	12.6%	21.5%	22.6%
小鹏	-	8.8%	13.5%	10.9%	12.2%
赛力斯	8.9%	14.5%	12.7%	7.7%	6.7%
零跑	-7.6%	-7.0%	-8.9%	-25.6%	-26.6%

资料来源：WIND，华西证券研究所

表 13 新势力整车期间费用率（%）

研发费用率	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
-------	------	------	------	------	------

特斯拉	3.3%	3.3%	3.4%	3.9%	4.6%
蔚来	-	24.8%	22.6%	20.9%	17.8%
理想	-	11.7%	19.3%	17.5%	14.4%
小鹏	-	23.9%	22.0%	16.9%	16.4%
赛力斯	6.9%	3.7%	3.1%	4.1%	5.5%
零跑	28.5%	15.9%	9.3%	9.4%	12.1%
管理销售费用率	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
特斯拉	4.6%	4.2%	4.5%	5.7%	5.3%
蔚来	-	22.0%	20.8%	22.2%	20.3%
理想	-	9.2%	16.1%	15.2%	12.6%
小鹏	-	34.2%	23.9%	22.3%	22.0%
赛力斯	22.6%	22.1%	18.7%	18.1%	16.1%
零跑	68.1%	36.8%	23.6%	22.0%	28.1%

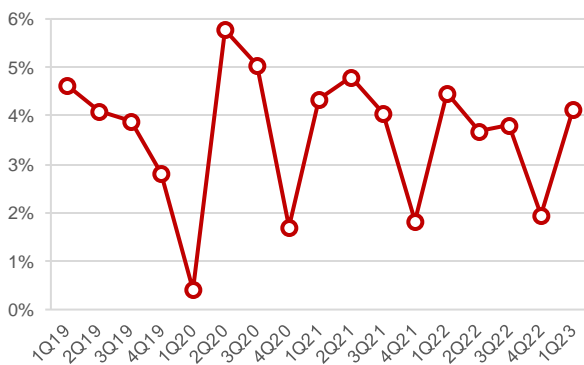
资料来源：WIND，华西证券研究所

特斯拉带动行业竞争，盈利承压。特斯拉 23Q1 归母净利润为 172.6 亿元，同比-24.3%；净利率为 10.8%，环比下滑 4.4pp，主要系：1) 23Q1 产品价格大幅下降，2) 4680 电池的爬产成本。

比亚迪、长安盈利韧性较强，拉动 23Q1 乘用车板块归母净利润同比上升。8 家样本乘用车企业 23Q1 归母净利润上升，合计实现归母净利润为 478.2 亿元，同比+34.8%，剔除上汽集团后合计实现归母净利润 309.0 亿元，同比+145.1%。归母净利润以及剔除上汽集团后归母净利润都有明显的上涨。特斯拉带动行业竞争，板块整体盈利能力短期承压，但受到比亚迪等龙头带动，利润指标提升。

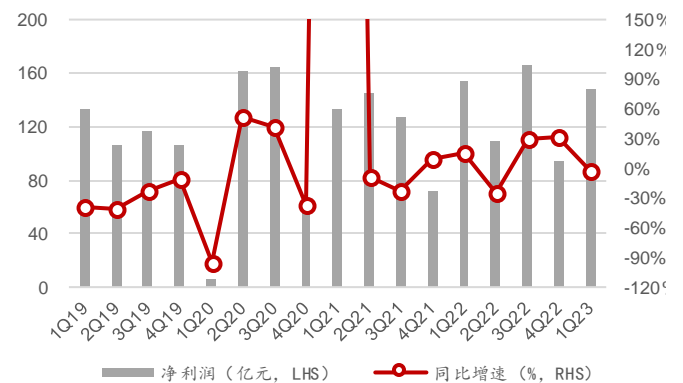
分企业来看，23Q1 比亚迪、长安盈利增幅较高。23Q1 比亚迪归母净利润 41.3 亿元，同比+410.9%，环比-43.5%，我们判断主要因碳酸锂价格下跌及高端化带动；长安汽车归母净利润为 69.7 亿元，同比+53.7%，环比+675.8%；主要因公司并表长安新能源产生非经 50.2 亿元，以及爆款产品盈利能力依然较强。

图 23 乘用车企归母净利率 (%)



资料来源：WIND, 华西证券研究所

图 24 乘用车企归母净利润及同比增速 (亿元, %)



资料来源：WIND, 华西证券研究所

表 14 乘用车整车企业归母净利润同比增速 (%)

公司名称	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
合计	34.8%	29.6%	6.4%	3.6%	-3.6%

合计（不包含上汽）	145.1%	137.9%	60.5%	19.7%	-22.7%
海马汽车	14.5%	-1509.8%	-14.0%	-17.8%	3.1%
长安汽车	53.7%	119.5%	130.6%	238.7%	431.4%
比亚迪	410.9%	445.9%	281.1%	206.4%	240.6%
上汽集团	-49.5%	-34.3%	-37.8%	-48.1%	-19.4%
北汽蓝谷	6.8%	-4.2%	-32.4%	-20.3%	-12.1%
赛力斯	25.5%	-110.1%	-146.9%	-259.0%	-57.5%
广汽集团	-48.9%	10.0%	52.6%	32.6%	27.2%
长城汽车	-89.3%	22.9%	65.0%	58.7%	-0.3%

资料来源：WIND，华西证券研究所

表 15 乘用车整车企业归母净利率（%）

公司名称	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
合计	13.3%	9.2%	9.3%	13.9%	10.4%
合计（不包含上汽）	14.2%	10.2%	9.7%	10.7%	7.6%
海马汽车	8.5%	13.6%	20.8%	20.5%	-179.1%
长安汽车	21.6%	20.8%	26.7%	32.9%	8.2%
比亚迪	13.8%	6.3%	4.7%	4.3%	4.6%
上汽集团	12.0%	8.0%	8.8%	18.1%	13.7%
北汽蓝谷	-244.2%	-160.2%	-251.9%	-305.8%	-303.0%
赛力斯	-67.1%	-31.1%	-28.7%	-29.2%	-40.7%
广汽集团	30.6%	34.4%	27.8%	31.5%	31.7%
长城汽车	28.5%	26.3%	23.6%	23.6%	20.0%

资料来源：WIND，华西证券研究所

表 16 新势力汽车企业分季度净利润同比增速（%）

公司名称	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
特斯拉	-24.3%	58.9%	103.5%	97.8%	657.5%
蔚来	-	-168.3%	-44.9%	-316.4%	62.6%
理想	-	-13.1%	-7525.9%	-162.4%	97.0%
小鹏	-	-83.4%	-49.0%	-126.1%	-116.2%
零跑	-8.7%	-266.0%	86.3%	328.3%	-162.4%

资料来源：WIND，华西证券研究所

表 17 新势力汽车企业分季度净利率（%）

公司名称	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
特斯拉	10.8%	15.2%	15.3%	13.3%	17.7%
蔚来	-	-36.4%	-31.9%	-26.7%	-18.4%
理想	-	1.5%	-17.6%	-7.1%	-0.1%
小鹏	-	-45.9%	-34.9%	-36.3%	-22.8%
零跑	-78.5%	-226.2%	31.2%	45.3%	-52.3%

资料来源：WIND，华西证券研究所

23Q1 经营性净现金流环比降幅较大。受价格战及一季度需求疲软影响，8 家样本乘用车企业中，23Q1 经营性净现金流为-44.43 亿元，同比有所改善但环比降幅明显，主要车企现金流均环比下滑。

特斯拉、理想维持正向经营性净现金流。特斯拉 2022 年全年经营性现金流为 1015.5 亿元，同比+28.1%。理想 2022 全年经营性现金流为 73.8 亿元，同比-11.5%。蔚来 22 全年经营性现金流为-38.7 亿元。小鹏 2022 全年经营性现金流为-82.3 亿元。

表 18 乘用车整车经营性净现金流（亿元）

公司名称	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
合计	-44.43	575.84	584.43	609.95	-114.45
合计（不包含上汽）	55.2	534	482	562	-20
海马汽车	-1.0	-2.6	4.2	4.0	-3.0
长安汽车	33.8	18.8	-20.7	50.8	7.7
比亚迪	144.7	498.0	478.5	312.5	119.3
上汽集团	-98.6	44.0	98.0	44.4	-91.4
北汽蓝谷	-12.2	8.8	6.0	19.3	1.2
赛力斯	-21.7	-23.7	8.8	4.7	-1.5
广汽集团	-7.4	-33.4	34.0	-22.1	-32.0
长城汽车	-82.0	65.9	-24.4	196.4	-114.7

资料来源：WIND，华西证券研究所

表 19 新势力车企经营性净现金流（亿元）

公司名称	2022	2021	2020
特斯拉	1,015.5	732.7	387.8
蔚来	-38.7	19.7	19.5
理想	73.8	83.4	31.4
小鹏	-82.3	-10.9	-1.4
赛力斯	-11.7	-9.9	10.9

资料来源：WIND，华西证券研究所

3. 零部件：业绩分化明显 特斯拉/商用车产业链强劲

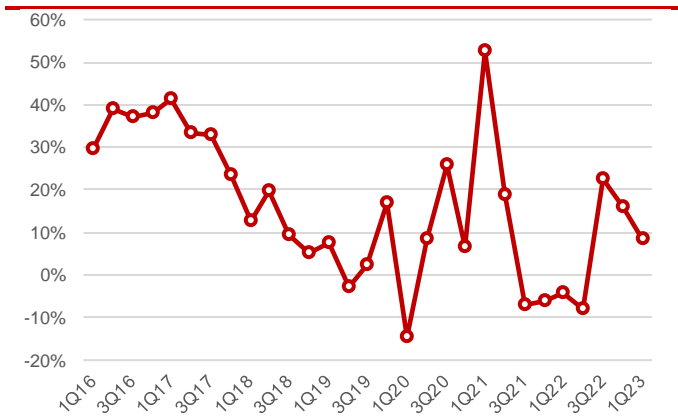
零部件盈利韧性强，成长>周期。2022年受益板块需求向上，零部件板块营收同比+5.7%，其中22Q4单季度营收同比+15.9%。23Q1，尽管受整体需求影响，新能源车型仍然保持25.5%的增长，且铝价、海运、汇兑等趋势向好，轻量化、热管理、商用车零部件相关公司业绩表现较好。受客户结构影响，智能化及其他国产替代赛道公司分化较大，合资、二线新势力产业链整体承压，特斯拉、理想产业链表现强劲。整体看，剔除掉个别季度亏损严重的公司影响后，23Q1零部件板块扣非净利同比增长+16.7%，环比+7.1%；单季度归母净利率4.7%，同比+0.2pp，环比+1.2pp，盈利韧性强，零部件板块正处于成长>周期阶段。

