

汽车

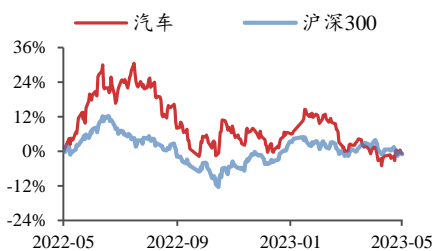
2023年05月17日

投资评级：看好（维持）

汽车板块 2023 年一季报总结：受补贴退坡等影响，毛利率环比略有承压

——行业深度报告

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《4月乘用车销量环比下滑，新能源渗透率环比持续提升——行业点评报告》-2023.5.12

《出口加速，汽车产业焕发二次成长——汽车行业 2023 年中期投资策略》-2023.5.10

《GPT 大模型驱动智能汽车加速发展——中小盘 2023 中期投资策略》-2023.5.8

邓健全（分析师）

dengjianquan@kysec.cn

证书编号：S0790521040001

赵悦媛（分析师）

zhaoyueyuan@kysec.cn

证书编号：S0790522070005

● 乘用车：受价格战等因素影响，2023Q1 板块总体盈利承压

受价格战、新能源补贴退坡等因素影响，主要车企 2023Q1 毛利率环比普遍承压，特斯拉/比亚迪/长城/长安/广汽/上汽/赛力斯毛利率环比分别-4.4/-1.1/-1.9/-2.3/-5.4/+0.3/-5.7pcts。车企业绩表现分化，长城、广汽、上汽等传统自主车企销量承压下，2023Q1 归母净利润同比普遍下滑，新能源汽车销量快速增长下比亚迪归母净利润同比大幅增长。

● 商用车：受益于全球经济复苏、出口加速，2023Q1 行业景气度上行

受益于经济复苏、扩大内需政策、换车需求释放及出口市场繁荣等影响，商用车行业复苏势头明显。重卡行业，主要车企中国重汽/潍柴动力/中集车辆 2023Q1 业绩同比高增长，归母净利润分别同比+80.53%/+76.55%/+285.25%，一汽解放受新能源结构转型的影响，盈利承压。轻卡行业，主要车企 2023Q1 盈利能力改善，福田汽车/江淮汽车毛利率环比分别+0.37/+0.45pct。客车行业，受经济复苏、出口加速等影响，行业整体景气度上行，主要车企 2023Q1 业绩改善，宇通客车实现归母净利润同比转正，金龙汽车归母净利润同比高增 175.32%。展望未来，全球经济复苏叠加出口需求高增，行业复苏势头有望延续。

● 零部件：受益于轻量化/电动化/智能化等趋势，2023Q1 整体业绩同比高增

受益于新能源汽车轻量化、电动化、智能化等趋势，汽车零部件整体业绩维持高增。轻量化与一体压铸板块，头部供应商 2023Q1 业绩同比高增，环比略有回落，拓普集团/旭升集团/爱柯迪归母净利润同比分别+19.32%/+60.79%/+99.52%，环比分别-8.39%/-10.75%/-29.88%。空气悬架板块，主要厂商定点项目逐步落地，盈利能力有所改善，保隆科技/中鼎股份归母净利润同比+109.6%/+4.6%，净利率环比+1.7pct/+2.4pct。热管理板块，主要企业业绩快速增长，管理成效渐显，三花智控/银轮股份实现归母净利润 6.01/1.27 亿元，同比分别+32.73%/+80.73%。展望未来，汽车行业整体产销复苏，零部件行业有望延续增长。

● 投资建议

上海车展多款重磅新车发售叠加价格战逐步缓解下，行业需求有望逐步企稳回暖。乘用车厂方面，受益标的包括比亚迪、长安汽车、长城汽车、吉利汽车、广汽集团、上汽集团以及新势力蔚来汽车、小鹏汽车、理想汽车等。商用车方面，受益标的包括中国重汽、潍柴动力、中集车辆、福田汽车、宇通客车等。零部件方面，受益标的包括拓普集团、伯特利、福耀玻璃、保隆科技、星宇股份、三花智控、文灿股份、旭升股份、凌云股份、贝斯特、欣锐科技、天润工业、常熟汽饰、科博达、骆驼股份、银轮股份、新泉股份等。

● 风险提示：宏观经济恢复不及预期、海内外汽车需求不及预期、电动化推进不及预期。

目录

1、 整车：2023Q1 乘用车板块承压，商用车逐步回暖.....	5
1.1、 乘用车：受价格战、补贴退坡等影响，2023Q1 板块总体盈利承压.....	5
1.2、 商用车：受益于全球经济复苏、出口加速，2023Q1 行业景气度上行.....	8
1.2.1、 重卡：行业景气度上行，中国重汽/潍柴动力/一汽解放/中集车辆业绩同比高增长.....	8
1.2.2、 轻卡：行业逐渐复苏，福田汽车/江淮汽车盈利能力改善.....	11
1.2.3、 客车：行业复苏，宇通客车/金龙汽车业绩改善.....	13
1.3、 摩托车：中大排量市场维持高景气度.....	15
2、 零部件：受益于轻量化、电动化、智能化等趋势，2023Q1 行业整体业绩上扬.....	17
2.1、 轻量化&一体化压铸：拓普集团业绩持续领跑，爱柯迪盈利能力不断提升.....	17
2.2、 传动板块：双环传动业绩同比高增，精锻科技营收稳步增长.....	21
2.3、 线控制动：伯特利项目开拓提速，亚太股份盈利能力显著改善.....	22
2.4、 汽车内外饰：业绩稳健增长，资本开支明显提速.....	23
2.5、 空气悬架：保隆科技业绩显著改善，中鼎股份稳健增长.....	24
2.6、 热管理系统：银轮股份降本增效成效渐显，三花智控业绩快速增长.....	25
2.7、 电驱动系统：欣锐科技业绩显著改善.....	26
2.8、 线束线缆：卡倍亿业绩快速增长.....	27
2.9、 座椅及被动安全：继峰股份业务整合成效初显，松原股份增长稳健.....	28
3、 投资建议.....	31
4、 风险提示.....	33

图表目录

图 1： 2023Q1 乘用车销量同比略有下滑.....	5
图 2： 2023Q1 新能源乘用车销量同比增速有所放缓.....	5
图 3： 2023Q1 乘用车销量有所承压（万辆）.....	5
图 4： 2023Q1 新能源乘用车销量维持同比增长（万辆）.....	5
图 5： 2023Q1 整车厂营业收入普遍环比下行（亿元）.....	7
图 6： 2023Q1 整车厂归母净利润表现分化（亿元）.....	8
图 7： 2023Q1 整车厂毛利率普遍环比下行.....	8
图 8： 2023Q1 整车厂归母净利率走势分化.....	8
图 9： 2023Q1 重卡销量同比增加（万辆）.....	9
图 10： 2023Q1 重卡销量逐月提升（万辆）.....	9
图 11： 2023Q1 重卡出口量同比增加（万辆）.....	9
图 12： 2023Q1 重卡月度出口量同比大幅提升（万辆）.....	9
图 13： 2023Q1 重卡头部企业营收均环比增长（亿元）.....	10
图 14： 2023Q1 除一汽解放外，其他企业归母净利润同比高增长.....	10
图 15： 2023Q1 重卡头部企业毛利率表现分化.....	11
图 16： 2023Q1 除一汽解放外，其他企业净利率同比提升.....	11
图 17： 2023Q1 轻卡销量同比增加（万辆）.....	11
图 18： 2023Q1 轻卡月度销量环比增加（万辆）.....	11
图 19： 2023Q1 轻卡出口量同比微增（万辆）.....	11
图 20： 2023Q1 轻卡月度出口量同比微增（万辆）.....	11

图 21: 福田汽车/江淮汽车 2023Q1 营收同比增长 (亿元)	12
图 22: 福田汽车/江淮汽车 2023Q1 归母净利润改善	12
图 23: 福田汽车/江淮汽车 2023Q1 毛利率环比提升	12
图 24: 福田汽车/江淮汽车 2023Q1 净利率稳中有升	12
图 25: 2023Q1 客车销量同比提升 (万辆)	13
图 26: 2023Q1 客车月度销量环比增加 (万辆)	13
图 27: 2023Q1 客车出口量同比增长 (万辆)	13
图 28: 2023Q1 新能源客车出口占比提升	13
图 29: 宇通客车 2023 年销量逐月回暖	14
图 30: 宇通客车 2020 年起出口量逐年增长	14
图 31: 金龙汽车 2023 年销量逐月回暖	14
图 32: 金龙客车轻客出口比例较高	14
图 33: 宇通客车/金龙汽车 2023Q1 营收同比增长 (亿元)	14
图 34: 宇通客车/金龙汽车 2023Q1 归母净利润同比改善	14
图 35: 2023Q1 宇通客车/金龙汽车毛利率表现分化	15
图 36: 2023Q1 宇通客车/金龙汽车净利率表现分化	15
图 41: 摩托车行业毛利率改善明显, 净利率维持稳定	16
图 46: 拓普集团营收规模位于行业头部 (亿元)	18
图 47: 拓普集团归母净利润保持稳健增长 (亿元)	18
图 48: 拓普集团毛利率与净利率整体维持高水平	18
图 49: 拓普集团内饰、控制与减震产品贡献主要营收	18
图 50: 2022-2023Q1 营收持续升高 (亿元)	19
图 51: 2022 年利润率逐季度显著改善	19
图 52: 2022 年销售、管理、研发三费稳定, 财务费用环比波动大 (亿元)	19
图 53: 广东鸿图营收规模高于文灿股份、旭升集团 (亿元)	20
图 54: 文灿股份归母净利润下滑 (亿元)	20
图 55: 旭升集团毛利率小幅高于广东鸿图、文灿股份	20
图 56: 旭升集团净利率具有明显比较优势	20
图 57: 双环传动营收规模大于精锻科技 (亿元)	21
图 58: 双环传动归母净利润稳定增长 (亿元)	21
图 59: 2023Q1 双环传动、精锻科技净利率均约 10%	22
图 60: 2023Q1 双环传动、精锻科技的毛利率均为 20%以上	22
图 61: 伯特利 2023Q1 单季度营收规模高于亚太股份 (亿元)	23
图 62: 亚太股份 2023Q1 归母净利润显著改善 (亿元)	23
图 63: 亚太股份毛利率稳中有升	23
图 64: 亚太股份 2023Q1 净利率水平显著改善	23
图 65: 新泉股份营收规模高于常熟汽饰 (亿元)	24
图 66: 新泉股份归母净利润超过常熟汽饰 (亿元)	24
图 67: 常熟汽饰毛利率水平略高于新泉股份	24
图 68: 常熟汽饰净利率水平高于新泉股份	24
图 69: 中鼎股份营收规模高于保隆科技 (亿元)	25
图 70: 中鼎股份归母净利润水平高于保隆科技 (亿元)	25
图 71: 保隆科技毛利率高于中鼎股份	25
图 72: 保隆科技 2023Q1 净利率显著恢复	25
图 73: 三花智控营收规模超过银轮股份 (亿元)	26

图 74: 三花智控归母净利润水平高于银轮股份 (亿元)	26
图 75: 三花智控毛利率水平长期超过银轮股份.....	26
图 76: 2022 年银轮股份净利率呈逐季改善趋势.....	26
图 77: 2023Q1 欣锐科技营收规模超过英搏尔 (亿元)	27
图 78: 2023Q1 欣锐科技归母净利润显著改善 (亿元)	27
图 79: 2023Q1 欣锐科技毛利率水平明显恢复.....	27
图 80: 2023Q1 欣锐科技净利率水平明显恢复.....	27
图 81: 2023Q1 卡倍亿营收规模超过沪光股份 (亿元)	28
图 82: 2023Q1 卡倍亿归母净利润水平高于沪光股份 (亿元)	28
图 83: 2023Q1 卡倍亿毛利率超过沪光股份.....	28
图 84: 2023Q1 卡倍亿净利率超过沪光股份.....	28
表 1: 上市公司估值表 (PE 估值)	31

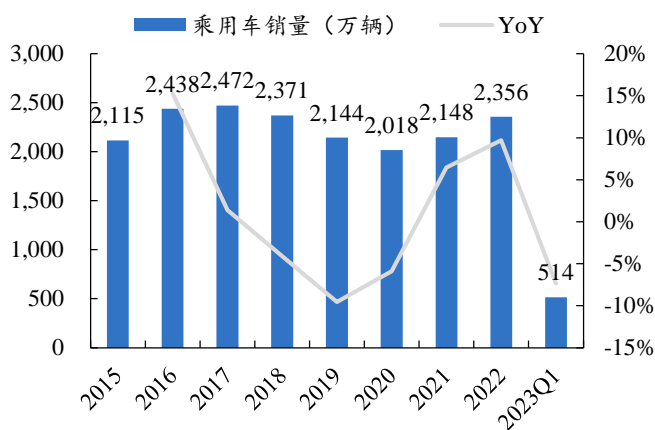
1、整车：2023Q1 乘用车板块承压，商用车逐步回暖

1.1、乘用车：受价格战、补贴退坡等影响，2023Q1 板块总体盈利承压

2023Q1 乘用车销量有所承压，新能源乘用车维持增长势头。2023 年新能源国补政策退出导致消费者 2022 年底的提前消费，叠加 2023Q1 行业价格战带来的终端市场不稳定及部分消费者的观望情绪下，2023Q1 乘用车销量有所承压，销量为 513.8 万辆，同比-7.3%，环比-21.8%。新能源乘用车维持同比增长态势，但增速较 2022 年有所放缓，2023Q1 销量达 151.2 万辆，同比+25.2%，环比-30.6%，新能源渗透率达 29.4%，较 2022 年全年+1.6pcts。

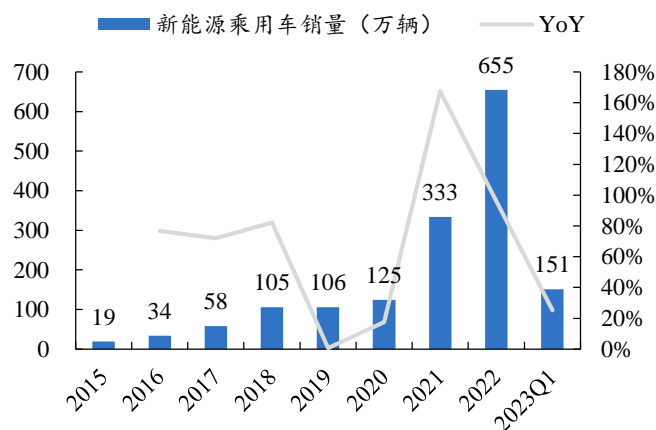
上海车展多款重磅新车发售叠加价格战缓解下，行业需求有望企稳回暖。4 月上海车展超 150 款新车全球首发，其中约三分之二的车型为新能源汽车，有助于提振消费信心。此外，5 月特斯拉中国涨价或为价格战降温，有望在一定程度上刺激持币观望的潜在消费者转化为真实购买。供给端看，3 月汽车经销商库存系数为 1.78，虽仍处高位，但环比下滑 7.8%，行业库存不断去化下，汽车消费有望逐步企稳。

图1：2023Q1 乘用车销量同比略有下滑



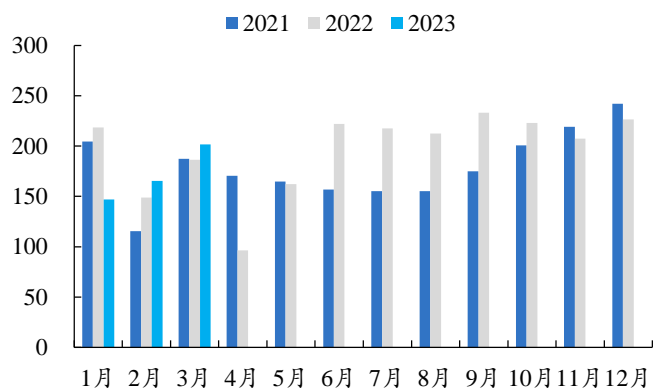
数据来源：中汽协、开源证券研究所

图2：2023Q1 新能源乘用车销量同比增速有所放缓



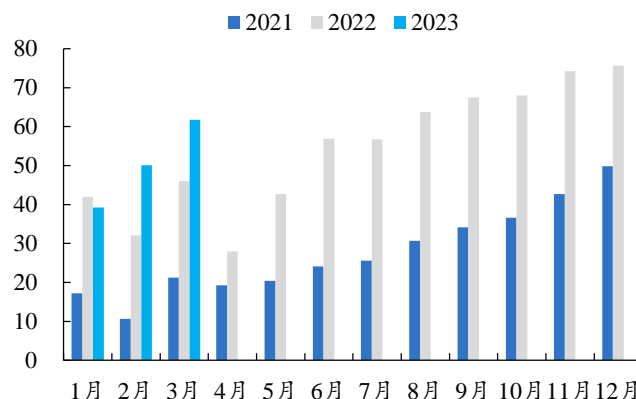
数据来源：中汽协、开源证券研究所

图3：2023Q1 乘用车销量有所承压（万辆）



数据来源：中汽协、开源证券研究所

图4：2023Q1 新能源乘用车销量维持同比增长（万辆）



数据来源：中汽协、开源证券研究所

特斯拉:2023Q1 单季度特斯拉实现营收 233.3 亿美元,同比+24.4%,环比-4.1%;毛利率 19.3%,同比-9.8pcts,环比-4.4pcts;GAAP 归母净利润 25.1 亿美元,同比-24.3%,环比-31.8%。

价格战负向影响毛利率,售价上调或为价格战降温。2023Q1 特斯拉全球共交付新车 42.3 万辆,同比+36.4%,环比+4.3%,而受产品价格调整等因素影响公司汽车业务盈利能力有所下滑,汽车业务毛利率为 21.1%,同比-11.8pcts,环比-4.8pcts。2023 年 5 月 2 日,据特斯拉官网,在经历了全球范围的多次降价之后,特斯拉上调了美国、中国、日本、加拿大等主要市场几款车型的售价。一方面,特斯拉此轮涨价或为价格战降温,有望减少消费者观望情绪并刺激需求回暖。另一方面,涨价亦有望在一定程度上提升公司汽车业务的盈利能力。2023 年公司全年全球交付目标为 180 万辆。