3.1. 23Q1 零部件营收同比增长 轻量化、商用车赛道高增

22Q4 营收高增，23Q1 稳健增长同时分化加剧。2022年零部件板块营收11,424.7亿元，同比+5.7%，其中22Q4单季度营收同比+15.9%，主要受益于整体需求上行，电动智能零部件及下游特斯拉、比亚迪头部客户强势增长带动。

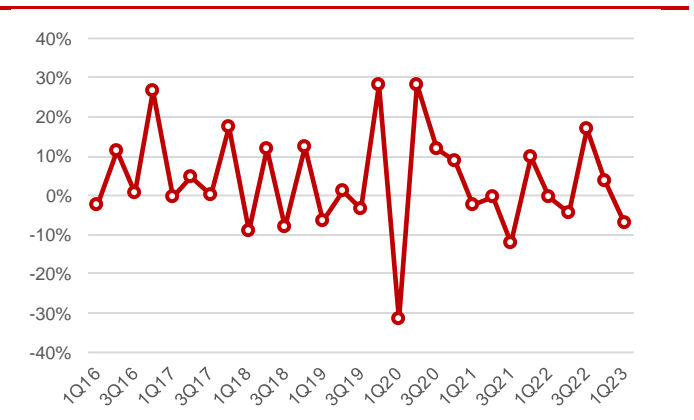
23Q1 零部件板块营收2,911.57亿元，同比+8.3%，环比-6.8%，其中轻量化、商用车零部件等细分领域优质公司营收增速高于行业平均，瑞鹤模具、博俊科技、祥鑫科技、爱柯迪等轻量化赛道公司营收实现同比高增长；新泉股份受益特斯拉大客户增长实现快速增长；伯特利凭借高壁垒的线控制动业务放量也取得较高增长。

图 25 汽车零部件单季度营收同比 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 26 汽车零部件单季度营收环比 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

表 20 重点公司营收同比增速 (%)

细分领域	公司	环比增速	同比增速	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
智能驾驶	伯特利	-	+	47.9%	59.4%	99.5%	45.6%	29.0%
内外饰	新泉股份	-	+	45.8%	65.0%	90.4%	15.7%	33.3%
轻量化	爱柯迪	-	+	39.2%	45.1%	52.9%	20.8%	12.7%
智能驾驶	德赛西威	-	-	26.8%	47.6%	66.8%	60.0%	53.9%
汽车电子	科博达	-	+	24.0%	26.5%	59.6%	6.8%	-2.8%
内外饰	常熟汽饰	-	+	23.9%	26.8%	73.9%	42.8%	12.2%

智能座舱	上声电子	-	+	23.0%	47.5%	52.5%	22.1%	17.5%
座椅	继峰股份	+	+	21.6%	14.0%	21.7%	0.9%	-7.3%
轻量化	拓普集团	-	-	19.3%	34.3%	48.3%	22.4%	54.3%
座椅骨架	上海沿浦	-	+	18.5%	40.5%	64.8%	21.0%	17.6%
轻量化	旭升集团	+	-	18.3%	17.6%	58.8%	41.8%	96.3%
动力传动	精锻科技	-	-	10.8%	34.9%	50.8%	-0.9%	23.9%
轮胎	赛轮轮胎	+	-	10.4%	9.1%	35.5%	25.0%	17.2%
智能座舱	华阳集团	-	-	9.6%	20.0%	41.0%	17.7%	25.2%
动力传动	双环传动	-	-	8.3%	51.9%	19.4%	-0.1%	40.9%
玻璃	福耀玻璃	-	-	7.7%	18.7%	34.3%	8.9%	14.8%
智能驾驶	经纬恒润-W	-	+	4.3%	13.2%	43.8%	48.1%	-2.7%
轻量化	文灿股份	-	-	2.3%	17.0%	55.1%	22.1%	18.4%
被动安全	松原股份	-	-	2.2%	16.7%	71.6%	17.2%	37.0%
车灯	星宇股份	-	-	-9.8%	1.5%	31.6%	-22.3%	11.6%

资料来源：WIND，华西证券研究所（“+”表示增速相减大于0，“-”表示增速相减小于0）

表 21 零部件板块中营收同比增速前 10 名的公司

排名	公司	环比增速	同比增速	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
前 1	瑞鹤模具	+	+	184.4%	-11.9%	78.6%	-3.7%	3.1%
前 2	中自科技	+	+	175.8%	-38.5%	0.9%	-69.4%	-68.2%
前 3	华安鑫创	-	+	84.3%	102.4%	8.8%	-7.7%	26.5%
前 4	博俊科技	-	+	82.9%	86.4%	69.9%	50.0%	74.1%
前 5	奥福环保	+	+	76.6%	-44.1%	-65.0%	-46.0%	-38.7%
前 6	宁波方正	-	+	61.6%	66.1%	15.6%	-10.8%	-27.0%
前 7	星源卓镁	+	+	57.2%	14.0%	60.8%	-	-
前 8	瑞玛精密	-	+	55.0%	96.7%	82.3%	26.7%	23.5%
前 9	天汽模	+	+	52.8%	19.8%	128.9%	2.3%	14.4%
前 10	祥鑫科技	+	+	52.7%	65.9%	123.4%	83.2%	54.5%

资料来源：WIND，华西证券研究所（“+”表示增速相减大于0，“-”表示增速相减小于0）

表 22 零部件板块中营收环比增速前 10 名的公司

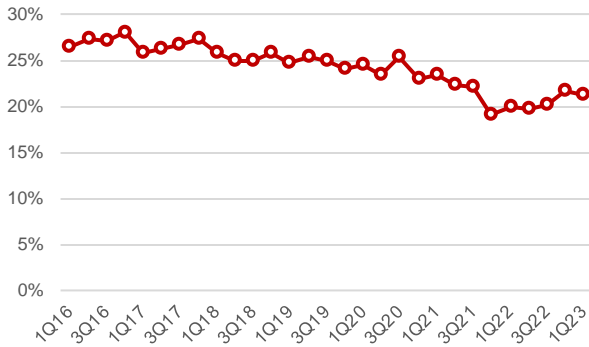
排名	公司	环比增速	同比增速	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
前 1	云内动力	+	+	237.0%	-61.3%	14.8%	-43.4%	14.2%
前 2	凯龙高科	+	+	142.7%	11.1%	-3.9%	-51.3%	149.4%
前 3	中自科技	+	+	93.8%	18.2%	17.4%	2.6%	-56.8%
前 4	全柴动力	+	-	69.9%	-15.5%	2.0%	-35.2%	17.8%
前 5	襄阳轴承	+	+	58.4%	-40.2%	20.1%	-3.3%	37.2%
前 6	长春一东	+	-	56.5%	-30.4%	-19.8%	-12.3%	25.9%
前 7	苏常柴 A	+	+	53.4%	-16.0%	8.6%	-25.6%	43.4%
前 8	美晨生态	+	-	51.4%	-40.7%	38.5%	-32.7%	-18.6%
前 9	奥福环保	+	+	47.2%	91.3%	-25.4%	-16.0%	-53.4%
前 10	大地电气	+	+	41.9%	-23.3%	39.2%	-23.2%	-24.6%

资料来源：WIND，华西证券研究所（“+”表示增速相减大于0，“-”表示增速相减小于0）

3.2. 毛利率同比提升 新势力产业链释放盈利弹性

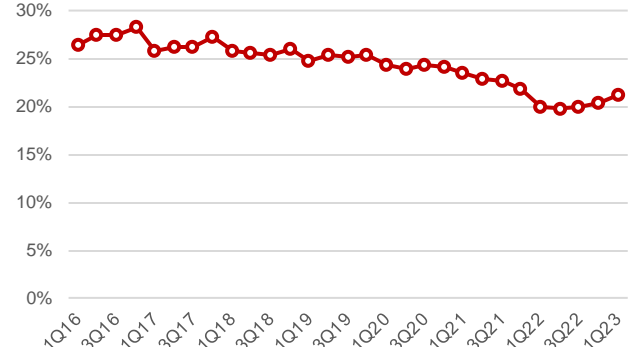
零部件板块 23Q1 毛利率同比上升，环比下滑。23Q1 年零部件板块毛利率为 21.3%，较 22Q1 上升 1.3pp，较 22Q4 环比下降 0.3pp，预计环比下滑主要受产能利用率环比下降，规模效应减弱影响，其中 1) 23Q1 铝价同比下降，旭升、爱柯迪等轻量化毛利提升明显；2) 智能化赛道受降本主线影响，毛利率有所下滑。

图 27 汽车零部件板块单季毛利率 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 28 汽车零部件板块累计毛利率 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

23Q1 毛利率环比提升的公司占比 47.5%；同比提升占比 51.6%。重点公司中，上海沿浦、科博达、上声电子等公司毛利率环比提升幅度较大。

表 23 重点公司毛利率 (%)

细分领域	公司	23Q1-22Q4	23Q1-22Q1	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
座椅骨架	上海沿浦	6.3%	-4.3%	13.2%	6.9%	13.9%	18.1%	17.5%
汽车电子	科博达	3.1%	-2.0%	31.3%	28.3%	35.0%	35.7%	33.4%
智能座舱	上声电子	2.7%	3.4%	23.4%	20.7%	18.8%	22.0%	20.0%
被动安全	松原股份	2.6%	5.2%	31.9%	29.4%	30.0%	26.5%	26.8%
轻量化	拓普集团	2.0%	1.1%	21.9%	19.9%	24.0%	22.1%	20.8%
动力传动	精锻科技	1.7%	0.0%	28.0%	26.4%	29.4%	30.5%	28.0%
轮胎	赛轮轮胎	0.5%	3.3%	20.3%	19.8%	17.6%	19.3%	17.0%
玻璃	福耀玻璃	0.4%	-2.6%	33.2%	32.8%	34.9%	32.6%	35.8%
轻量化	爱柯迪	0.1%	6.3%	29.6%	29.5%	30.0%	26.8%	23.4%
智能座舱	华阳集团	-0.1%	0.3%	22.3%	22.5%	22.7%	21.1%	22.0%
内外饰	常熟汽饰	-0.4%	-0.6%	21.4%	21.8%	22.7%	20.0%	22.0%
智能驾驶	德赛西威	-0.5%	-2.9%	21.1%	21.6%	23.3%	24.0%	24.0%
轻量化	旭升集团	-0.5%	5.5%	25.8%	26.3%	25.6%	22.6%	20.3%
内外饰	新泉股份	-0.8%	0.3%	19.8%	20.6%	19.4%	18.9%	19.5%
座椅	继峰股份	-1.5%	1.7%	13.9%	15.4%	14.1%	10.2%	12.2%
轻量化	文灿股份	-1.6%	-5.1%	14.3%	15.9%	21.1%	17.2%	19.4%
动力传动	双环传动	-1.7%	1.4%	20.8%	22.4%	21.4%	20.8%	19.3%
智能驾驶	伯特利	-1.8%	-1.0%	21.5%	23.3%	21.8%	21.8%	22.5%
汽车电子	经纬恒润-W	-2.7%	2.6%	26.4%	29.1%	28.4%	33.3%	23.8%

资料来源：WIND，华西证券研究所

表 24 零部件板块中毛利率排名前 10 名的公司

排名	公司	23Q1-22Q4	23Q1-22Q1	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
前 1	新坐标	5.9%	-1.4%	59.5%	53.6%	52.1%	54.8%	60.9%
前 2	泰祥股份	-1.3%	1.8%	56.1%	57.4%	55.5%	52.0%	54.2%
前 3	明阳科技	-0.6%	1.6%	45.3%	45.8%	45.8%	43.3%	43.7%
前 4	天铭科技	4.2%	4.4%	42.7%	38.5%	49.9%	40.5%	38.3%
前 5	苏轴股份	5.7%	8.0%	39.4%	33.6%	31.8%	34.8%	31.4%
前 6	奥福环保	-7.6%	-5.7%	38.9%	46.5%	37.0%	34.9%	44.6%
前 7	邦德股份	-1.0%	7.6%	38.9%	39.9%	34.3%	32.1%	31.2%
前 8	盛帮股份	5.0%	-0.4%	38.7%	33.7%	32.0%	37.2%	39.1%
前 9	天普股份	-0.4%	1.1%	37.4%	37.7%	24.6%	34.9%	36.3%
前 10	雪龙集团	4.0%	-5.3%	36.0%	32.0%	33.0%	31.5%	41.4%

资料来源：WIND，华西证券研究所

表 25 零部件板块中毛利率环比改善排名前 10 名的公司

排名	公司	23Q1-22Q4	23Q1-22Q1	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
前 1	岱美股份	14.4%	-0.3%	27.5%	13.1%	26.8%	27.0%	27.8%
前 2	秦安股份	10.3%	4.9%	27.8%	17.5%	23.4%	17.5%	22.9%
前 3	中自科技	10.2%	6.3%	15.2%	5.0%	-0.1%	9.8%	8.9%
前 4	金钟股份	9.6%	2.1%	25.4%	15.9%	20.8%	19.2%	23.3%
前 5	同心传动	9.3%	-7.3%	22.9%	13.7%	19.0%	30.2%	30.2%
前 6	欣锐科技	8.3%	5.6%	23.4%	15.1%	10.6%	12.3%	17.8%
前 7	中原内配	7.9%	1.2%	29.1%	21.3%	28.9%	22.5%	27.9%
前 8	通达电气	7.8%	7.4%	27.5%	19.7%	26.1%	20.4%	20.1%
前 9	金固股份	7.1%	-1.6%	8.4%	1.3%	10.0%	9.2%	10.0%
前 10	亚通精工	6.9%	1.6%	27.9%	21.0%	22.9%	25.9%	26.3%

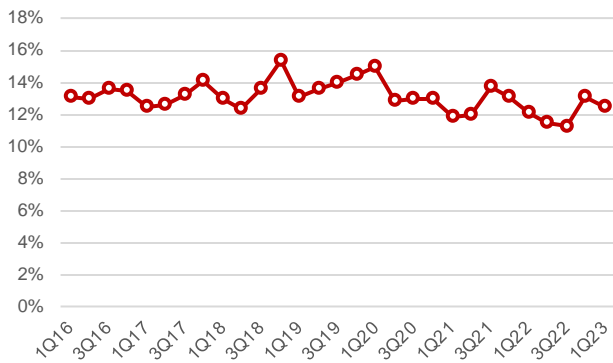
资料来源：WIND，华西证券研究所

注：扣除毛利由负转正的公司

3.3. 期间费用同比小幅提升、环比改善

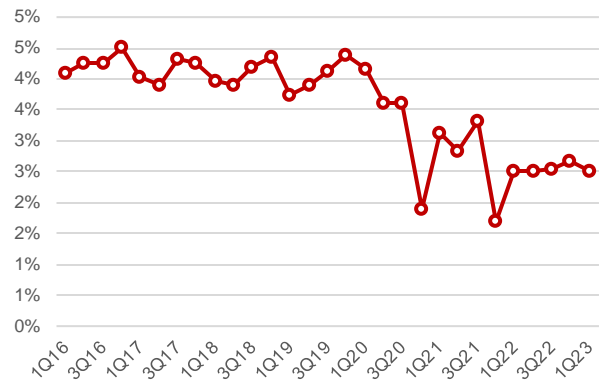
汽车零部件板块 23Q1 期间费用率环比有所改善。23Q1 期间费用率为 12.5%，同比上升 0.4pp，环比下降 0.6pp，整体费用管控能力稳步提升。管研费用率同比上升 0.2pp，环比下降 0.8pp，我们判断同比上升主因规模下降以及部分企业研发费用增加影响；销售费用率基本持平，环比下降 0.2pp；财务费用率同比上升 0.2pp，环比提升 0.4pp，主要受到汇兑收益下降影响。

图 29 汽车零部件板块单季期间费用率 (%)



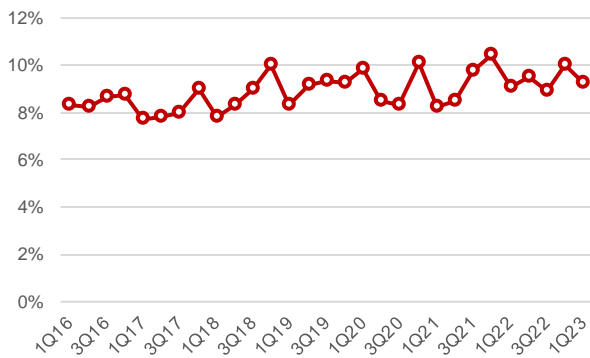
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 30 汽车零部件板块单季销售费用率 (%)



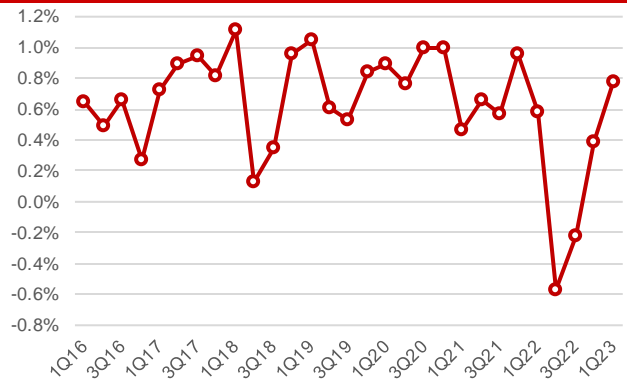
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 31 汽车零部件板块单季管研费用率 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 32 汽车零部件板块单季财务费用率 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

23Q1 期间费用率低于板块整体的公司占 59.4%。环比改善的占 43.8%，其中**奥福环保、菱电电控、秦安股份**等公司环比改善显著，**经纬恒润-W**等公司期间费用环比上行主要受研发投入增加影响，优质零部件企业有望凭借加大研发进一步夯实领先地位。

表 26 重点公司期间费用率 (%)

细分领域	公司	23Q1-22Q4	23Q1-22Q1	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
内外饰	常熟汽饰	-3%	0%	13%	15%	10%	10%	13%
轮胎	赛轮轮胎	-2%	3%	13%	14%	10%	9%	10%
轻量化	旭升集团	-1%	-1%	7%	7%	5%	5%	8%
轻量化	文灿股份	-1%	2%	12%	13%	10%	11%	10%
动力传动	双环传动	-1%	0%	11%	12%	11%	10%	10%
智能驾驶	伯特利	0%	0%	10%	9%	8%	11%	10%
玻璃	福耀玻璃	0%	-2%	17%	17%	9%	8%	19%

座椅骨架	上海沿浦	0%	1%	10%	10%	10%	11%	10%
汽车电子	科博达	0%	0%	17%	18%	17%	17%	18%
智能驾驶	德赛西威	0%	1%	14%	14%	18%	16%	13%
轻量化	拓普集团	1%	2%	10%	9%	8%	10%	8%
内外饰	新泉股份	1%	-1%	11%	11%	9%	12%	12%
座椅	继峰股份	1%	-1%	12%	11%	13%	11%	13%
被动安全	松原股份	2%	3%	17%	16%	14%	15%	14%
动力传动	精锻科技	3%	1%	17%	13%	11%	14%	15%
智能座舱	上声电子	3%	0%	16%	13%	12%	14%	16%
智能座舱	华阳集团	3%	1%	17%	15%	15%	14%	17%
轻量化	爱柯迪	3%	-1%	13%	10%	7%	10%	14%
汽车电子	经纬恒润-W	17%	6%	42%	25%	25%	22%	36%

资料来源：WIND，华西证券研究所

注：【23Q1】-【22Q4】与【23Q1-22Q4 列】，以及【23Q1】-【22Q1】与【23Q1-22Q1 列】存在差额原因是四舍五入。

表 27 零部件板块中期间费用率排名前 10 名（费用率最低）的公司

排名	公司	23Q1-22Q4	23Q1-22Q1	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1	21Q4
前 1	新朋股份	0%	-3%	3%	6%	3%	4%	3%	5%
前 2	秦安股份	-3%	7%	5%	-2%	12%	14%	8%	3%
前 3	隆基机械	0%	1%	5%	4%	5%	0%	5%	8%
前 4	全柴动力	0%	-6%	6%	12%	7%	7%	5%	10%
前 5	正强股份	-2%	0%	6%	6%	5%	8%	7%	10%
前 6	信质集团	0%	-3%	6%	9%	3%	4%	6%	8%
前 7	卡倍亿	-1%	1%	6%	5%	6%	6%	7%	8%
前 8	旭升集团	-1%	-1%	7%	7%	5%	5%	8%	8%
前 9	亚普股份	0%	0%	7%	7%	9%	7%	7%	10%
前 10	多利科技	0%	-	7%	-	-	6%	7%	-