比亚迪:2023Q1 单季度公司实现营收 1,201.7 亿元,同比+79.8%,环比-23.1%;毛利率 17.9%,同比+5.5pcts,环比-1.1pcts;归母净利润 41.3 亿元,同比+410.9%,环比-43.5%;扣非净利润 35.7 亿元,同比+593.7%,环比-51.0%。

强产品力及规模效应加持下,公司 2023Q1 单车盈利环比略有下滑但仍位于较高水平。2023Q1 公司实现汽车销量 55.2 万辆,同比+89.5%,环比-19.2%。扣除港股比亚迪电子收入后,2023Q1 公司汽车及其他业务实现 938.0 亿元营收,同比+104.4%,环比-22.1%,单车 ASP 约为 17.0 万元,同比+7.9%,环比-3.5%。尽管新能源补贴退坡等因素影响下,公司毛利率环比略有下滑,2023Q1 公司单车净利润仍维持约 0.7 万元,2022Q1/2022Q4 分别约为 0.2/1.0 万元,体现出公司稳健的盈利能力。

公司将形成王朝+海洋+腾势+仰望+F 品牌的丰富产品矩阵。伴随王朝+海洋系列底盘产品不断放量,叠加腾势、仰望等高端车型销量占比的提升,以及公司新能源乘用车出口加速下,公司汽车销量及业绩均有望实现较快增长。

长城汽车:2023Q1 单季度公司实现营收 290.4 亿元,同比-13.6%,环比-23.3%;毛利率 16.1%,同比-1.1pcts,环比-1.9pcts;归母净利润 1.7 亿元,同比-89.3%,环比+64.9%;扣非净利润-2.2 亿元,同比-116.7%,环比-259.0%。

汽车销量下滑下,公司营收及盈利能力均有所下滑。2023Q1 公司实现汽车销量 22.0 万辆,同比-22.4%,环比-17.1%;单车 ASP 约为 13.2 万元,同比+11.3%,环比-7.5%。规模效应下降下公司毛利率承压,叠加新能源加速转型阶段公司销售、研发等费用率的提升,2023Q1 单车净利润约为 0.08 万元,同比-86.3%,环比+98.8%。

技术+产品+渠道加持,新能源转型成效有望逐步体现。伴随魏牌蓝山 DHT-PHEV、哈弗枭龙、枭龙 MAX 等多款新能源重磅车型的逐步上市,叠加全新智能四驱电混技术 Hi4 的发布,以及哈弗新能源网络建设的不断推进下,公司新能源汽车销量有望实现较快增长。

长安汽车:2023Q1 单季度公司实现营收 345.6 亿元,同比-0.1%,环比-3.7%;毛利率 18.6%,同比+0.4pcts,环比-2.3pcts;归母净利润 69.7 亿元,同比+53.7%,环比+675.7%,其中并表长安新能源确认投资收益 50.21 亿元;扣非净利润 14.8 亿元,同比-34.8%,环比+139.1%。

长安新能源并表致使毛利率环比下滑,合联营企业投资收益同比有所下降。2023Q1 公司自主销量(重庆长安+河北长安+合肥长安)为 37.8 万辆,同比-5.6%,环比-8.6%;自主单车 ASP 约为 9.2 万元,同比+5.8%,环比+5.3%。受长安新能源自

2023年2月起纳入公司合并报表范围影响，2023Q1公司毛利率环比回落，销售、研发等费用率亦有所提升。投资收益方面，2023Q1公司对合联营企业的投资收益为-0.6亿元，同比-1.73亿元，主要系阿维塔等仍处于前期发展阶段投入较大，以及长安福特和长安马自达2023Q1销量同比下滑所致。

新能源转型加速，汽车出海步入快车道。2023年，公司将通过深蓝S7、阿维塔12、OX序列首款车型C236及智电iDD插混序列产品加速新能源布局。此外，公司“海纳百川”海外战略正式发布，公司将通过加快产品和产能、品牌建设、营销服务等布局，力争在2030年前进入全球90%以上的市场，并实现到2030年海外市场年销量突破120万辆的目标。

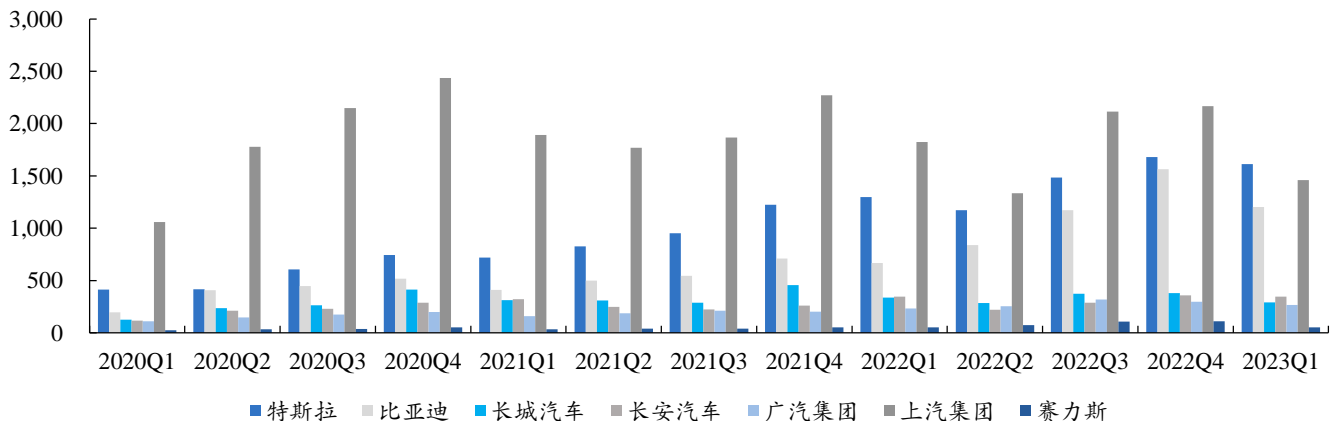
广汽集团：2023Q1单季度公司实现营收265.6亿元，同比+14.1%，环比-10.4%；毛利率4.0%，同比-2.1pcts，环比-5.4pcts；归母净利润15.4亿元，同比-48.9%，环比+25453.3%；扣非净利润14.3亿元，同比-50.5%，环比转正。

价格战及新能源补贴退坡等因素影响毛利率，合资品牌量利均有所下滑。2023Q1广汽自主（广汽乘用车+广汽埃安）实现汽车销量16.2万辆，同比+19.7%，环比-12.0%，其中广汽埃安销售7.8万辆，同比+74.5%，环比-11.8%。受行业竞争加剧导致的价格战及新能源补贴退坡等因素影响，2023Q1毛利率有所回落。合资品牌方面，2023Q1广汽丰田销量为22.0万辆，同比-10.9%，环比-8.4%；广汽本田销量为14.9万辆，同比-29.6%，环比-11.5%。2023Q1合联营企业投资收益为29.2亿元，同比-29.4%，环比-79.3%。

上汽集团：2023Q1单季度公司实现营收1,459.2亿元，同比-20.0%，环比-32.6%；毛利率9.8%，同比+0.5pcts，环比+0.3pcts；归母净利润27.8亿元，同比-49.5%，环比-19.8%；扣非净利润21.6亿元，同比-56.3%，环比转正。销量方面，2023Q1公司汽车销量为89.1万辆，同比-27.0%，环比-41.8%。

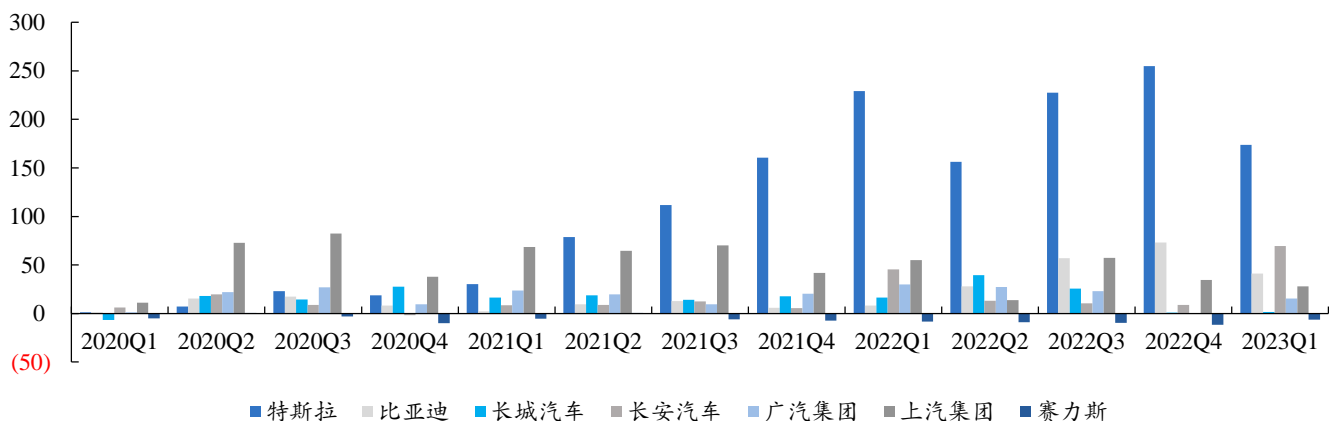
赛力斯：2023Q1单季度公司实现营收50.9亿元，同比-0.8%，环比-53.6%；毛利率8.9%，同比+2.2pcts，环比-5.7pcts；归母净利润-6.3亿元，2022Q1/2022Q4分别为-8.4/-11.6亿元；扣非净利润-9.2亿元，2022Q1/2022Q4分别为-7.6/-14.3亿元。销量方面，2023Q1公司汽车销量为4.2万辆，同比-30.0%，环比-40.1%，其中问界销量为1.1万辆，同比+262.3%，环比-63.7%。

图5：2023Q1整车厂营业收入普遍环比下行（亿元）



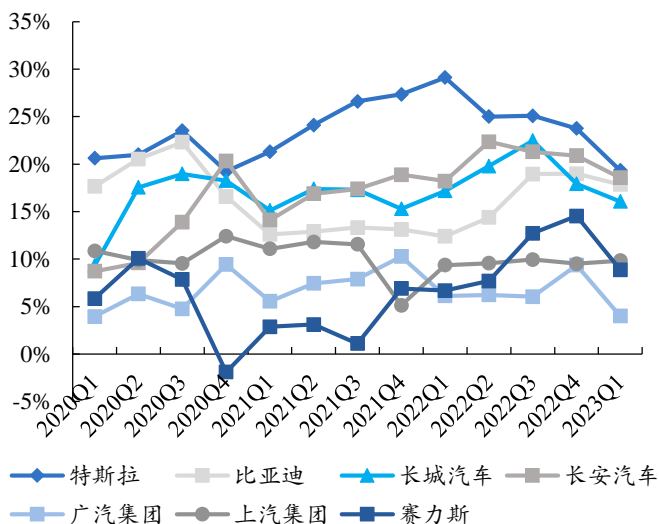
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2023Q1 整车厂归母净利润表现分化（亿元）



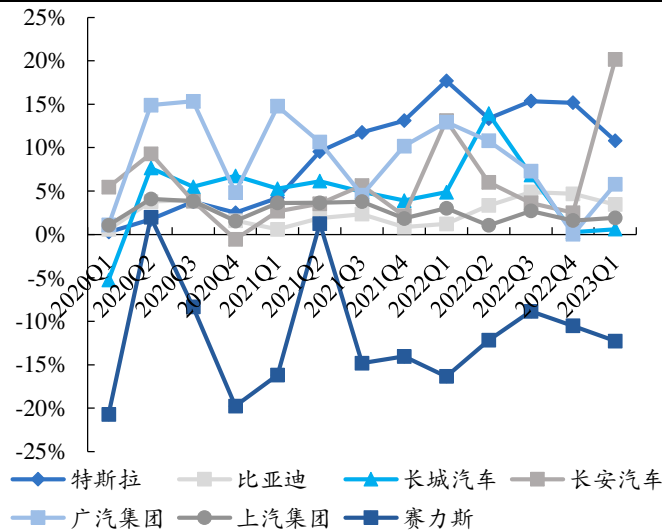
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023Q1 整车厂毛利率普遍环比下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023Q1 整车厂归母净利润率走势分化

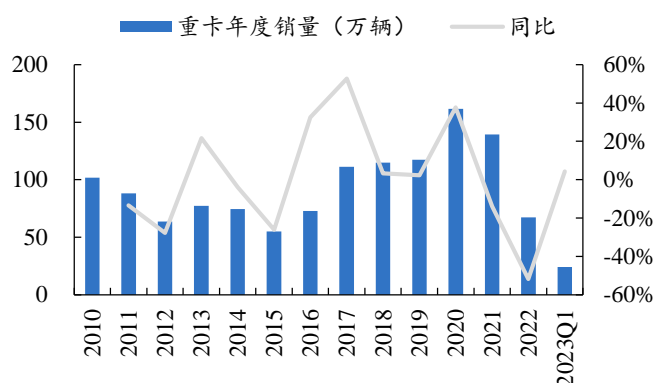


数据来源：Wind、开源证券研究所（特斯拉为 GAAP 净利率）

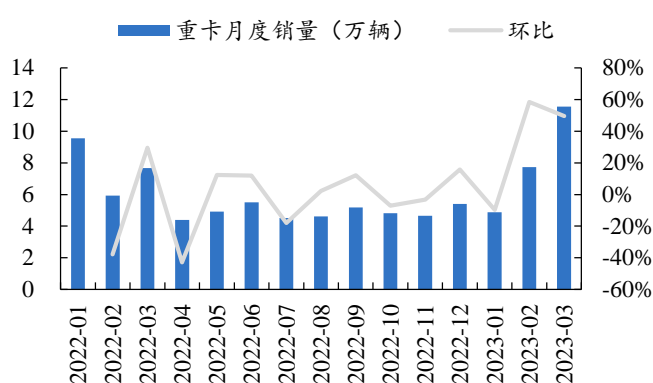
1.2、商用车：受益于全球经济复苏、出口加速，2023Q1 行业景气度上行

1.2.1、重卡：行业景气度上行，中国重汽/潍柴动力/一汽解放/中集车辆业绩同比增长

2023Q1 我国重卡市场批发销量同比增长 4.3%，行业复苏势头明显。2023Q1 重卡行业累计销售 24.14 万辆，同比增长 4.3%，环比增长 62.19%。2023 年 1 月份受春节影响，且叠加宏观经济还未复苏，重卡销量下滑；2 月份开始，受益于疫情常态化，经济复苏促进了物流重卡和工程重卡的需求增加，且 2022 年被压抑的换车需求释放，销量呈现同环比高增，同比增长 30.21%，环比增长 58.43%；3 月份市场持续复苏，且出口势头强劲，重卡销量继续保持高增长态势，同比增长 50.37%，环比增长 49.51%。

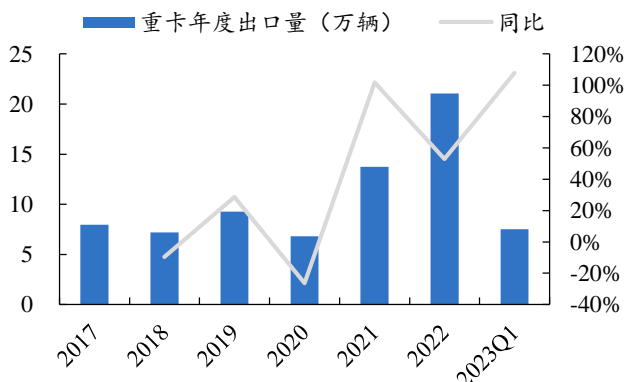
图9：2023Q1 重卡销量同比增加（万辆）


数据来源：中汽协、开源证券研究所

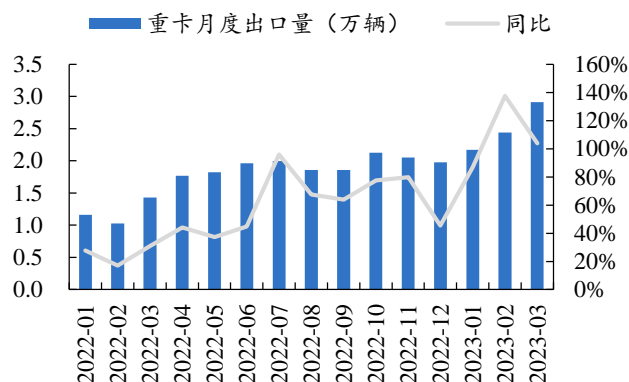
图10：2023Q1 重卡销量逐月提升（万辆）


数据来源：中汽协、开源证券研究所

2023Q1 出口同比高增 107.9%，势头强劲。得益于全球经济复苏，部分国家对我国重卡需求高增，叠加我国重卡的高性价比，出口势头强劲。

图11：2023Q1 重卡出口量同比增加（万辆）


数据来源：中汽协、开源证券研究所

图12：2023Q1 重卡月度出口量同比大幅提升（万辆）


数据来源：中汽协、开源证券研究所

分车企看：

中国重汽：2023Q1 公司实现营收 92.14 亿元，同比+22.90%，环比+44.70%；归母净利润 2.24 亿元，同比+80.53%；实现扣非净利润 2.21 亿元，同比+86.42%。

行业景气度上行，出口市场繁荣，业绩表现持续向好。2023 年在经济回暖及扩大内需政策下，重卡行业迎来上升拐点，景气度上行。公司作为重卡龙头企业，率先受益，销量表现优于行业平均水平。此外，重卡出口市场繁荣，将带动公司出口业务高增长，中国重汽连续 18 年位居出口第一，出口将持续领跑行业。2023 年，随着行业景气度上行，公司将实现重卡整车市占率进一步提升，且随着出口市场的强劲表现，公司将迎来营收和盈利能力的高增长，持续引领行业。