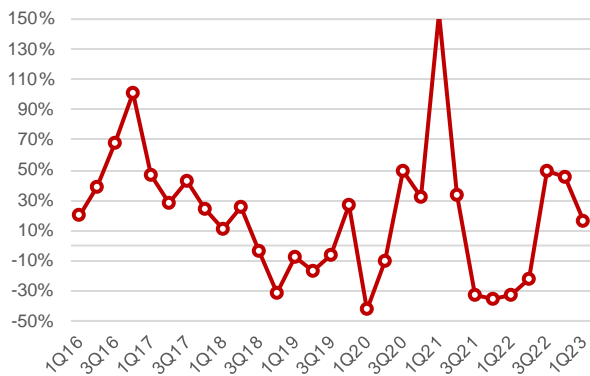
资料来源：WIND，华西证券研究所

注：【23Q1】-【22Q4】与【23Q1-22Q4 列】，以及【23Q1】-【22Q1】与【23Q1-22Q1 列】存在差额原因是四舍五入。

3.4. 规模效应增强 盈利性成长>周期

汽车零部件板块 23Q1 扣非净利润同比+16.7%。23Q1，尽管受到行业整体需求下行影响，新能源零部件依然实现增长，各家零部件通过规模效应、费用控制及自动化生产提效降本，部分公司盈利能力有改善，23Q1 零部件板块扣非净利同比增速+16.7%，环比+7.1%；单季度归母净利率 4.7%，同比+0.2pp，环比+1.2pp，零部件板块进入成长>周期阶段。

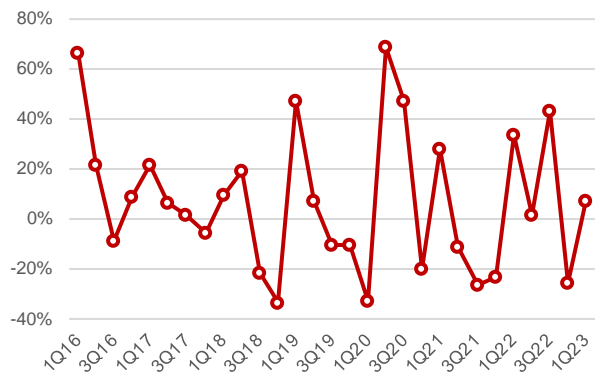
图 33 汽车零部件单季扣非净利同比 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

注: 已剔除单季度个别亏损严重的个股的影响

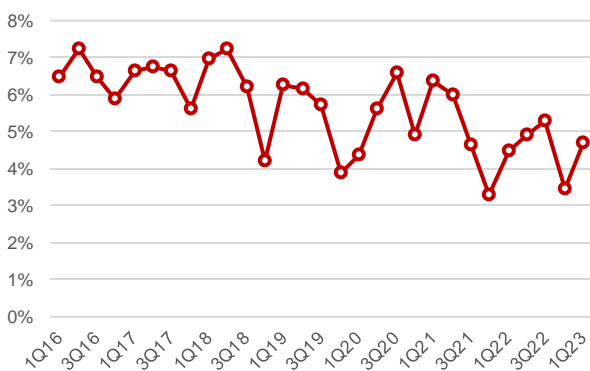
图 34 汽车零部件单季扣非净利环比 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

注: 已剔除单季度个别亏损严重的个股的影响

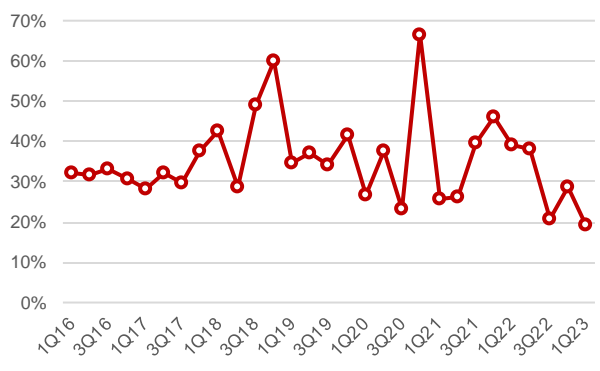
图 35 汽车零部件单季归母净利润率 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

注: 已剔除单季度个别亏损严重的个股的影响

图 36 汽车零部件单季投资收益/扣非净利

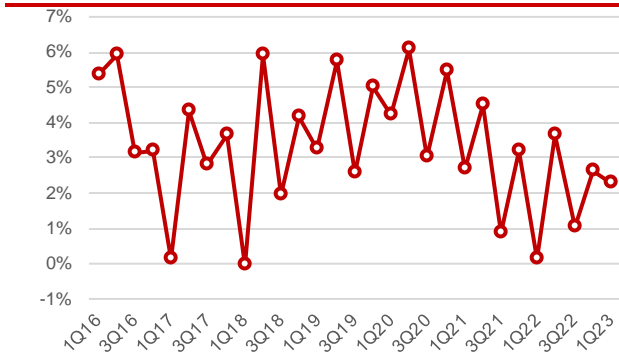


资料来源: WIND, 华西证券研究所

注: 已剔除单季度个别亏损严重的个股的影响

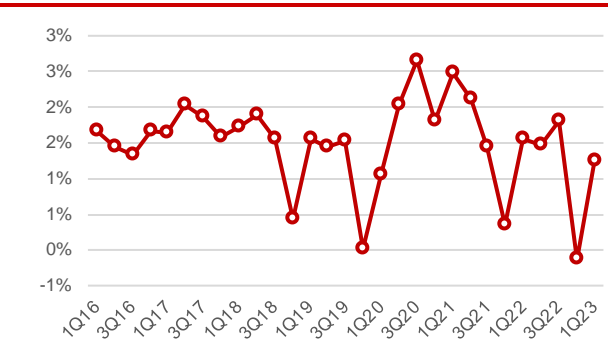
汽车零部件板块 23Q1 现金流同比提升, 环比下降, 资产收益率和周转率同比下行。23Q1 经营活动现金流净额/收入为 2.30%, 同比增长+2.15pp, 环比增长-0.35pp; 净资产收益率为 1.2%, 同比下降 0.32pp, 环比提升 1.38pp; 存货周转率、应收账款周转率、固定资产周转率分别为 0.91、1.03、0.81, 同比分别下降 0.06、0.03、0.05。

图 37 汽车零部件单季经营现金流净额/收入 (%)



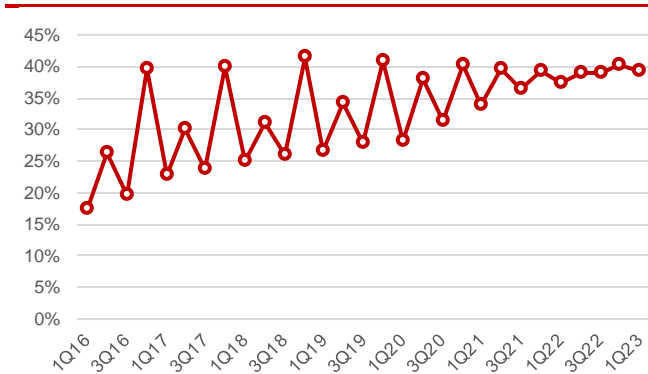
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 38 汽车零部件单季净资产收益率 (%)



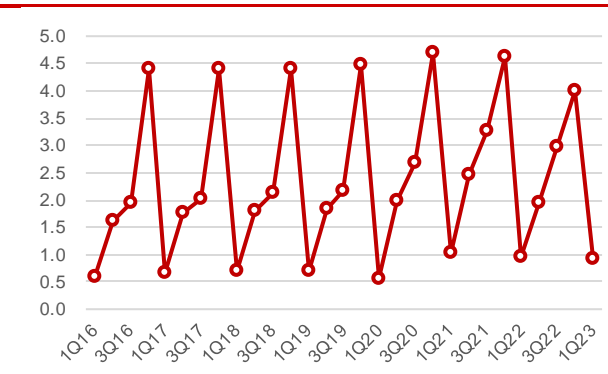
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 39 汽车零部件资产负债率 (%)



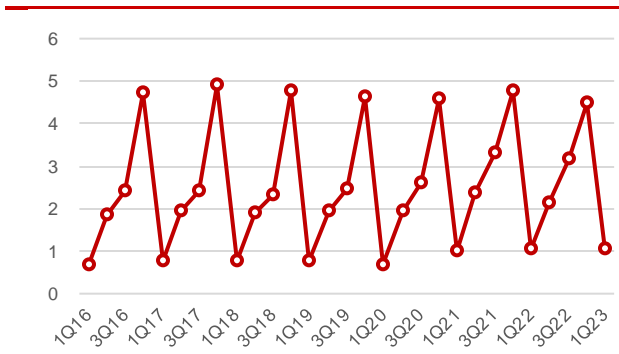
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 40 汽车零部件存货周转率



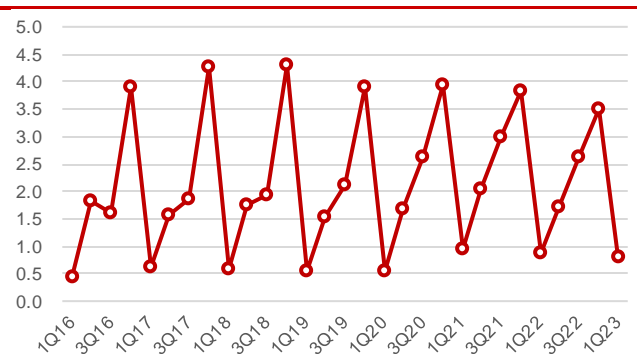
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 41 汽车零部件应收账款周转率