潍柴动力：2023Q1 公司实现营收 534.34 亿元，同比+30%，环比+19.72%；归母净利润 18.56 亿元，同比+76.55%，环比+16.49%；扣非净利润 17.42 亿元，同比+94.14%，环比+43.45%。

国内外市场同时发力，智能物流业务和新业务持续突破。公司各业务表现亮眼。动力总成业务销量高增长，2023Q1 公司销售各类发动机 19.4 万台，同比+7.6%，其中重卡发动机销售 7.1 万台，同比+46%，装机率由去年同期的 27.8% 提升至 36.2%；重卡整车销售 3 万辆，同比+83%，市占率由去年同期的 7.1% 提升至 12.5%。出口业

务表现优异，再创新高，发动机出口 1.8 万台，同比+59%，重卡整车出口 1.3 万辆，同比+164%。智能物流业务盈利提升，凯傲集团实现净利润 0.74 亿欧元，毛利率水平提升至 23.1%，环比 2022Q4 增长 3.7pct。此外，大缸径发动机实现收入 9.5 亿元，同比+115%，高端液压国内收入 3 亿元，同比+67%。

行业景气度上行，控费效果显著，持续引领行业。2023 年重卡行业迎来上升拐点，景气度上行。公司作为重卡产业链龙头企业，销量表现优于行业平均水平。此外，公司控费管控能力优异，不断推进降本增效，2023Q1 期间费用率为 13.19%，同比下降 1.66pct。2023 年，随着行业景气度上行，公司将实现重卡整车市占率进一步提升，重卡发动机销量持续高增长，且随着出口加速，公司将迎来营收和盈利能力的高增长，持续引领行业。

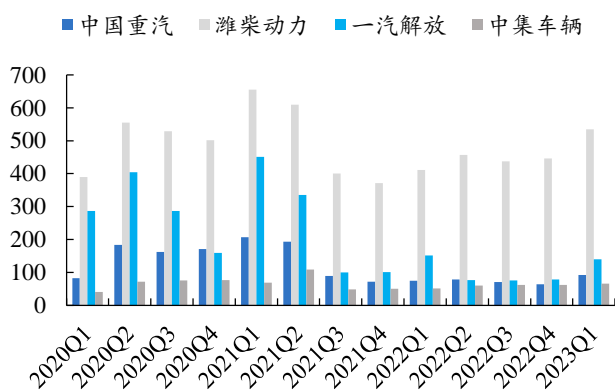
一汽解放：2023Q1 公司实现营收 140.38 亿元，同比-7.38%，环比+78.22%；归母净利润 0.62 亿元，同比-86.34%，环比-93.94%；扣非净利润-0.82 亿元。

新能源结构转型，毛利率承压。2023Q1 公司毛利率为 6.13%，同比下降 2.87pct，这主要是因为：（1）整体销量相比去年较低，2023Q1 实现公司整车销量 5.85 万辆，同比下降 12.46%，其中中重卡销售 4.92 万辆；（2）新能源车盈利较少，相对于其他产品，公司新能源产品利润率较低，新能源销量增加使得公司盈利能力降低；（3）轻卡销量高于去年同期，2023Q1 公司轻卡销售 9165 辆，同比增长 76.9%，相较于中重卡，轻卡的盈利能力较低，轻卡占比提高也拉低了公司毛利率。我们认为，随着公司 J7 等中高端高毛利产品逐步起量，规模效应降带动公司盈利能力提升，且重卡景气度上行将带动公司中重卡销量回暖，盈利能力将有所提高。

中集车辆：2023Q1 公司实现营收 65.84 亿元，同比+28.29%，环比+5.95%；归母净利润 4.75 亿元，同比+285.25%，环比+4.88%；扣非净利润 4.79 亿元，同比+361.57%，环比+87.64%。

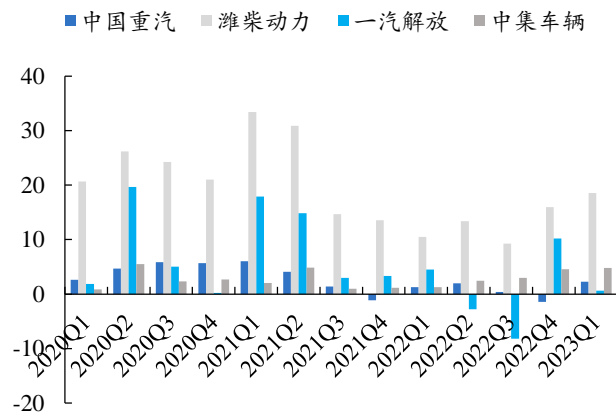
灯塔先锋业务毛利率显著提升，北美业务增势不减。2023 年 Q1 公司毛利率为 18.47%，同比+8.19 pp，我们认为公司毛利率提升的主要原因在于：（1）灯塔先锋业务紧抓国内外市场发展机遇，在推动半挂车生产组织结构性改革的同时，积极开拓新兴市场，毛利率显著提升 5pp；（2）北美业务延续增长态势，毛利率同比提升。

图13：2023Q1 重卡头部企业营收均环比增长（亿元）



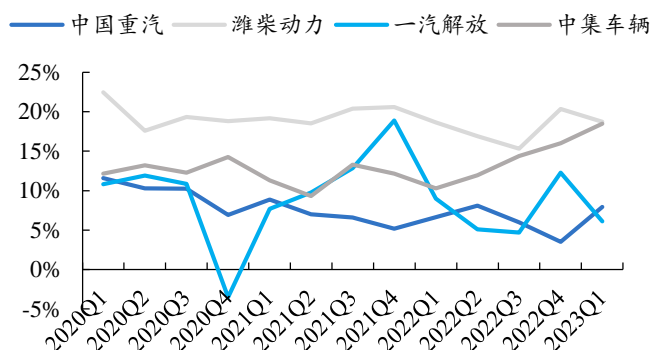
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2023Q1 除一汽解放外，其他企业归母净利润同比增长（亿元）



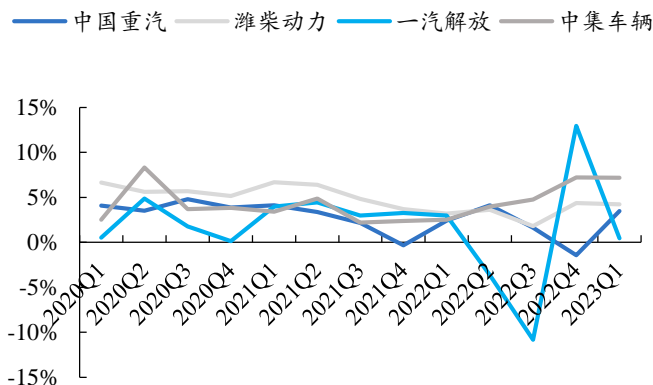
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15: 2023Q1 重卡头部企业毛利率表现分化



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2023Q1 除一汽解放外, 其他企业净利率同比提升

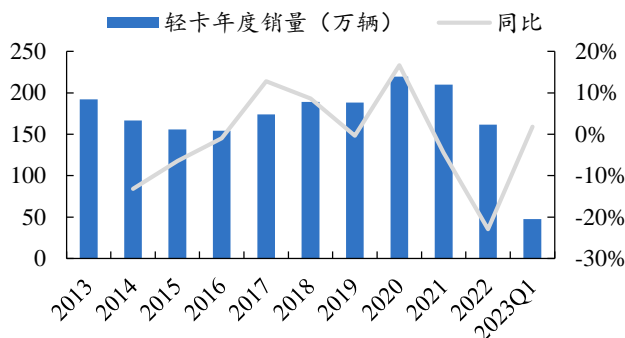


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2.2、轻卡: 行业逐渐复苏, 福田汽车/江淮汽车盈利能力改善

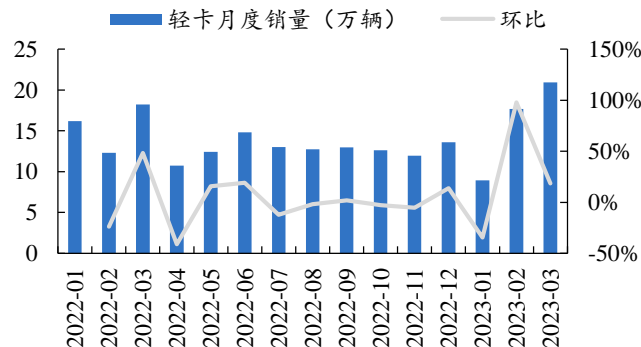
2023Q1 我国轻卡市场批发销量同比增长 1.78%，行业复苏势头明显。2023Q1 轻卡行业累计销售 47.55 万辆，同比增长 1.78%，环比增长 24.41%。与重卡类似，自 2023 年 2 月起，轻卡行业受益于经济复苏及扩大内需政策，且换车需求释放，销量呈现同环比高增。

图17: 2023Q1 轻卡销量同比增加 (万辆)



数据来源: 中汽协、开源证券研究所

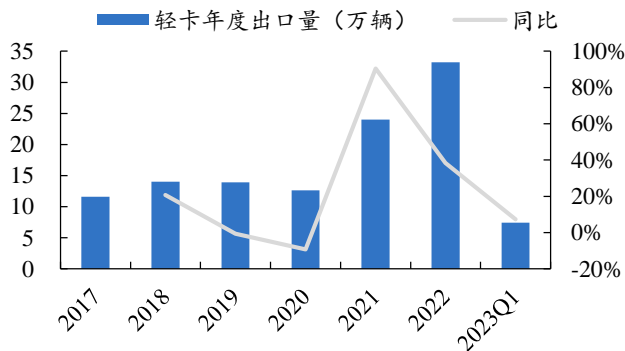
图18: 2023Q1 轻卡月度销量环比增加 (万辆)



数据来源: 中汽协、开源证券研究所

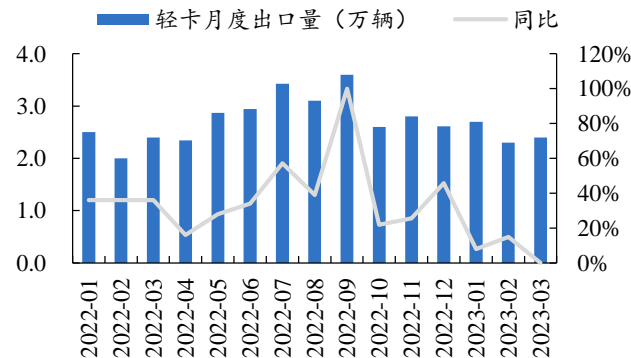
轻卡市场出口提升, 2023Q1 出口量同比微增。自 2021 年, 疫情缓解、部分国家出现“芯片荒”等影响, 轻卡出口加速。

图19: 2023Q1 轻卡出口量同比微增 (万辆)



数据来源: 中汽协、开源证券研究所

图20: 2023Q1 轻卡月度出口量同比微增 (万辆)



数据来源: 中汽协、开源证券研究所

分车企看：

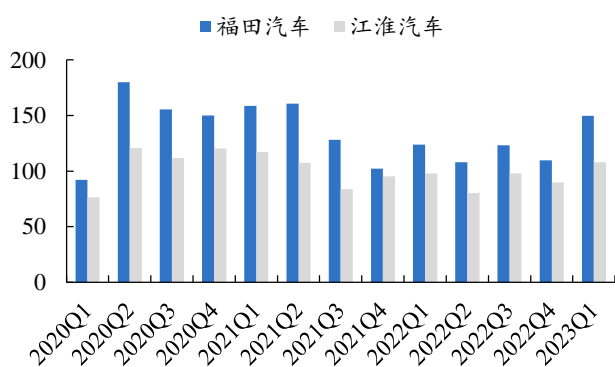
福田汽车：2023Q1 公司实现营收 149.74 亿元，同比+20.88%，环比+36.7%；归母净利润 2.98 亿元，同比+119.89%，环比转正；扣非净利润 1.74 亿元，同比+118.36%。

受益于行业景气度上行，销量提升助力盈利能力改善。2023Q1 公司实现毛利率 11.05%，环比 2022Q4 微增 0.37%；实现净利率 1.98%，环比 2022Q4 转正。我们认为主要原因是：(1)公司一季度实现销量 16.02 万辆，同比+14.44%，且市占率达 17%，同比提升 2.58pct，市场竞争力不断提升；(2)福田康明斯、采埃孚福田等合营企业投资收益同比增加；(3)费用管控能力较强，销售费用率及管理费用率同比均有所下降。

江淮汽车：2023Q1 公司实现营收 107.86 亿元，同比+10.26%，环比+20.15%；归母净利润 1.48 亿元，同环比均实现转正；扣非净利润 1.74 亿元，同比+118.36%。

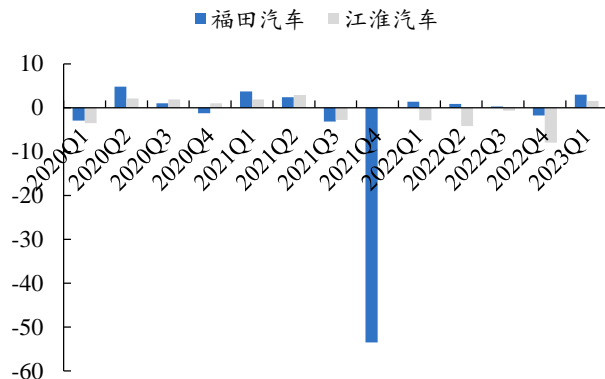
出口业务持续发力，助力盈利能力提升。2023Q1 公司实现毛利率 11.57%，同比增加 4.64%；实现净利率 1.25%，同比实现转正。据公司公告，2022 年公司海外业务持续发力，全年出口整车 11.46 万辆，同比增长 55.88%。2023 年，受益于轻卡市场出口加速，公司出口业务持续发力，营业利润同比增加，盈利能力提升。

图21：福田汽车/江淮汽车 2023Q1 营收同比增长(亿元)



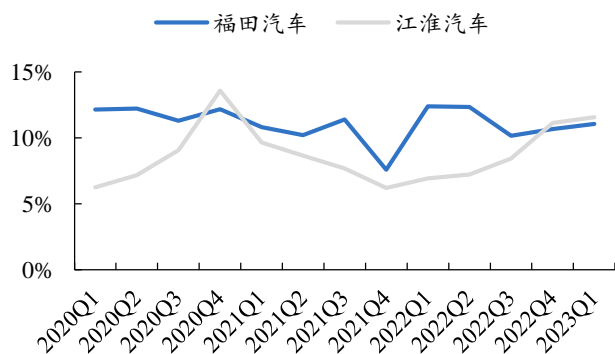
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：福田汽车/江淮汽车 2023Q1 归母净利润改善



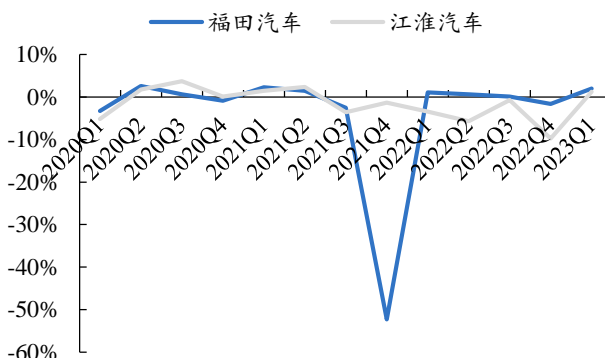
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：福田汽车/江淮汽车 2023Q1 毛利率环比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：福田汽车/江淮汽车 2023Q1 净利率稳中有升

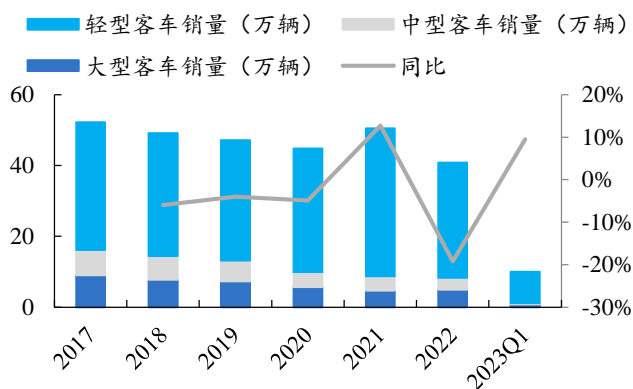


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.3、客车：行业复苏，宇通客车/金龙汽车业绩改善

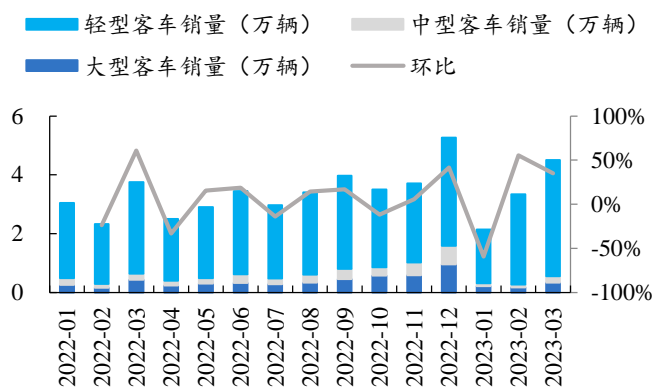
2023Q1 我国客车市场批发销量同比增长 9.46%，行业复苏势头明显。2023Q1 客车行业累计销售 9.99 万辆，同比增长 9.46%。自 2023 年 2 月，受疫情常态化、经济复苏的影响，居民出行频率增加，推动客车销量同环比双增长。此外，受蓝牌新规落地的影响，轻客需求增长；且新能源补贴退出，虽影响了大中型客车的销量，但也刺激了本就不享受补贴的轻客销量，总体来看，客车销量环比增长。