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 42 汽车零部件固定资产周转率

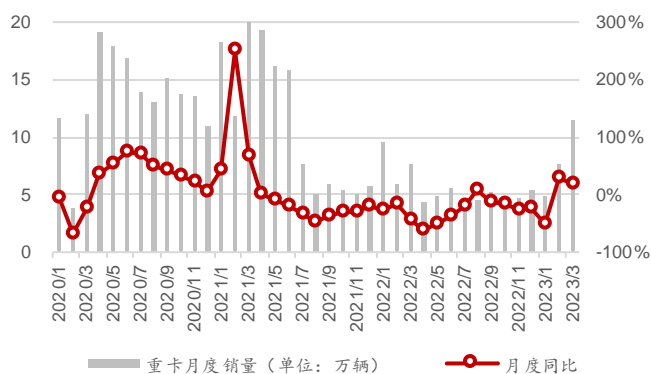


资料来源: WIND, 华西证券研究所

4. 重卡：至暗时刻已过 新一轮景气周期启动

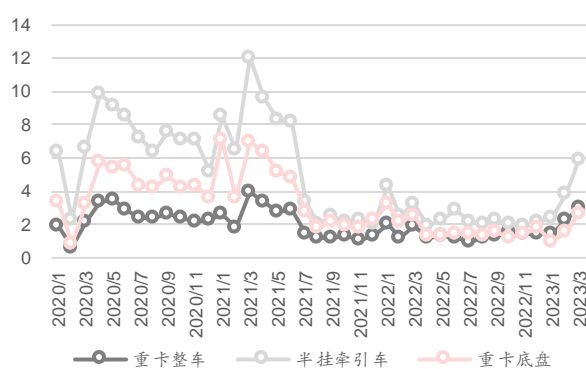
重卡行业景气度触底回升，行业复苏驱动力强劲。自 2021 年 5 月至 2023 年 1 月，重卡销量已连续 21 个月同比下降，主要系国六标准切换透支需求、运力饱和和叠加库存高企等不利因素导致。2021 年 7 月国六标准切换导致国五抢装，而物流业和工程运输不及预期，进一步造成库存高企，出现车多货少、运价低迷等一系列问题，也影响了新车的销售。2022 Q4 各月销量同比分别为-9.9%/-8.8%/-6.1%，跌幅收窄，全年重卡销量大幅下降，批发销量为 67.2 万辆，同比-51.8%。根据中汽协口径，23 年 1 月销量开局触底，销量 4.9 万，同比-48%；23 年 2 月、3 月销量为 7.7 万（同比+42.6%）、11.5 万（同比+49.4%）；23Q1 重卡总批发销量为 24.1 万辆，同比+4.3%，重卡整车、重卡底盘、半挂牵引车批发销量分别为 6.7、5.2、12.2 万辆。我们认为，2023 年国六 b 标准实施及国五库存消化将为新车销售提供基础，疫情防控放开、基建投资以及出口等有利因素将为行业恢复性反弹提供上行力量。

图 43 重卡月度销量及同比（万辆，%）



资料来源：中汽协，华西证券研究所

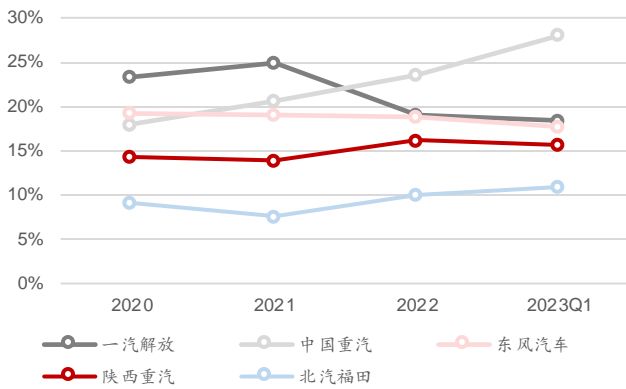
图 44 重卡分类型月度销量（万辆）



资料来源：中汽协，华西证券研究所

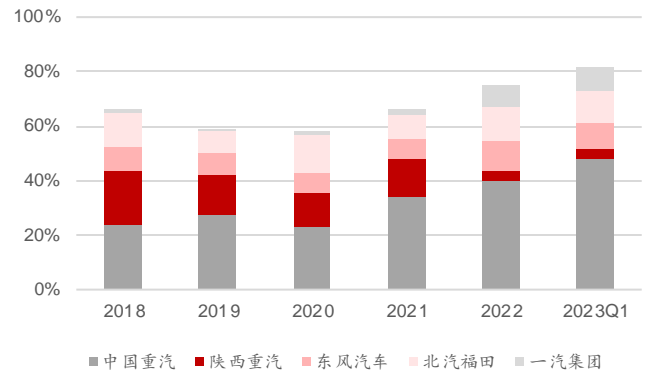
行业集中度稳步上升，细分市场竞争激烈。随着重卡行业竞争加剧，尾部出清，近 5 年 CR5 分别为 82.7%、82.6%、84%、85.8%、87.4%，行业集中度较高，呈现稳步上升态势，23Q1 重卡行业 CR5 为 91%。23Q1 中国重汽、一汽解放、东风汽车的重卡行业市占率分别约为 28.0%、18.4%、17.7%，整体呈寡占格局。2020、2021 年一汽解放市占率居于首位，2022 年及 23Q1 中国重汽得益于半挂牵引、整车和底盘市场销售的增长，以及持续开拓的海外出口市场，超越一汽解放，23Q1 实现 28% 的市占率，尤其是在重卡整车市场实现了 47.7% 的市占率。重卡前三企业市场份额差距并不悬殊，在对内争夺市场去库存、对外开拓新市场，以及外资独资品牌的压力下，可以预见的是重卡企业在细分市场的竞争或更加激烈。

图 45 重卡 CR5 企业市占率情况 (%)



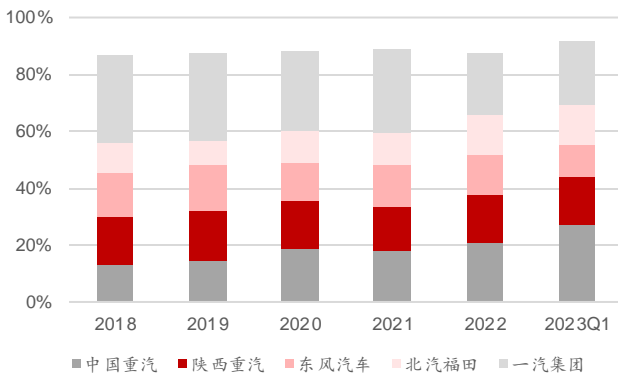
资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 46 重卡整车市场占有率 (%)



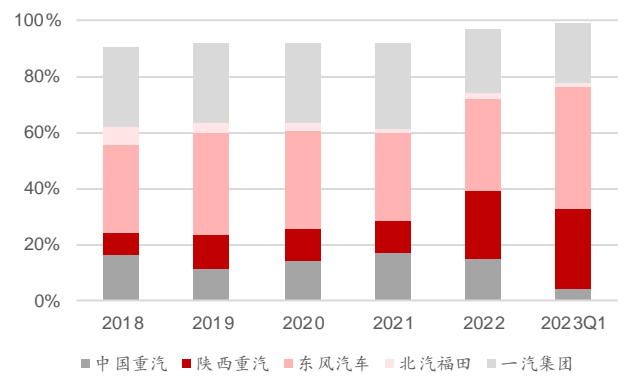
资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 47 半挂牵引车市场占有率 (%)



资料来源：中汽协，华西证券研究所

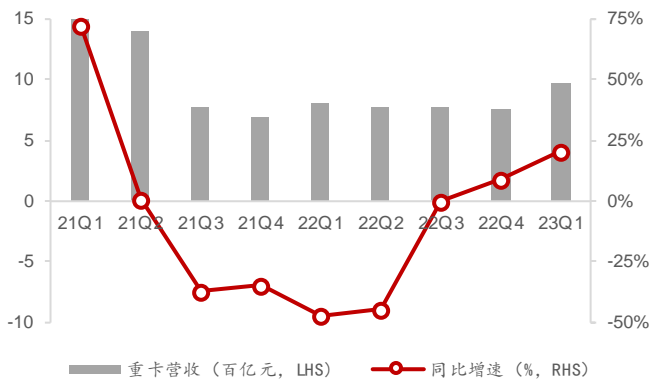
图 48 重卡底盘市场占有率 (%)



资料来源：中汽协，华西证券研究所

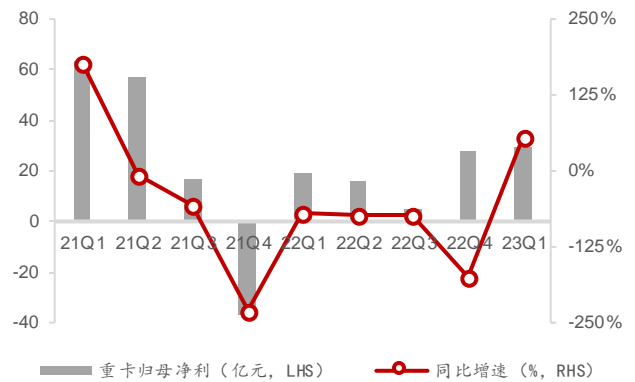
重卡板块业绩表现：从 5 家重点重卡企业（中国重汽、福田汽车、一汽解放、潍柴动力、中集车辆）营收表现来看，23Q1 随着板块销量复苏，各龙头标的业绩均同比大幅改善。23Q1 重点企业的总体营收同比+20.9%；归母净利润同比+54.7%；毛利率同比+0.5pct，环比-1.6pct；净利率同比+0.7pct，环比-0.7pct。分企业来看，中国重汽、福田汽车、一汽解放、潍柴动力、中集车辆 23Q1 营收同比增速分别为 22.9%/20.9%-7.4%/30.0%/28.3%，归母净利润同比增速分别为 80.5%/119.9%/-86.3%/76.6%/285.3%。其中，中国重汽、潍柴动力、中集车辆的营收同比和归母净利润同比增速均高于 5 家企业的平均水平。从毛利率来看，23Q1 5 家重卡企业毛利率分别为 7.9%/11.1%/6.1%/18.7% /18.5%，同比分别+1.3pct/-1.3pct/-2.9pct/+0.1pct/+8.2pct，环比分别+4.4pct/+0.4pct/-6.1pct/-1.6pct/+2.5pct。5 家企业毛利率合计同比+0.5pct，整体盈利能力表现良好。

图 49 重点重卡企业营收及同比增速（百亿元，%）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 50 重点重卡企业归母净利及同比增速（亿元，%）



资料来源：WIND，华西证券研究所

表 28 重点重卡企业营收同比增速（%）

公司名称	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1	21Q4	21Q3	21Q2	21Q1
合计	20.9%	9.0%	0.5%	-44.5%	-47.2%	-34.1%	-36.6%	0.8%	72.7%
中国重汽	22.9%	-11.1%	-20.2%	-59.5%	-63.8%	-58.1%	-44.9%	5.0%	151.9%
福田汽车	20.9%	7.1%	-3.9%	-32.8%	-21.9%	-31.8%	-17.6%	-10.7%	72.0%
一汽解放	-7.4%	-22.4%	-24.2%	-77.0%	-66.4%	-36.4%	-65.1%	-17.2%	57.5%
潍柴动力	30.0%	20.3%	9.4%	-25.1%	-37.2%	-25.9%	-24.3%	9.8%	67.9%
中集车辆	28.3%	22.2%	28.0%	-44.1%	-25.3%	-33.9%	-35.9%	51.5%	68.3%

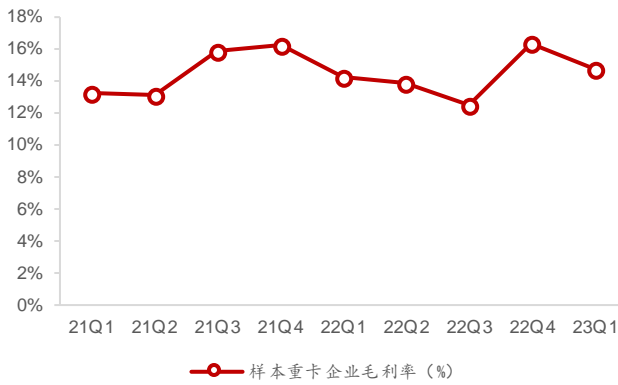
资料来源：WIND，华西证券研究所

表 29 重点重卡企业归母净利同比增速（%）

公司名称	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1	21Q4	21Q3	21Q2	21Q1
合计	54.7%	-175.1%	-72.9%	-72.4%	-70.1%	-229.6%	-56.0%	-6.1%	177.9%
中国重汽	80.5%	-27.1%	-73.7%	-52.0%	-79.4%	-119.8%	-76.2%	-12.1%	129.6%
福田汽车	119.9%	96.7%	107.3%	-65.2%	-63.5%	-4112.6%	-407.6%	-50.1%	225.3%
一汽解放	-86.3%	207.3%	-375.2%	-119.0%	-74.7%	1490.1%	-40.3%	-24.7%	879.5%
潍柴动力	76.6%	17.7%	-37.0%	-56.8%	-68.6%	-35.6%	-39.5%	18.1%	62.0%
中集车辆	285.3%	299.9%	201.2%	-50.3%	-38.7%	-56.8%	-57.6%	-11.3%	130.2%

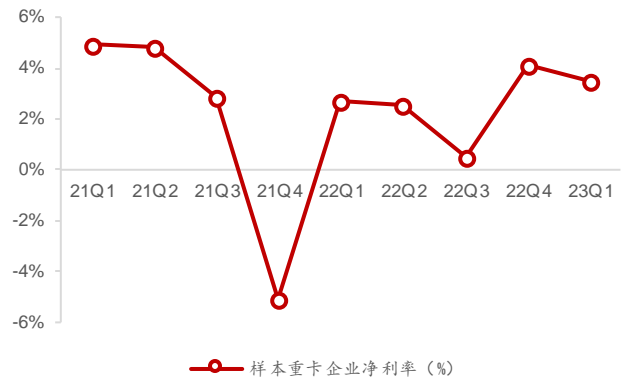
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 51 重点重卡企业毛利率 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 52 重点重卡企业净利率 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

表 30 重点重卡企业毛利率 (%)

公司名称	同比	环比	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1	21Q4	21Q3	21Q2	21Q1
合计	0.5pct	-1.6pct	14.7%	16.3%	12.5%	13.8%	14.2%	16.2%	15.8%	13.2%	13.2%
中国重汽	1.3pct	4.4pct	7.9%	3.5%	6.0%	8.1%	6.6%	5.2%	6.6%	7.0%	8.9%
福田汽车	-1.3pct	0.4pct	11.1%	10.7%	10.2%	12.3%	12.4%	7.6%	11.4%	10.2%	10.8%
一汽解放	-2.9pct	-6.1pct	6.1%	12.3%	4.7%	5.1%	9.0%	18.9%	12.9%	9.8%	7.7%
潍柴动力	0.1pct	-1.6pct	18.7%	20.3%	15.3%	16.9%	18.6%	20.6%	20.4%	18.5%	19.2%
中集车辆	8.2pct	2.5pct	18.5%	16.0%	14.4%	11.9%	10.3%	12.1%	13.3%	9.3%	11.3%

资料来源: WIND, 华西证券研究所

表 31 重点重卡企业净利率 (%)

公司名称	同比	环比	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1	21Q4	21Q3	21Q2	21Q1
合计	0.7pct	-0.7pct	3.5%	4.1%	0.5%	2.6%	2.7%	-5.1%	2.9%	4.8%	4.9%
中国重汽	1.1pct	4.9pct	3.5%	-1.4%	1.6%	4.1%	2.4%	-0.3%	2.1%	3.4%	4.1%
福田汽车	0.9pct	3.6pct	2.0%	-1.6%	0.1%	0.6%	1.1%	-52.3%	-2.5%	1.5%	2.3%
一汽解放	-2.5pct	-12.5pct	0.4%	13.0%	-10.9%	-3.7%	3.0%	3.3%	3.0%	4.4%	4.0%
潍柴动力	1.0pct	-0.2pct	4.2%	4.4%	1.8%	3.6%	3.2%	3.7%	4.8%	6.4%	6.7%
中集车辆	4.7pct	0.0pct	7.2%	7.2%	4.7%	4.0%	2.5%	2.4%	2.2%	4.9%	3.4%

资料来源: WIND, 华西证券研究所

重卡行业迎新一轮周期拐点, 多重利好因素下复苏性增长在即。重卡行业销售情况与 PB 估值共振, 当前重点企业处于业绩和估值底, 有较大回弹潜力。随着需求释放透支出清, 国四加速退出以及国五库存消化为国六 b 等新车销售提供基础, 疫情防控放开消费回暖、基建投资以及出口等有利因素为行业恢复性反弹提供上行力量, 我们预计 2023 年重卡销量有望达 83 万辆。根据历史经验和政策缓冲期来看, 预期上行趋势持续 3 年左右, 应把握周期向上行情和投资机会。

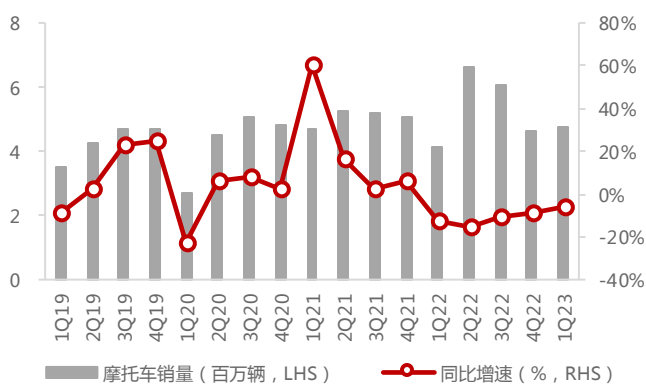
5. 摩托车：供给创造需求 中大排量持续高景气

供给驱动，中大排量持续高景气。据中国摩托车商会数据，2022、23Q1 国内 250cc+中大排量分别累计销售 55.34、10.86 万辆，同比分别+44.7%、+21.3%，其中 2023 年 3 月国内 250cc+中大排量摩托车销售 5.18 万辆，同比+40.9%，环比+59.7%，天气转暖、旺季来临催化下重回高增。从 6 家重点摩托车企业（春风动力、钱江摩托、隆鑫通用、宗申动力、林海股份、涛涛车业）营收表现来看，中大排营收占比较高的春风及钱江显著受益，2022 营收同比增速分别达 44.7%和 31.1%，23Q1 营收同比增速分别达 27.3%和 43.5%，显著优于其他行业可比公司，其中：

1) 春风动力：2022、23Q1 营收分别 113.8、28.8 亿元，同比分别+44.7%、+27.3%，中大排量摩托车及全地形车提供双重增长动力。据公司年报数据，2022 春风两轮摩托车、四轮全地形车销量分别 14.52、16.67 万辆，同比分别+30.4%/+10.7%，我们测算 ASP 分别 2.3/4.1 万元，同比分别+12.5%/+26.6%，四轮车产品结构改善超出预期；23Q1 公司毛利率、净利率分别达 34.2%、7.3%，同比分别+14.6、+2.6pct，环比分别+3.2、+2.5pct，大幅超出此前预期，我们预计主要因为汇率同比提升、海运费降低和产品结构改善。展望 2023 全年，我们判断汇率、海运费带来的利润促进仍将得以延续，叠加海外建厂（泰国、墨西哥）关税节约，全年展望 30%毛利率、7.7%净利率水平；

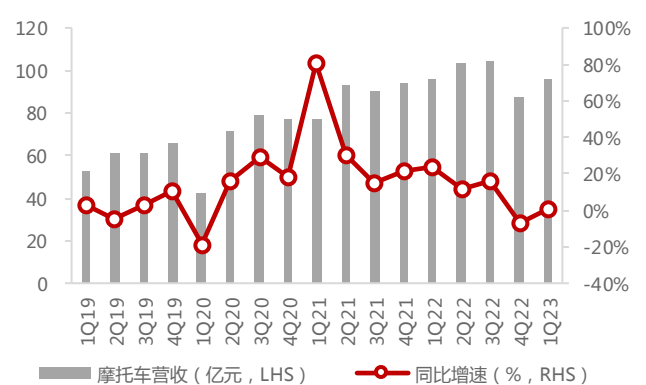
2) 钱江摩托：2022、23Q1 营收分别 56.5、13.3 亿元，同比分别+31.1%、+43.5%，主要受中大排强势爆款周期拉动（尤其闪 300S、赛 600 爆款车型）。据中国摩托车商会数据，2022 年公司 250cc+中大排摩托车累计销售 14.1 万辆，同比+71.1%，领先行业增速 25+pct（若计入 250cc 排量，2022 年公司实际中大排量 17.5 万辆，同比+57.3%，其中内销、出口分别 12.1、5.4 万辆，同比分别+104.4%、+3.9%，QJMOTOR 品牌销售超 10 万辆）。展望 2023 年，预计公司将延续产品谱系扩充趋势，赛 450、闪 350、鸿 150 等均存一定爆款潜质，有望进一步抬升销量。

图 53 摩托车行业销量及同比增速（百万辆，%）



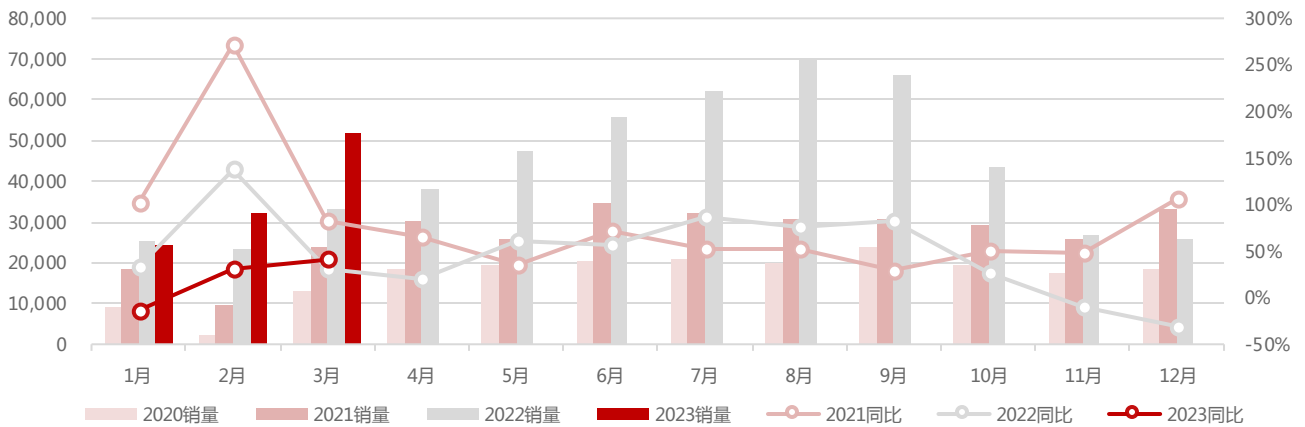
资料来源：中国摩托车商会，华西证券研究所

图 54 重点摩托车企业营收及同比增速（亿元，%）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 55 250cc 以上中大排量摩托车月度销量及同比增速(万辆, %)