图25：2023Q1 客车销量同比提升（万辆）



数据来源：中汽协、开源证券研究所

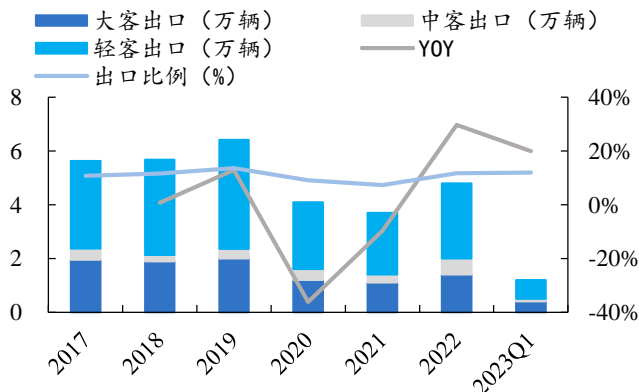
图26：2023Q1 客车月度销量环比增加（万辆）



数据来源：中汽协、开源证券研究所

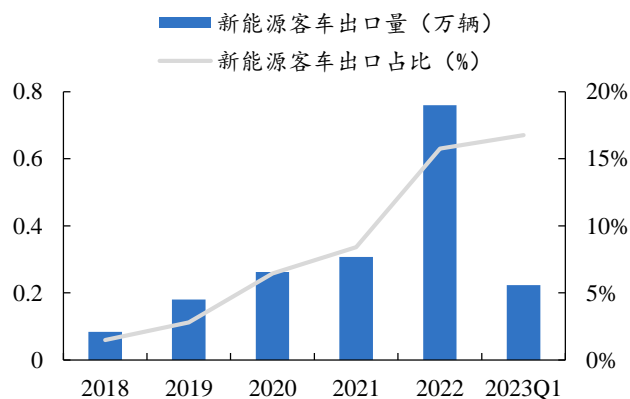
2023Q1 出口同比增长，新能源出口占比提升。受“一带一路”政策，以及欧洲新能源客车需求增加等影响，我国客车出口市场繁荣。

图27：2023Q1 客车出口量同比增长（万辆）



数据来源：中汽协、开源证券研究所

图28：2023Q1 新能源客车出口占比提升



数据来源：中汽协、开源证券研究所

分车企看：

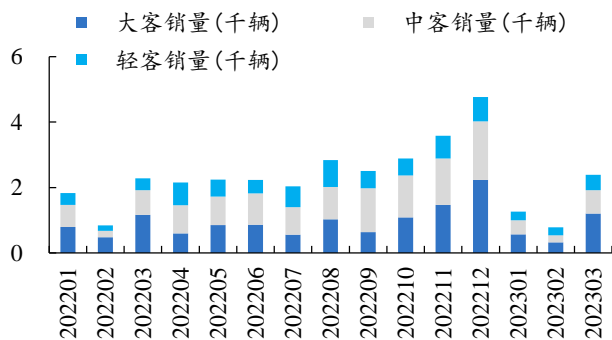
宇通客车：2023Q1 公司实现营收 35.76 亿元，同比+1.42%，环比-58.83%；归母净利润 1.21 亿元，同比转正，环比-80.82%；扣非净利润 0.48 亿元，同比转正，环比-91.48%。

销量下行业绩承压，出口加速助力盈利能力提升。2023Q1 公司实现客车销量 4439 辆，环比大幅下降，我们认为主要是公司业务集中于大中型客车，而新能源补贴退出使得 2022 年底需求提前释放，Q1 销量不佳。不过，受益于出口市场繁荣，3 月份客车销量环比+203.3%，出口持续加速，将助力公司盈利能力提升。

金龙汽车：2023Q1 公司实现营收 37.46 亿元，同比+27.78%，环比-51.40%；归母净利润 0.11 亿元，同比+175.32%；扣非净利润-0.45 亿元，同环比略降。

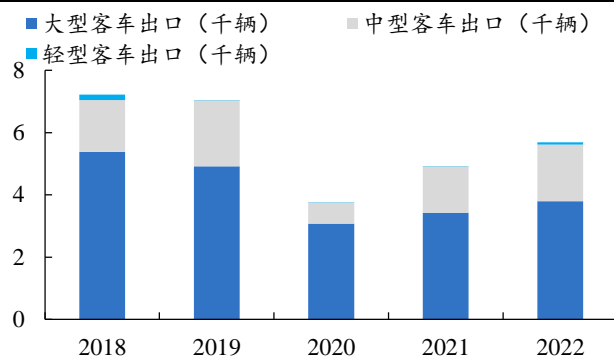
销量持续改善，出口有望增长。公司主要销售轻型客车和重型客车，2022 年底受新能源补贴退出的影响，需求提前释放，销量高增，2023Q1 销量保持增长态势，随着客车行业景气度上行，公司销量有望持续改善。此外，公司在海外市场耕耘多年，受益于海外需求复苏，客车出口有望持续增长，2022 年海外出口 1.50 万辆，同比-14.17%，主要因为 2021 年公司助力世界杯交付卡塔尔 1815 辆客车基数较高。

图29：宇通客车 2023 年销量逐月回暖



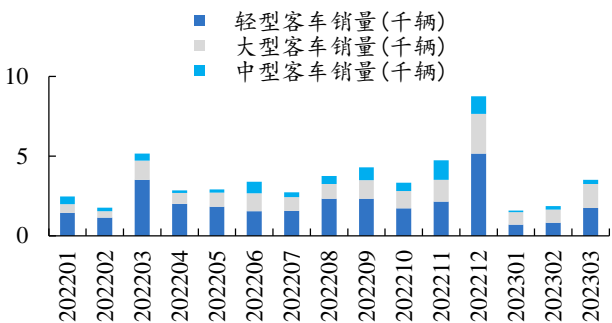
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图30：宇通客车 2020 年起出口量逐年增长



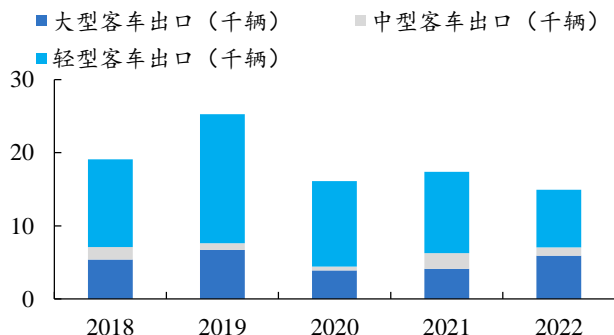
数据来源：中汽协、开源证券研究所

图31：金龙汽车 2023 年销量逐月回暖



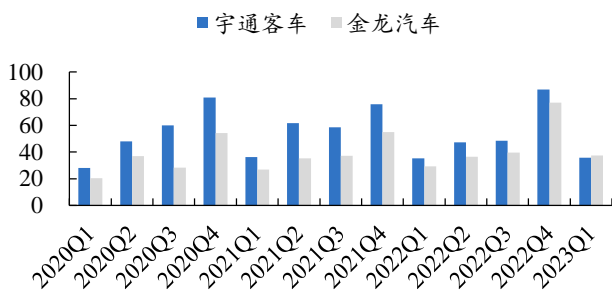
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图32：金龙客车轻客出口比例较高



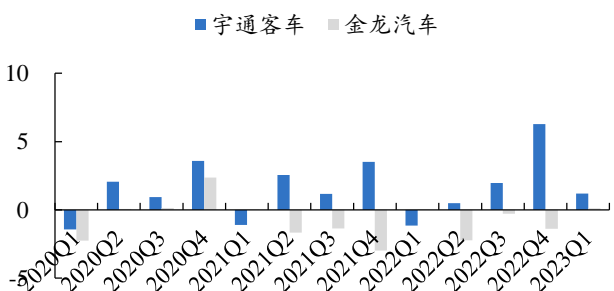
数据来源：中汽协、开源证券研究所

图33：宇通客车/金龙汽车 2023Q1 营收同比增长(亿元)



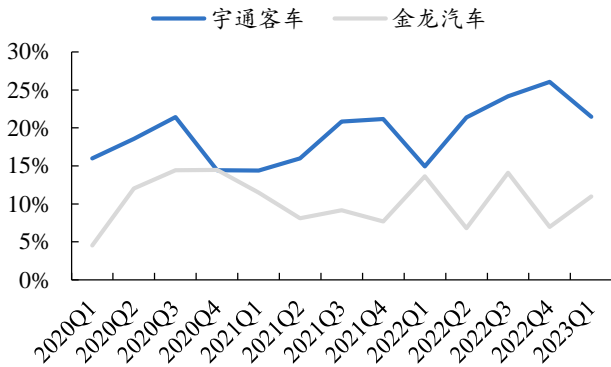
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：宇通客车/金龙汽车 2023Q1 归母净利润同比改善



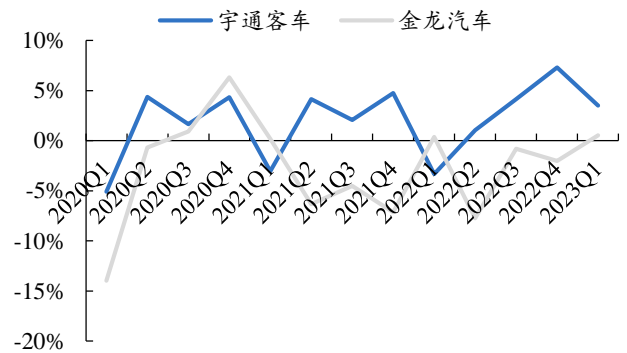
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：2023Q1 宇通客车/金龙汽车毛利率表现分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：2023Q1 宇通客车/金龙汽车净利率表现分化

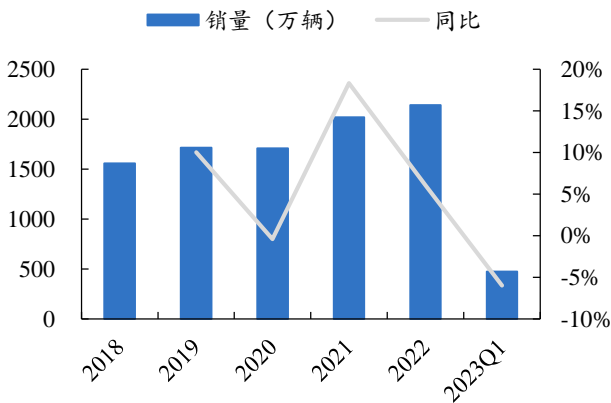


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、摩托车：中大排量市场维持高景气度

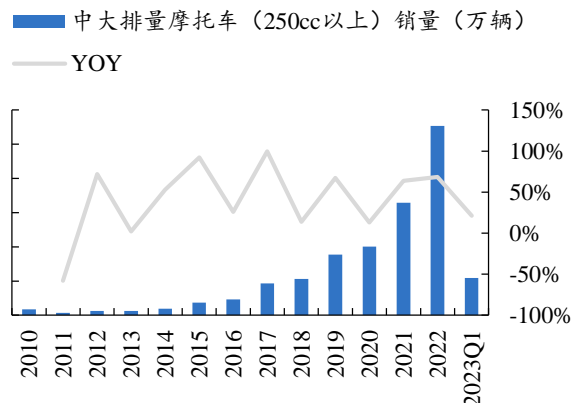
整体销量维持稳定，中大排摩托销量高速增长。2018年以来国内摩托车行业销量维持稳定恢复态势。2023Q1 摩托车行业销量 475.05 万辆，同比-5.98%，略有波动，其中出口 158.89 万辆，同比-20.61%，行业销量受出口拖累较多，主要系国外高通胀及加息等因素导致出口需求转弱，但整体销量仍保持稳健。中大排量摩托近年来保持高速增长态势，2022 年全年销量 55.34 万辆，同比+68.41%，2023Q1 单季度销量 10.86 万辆，同比+21.21%。

图37：摩托车行业销量维持稳定



数据来源：Wind、摩托车商会、开源证券研究所

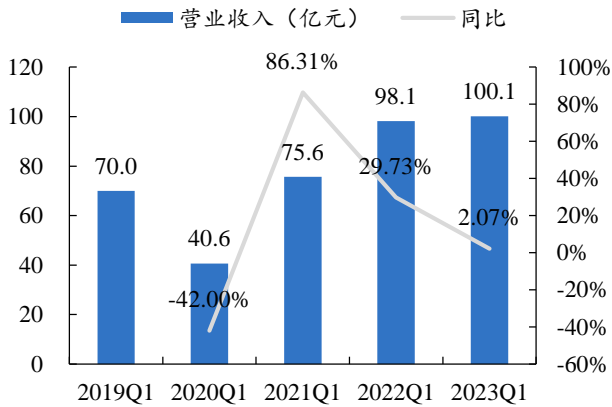
图38：中大排摩托高速增长



数据来源：Wind、摩托车商会、开源证券研究所

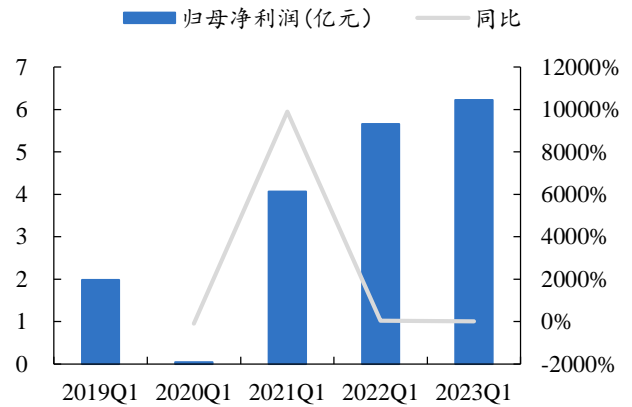
营收及归母净利维持稳定，毛利率改善明显净利率稳定增长。营收及归母净利润方面，2023Q1 摩托车行业营收 100.15 亿元，同比+2.07%，归母净利润 6.22 亿元，同比+9.94%，营收及归母净利润整体保持稳定，其中中大排领域钱江摩托、春风动力表现亮眼。毛利率及净利率方面，2023Q1 摩托车行业毛利率为 20.80%，同比+5.09pct，净利率为 5.30%，同比+0.35 pct，毛利率提升显著，净利率稳健增长。毛利率方面主要受春风动力盈利改善影响，2023Q1 春风动力毛利率为 34.16%，同比+14.59pct，主要系全地形车业务升级、国际海运费同比下滑明显及人民币汇率影响，带动毛利大幅改善。

图39：摩托车行业营收维持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

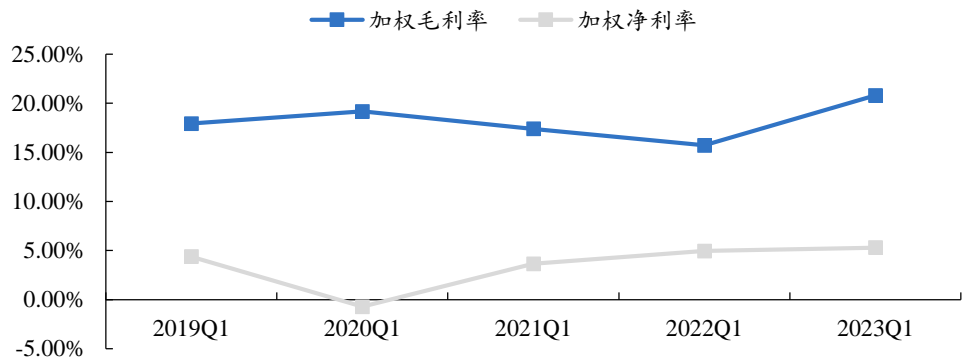
图40：摩托车行业归母净利润稳定增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：行业分类为 SW 行业分类标准 (2021) - 摩托车

图41：摩托车行业毛利率改善明显，净利率维持稳定



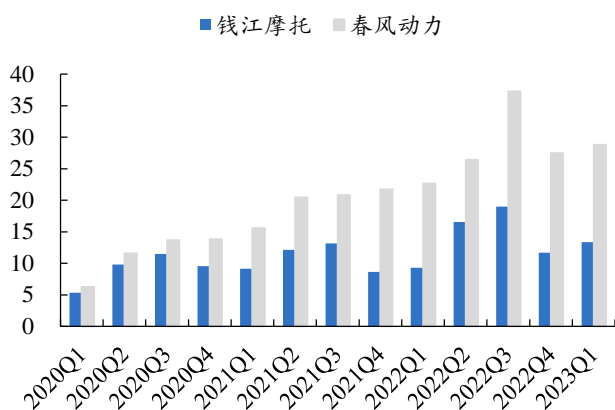
数据来源：Wind、开源证券研究所

钱江摩托：2022 全年公司实现营收 56.48 亿元，同比+31.1%；归母净利润 4.18 亿元，同比+75.8%；毛利率 27.15%，同比+0.98pct。2023Q1 单季度公司实现营收 13.34 亿元，同比+43.5%；归母净利润 0.74 亿元，同比+112.1%；扣非后归母净利 0.73 亿元，同比+125.0%。

春风动力：2022 全年公司实现营收 113.78 亿元，同比+44.7%；归母净利润 7.01 亿元，同比+70.4%；毛利率 25.37%，同比+3.84pct。2023Q1 单季度公司实现营收 28.79 亿元，同比+27.3%；归母净利润 2.1 亿元，同比+99.6%；扣非后归母净利 1.96 亿元，同比+128.8%。

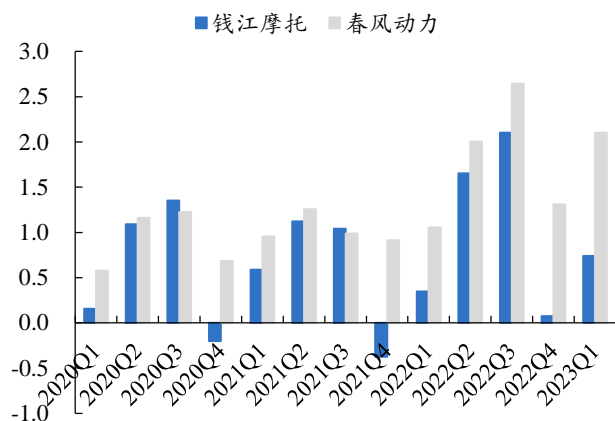
钱江摩托及春风动力均为国内中大排量摩托领域头部企业，受益于中大排摩托市场高景气度，营收及盈利表现亮眼。其中，钱江摩托为中大排领域龙头，具备业内最为完善的发动机平台和智能化生产能力，产品覆盖类型、价格区间最为全面，且 2023 全年计划再推出新品 25 款，产品矩阵将进一步渗透至各细分市场，龙头优势有望进一步凸显。春风动力在中大排领域产品力突出，产品结构不断向上，高端产品的研发和布局不断加大，未来竞争力有望进一步增强，此外春风动力在全地形车领域持续深耕，欧洲占有率行业第一，美国占有率持续提升。得益于两大业务领域的高速增长，以及国际海运费下滑和人民币汇率影响，公司 2023Q1 毛利同比提升显著。