资料来源：中国摩托车商会，华西证券研究所

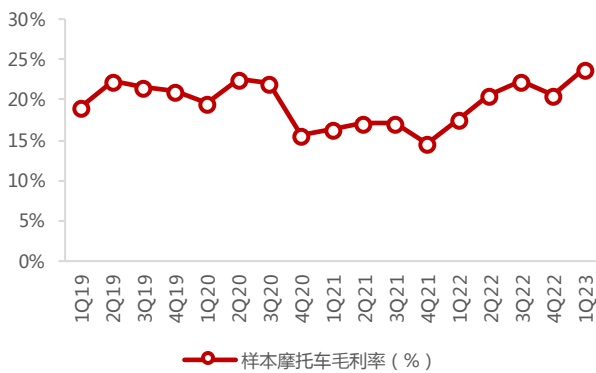
表 32 重点摩托车企业营收同比增速 (%)

公司名称	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1	21Q4	21Q3	21Q2	21Q1	20Q4	20Q3	20Q2	20Q1
合计	0.9%	-6.7%	15.8%	11.2%	23.5%	21.3%	14.9%	29.9%	80.6%	17.7%	28.9%	16.4%	-18.6%
春风动力	27.3%	26.5%	79.0%	29.1%	44.9%	57.6%	52.5%	76.5%	150.6%	62.2%	80.3%	12.3%	3.3%
钱江摩托	43.4%	35.3%	44.3%	36.0%	1.5%	-9.3%	14.7%	23.7%	72.2%	9.0%	12.2%	-1.4%	40.6%
隆鑫通用	21.9%	21.9%	-8.8%	-6.4%	23.2%	23.5%	4.2%	20.4%	75.7%	-3.2%	14.1%	7.1%	29.5%
宗申动力	-6.9%	26.5%	22.7%	-5.6%	3.0%	5.7%	7.6%	18.5%	60.2%	39.9%	40.9%	51.1%	5.9%
林海股份	2.0%	28.2%	1.3%	20.9%	5.9%	65.5%	-0.6%	43.8%	56.3%	17.0%	24.2%	0.0%	22.2%
涛涛车业	-4.9%	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

资料来源：WIND，华西证券研究所

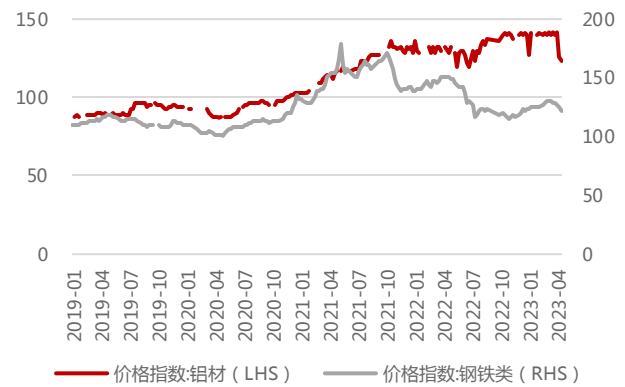
原材料、海运价格下探+美元汇率提升，毛利率同环比提升。19Q1-20Q1 重点摩托车企业毛利率水平基本保持稳定，维持 20% 左右。20Q2-20Q3 毛利率提升至约 22%，主因产品结构改善，利润水平更高的中大排量摩托车占比提升。20Q4 整体毛利率大幅下降主因会计准则调整，春风动力、钱江摩托等将运输费用及关税重分类至营业成本。21Q1-22Q1 整体毛利率虽略有提升，但仍显著低于往年同期，除上述重分类影响外，主要受原材料、海运费价格上涨及汇率波动影响。但自 22Q2 起，在原材料、海运价格下探+美元汇率提升的多重促进下，重点摩托车企业总体毛利率水平提升，23Q1 达到 23.8%，同比+6.2pct，环比+3.2pct，对比来看中大排量摩托车营收占比更高的春风动力及钱江摩托毛利率 23Q1 仍以 34.2% 和 25.3% 相对领先。

图 56 重点摩托车企业毛利率 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 57 摩托车主要原材料价格走势



资料来源: WIND, 华西证券研究所

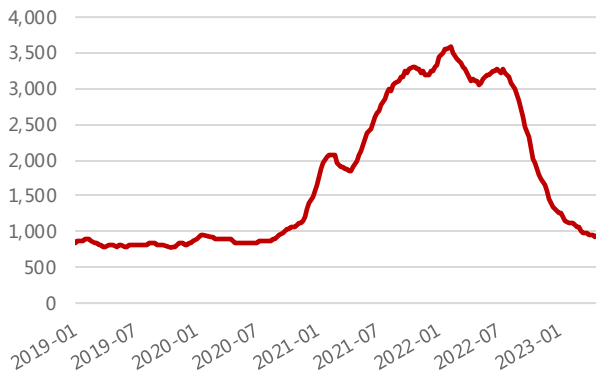
表 33 重点摩托车企业毛利率 (%)

公司名称	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1	21Q4	21Q3	21Q2	21Q1	20Q4	20Q3	20Q2	20Q1
合计	23.8%	20.7%	22.4%	20.6%	17.7%	14.6%	17.1%	17.1%	16.4%	15.7%	22.0%	22.6%	19.6%
春风动力	34.2%	30.9%	26.4%	23.2%	19.6%	19.4%	22.1%	22.5%	22.5%	21.5%	32.3%	33.3%	32.6%
钱江摩托	25.3%	25.1%	27.5%	29.0%	25.6%	24.8%	25.2%	29.1%	25.0%	23.7%	31.1%	30.2%	25.5%
隆鑫通用	18.3%	14.3%	19.7%	18.5%	17.1%	13.5%	14.7%	13.2%	13.8%	12.9%	18.1%	19.1%	16.6%
宗申动力	14.1%	12.7%	13.8%	13.3%	11.5%	8.1%	12.1%	12.9%	12.3%	12.9%	16.8%	18.7%	15.9%
林海股份	15.1%	15.1%	11.3%	11.4%	11.6%	13.0%	7.3%	7.9%	11.1%	9.8%	10.2%	9.3%	10.7%
涛涛车业	41.4%	--	--	32.2%	33.0%	--	--	--	--	--	--	--	--

资料来源: WIND, 华西证券研究所

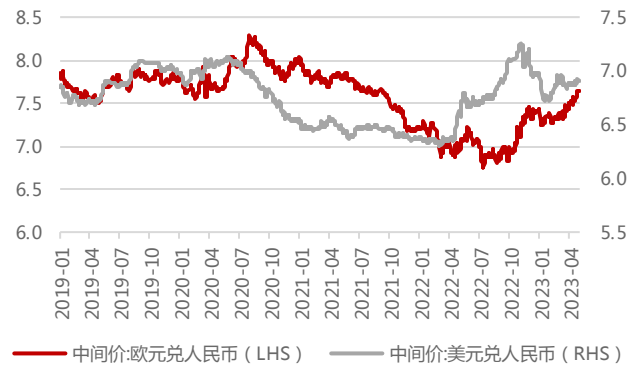
净利呈现较强回升趋势, 预计 2023 将继续受益海运费价格下探。净利方面, 样本企业 23Q1 均呈现较强回升趋势, 除受前述毛利率提升促进外, 同比口径亦受益美元兑人民币升值, 而上述企业海外营收占比均占较大比例 (据上市公司年报数据, 春风动力、钱江摩托、隆鑫通用、宗申动力、林海股份、涛涛车业 2022 年海外营收占比分别 74.4%、35.8%、66.1%、52.1%、54.0%、99.0%)。展望 2023 年, 我们预计海运费下降 (2022 年 2 月中旬起海运费呈现回落趋势, 23Q1 已回落至运费暴涨前 2019-2020H1 水平) 所带来的利润弹性也将较 2022 年更加充分。

图 58 海运 CCFI 价格指数



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 59 人民币兑美元/欧元汇率走势



资料来源：WIND，华西证券研究所

表 34 重点摩托车企业净利率 (%)

公司名称	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1	21Q4	21Q3	21Q2	21Q1	20Q4	20Q3	20Q2	20Q1
合计	6.5%	-1.9%	8.0%	8.6%	6.0%	-1.2%	5.9%	7.7%	5.2%	1.8%	7.6%	9.2%	6.0%
春风动力	7.5%	5.2%	7.4%	8.1%	4.7%	4.4%	4.9%	5.9%	5.9%	4.6%	8.8%	9.8%	9.0%
钱江摩托	5.4%	0.7%	10.5%	9.6%	3.4%	2.8%	7.8%	9.1%	-0.6%	-3.3%	11.3%	9.6%	0.7%
隆鑫通用	6.6%	-10.6%	7.8%	8.9%	8.3%	-9.3%	6.1%	10.5%	6.0%	0.1%	5.5%	7.3%	5.7%
宗申动力	5.5%	-0.3%	7.9%	6.9%	5.0%	4.9%	5.8%	5.5%	6.5%	4.6%	8.5%	12.1%	8.1%
林海股份	1.2%	0.5%	-0.6%	3.8%	1.1%	1.2%	-0.9%	2.5%	1.0%	3.8%	1.5%	0.4%	-1.3%
涛涛车业	10.0%	--	--	16.9%	7.8%	--	--	--	--	--	--	--	--

资料来源：WIND，华西证券研究所

预计 2023 年行业 30-40% 增速，持续重点推荐。摩托车行业核心看点仍在于中大排量摩托车销售的快速增长带动产品结构改善，2023 年 1 月起，摩托车商会对 250cc+ 销量进一步拆分为 250-400(含)cc、400-500(含)cc、500-800(含)cc 以及 800cc 以上四大排量，明晰入门、中、大、超大排产品定位。后续考虑摩托车文化的进一步形成、新兴消费群体升级置换需求释放以及禁限摩政策的边际改善，我们预计 2023 年行业增速 30-40%，持续推荐中大排摩托车赛道。