图42：钱江摩托及春风动力营收稳健增长（亿元）



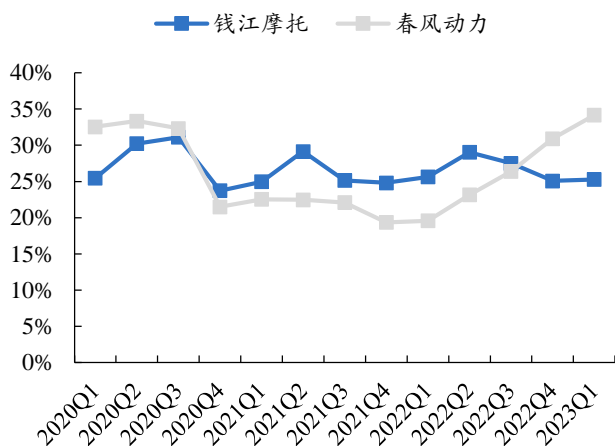
数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：钱江摩托及春风动力归母净利润增长明显（亿元）



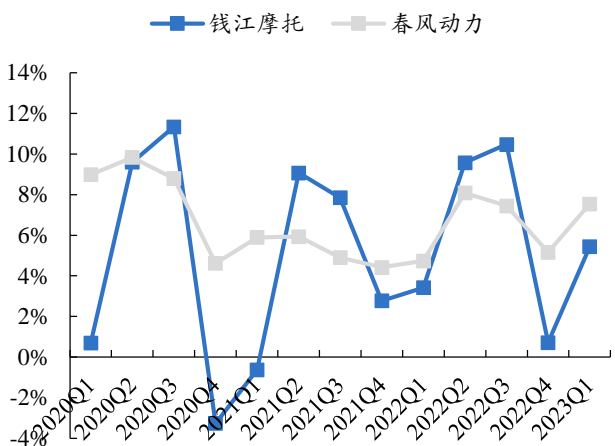
数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：2023Q1 春风动力毛利率提升明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：2023Q1 钱江摩托及春风动力净利率均改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、零部件：受益于轻量化、电动化、智能化等趋势，2023Q1

行业整体业绩上扬

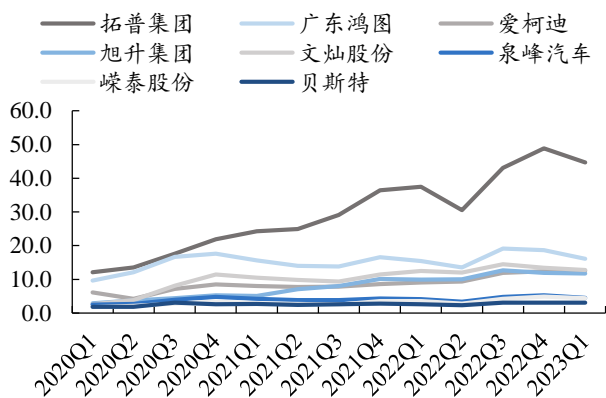
2.1、轻量化&一体化压铸：拓普集团业绩持续领跑，爱柯迪盈利能力不断提升

拓普集团：2022 全年公司实现营收 159.93 亿元，同比+39.52%；毛利率 21.61%，同比+1.73pct；归母净利润 17.00 亿元，同比+67.13%。2023Q1 单季度公司实现营收 44.69 亿元，同比+19.32%，环比-8.61%；归母净利润 4.50 亿元，同比+16.67%，环比-8.39%；扣非净利润 4.20 亿元，同比+11.58%，环比-12.86%。

从盈利能力看，公司销售毛利率与净利率整体维持高水平。2023Q1 公司毛利率与净利率分别为 21.85%、10.16%，同比分别+1.08%/-0.51%，环比分别+2.00%/+0.29%。

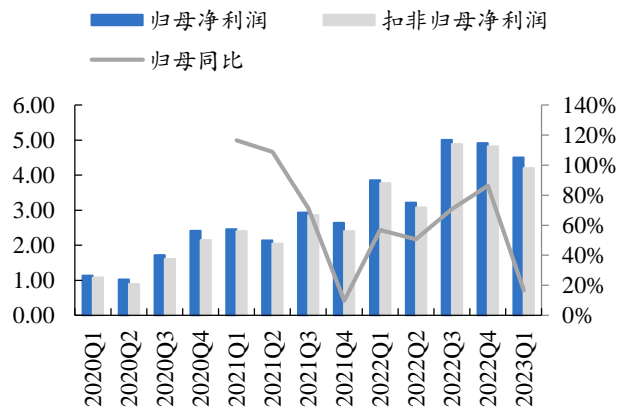
分产品看，拓普集团内饰功能件、锻铝控制臂、橡胶减震产品贡献公司主要营收，热管理和汽车电子业务稳步推进。2022年公司内饰功能件、锻铝控制臂、橡胶减震产品、热能管理相关产品、汽车电子及其他业务多点开花，分别实现营收54.63/44.45/38.72/13.69/1.92/6.53亿元，占总营收比重分别为34.2%/27.8%/24.2%/8.6%/1.2%/4.1%。公司现已形成汽车NVH减震系统、内外饰系统、车身轻量化、智能座舱部件、热管理系统、底盘系统、空气悬架系统、智能驾驶系统八大业务板块，单车配套金额达3万元，将进一步向轻量化领域扩展空间，打造Tier0.5供应商。

图46：拓普集团营收规模位于行业头部（亿元）



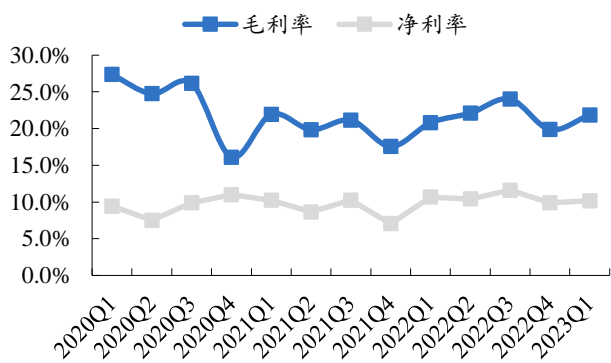
数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：拓普集团归母净利润保持稳健增长（亿元）



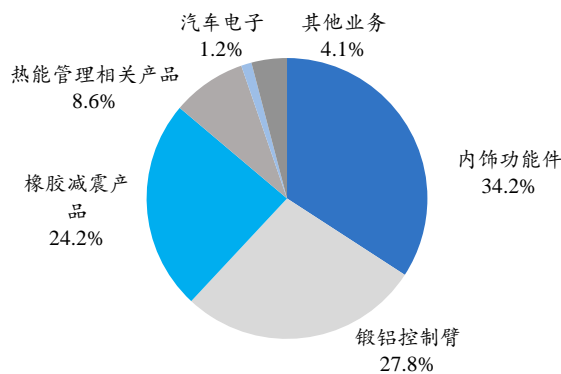
数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：拓普集团毛利率与净利率整体维持高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：拓普集团内饰、控制与减震产品贡献主要营收

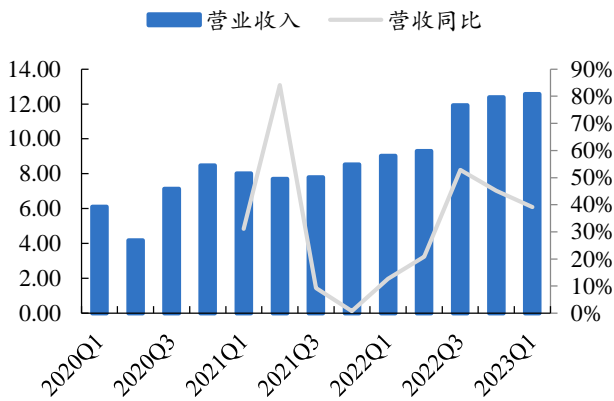


数据来源：Wind、开源证券研究所

爱柯迪：2022 全年公司实现营收 42.65 亿元，同比+33.05%；毛利率 27.77%，同比+1.45pct；归母净利润 6.49 亿元，同比+109.29%。2023Q1 单季度公司实现营收 12.57 亿元，同比+39.19%，环比+1.45%；归母净利润 1.69 亿元，同比+99.52%，环比-29.88%；扣非净利润 1.86 亿元，同比+196.56%，环比-9.71%。

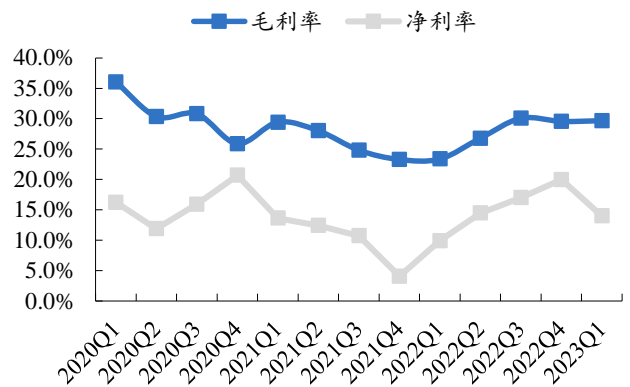
公司主要财务指标保持稳健。2022Q1-2023Q1 公司各季度分别实现营收 9.03/9.31/11.93/12.39/12.57 亿元，环比保持正向增长。公司不断从中小件向新能源汽车三电系统核心零部件、汽车结构件、智能驾驶等领域拓展，季度利润率环比显著改善。费用方面，公司销售/管理/研发费用控制良好，2022 全年基本维持稳定，四费波动主要受财务费用较大变化幅度影响。

图50：2022-2023Q1 营收持续升高（亿元）



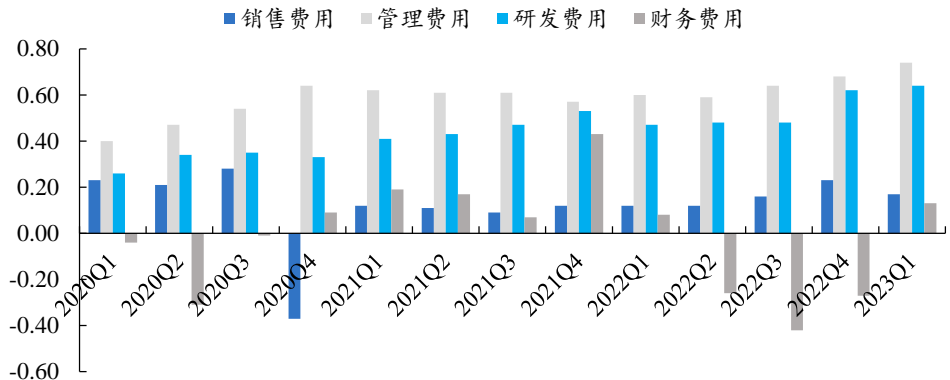
数据来源：Wind、开源证券研究所

图51：2022 年利润率逐季度显著改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图52：2022 年销售、管理、研发三费稳定，财务费用环比波动大（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

广东鸿图：2022 全年公司实现营收 66.72 亿元，同比+11.13%；毛利率 19.62%，同比-0.45pct；归母净利润 4.65 亿元，同比+55.10%。2023Q1 单季度公司实现营收 16.09 亿元，同比+4.35%，环比-13.67%；归母净利润 0.77 亿元，同比+5.30%，环比-28.44%；扣非净利润 0.68 亿元，同比+15.32%，环比-35.24%。

文灿股份：2022 全年公司实现营收 52.30 亿元，同比+27.18%；毛利率 18.47%，同比-0.03pct；归母净利润 2.38 亿元，同比+144.50%。2023Q1 单季度公司实现营收 12.72 亿元，同比+2.31%，环比-5.15%；归母净利润 0.03 亿元，同比-96.80%，环比-112.05%；扣非净利润 0.02 亿元，同比-96.77%，环比-83.33%。

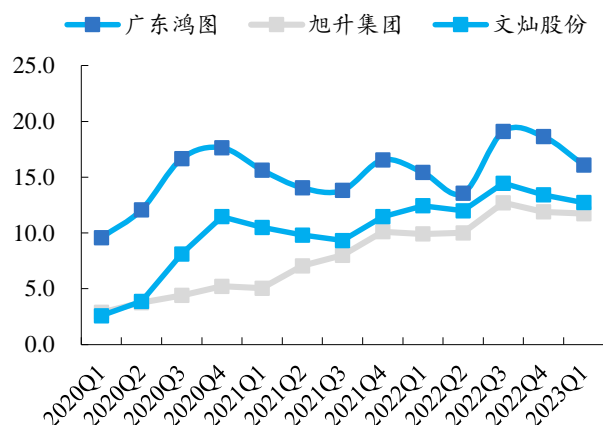
旭升集团：2022 全年公司实现营收 44.54 亿元，同比+47.31%；毛利率 23.91%，同比-0.15pct；归母净利润 7.01 亿元，同比+69.70%。2023Q1 单季度公司实现营收 11.73 亿元，同比+18.28%，环比-1.35%；归母净利润 1.93 亿元，同比+60.79%，环比-10.75%；扣非净利润 1.84 亿元，同比+69.20%，环比-6.12%。

综合来看，广东鸿图营收规模持续高于文灿股份及旭升集团，但三者均在 2022Q3 后出现季度营收环比为负，主要系国内疫情反复、汽车市场销售不及预期等。此外，文灿股份同期归母净利润出现下滑与亏损，主要原因系法国百炼集团墨西哥

工厂成本上涨、新工厂处于设备购置期、国内外新能源汽车市场降价潮。未来，随着法国百炼集团墨西哥铸造工厂逐渐好转，公司短期内业绩承压的局面有望得以改善。

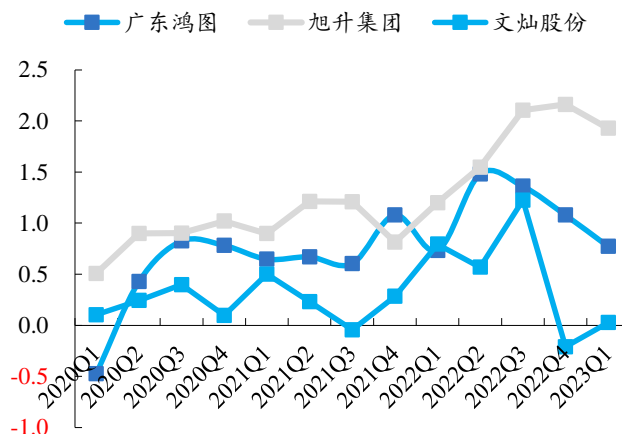
从盈利能力看，旭升集团毛利率小幅领先广东鸿图与文灿股份，净利率则有显著优势。2023Q1 旭升集团、广东鸿图、文灿股份毛利率分别为 25.78%/18.49%/14.33%，净利率分别为 16.42%/4.72%/0.20%。

图53：广东鸿图营收规模高于文灿股份、旭升集团（亿元）



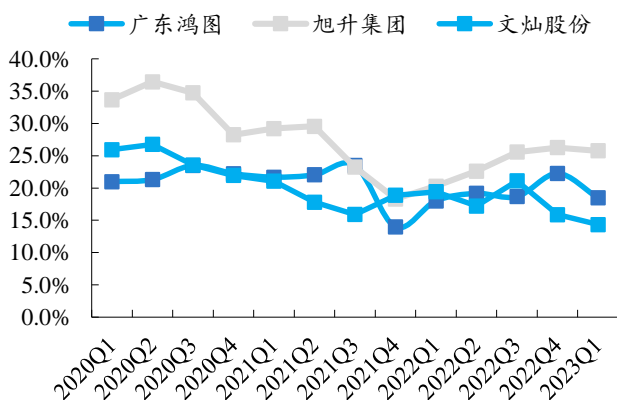
数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：文灿股份归母净利润下滑（亿元）



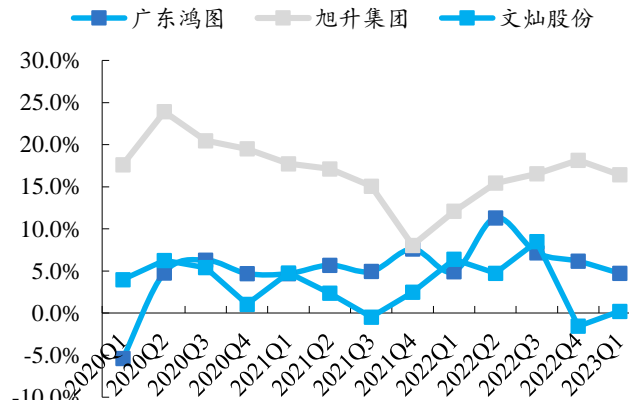
数据来源：Wind、开源证券研究所

图55：旭升集团毛利率小幅高于广东鸿图、文灿股份



数据来源：Wind、开源证券研究所

图56：旭升集团净利率具有明显比较优势



数据来源：Wind、开源证券研究所

嵘泰股份：2022 全年公司实现营收 15.45 亿元，同比+32.87%；毛利率 23.76%，同比-1.38pct；归母净利润 1.34 亿元，同比+32.82%。2023Q1 单季度公司实现营收 4.37 亿元，同比+23.76%，环比-10.75%；归母净利润 0.36 亿元，同比+4.82%，环比-16.55%；扣非净利润 0.31 亿元，同比+2.30%，环比+29.17%。

据公司公告，公司已采购 3 台力劲 9000T 压铸单元，配备高精端的德国蔡司工业 CT 机，其中第 1 台将于 2023 年 2 季度进厂安装。同时，2022 年 8 月，公司发行 6.5067 亿元可转债，用于“年产 110 万件新能源汽车铝合金零部件项目”和“墨西哥汽车精密铝合金铸件二期扩产项目”，旨在进一步布局新能源市场，满足商用车零