6. 投资建议

23Q1 基金汽车行业重仓持股占比为 3.64%，同比+0.95pp，环比+0.05pp，疫情之后持仓稳步恢复；分板块看，乘用车板块持仓下降，汽车零部件、摩托车板块持仓占比提升明显。当前，汽车板块当前估值位于近两年中位数（32x）之下，约 28x。动态看，未来 2-3 年部分公司业绩增速较快，在强业绩支撑下板块配置价值突显。

乘用车：经济修复需求回暖+优质供给加速推出+自助高端化、全球化加速，三维共振，坚定看好变革机遇下自主崛起，推荐产品周期加速、具备高业绩弹性的优质自主【长安汽车、长城汽车、吉利汽车 H、比亚迪】，受益标的【理想汽车 H、蔚来-SW】。

零部件：中期成长不断强化，短期量价影响有限。电动智能重塑秩序，全球化进程明显加快，优质中国零部件崛起势不可挡。短期市场担心终端价格战对零部件的量价双杀影响，我们认为或可不必过于悲观，判断新能源+自主产业链承压将小于合资燃油产业链，有新品放量的零部件表现也将显著好于行业，同时车企降本压力诉求将加快座椅、底盘电子、汽车电子等的国产替代。坚定看好新势力产业链+智能电动增量，推荐：

1、新势力产业链：优选【拓普集团、新泉股份、多利科技、双环传动、上声电子、爱柯迪、美利信】；

2、智能电动增量：1) 智能化核心主线：优选智能驾驶-【伯特利、经纬恒润-W、德赛西威】+智能座舱-【上声电子、光峰科技、继峰股份】；2) 轻量化高景气：特斯拉引领一体压铸大变革，优选【文灿股份、旭升集团、多利科技】。

重卡：重卡行业销售情况与 PB 估值共振，当前重点企业处于业绩和估值底，有较大回弹潜力。中长期来看经济回暖货运需求提升，短期来看国六 a 透支出清、国六 b 带动换新，叠加健康的库存情况，重卡行业有望迎来戴维斯双击，应把握周期向上行情和投资机会。建议关注【中国重汽（A+H）、潍柴动力】，受益标的【福田汽车】。

摩托车：据中国摩托车商会数据，2022、23Q1 国内 250cc+中大排量分别累计销售 55.34、10.86 万辆，同比分别+44.7%、+21.3%。中大排量摩托代表消费升级方向，市场潜力巨大，份额将向品牌力突出、动力总成技术领先、渠道布局完善的头部自主、合资品牌集中。推荐【春风动力、钱江摩托】。

表 35 重点公司盈利预测

细分行业	证券代码	证券名称	收盘价	EPS (元/股)				PE				PB				
			2023/5/9	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
整车	000625.SZ	长安汽车	11.92	0.47	0.80	0.92	1.13	25.4	14.9	13.0	10.5	1.9	1.9	1.7	1.5	
	601633.SH	长城汽车	26.52	0.73	0.81	1.31	1.68	36.3	32.7	20.2	15.8	3.6	3.3	3.0	2.6	
	0175.HK	吉利汽车	9.64	0.48	0.73	1.05	1.57	20.1	13.2	9.1	6.1	1.4	1.2	1.0	0.9	
	002594.SZ	比亚迪	250.11	1.06	8.61	11.20	14.09	236.0	29.0	22.3	17.8	6.6	5.2	4.1	3.3	
	2238.HK	广汽集团	4.87	0.72	0.81	1.31	0.00	6.8	6.0	3.7		0.5	0.4	0.4	0.3	
	601238.SH	广汽集团	10.61	0.72	0.99	1.18	1.28	14.7	10.7	9.0	8.3	1.0	0.9	0.8	0.7	
	600104.SH	上汽集团	14.04	2.12	1.34	1.47	1.53	6.6	10.5	9.6	9.2	0.6	0.6	0.5	0.5	
零部件	603596.SH	伯特利	59.67	1.24	2.45	3.49	4.70	48.1	24.4	17.1	12.7	6.0	4.6	3.5	2.7	
	688326.SH	经纬恒润-W	121.50	1.62	2.53	4.71	6.93	75.0	48.0	25.8	17.5	2.8	1.5	1.4	1.2	
	688007.SH	光峰科技	20.94	0.52	0.35	0.84	1.09	40.3	59.8	24.9	19.2	3.6	3.3	2.8	2.3	
	002920.SZ	德赛西威	97.32	1.51	3.03	4.20	5.36	64.5	32.1	23.2	18.2	8.3	6.5	5.0	3.9	
	688533.SH	上声电子	41.00	0.41	1.36	2.29	3.36	100.0	30.1	17.9	12.2	6.0	4.6	3.4	2.5	
	603997.SH	继峰股份	12.12	0.12	0.43	0.63	1.05	101.0	28.2	19.2	11.5	3.9	3.2	2.6	2.0	
	603348.SH	文灿股份	38.11	0.38	1.50	2.45	3.56	100.3	25.4	15.6	10.7	3.3	2.2	1.5	1.1	
	001311.SZ	多利科技	68.96	3.64	3.85	5.00	7.01	18.9	17.9	13.8	9.8	3.9	2.2	1.9	1.6	
	600933.SH	爱柯迪	18.15	0.36	0.92	1.31	1.82	50.4	19.7	13.9	10.0	3.0	2.5	2.1	1.7	
	601689.SH	拓普集团	49.48	0.93	2.11	3.06	4.44	53.2	23.5	16.2	11.1	4.5	3.6	2.8	2.1	
	603179.SH	新泉股份	36.70	0.75	1.60	2.45	3.12	48.9	22.9	15.0	11.8	4.4	3.4	2.6	2.0	
	002472.SZ	三环传动	22.75	0.46	1.00	1.41	1.66	49.5	22.8	16.1	13.7	2.6	2.4	2.1	1.8	
	600660.SH	福耀玻璃	33.16	1.23	2.03	2.46	3.02	27.0	16.3	13.5	11.0	3.0	2.5	2.1	1.7	
	601799.SH	星宇股份	105.01	3.41	4.20	6.05	7.90	30.8	25.0	17.4	13.3	3.5	3.0	2.5	2.0	
	300680.SZ	隆盛科技	17.93	0.48	1.09	1.57	2.14	37.4	16.4	11.4	8.4	2.5	2.0	1.6	1.2	
	301307.SZ	美利信	26.55	0.63	1.37	1.83	2.47	42.1	19.4	14.5	10.7	2.7	1.6	1.5	1.3	
	605128.SH	上海沿浦	33.62	0.88	1.91	3.83	5.36	38.2	17.6	8.8	6.3	2.5	2.1	1.7	1.3	
	603786.SH	科博达	50.02	0.97	1.48	2.04	2.94	51.5	33.8	24.5	17.0	4.9	4.2	3.6	2.9	
	002126.SZ	银轮股份*	12.48	0.28	0.72	0.98	1.26	44.6	17.3	12.7	9.9	2.2	1.9	1.7	1.4	
	600741.SH	华域汽车*	17.01	2.05	2.44	2.76	3.03	8.3	7.0	6.2	5.6	1.0	0.9	0.8	0.7	
	300258.SZ	精锻科技	9.40	0.36	0.62	0.79	1.00	25.9	15.1	11.9	9.4	1.4	1.2	1.1	1.0	
	600699.SH	均胜电子*	14.65	-2.74	0.66	0.92	1.23	-5.3	22.3	15.9	11.9	1.6	1.6	1.4	1.3	
	0425.HK	敏实集团*	21.70	1.29	1.68	2.09	2.58	16.8	12.9	10.4	8.4	1.5	1.3	1.2	1.1	
	603040.SH	新坐标*	21.02	1.06	1.49	1.72	2.09	19.8	14.1	12.2		2.6	2.2	1.9	-	
	603730.SH	岱美股份*	15.84	0.57	0.85	1.06	1.31	27.8	18.7	15.0	12.1	3.5	3.1	2.7	2.3	
	300695.SZ	兆丰股份*	44.35	1.89	2.27	2.62	0.00	23.5	19.6	16.9		1.3	-	-	-	
	603809.SH	豪能股份*	9.46	0.68	0.66	0.83	0.98	14.0	14.4	11.4	9.7	1.8	1.6	1.5	1.3	
	600480.SH	凌云股份*	7.56	0.36	0.44	0.55	0.00	21.0	17.0	13.7		1.1	-	-	-	
	603319.SH	湘油泵*	14.42	1.20	1.56	2.04	0.00	12.0	9.2	7.1		1.9	-	-	-	
	601966.SH	玲珑轮胎*	20.85	0.58	0.85	1.34	1.67	35.9	24.5	15.6	12.5	1.6	1.6	1.4	1.3	
	客车	600066.SH	宇通客车*	13.91	0.28	0.59	0.81	1.08	49.7	23.6	17.3	12.9	2.1	2.1	1.9	1.7
	后市场	600297.SH	广汇汽车*	2.17	0.20	0.28	0.35	0.43	10.9	7.7	6.3		0.8	0.8	0.7	0.7
601965.SH		中国汽研*	21.43	0.71	0.96	1.11	1.19	30.2	22.3	19.3	18.0	3.6	3.2	2.8	2.4	
重卡	000951.SZ	中国重汽*	15.22	0.90	0.87	1.27	1.66	16.9	17.5	12.0	9.1	1.3	1.2	1.1	1.0	
	000338.SZ	潍柴动力*	12.62	1.10	0.82	1.01	1.19	11.5	15.4	12.5	10.6	1.5	1.4	1.2	1.1	
	000581.SZ	威孚高科*	16.46	2.57	2.39	2.65	0.00	6.4	6.9	6.2		0.9	-	-	-	
其他	603129.SH	春风动力	127.98	3.01	7.47	10.26	13.60	42.5	17.1	12.5	9.4	4.6	3.6	2.8	2.1	
	000913.SZ	钱江摩托	18.90	0.52	1.16	1.61	2.23	36.3	16.3	11.7	8.5	2.5	2.2	1.9	1.5	

资料来源：WIND，华西证券研究所（注：光峰科技、德赛西威、福耀玻璃、美利信分别与电子、计算机、建材、通信组联合覆盖），加*为公司wind一致预测。

7.风险提示

汽车行业芯片供给短缺；原材料成本波动超出预期；汽车行业终端需求不及预期；汽车出口销量不及预期；禁、限排政策收紧导致摩托车需求下滑；摩托车市场竞争加剧等。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。