部件订单需求。

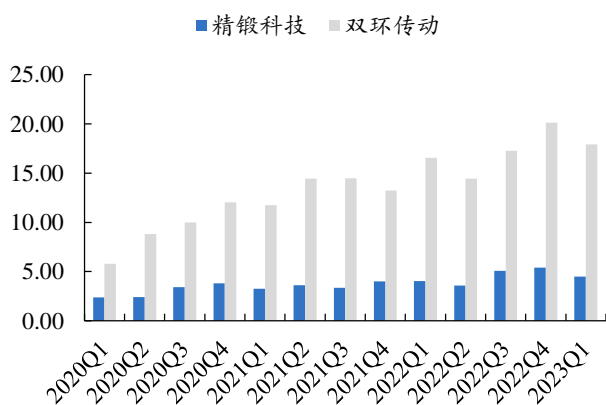
贝斯特：2022 全年公司实现营收 10.97 亿元，同比+3.80%；毛利率 34.27%，同比+21.12pct；归母净利润 2.29 亿元，同比+16.35%。2023Q1 单季度公司实现营收 3.09 亿元，同比+20.87%，环比+1.86%；归母净利润 0.53 亿元，同比+41.69%，环比-28.97%；扣非净利润 0.38 亿元，同比+29.43%，环比+46.15%。

2.2、传动板块：双环传动业绩同比高增，精锻科技营收稳步增长

双环传动：2022 全年公司实现营收 68.38 亿元，同比+26.84%；毛利率 21.08%，同比+1.55pct；归母净利润 5.82 亿元，同比+78.37%。2023Q1 单季度公司实现营收 17.92 亿元，同比+8.25%，环比-10.98%；归母净利润 1.71 亿元，同比+44.13%，环比-0.87%；扣非净利润 1.55 亿元，同比+45.13%，环比-17.55%。

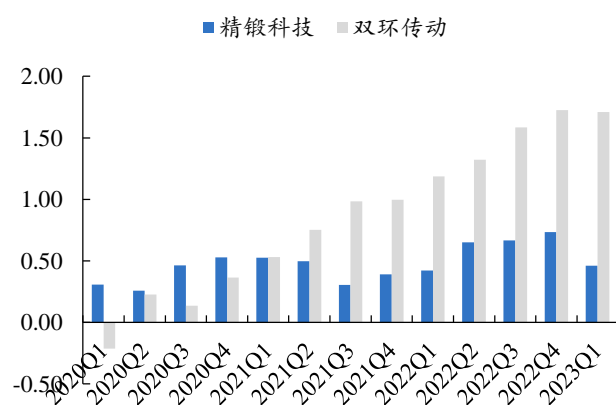
精锻科技：2022 全年公司实现营收 18.08 亿元，同比+27.04%；毛利率 28.41%，同比-0.85pct；归母净利润 2.47 亿元，同比+43.98%。2023Q1 单季度公司实现营收 4.48 亿元，同比+10.84%，环比-16.84%；归母净利润 0.46 亿元，同比+9.06%，环比-37.27%；扣非净利润 0.43 亿元，同比+15.57%，环比-35.82%。

图57：双环传动营收规模大于精锻科技（亿元）

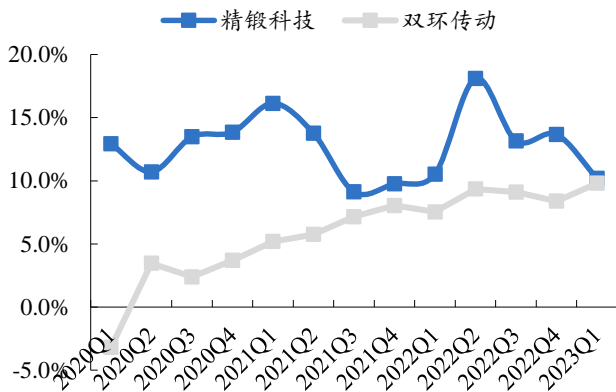


数据来源：Wind、开源证券研究所

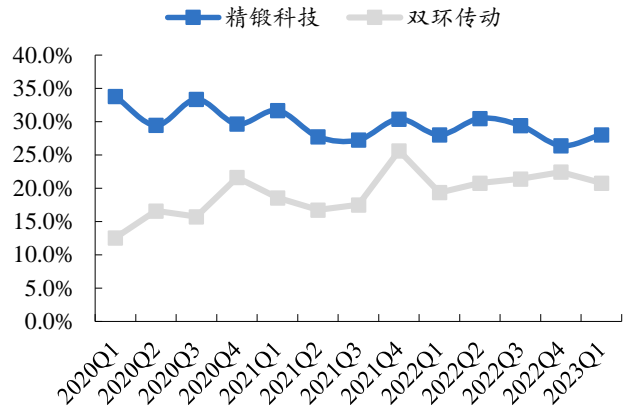
图58：双环传动归母净利润稳定增长（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图59：2023Q1 双环传动、精锻科技净利率均约 10%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图60：2023Q1 双环传动、精锻科技的毛利率均为 20% 以上


数据来源：Wind、开源证券研究所

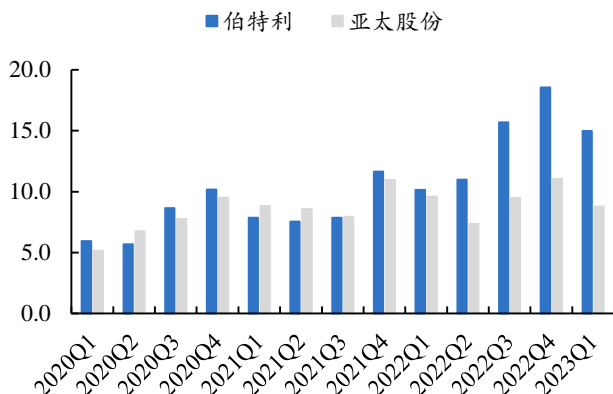
2.3、线控制动：伯特利项目开拓提速，亚太股份盈利能力显著改善

伯特利：2022 全年公司实现营收 55.4 亿元，同比+58.6%；毛利率为 22.44%；归母净利润 7.0 亿元，同比+38.5%。2023Q1 单季度公司实现营收 15 亿元，同比+47.9%，环比-19.2%；归母净利润 1.7 亿元，同比+24.5%，环比-21.9%；扣非净利润 1.58 亿元，同比+41.07%，环比-16.40%。

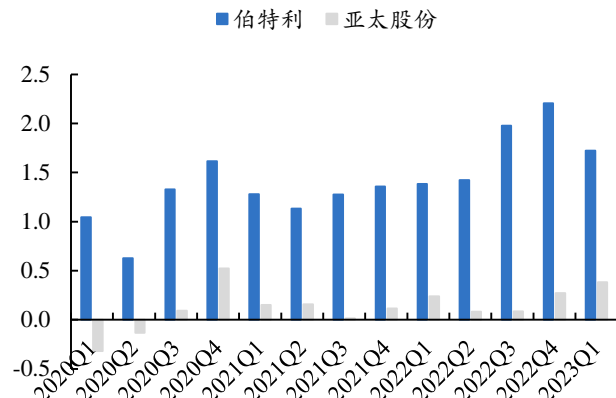
产品销量方面，2023Q1 伯特利智能电控产品销量 72 万套，同比+69%；盘式制动器销量 61 万套，同比+33%；轻量化产品销量 183 万件，同比+1%。项目开拓方面，公司目前在研项目 443 项，较 2022 年底增加 55 项；新增定点 94 项，较 2022 年同期翻倍；新增量产 43 项，较 2022 年同期大幅增长 438%。主要包括：(1) 线控制动：在研项目 74 项，较 2022 年底增加 19 项；新增定点 24 项，同环比均实现大幅度增长。(2) EPB：在研项目 65 项，较 2022 年底增加 7 项；新增定点 12 项，环比 2022Q4 基本持平。(3) 轻量化产品：在研项目 76 项，较 2022 年底增加 8 项；新增定点 16 项，同环比均实现翻倍。

亚太股份：2022 全年公司实现营收 37.5 亿元，同比+3.3%；毛利率 13.68%，同比+0.19pct；归母净利润 0.7 亿元，同比+54.7%。2023Q1 单季度公司实现营收 8.8 亿元，同比-8.41%，环比-20.3%；归母净利润 0.4 亿元，同比+60.4%，环比+40.0%；扣非净利润 0.26 亿元，同比-252.94%，环比+100.00%。

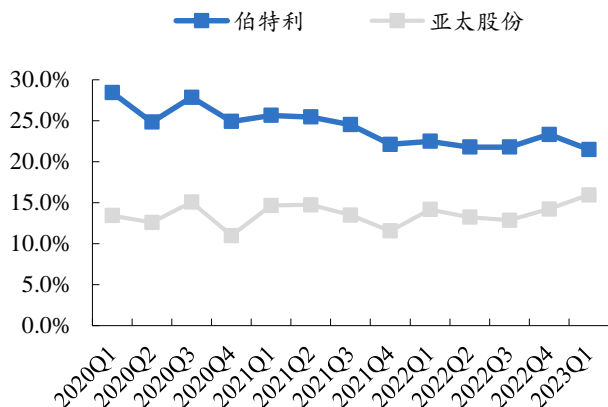
据公司公告披露，报告期内受汽车行业景气状况的影响，公司销售收入较 2022 年同期略有下降，但公司加强产品创新，优化产品结构，逐步形成规模效应，新产品持续为公司创造新的利润增长点。同时，公司持续推动内部降本增效、工艺优化等工作，有效提升制造能力，降低单位成本，助力公司业务稳步增长。

图61：伯特利 2023Q1 单季度营收规模高于亚太股份(亿元)


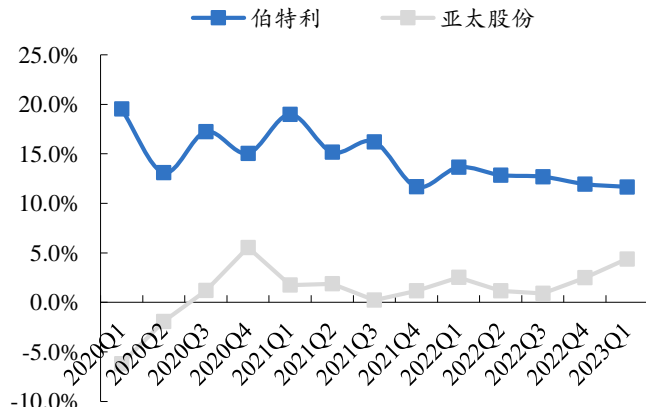
数据来源：Wind、开源证券研究所

图62：亚太股份 2023Q1 归母净利润显著改善 (亿元)


数据来源：Wind、开源证券研究所

图63：亚太股份毛利率稳中有升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图64：亚太股份 2023Q1 净利率水平显著改善


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、汽车内外饰：业绩稳健增长，资本开支明显提速

新泉股份：2022 全年公司实现营收 69.5 亿元，同比+50.6%；毛利率 19.73%，同比+1.65pct；归母净利润 4.7 亿元，同比+65.7%。2023Q1 单季度公司实现营收 21.7 亿元，同比+45.8%，环比-2.4%；归母净利润 1.5 亿元，同比+81.6%，环比-3.0%；扣非净利润 1.49 亿元，同比+86.25%，环比-5.10%。

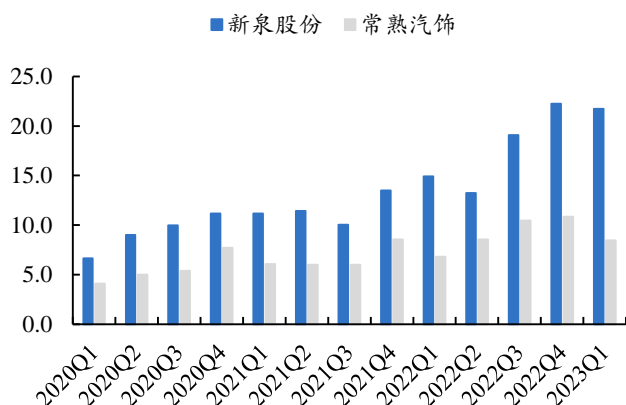
资本开支加速：截至 2023Q1 末，公司在建工程为 6.95 亿元，创历史新高。公司目前重点推进墨西哥、上海、合肥、芜湖等地产能建设，以更好地服务相关地域优质客户，其中上海工厂项目已获取部分新能源 OEM 的定点通知书，预计仪表板总成订单为 40 万套；合肥工厂项目已获部分新能源 OEM 的定点通知书，门板、仪表板订单合计为 37 万套，为后续消化新建工厂产能提供有力基础。

常熟汽饰：2022 全年公司实现营收 36.7 亿元，同比+37.7%；毛利率 21.66%；归母净利润 5.1 亿元，同比+21.8%。2023Q1 单季度公司实现营收 8.4 亿元，同比+23.9%，环比-22.1%；归母净利润 0.9 亿元，同比+17.0%，环比-35.3%；扣非净利润 0.77 亿

元，同比+20.31%，环比-38.89%。

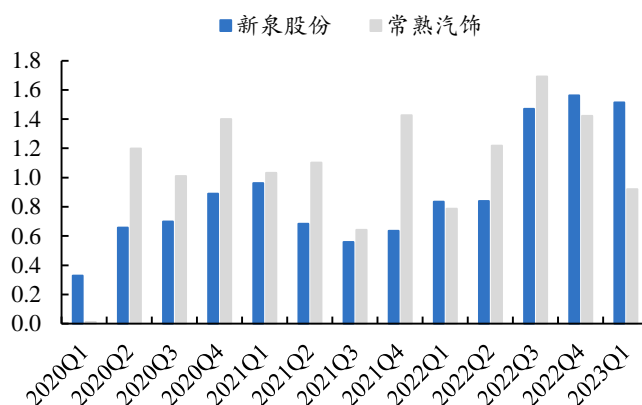
资本开支加速:截至2023Q1末,公司在建工程为2.96亿元,同比大幅增长151%,主要系公司大连、肇庆、合肥工厂加速投入所致。2023年公司共有合肥、大连、肇庆三大新基地要小批量投入生产,保证大众安徽、奇瑞、小鹏、比亚迪等新项目顺利量产。此外,2023年4月公司拟在安徽安庆新设一家全资子公司,预计项目总投资金额2.8亿元,注册资本0.8亿元,进一步推动公司的快速发展,完善公司的战略规划布局。

图65: 新泉股份营收规模高于常熟汽饰 (亿元)



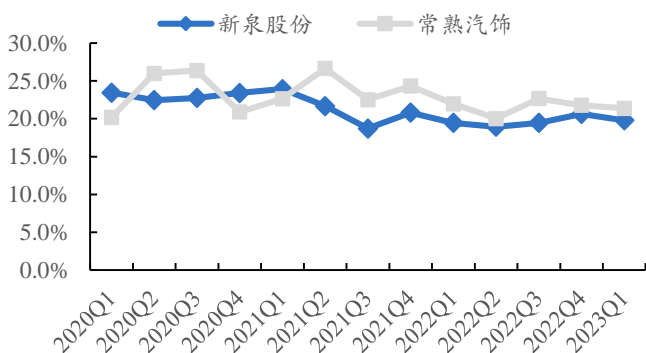
数据来源: Wind、开源证券研究所

图66: 新泉股份归母净利润超过常熟汽饰 (亿元)



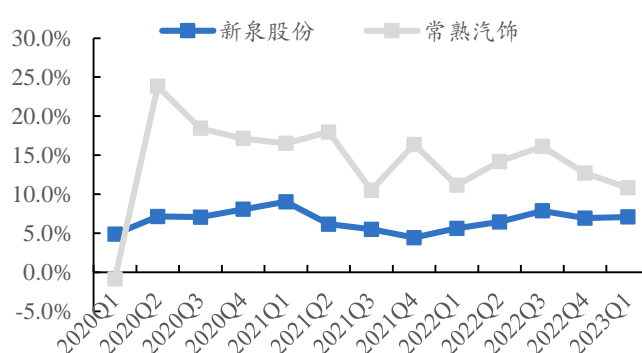
数据来源: Wind、开源证券研究所

图67: 常熟汽饰毛利率水平略高于新泉股份



数据来源: Wind、开源证券研究所

图68: 常熟汽饰净利率水平高于新泉股份



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.5、空气悬架: 保隆科技业绩显著改善, 中鼎股份稳健增长

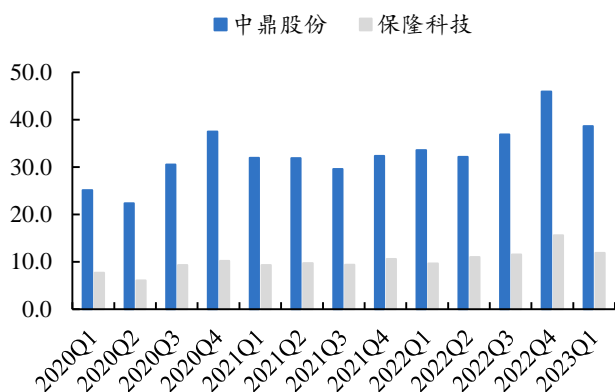
中鼎股份:2022 全年公司实现营收 148.5 亿元, 同比+18.1%; 毛利率 20.87%; 归母净利润 9.6 亿元, 同比-0.1%。2023Q1 单季度公司实现营收 38.6 亿元, 同比+14.9%, 环比-16.0%; 归母净利润 2.6 亿元, 同比+4.6%, 环比+22.7%; 扣非净利润 2.15 亿元, 同比+0.47%, 环比+66.7%。

保隆科技:2022 全年公司实现营收 47.8 亿元, 同比+22.6%; 毛利率 28.0%; 归母净利润 2.1 亿元, 同比-20.22%。2023Q1 单季度公司实现营收 11.9 亿元, 同比+22.9%, 环比-24.0%; 归母净利润 0.9 亿元, 同比+109.6%, 环比-5.9%; 扣非净利润 0.71 亿

元，同比+97.22%，环比+3450.0%。

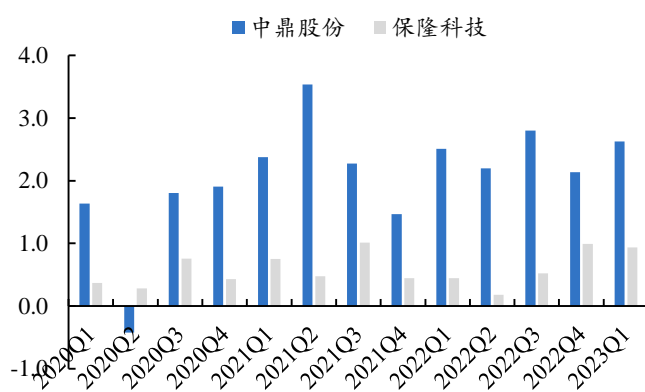
据公司披露，2022 年公司空气悬架产品快速发展，达成了全矩阵产品开发和定点的获取，在 2022 年配套出货的高端新能源乘用车空气弹簧产品超过了 4.6 万台套，量产产品为 7 个，已获得了多超过 20 家车企的 20 余个新项目定点。产能规划方面，2023 年公司合肥园区、宁国园区的新建厂房将陆续投入使用，加速空气悬架系统产品的产能布置。

图69：中鼎股份营收规模高于保隆科技（亿元）



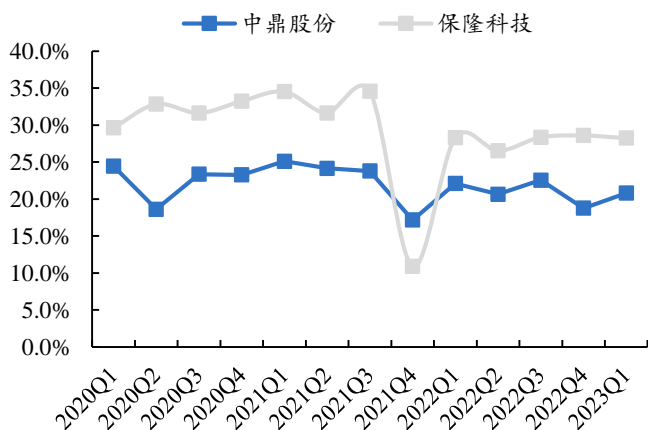
数据来源：Wind、开源证券研究所

图70：中鼎股份归母净利润水平高于保隆科技（亿元）



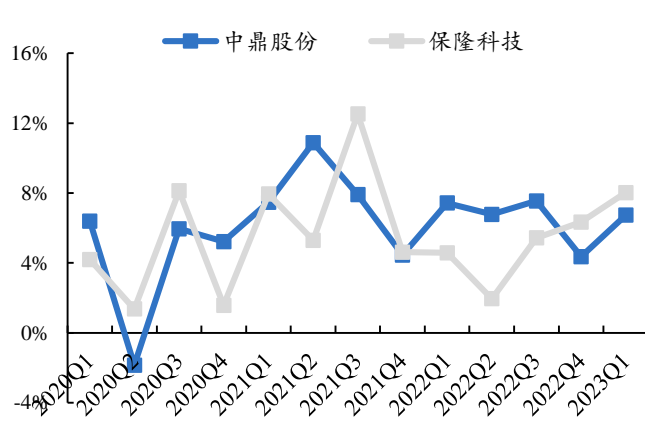
数据来源：Wind、开源证券研究所

图71：保隆科技毛利率高于中鼎股份



数据来源：Wind、开源证券研究所

图72：保隆科技 2023Q1 净利率显著恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.6、热管理系统：银轮股份降本增效成效渐显，三花智控业绩快速增长

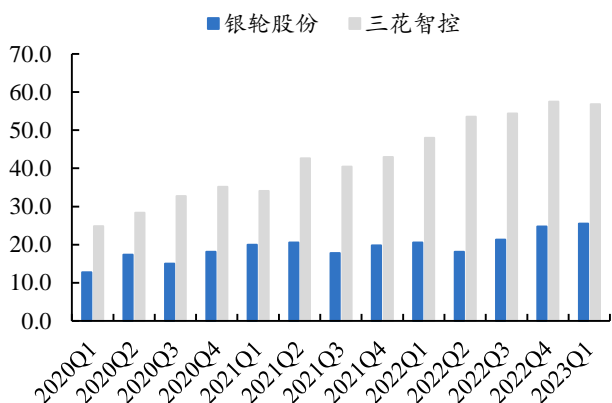
银轮股份：2022 全年公司实现营收 84.8 亿元，同比+8.5%；毛利率 19.84%；归母净利润 3.8 亿元，同比+73.9%。2023Q1 单季度公司实现营收 25.6 亿元，同比+24.3%，环比+3.1%；归母净利润 1.3 亿元，同比+80.7%，环比-16.4%；扣非净利润 1.1 亿元，同比+197.30%，环比-0.09%。

公司积极开展经营管理改善，在降本增效方面取得明显成效，公司 2022 年期间费用率（不含研发）为 9.2%，同比-2.0pcts；单季度看，公司各季度期间费用率（不含研发）分别为 10.7%、9.3%、9.0%、8.1%，呈逐季度下降趋势；2022 年公司毛利

率为 19.8%，同比-0.5pcts，净利率为 5.3%，同比+1.9pcts。单季度来看，公司各季度净利率分别为 4.2%、4.3%、5.3%、7.0%，呈现逐季度改善趋势，利润兑现能力显著加强。

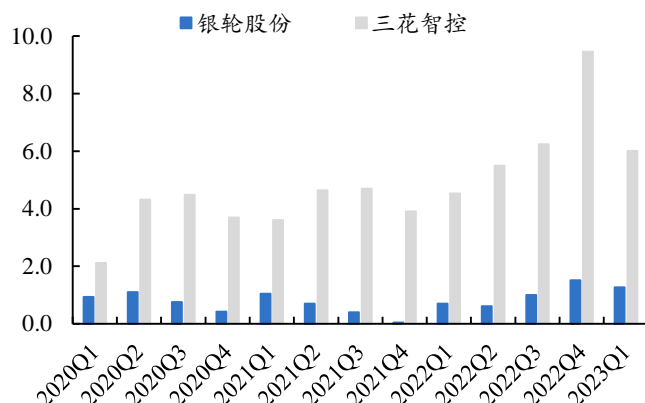
三花智控：2022 全年公司实现营收 213.5 亿元，同比+33.3%；毛利率 26.08%；归母净利润 25.7 亿元，同比+52.8%。2023Q1 单季度公司实现营收 56.8 亿元，同比+18.2%，环比-1.2%；归母净利润 6.0 亿元，同比+32.7%，环比-36.4%；扣非净利润 5.57 亿元，同比+38.56%，环比+3.34%。

图73：三花智控营收规模超过银轮股份（亿元）



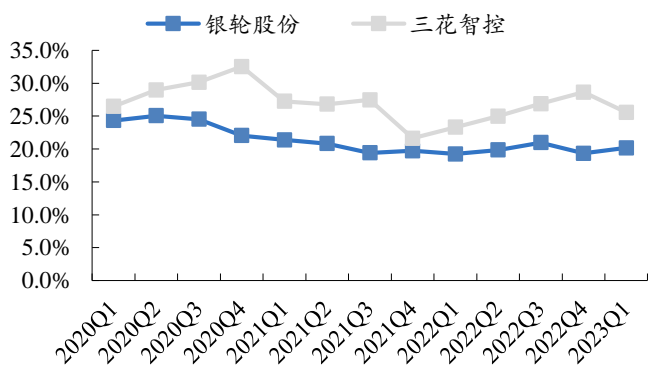
数据来源：Wind、开源证券研究所

图74：三花智控归母净利润水平高于银轮股份（亿元）



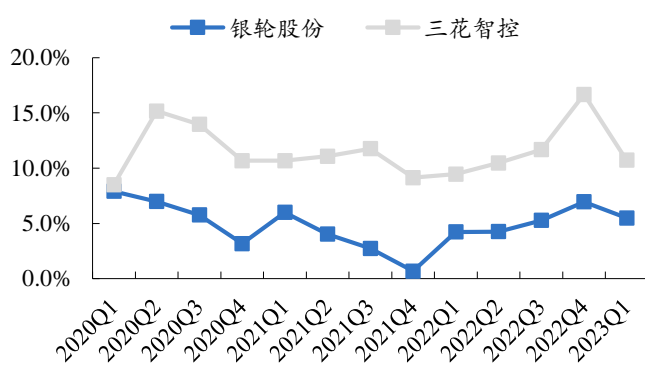
数据来源：Wind、开源证券研究所

图75：三花智控毛利率水平长期超过银轮股份



数据来源：Wind、开源证券研究所

图76：2022 年银轮股份净利率呈逐季改善趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

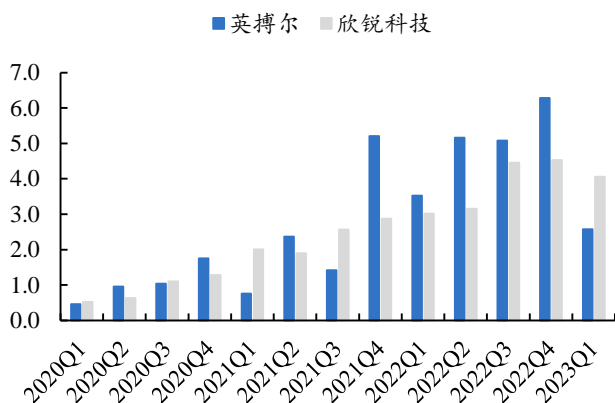
2.7、电驱动系统：欣锐科技业绩显著改善

英搏尔：2022 全年公司实现营收 20.1 亿元，同比+105.6%；毛利率 16.22%；归母净利润 0.2 亿元，同比-47.5%。2023Q1 单季度公司实现营收 2.6 亿元，同比-26.9%，环比-59.0%；归母净利润-0.1 亿元，同比-142.5%，环比-1.4%；扣非净利润-0.11 亿元，同比-650.00%，环比-62.07%。

欣锐科技：2022 全年公司实现营收 15.2 亿元，同比+62.2%；毛利率 13.73%；归母净利润-0.3 亿元，同比-210.1%。2023Q1 单季度公司实现营收 4.1 亿元，同比+34.7%，环比-10.3%；归母净利润 0.4 亿元，同比+420.0%，环比-203.3%；扣非净

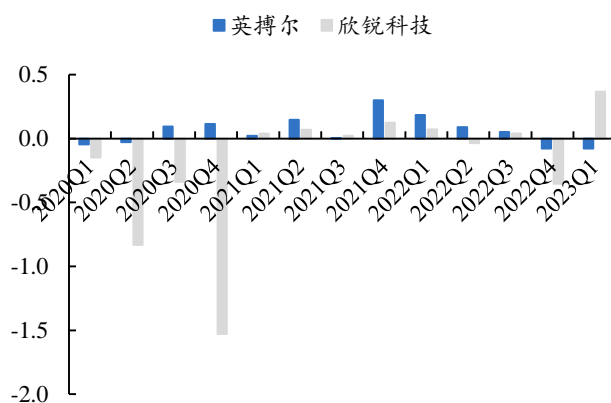
利润 0.3 亿元，同比+2900%，环比-166.67%。

图77: 2023Q1 欣锐科技营收规模超过英搏尔 (亿元)



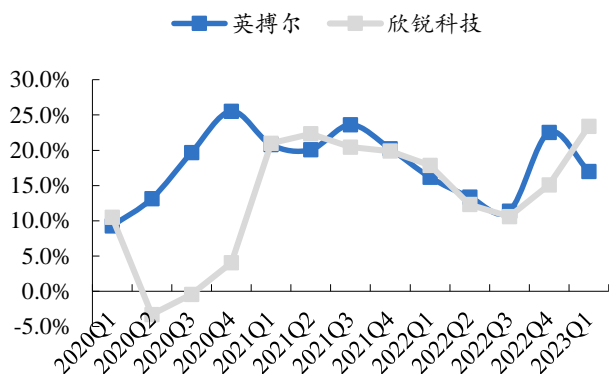
数据来源: Wind、开源证券研究所

图78: 2023Q1 欣锐科技归母净利润显著改善 (亿元)



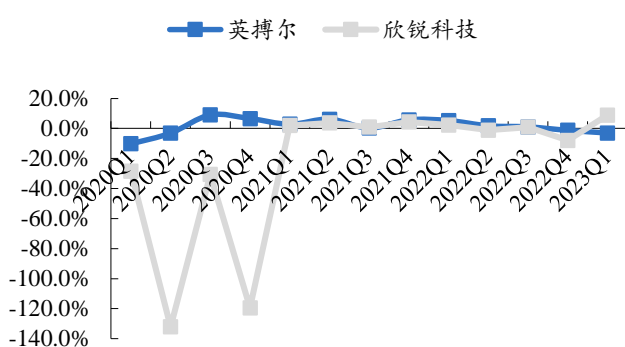
数据来源: Wind、开源证券研究所

图79: 2023Q1 欣锐科技毛利率水平明显恢复



数据来源: Wind、开源证券研究所

图80: 2023Q1 欣锐科技净利率水平明显恢复



数据来源: Wind、开源证券研究所

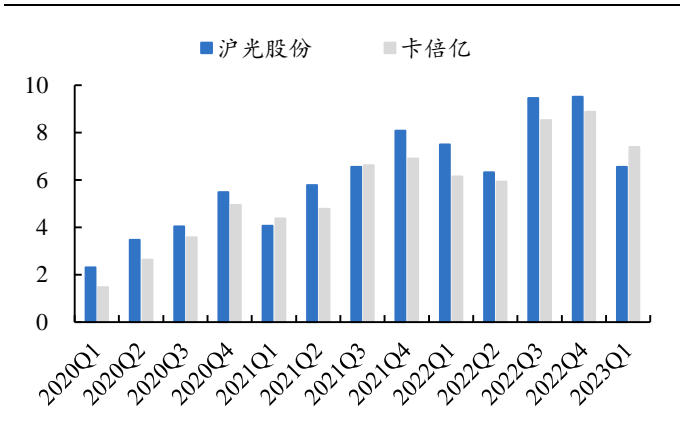
2.8、线束线缆: 卡倍亿业绩快速增长

沪光股份: 2022 全年公司实现营收 32.8 亿元, 同比+34%; 毛利率 11.3%, 同比+1.7pct; 归母净利润 0.4 亿元, 同比+3988%。2023Q1 单季度公司实现营收 6.5 亿元, 同比-13%, 环比-31%; 归母净利润-0.3 亿元, 同比-453%, 环比-202%; 扣非净利润-0.28 亿元, 同比-654%, 环比-235%。

卡倍亿: 2022 全年公司实现营收 29.5 亿元, 同比+30%; 毛利率 12.0%, 同比+1.1pct; 归母净利润 1.4 亿元, 同比+62%。2023Q1 单季度公司实现营收 7.4 亿元, 同比+20%, 环比-17%; 归母净利润 0.4 亿元, 同比+31%, 环比-6%; 扣非净利润 0.3 亿元, 同比+22%, 环比-21%。

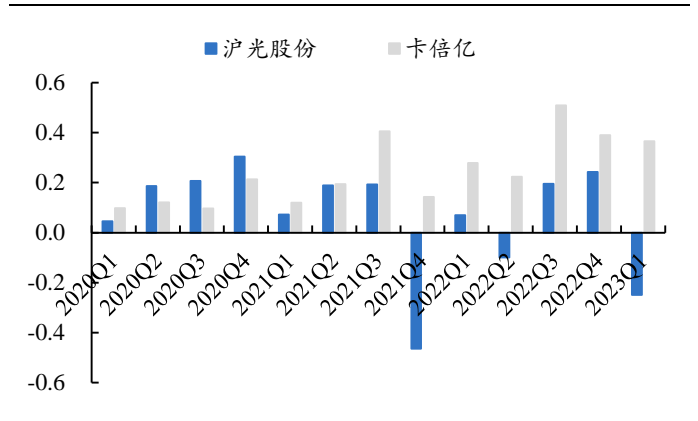
据公司公告, 公司新能源线缆营收占比有所提升, 由 2021 年的 9.4% 增长到 2022 年的 11.2%。新能源线缆毛利率显著高于普通线缆, 2022 年公司普通线/新能源线毛利率分别为 11.3%/20.7%, 同比+1.2/+4.4pcts。高附加值、高毛利率的新能源线缆产品放量, 为公司贡献业绩增量。

图81：2023Q1 卡倍亿营收规模超过沪光股份（亿元）



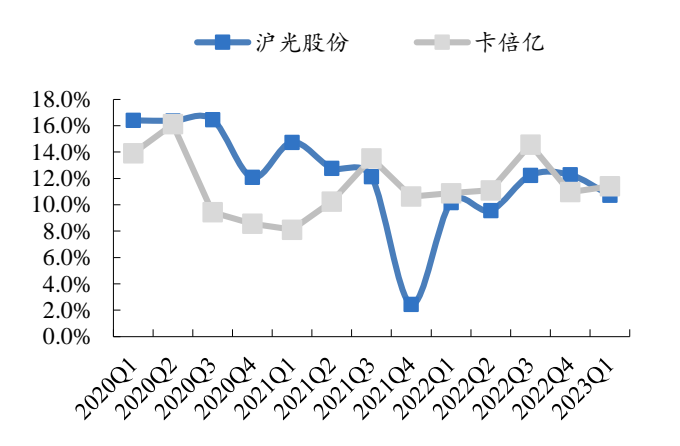
数据来源：Wind、开源证券研究所

图82：2023Q1 卡倍亿归母净利润水平高于沪光股份（亿元）



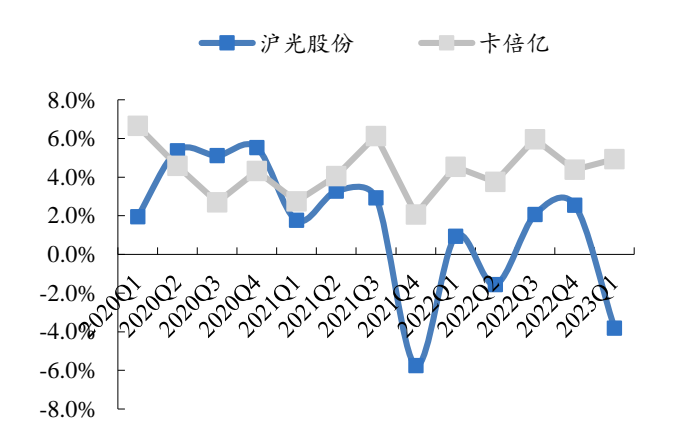
数据来源：Wind、开源证券研究所

图83：2023Q1 卡倍亿毛利率超过沪光股份



数据来源：Wind、开源证券研究所

图84：2023Q1 卡倍亿净利率超过沪光股份



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.9、座椅及被动安全：继峰股份业务整合成效初显，松原股份增长稳健

继峰股份：2022 全年公司实现营收 179.7 亿元，同比+6.74%；归母净利润-14.17 亿元；毛利率 13.09%，同比-1.05pct。2023Q1 单季度公司实现营收 51.11 亿元，同比+21.6%；归母净利润 0.60 亿元，同比+259.5%；扣非后归母净利 0.65 亿元，同比+274.6%。

公司 2023Q1 营收稳定增长，利润扭亏转正，子公司格拉默业绩改善明显，业务整合成效显现，后续伴随业务整合的进一步深入，子公司格拉默的业绩及盈利能力将持续改善。此外，公司战略新兴业务多点开花，募资扩产持续进行。2023 年以来，公司乘用车座椅、电动出风口等战略新兴业务不断取得新增定点突破，且未来伴随汽车电动化、智能化趋势，公司产能扩张要求持续提升，2023 年 4 月，公司定增 18.1 亿元，用于座椅、头枕、内饰件及电动出风口产能扩张及补充流动资金，为未来订单释放和业绩增长奠定基础。

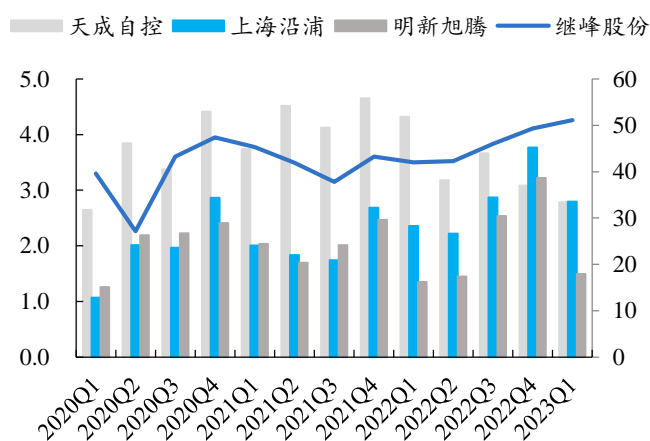
天成自控：2022 全年公司实现营收 14.3 亿元，同比-16.4%；归母净利润-2.73 亿元；毛利率 14.15%，同比-1.83pct。2023Q1 单季度公司实现营收 2.79 亿元，同比-35.5%；归母净利润 0.02 亿元，同比-85.7%；扣非后归母净利 0.02 亿元，同比-89.4%。

上海沿浦：2022 全年公司实现营收 11.2 亿元，同比+35.7%；归母净利润 0.46 亿元，同比-35.1%；毛利率 13.15%，同比-6.07pct。2023Q1 单季度公司实现营收 2.80 亿元，同比+18.5%；归母净利润 0.11 亿元，同比-4.4%；扣非后归母净利 0.10 亿元，同比+4.7%。

明新旭腾：2022 全年公司实现营收 8.56 亿元，同比+4.2%；归母净利润 1.00 亿元，同比-38.6%；毛利率 32.49%，同比-7.72pct。2023Q1 单季度公司实现营收 1.49 亿元，同比+10.4%；归母净利润-0.06 亿元；扣非后归母净利-0.11 亿元。

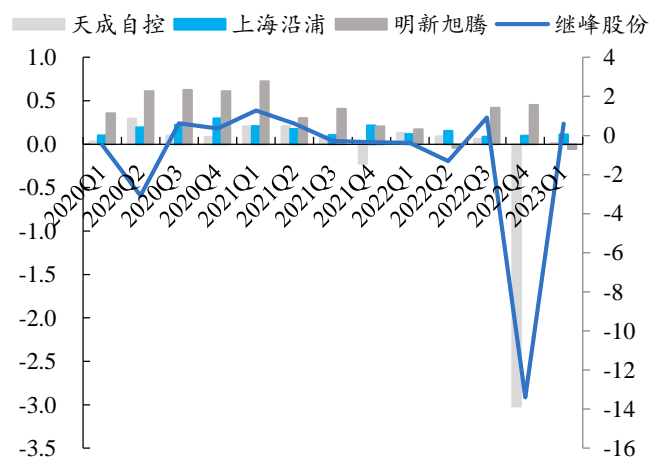
公司 2023Q1 营收端稳定，盈利端承压，主要或受一季度乘用车行业景气度下行影响，导致真皮业务产能的利用率下滑带来规模效应的降低。后续伴随下游乘用车价格战的趋缓以及原材料价格的回落，公司盈利能力有望得到修复。此外，公司客户结构持续优化自主品牌客户的扩展不断加强，超纤业务进展可观，超纤项目逐渐进入量产爬坡阶段，未来有望进一步带动业绩上行。

图85：2023Q1 座椅板块零部件营收总体稳定 (亿元)



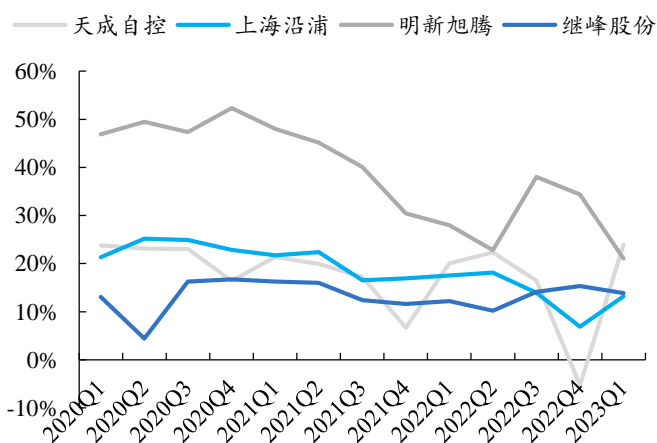
数据来源：Wind、开源证券研究所

图86：2023Q1 天成自控、明新旭腾归母净利承压 (亿元)



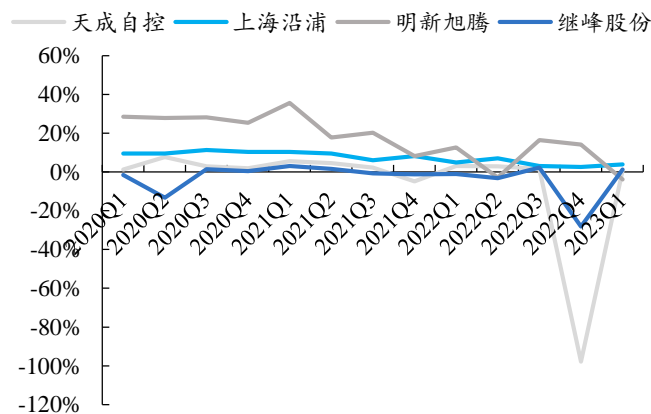
数据来源：Wind、开源证券研究所

图87：2023Q1 天成自控毛利率明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图88：2023Q1 继峰股份净利率改善，明新旭腾承压明显



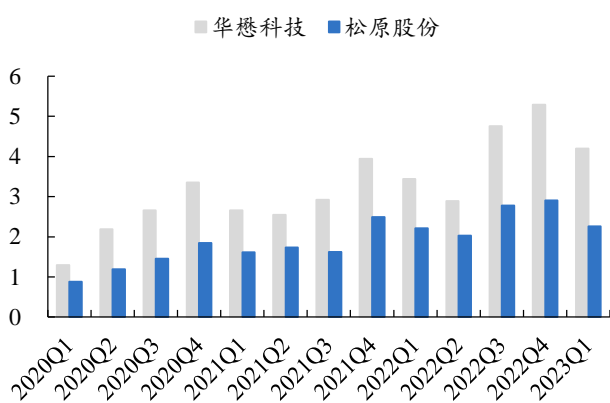
数据来源：Wind、开源证券研究所

松原股份：2022 全年公司实现营收 9.92 亿元，同比+33.1%；归母净利润 1.18 亿元，同比+6.1%；毛利率 28.39%，同比-4.71pct。2023Q1 单季度公司实现营收 2.26 亿元，同比+2.2%；归母净利润 0.32 亿元，同比+42.1%；扣非后归母净利 0.29 亿元，同比+25.6%。

公司 2023Q1 营收增长稳健，盈利提升明显。营收方面，公司安全带项目上量明显，新增比亚迪、蔚来等新能源客户；新业务方向盘、气囊不断爬坡，借助安全带客户资源快速导入，2022 年新增定点 20 余个，未来业绩有望保持高速增长态势。盈利方面，公司 2023Q1 毛利率为 31.93%，同比+5.15pct，盈利能力改善明显，主要系原材料价格逐渐下行及新业务逐步放量带来的规模效应的增强，未来伴随新业务进一步放量及产品自制率的提升，公司盈利能力有望进一步增强。

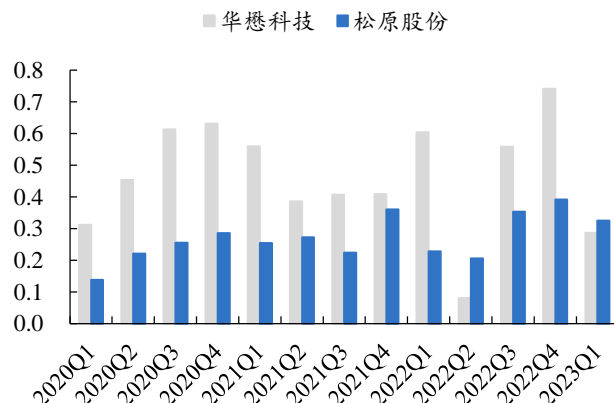
华懋科技：2022 全年公司实现营收 16.37 亿元，同比+35.8%；归母净利润 1.98 亿元，同比+12.7%；毛利率 32.2%，同比-4.24pct。2023Q1 单季度公司实现营收 4.20 亿元，同比+22.0%；归母净利润 0.29 亿元，同比-52.4%；扣非后归母净利 0.24 亿元，同比-13.1%。

图89：华懋科技、松原股份营收总体稳定（亿元）



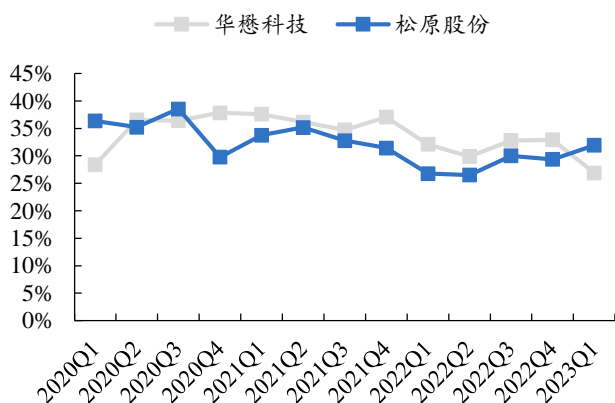
数据来源：Wind、开源证券研究所

图90：华懋科技归母净利润承压明显（亿元）



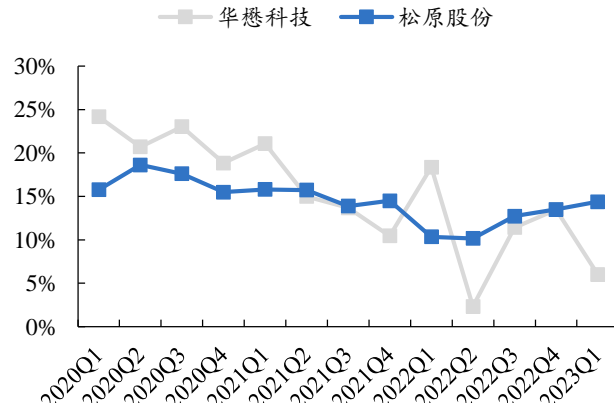
数据来源：Wind、开源证券研究所

图91：2023Q1 松原股份毛利率提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图92：2023Q1 松原股份净利率上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、投资建议

上海车展多款重磅新车发售叠加价格战逐步缓解下，行业需求有望逐步企稳回暖。**乘用车厂方面**，受益标的包括比亚迪、长安汽车、长城汽车、吉利汽车、广汽集团、上汽集团以及新势力蔚来汽车、小鹏汽车、理想汽车等。**商用车方面**，受益标的包括中国重汽、潍柴动力、中集车辆、福田汽车、宇通客车等。**零部件方面**，受益标的包括拓普集团、伯特利、福耀玻璃、保隆科技、星宇股份、三花智控、文灿股份、旭升集团、凌云股份、贝斯特、欣锐科技、天润工业、常熟汽饰、科博达、骆驼股份、岱美股份、阿尔特、华域汽车、银轮股份、新泉股份等。

表 1：上市公司估值表（PE 估值）

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	PE			EPS			PEG (2025E)
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
002594.SZ	比亚迪	买入	7,073.33	261.00	25.99	18.52	14.16	10.04	14.09	18.44	0.46
000625.SZ	长安汽车	买入	1,053.32	12.07	11.19	10.85	9.47	1.08	1.11	1.27	0.65
601633.SH	长城汽车	买入	1,858.60	26.95	27.76	19.61	16.95	0.97	1.37	1.59	1.08
0175.HK	吉利汽车	买入	847.49	9.47	14.17	9.17	7.02	0.67	1.03	1.35	0.23
601238.SH	广汽集团	买入	906.05	10.50	9.54	8.32	7.65	1.10	1.26	1.37	0.87
600104.SH	上汽集团	未评级	1,628.67	13.94	10.64	9.67	8.93	1.31	1.44	1.56	1.07
2015.HK	理想汽车	未评级	2,123.93	114.50	133.95	36.44	17.80	0.85	3.14	6.43	0.17
9866.HK	蔚来	未评级	909.05	60.80	-7.22	-21.73	96.09	-8.42	-2.80	0.63	-0.78
9868.HK	小鹏汽车	未评级	682.84	36.50	-10.09	-17.49	-68.68	-3.62	-2.09	-0.53	0.92
000951.SZ	中国重汽*	买入	173.29	14.75	17.81	12.40	8.90	0.83	1.19	1.66	0.23
000338.SZ	潍柴动力*	买入	1,045.27	12.33	13.96	10.49	8.27	0.88	1.18	1.49	0.31
301039.SZ	中集车辆	未评级	211.40	12.05	12.47	9.37	7.05	0.97	1.29	1.71	0.21
600166.SH	福田汽车	增持	265.72	3.32	18.47	11.91	9.41	0.18	0.28	0.35	0.35
600066.SH	宇通客车	未评级	302.42	13.66	23.02	16.81	12.62	0.59	0.81	1.08	0.38
601689.SH	拓普集团*	买入	592.02	53.72	23.68	17.16	13.94	2.27	3.13	3.85	0.60
603596.SH	伯特利*	买入	271.78	66.00	27.10	19.61	14.36	2.44	3.37	4.59	0.39
600660.SH	福耀玻璃	买入	858.93	34.58	16.71	13.94	11.84	2.07	2.48	2.92	0.67
603197.SH	保隆科技*	买入	97.67	46.75	24.85	18.22	14.67	1.88	2.57	3.19	0.60
601799.SH	星宇股份	买入	311.68	109.10	25.50	19.01	15.39	4.28	5.74	7.09	0.65
002050.SZ	三花智控	未评级	879.76	24.50	28.26	22.84	18.81	0.87	1.07	1.30	0.88
603348.SH	文灿股份	买入	106.20	40.30	25.46	16.41	13.30	1.58	2.46	3.03	0.57
603305.SH	旭升集团*	买入	235.92	25.28	23.59	17.22	13.28	1.07	1.47	1.90	0.45
600480.SH	凌云股份	买入	72.37	7.70	16.45	12.54	9.60	0.47	0.61	0.80	0.31
300580.SZ	贝斯特*	买入	48.92	24.46	17.17	13.55	11.22	1.42	1.80	2.18	0.54
300745.SZ	欣锐科技	增持	55.94	44.06	31.52	18.57	12.57	1.40	2.37	3.50	0.26
002283.SZ	天润工业*	买入	65.06	5.71	17.97	12.49	10.88	0.32	0.46	0.52	0.74
603035.SH	常熟汽饰*	买入	71.33	18.77	11.11	9.39	8.07	1.69	2.00	2.33	0.49
603786.SH	科博达	买入	219.57	54.35	34.37	26.39	20.99	1.58	2.06	2.59	0.82
601311.SH	骆驼股份	买入	110.16	9.39	12.34	8.97	7.28	0.76	1.05	1.29	0.31
603730.SH	岱美股份	未评级	161.04	17.10	20.19	16.16	13.10	0.85	1.06	1.31	0.56
300825.SZ	阿尔特	买入	64.48	12.86	31.76	20.85	14.25	0.40	0.62	0.90	0.31

600741.SH	华域汽车	买入	551.41	17.49	7.14	6.31	5.75	2.45	2.77	3.04	0.59
002126.SZ	银轮股份*	买入	103.45	13.06	16.27	12.65	10.29	0.80	1.03	1.27	0.45
603179.SH	新泉股份	买入	192.44	39.49	25.36	18.04	13.79	1.56	2.19	2.86	0.45

数据来源：Wind、开源证券研究所（除标*公司为开源证券研究所预测，其余均为wind一致预期，收盘时间为2023年5月17日）

4、风险提示

- (1) 行业回暖不及预期；
- (2) 原材料价格大幅波动；
- (3) 行业竞争加剧；
- (4) 新能源汽车销量不及预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn