

# 零部件全球化路径，海外并购 OR 新建投资

——汽车零部件出海报告

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

证券分析师：刘力宇

执业证书编号：S0600522050001

2023年06月26日

- **优质自主汽车零部件企业加速全球化业务布局。** 中国是全球最大的单一汽车市场，得益于巨大的国内市场容量，国内细分零部件赛道已经培育出了较多具备全球竞争能力的优质细分龙头，优质自主零部件企业在深耕国内市场的同时也在持续的海外扩张。汽车零部件企业实现全球化主要有两条路径，或通过系列海外并购、或通过海外的直接新建投资，尤其是在特斯拉的引领之下，众多零部件企业开启墨西哥产能布局，有望跟随特斯拉的全球扩张进而实现自身业务全球化。
- **海外并购可以快速获取市场份额但整合存在难度。** 海外并购最大的优势是速度快，汽车行业周期较长，技术研发、产品开发、产能建设、客户突破均需要较长时间，而通过海外并购可以快速进入他国市场并扩大份额。然而，海外并购也存在较高的不确定性，如标的公司的控制、双方业务整合、双方管理层融合等。复盘近年来众多零部件海外并购事例、零部件企业海外并购的目的主要包括：获得海外先进技术、提升市场份额、实现业务外延发展等；且并购计划中需重点考虑收购时机、标的规模大小以及是否同业收购等因素。
- **新建投资过程相对可控但周期较长。** 企业选择海外新建投资路径，可以根据自身具体情况选择最合适的投资区位，且整个出海投资过程可控程度更高，可按需调整，风险可控。但另一方面，出海新建投资的投资周期非常长，企业缺乏海外经验，且产能、人员、体系等均需从零建立，对公司的资金实力和经营能力要求高；且后续的市场开拓完全依赖自身推动，开拓速度慢于海外并购。复盘近年来国内汽车零部件企业在海外的系列新建投资，目标开拓市场、主要跟随客户以及投资区位三大因素是企业海外新建投资过程中需要重点考虑的问题。
- **投资建议：**
  - ✓ 具备成熟海外经验+国际知名电动车企业供应链：推荐【爱柯迪】、【岱美股份】、【嵘泰股份】；建议关注【香山股份】。
  - ✓ 积极推进海外布局+国际知名电动车企业供应链：推荐【拓普集团】、【旭升集团】、【新泉股份】、【银轮股份】。
  - ✓ 海外业务布局完善，具备长期全球化运营经验：推荐【伯特利】、【继峰股份】、【福耀玻璃】、【中鼎股份】、【华域汽车】、【文灿股份】；建议关注【均胜电子】、【宁波华翔】。
- **风险提示：** 全球经济复苏力度低于预期；全球新能源渗透率低于预期；地缘政治不确定性风险增大。



## ■ 零部件出海的两条路径

---

## ■ 海外并购：快速获取市场份额但整合存在难度

---

## ■ 新建投资：投资过程相对可控但周期较长

---

## ■ 投资建议及风险提示

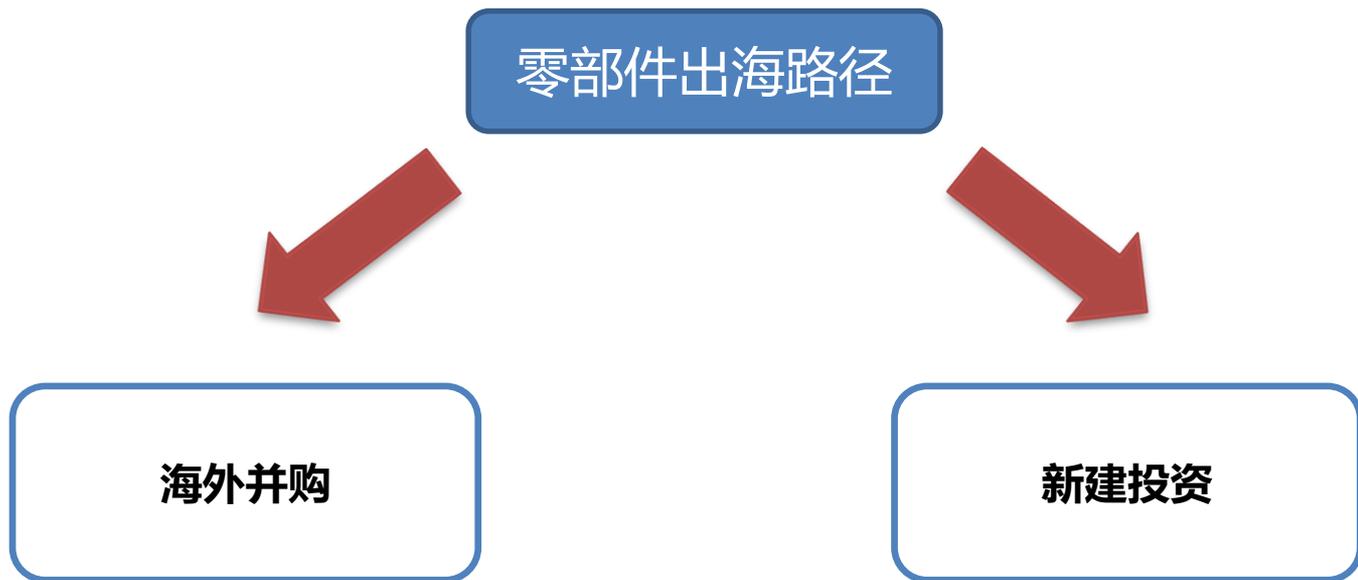
---

## 1、零部件出海的两条路径

## ■ 汽车零部件企业出海主要有海外并购和新建投资两条路径。

- ✓ 1、海外并购即国内汽车零部件企业通过收购海外汽车零部件企业或其资产，使国内零部件企业能扩展其业务、进入新的市场或者取得新技术和资源；
- ✓ 2、新建投资的方式即国内汽车零部件企业直接在境外投资设立企业并建设生产基地，进而开拓海外市场。

图1：国内零部件企业出海主要的两条路径



## 2、海外并购：快速获取市场份额但整合存在难度

- 国内汽车零部件企业通过海外并购可以快速进入他国市场并扩大份额，但存在有效控制、团队融合和业务整合等方面的挑战。

图2：零部件企业海外并购的利与弊

## 海外并购的优势

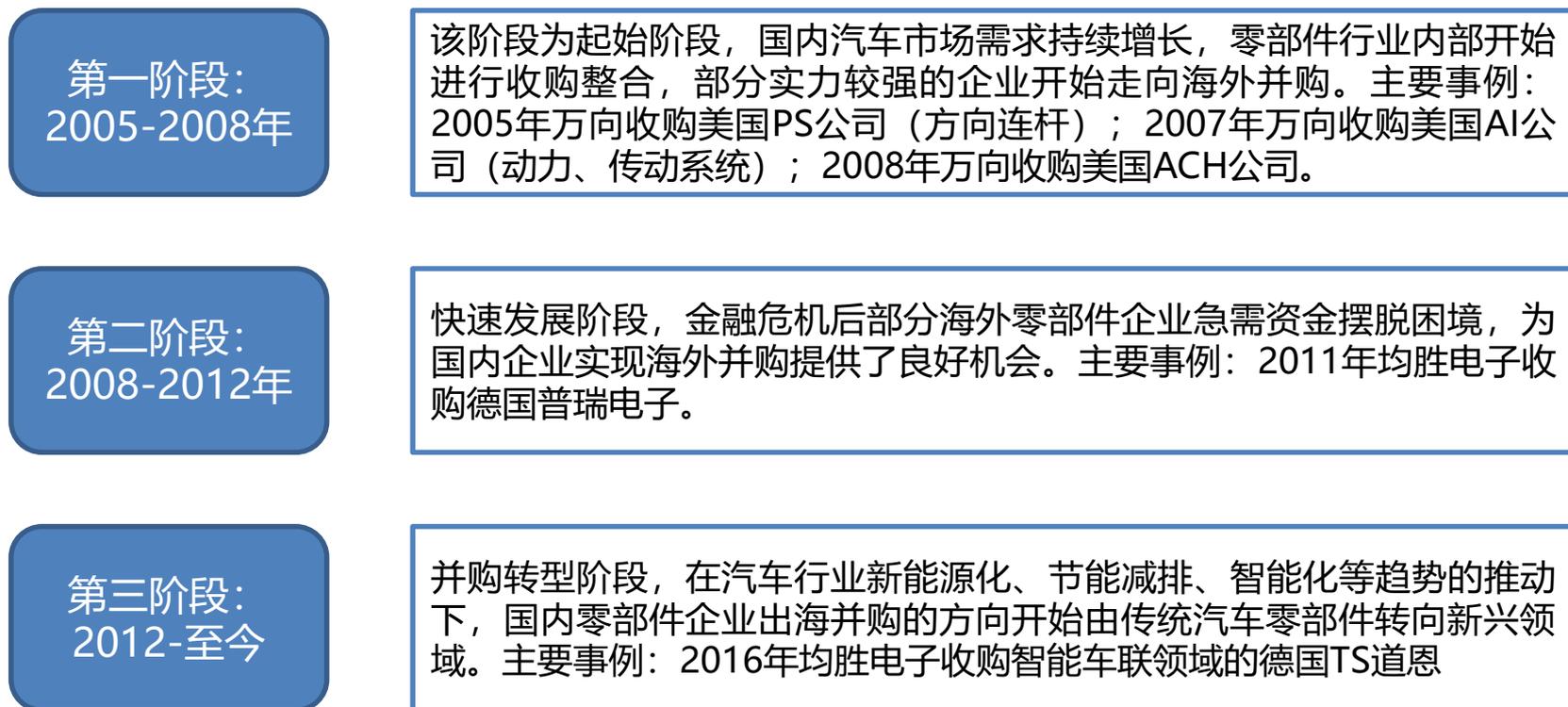
- 1、海外并购最大的优势是速度快，汽车行业周期较长，技术研发、产品开发、产能建设、客户突破均需要较长时间。通过海外并购可以快速进入他国市场并扩大份额。
- 2、可以获得并购标的的各种现有资源。包括销售网络渠道、专利技术、供应链体系、成熟的管理体系，这些可以大大降低在进入他国市场初期的困难。

## 海外并购的挑战

- 海外并购存在较高的不确定性：
- 1、对并购公司的控制问题，能否对标的公司实施有效的控制；
  - 2、与并购公司原有管理层和核心团队的融合问题，包括工作方式、文化等方面；
  - 3、双方业务整合的问题，非同业收购的话则还涉及到对不同行业的理解和把握。

- 国内汽车零部件企业海外收购整体也可以分为三个阶段：起始阶段（2005-2008）、快速发展阶段（2008-2012）和并购转型阶段（2012-至今）。

图3：国内零部件海外并购的三个阶段



■ 我们对A股主要汽车零部件企业的海外并购事件进行了梳理，自2005年至2022年间大量国内汽车零部件企业进行了海外并购，其中以中鼎股份、均胜电子两家的并购动作最为频繁。后文我们将选取部分典型公司的海外并购进行具体分析。

表1：A股汽车零部件企业海外并购梳理

公司	收购事件
德赛西威	2019年收购德国天线公司ATBB；2022年收购德国领先天线测试和服务商ATC
中鼎股份	2008年收购美国AB；2009年收购MRP、BRP；2011年收购美国COOPER；2012年收购美国ACUSHNET；2014年收购德国KACO；2015年收购德国WEGU和法国FM；2016年收购德国AMK；2017年收购德国TFH
保隆科技	2005年收购美国DILL；2018年收购德国传感器公司PEX和TESONA；2019年收购奥地利MMS
文灿股份	2020年收购法国百炼
均胜电子	2012年收购德国普瑞；2013年收购德国IMA；2014年收购德国群英；2016年收购美国KSS；2016年收购德国TS道恩；2018年收购日本高田
继峰股份	2019年收购德国格拉默
岱美股份	2018年收购Motus遮阳板资产
银轮股份	2015年收购德国普锐（2019年全资控股）；2016年收购美国TDI；2019年收购瑞典Setrab AB
福耀玻璃	2014年收购PPG位于美国伊利诺伊州芒山的两条浮法玻璃生产线；2019年收购德国SAM铝亮饰条资产
华域汽车	2015年全资子公司延锋汽车饰件与江森自控全球汽车内饰业务重组，成为全球最大汽车内饰企业
凌云股份	2015年收购德国WAG

# 均胜电子—连续海外并购推动公司规模迅速增长

■ 均胜电子自2012年至2018年陆续完成对德国普瑞、德国Quin、美国KSS、TS道恩和日本高田的海外并购，实现了业务从汽车内外饰件和功能性注塑零件向汽车安全系统、汽车电子系统和智能车联系统等业务的延伸。（均胜历次收购标的的营收规模均较大，收购行为以获得新业务，扩大收入为主要目的，大部分为非同业收购）

表2：均胜电子近年来主要海外并购事件梳理

时间	收购前主要业务	收购前营收规模 (亿元)	收购标的	收购标的主要业务	收购标的营收规模	收购影响
2012	汽车内外饰件和功能性注塑零件	14.62 (2011年)	德国普瑞	空调控制系统、驾驶员控制系统、传感器电控单元、工业自动化	38.95亿元 (2011年)	公司产品线将得到丰富，产品从执行类功能性机械产品延伸至控制类电子产品；完成汽车零部件研发、生产和销售的国内外战略布局
2014	汽车内外饰功能和汽车电子件	61.04 (2013年)	德国Quin	供内饰功能件和高端方向盘总成	8.15亿元 (2013年)	将丰富公司产品系，与现有产品形成协同效应；Quin GmbH也将成为公司在欧洲市场的内外饰功能件研发、生产和销售平台，推进公司“高端化”和“全球化”的整体战略
2016	汽车内外饰功能和汽车电子件	80.83 (2015年)	美国KSS	主动安全、被动安全和特殊产品	99.26亿元 (2015年)	公司产品线将进一步补齐和完善，构成极具竞争力的产品矩阵和壁垒；完善资源的全球布局
			TS 道恩的汽车信息板块业务	导航和驾驶辅助、汽车影音娱乐、智能车联和在线服务	27.49亿元 (2015年)	
2018	汽车安全系统业务、智能车联业务、人机交互业务	266.06 (2017年)	日本高田除PSAN业务以外的主要资产	方向盘、安全带、气囊模块、电子件等	7180亿日元 (2017年)	公司成为全球汽车安全行业领导者之一，资源、业务和客户全球分布更加均衡

■ 通过系列海外并购，公司整体营收及海外营收规模迅速增长。但持续的海外并购也给业务经营带来了较多挑战，如业务整合难度、产生大额商誉和资产负债率较高，特别是2020年以来的全球疫情导致公司营收和盈利能力都出现下滑，其中2021年安全事业部商誉减值大幅拖累公司业绩。

图4：公司分地区主营业务收入（亿元）

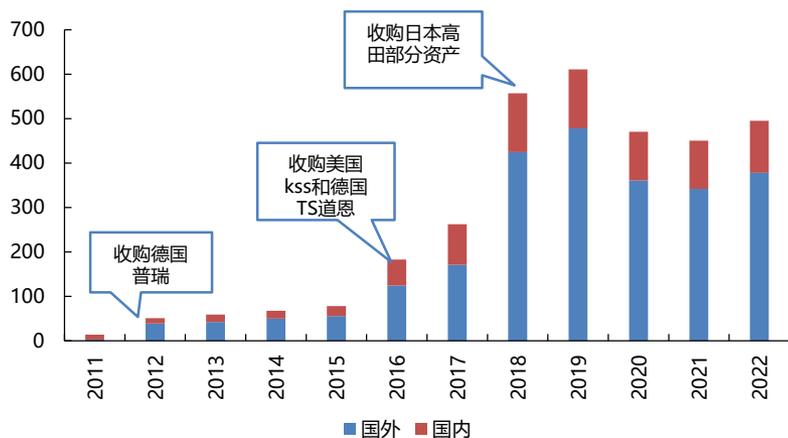


图5：公司历年归母净利润

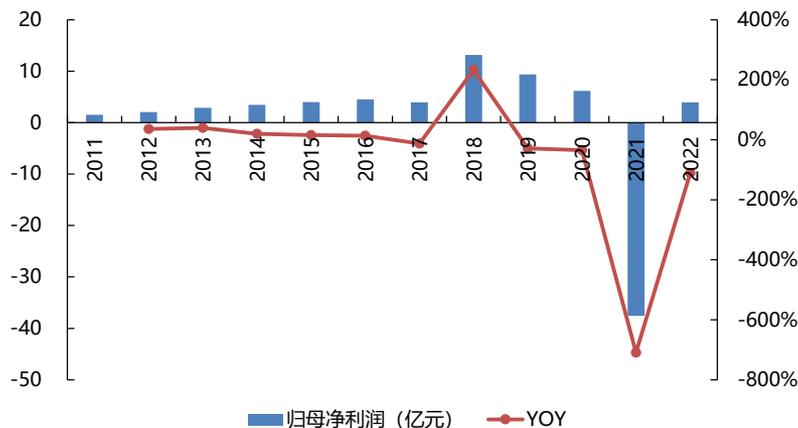


图6：公司历年盈利能力变化

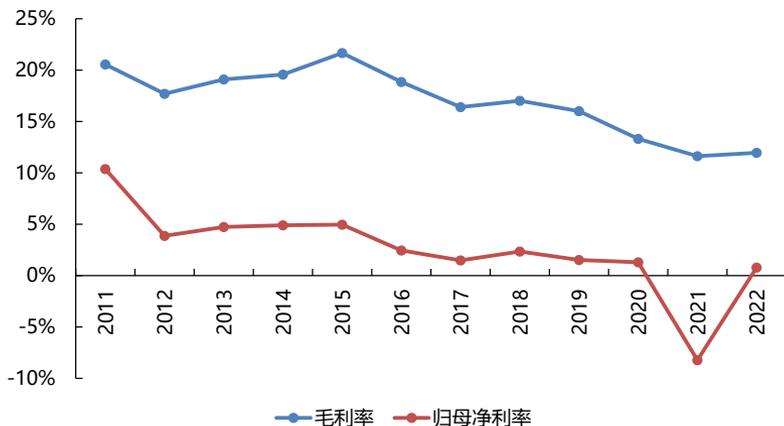
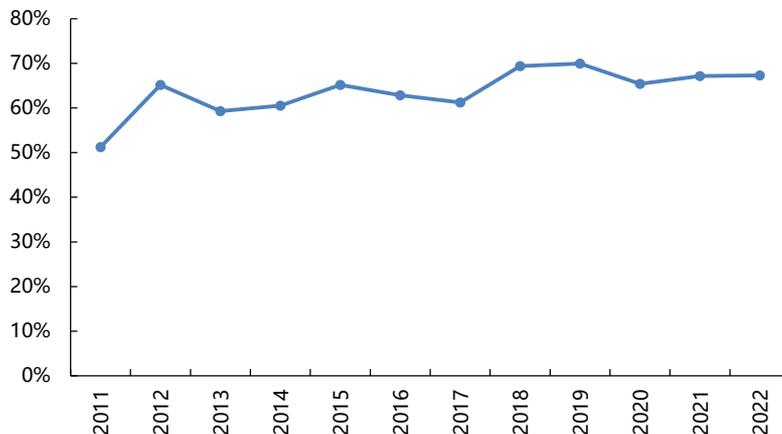


图7：公司历年资产负债率



■ 中鼎的海外并购历程主要分为两个阶段：第一阶段为密封领域的连续收购，以获得高端密封技术进军高端市场；第二阶段为非橡胶领域的拓展，向空悬及冷却领域延伸。中鼎的海外并购标的的规模均不大，但拥有细分行业的领先技术，通过海外并购以及并购业务在国内的落地实现内生增长。

表3：中鼎股份近年来主要海外并购事件梳理

时间	收购前主要业务	收购前营收规模 (亿元)	收购标的	收购标的主要业务	收购标的营收规模	收购影响
2011	橡胶密封件	25.22 (2010年)	美国 COOPER	各类高端油封制品	645万美元 (2010年度)	提高中鼎油封产品的技术能力和市场地位；充分利用其先进技术工艺及品牌优势，进军国内的高端密封件产品领域
2012	橡胶密封件	30.53 (2011年)	美国 ACUSHNET	高端密封件	4327万美元 (2011年度)	充分消化吸收国际领先的技术工艺水平，推动公司产品的生产工艺和生产效率全面升级进军国内的高端密封件产品领域，提升非汽车产品在公司收入中的比重
2014	橡胶密封件	41.62 (2013年)	德国KACO	汽车及机械工程行业 高精度密封	1.37亿欧元 (2013年)	KACO在特种橡胶密封件等领域具有世界领先的密封产品技术工艺和重要的客户资源，收购德国 KACO 将大幅提升公司产品的品质和生产效率，显著增强公司研发创新能力
2016	橡胶密封件	65.43 (2015年)	德国AMK	伺服电机、控制器和 驱动技术等	1.98亿欧元 (2015年)	AMK在电机电池控制系统、驾驶辅助和底盘电子控制系统方面具有世界领先的技术水平能为客户提供单独或整体的智能解决方案，拥有成熟、先进的产品技术工艺和重要的客户资源，收购完成后将显著增强公司在汽车电子领域的技术水平
2017	橡胶密封件、空气 悬挂系统和电机、 电控系统	83.84 (2016年)	德国TFH	发动机冷却、电池冷 却、空气充注、进气 完整系统等	15.75亿元 (2015年)	获得领先发动机系统冷却、新能源电池冷却的相关技术，弥补公司在新能源电池冷却系统方面的空白，丰富公司的产品及技术储备为公司未来在新能源汽车市场的产业布局打下基础

■ 中鼎通过连续海外并购实现了海外收入体量的持续增长，并且通过海外技术在国内的落地，实现了国内业务的同步发展。公司海外并购标的体量均比公司本身要小，易于控制整合，且在疫情冲击下公司业绩韧性表现更强；此外，中鼎资产负债率也维持相对稳定的水平。

图8：公司分地区主营业务收入（亿元）

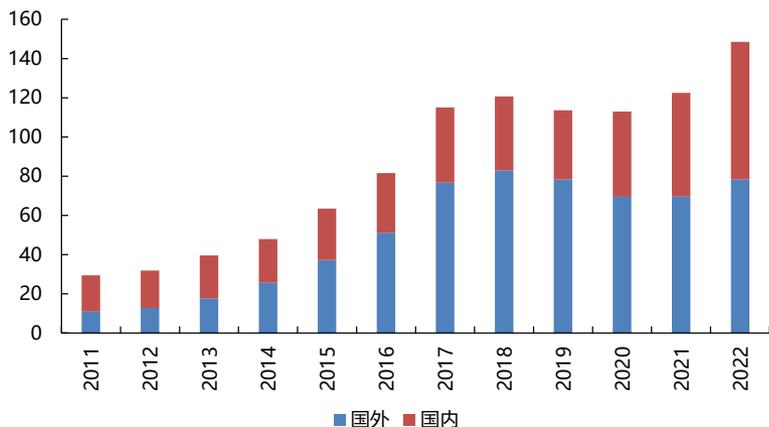


图9：公司历年归母净利润

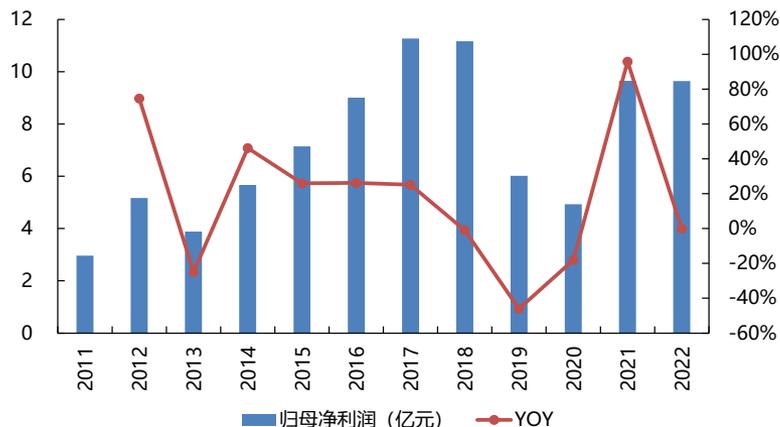


图10：公司历年盈利能力变化

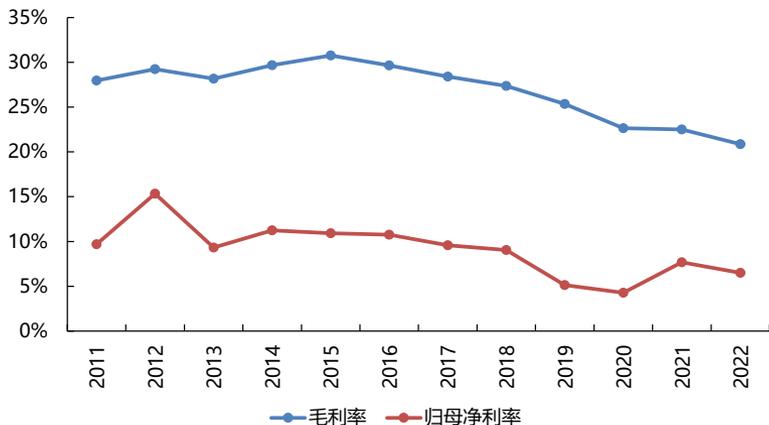
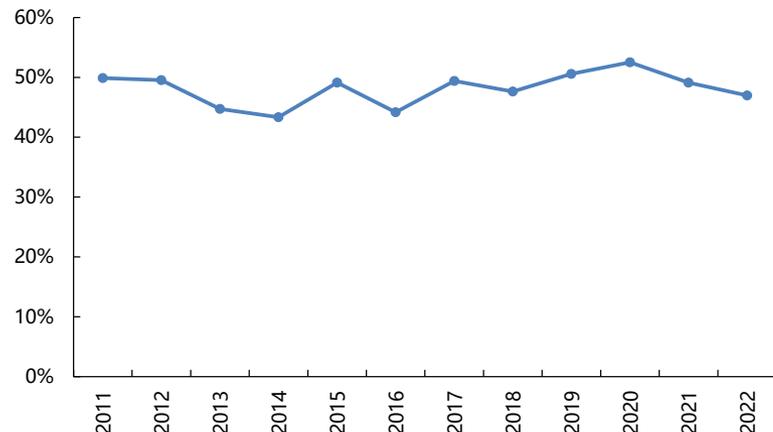


图11：公司历年资产负债率

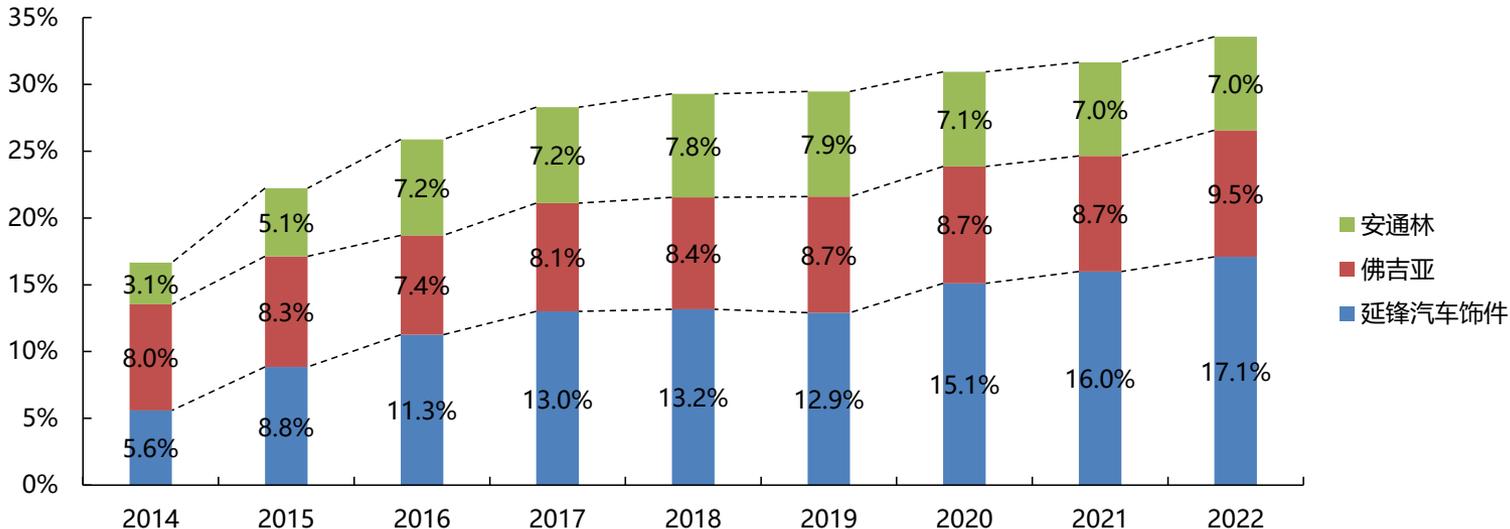


- 2015年延锋内饰业务与江森自控内饰业务全球重组，延锋持有新公司70%的股权，成为全球最大的内饰供应商；2020年延锋收购安道拓持有的30%股权，延锋内饰成为延锋全资子公司，实现独立发展全球内饰业务。

**表4：华域汽车重组江森自控内饰件业务**

时间	整合过程	收购影响
2015	延锋公司拟将下属的53家生产（含研发）基地纳入新内饰公司，江森自拟将下属的40家生产（含研发）基地纳入新内饰公司。延锋公司拟注入资产（或企业股权）等的评估价值为77.45亿元人民币，江森自控拟注入资产（或企业股权）等的评估价值为33.19亿元人民币，最终延锋公司和江森自控将分别持有新内饰公司70%和30%股权。	江森自加快华域核心业务“国际化”战略实施，有助于公司汽车内饰业务加快形成全球配套供货能力和国际经营能力，为客户提供更具价值的产品和服务，并成为全球最大的汽车内饰系统供应商
2020	延锋公司出资3.79亿美元，收购安道拓香港持有的延锋汽车内饰系统有限公司30%的股权。	实现独立发展全球汽车内饰业务、加快搭建全球自主运营管理平台，有助于推动其他核心业务的全球化进程，有利于提升海外运营的整体管理效率，交易完成后，延锋公司将持有延锋内饰100%的股权

**图12：2015年延锋通过重组江森自控内饰业务成为全球最大内饰供应商（头部内饰件企业全球市占率）**



■ 2019年继峰作为白衣骑士完成对德国百年汽车内饰件巨头格拉默的收购，成为格拉默的控股股东。业务端，格拉默除与继峰在头枕、扶手业务上重合，还拥有乘用车中控、商用车座椅等业务。营收端，格拉默营收规模在20亿欧元上下，远高于继峰。利润端，格拉默长期处于低盈利的状态，净利润水平在1.5%-2.0%的区间内，远低于继峰本部和其他海外内饰企业的盈利水平。

表5：继峰股份并购德国格拉默基本情况

时间	收购前主要业务	收购前营收规模 (亿元)	收购标的	收购标的主要业务	收购标的营收规模	收购影响
2019	乘用车座椅零部件 头枕、扶手	21.51	德国格拉默	头枕、扶手、乘用车 中控、喇叭罩和商用车 座椅	164.14亿元 (2018年)	继峰本部业务集中在国内，格拉默在19个国家开展业务，收购后将实现公司全球化战略布局；吸收格拉默先进技术，开拓业务新线条，推动技术领域的业务协同

图13：格拉默营业收入情况

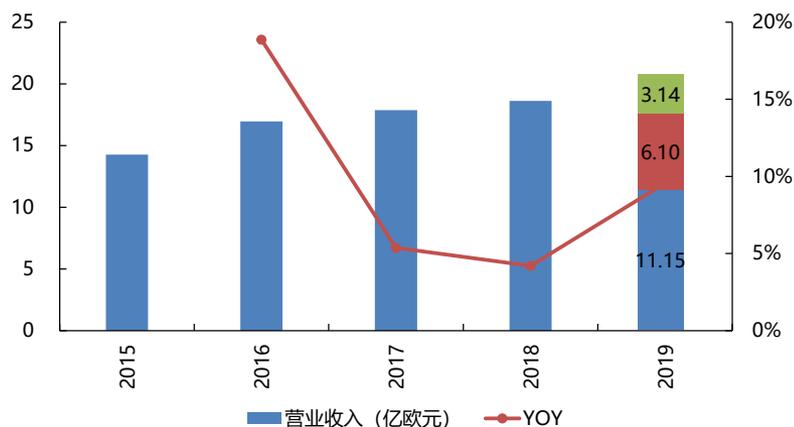
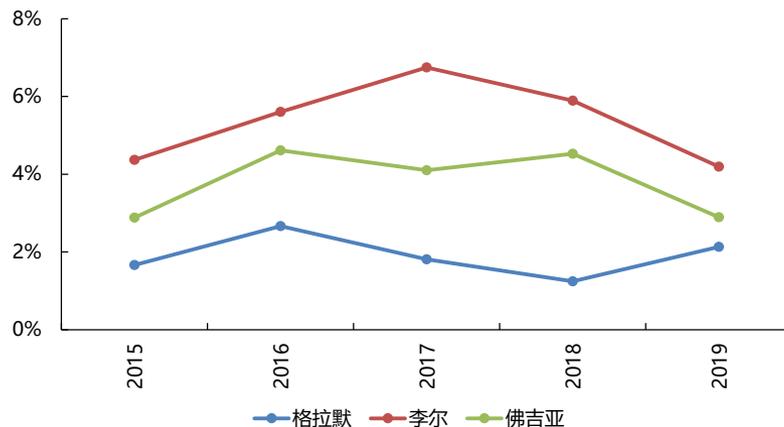


图14：全球内饰件领域主要公司的净利率水平对比



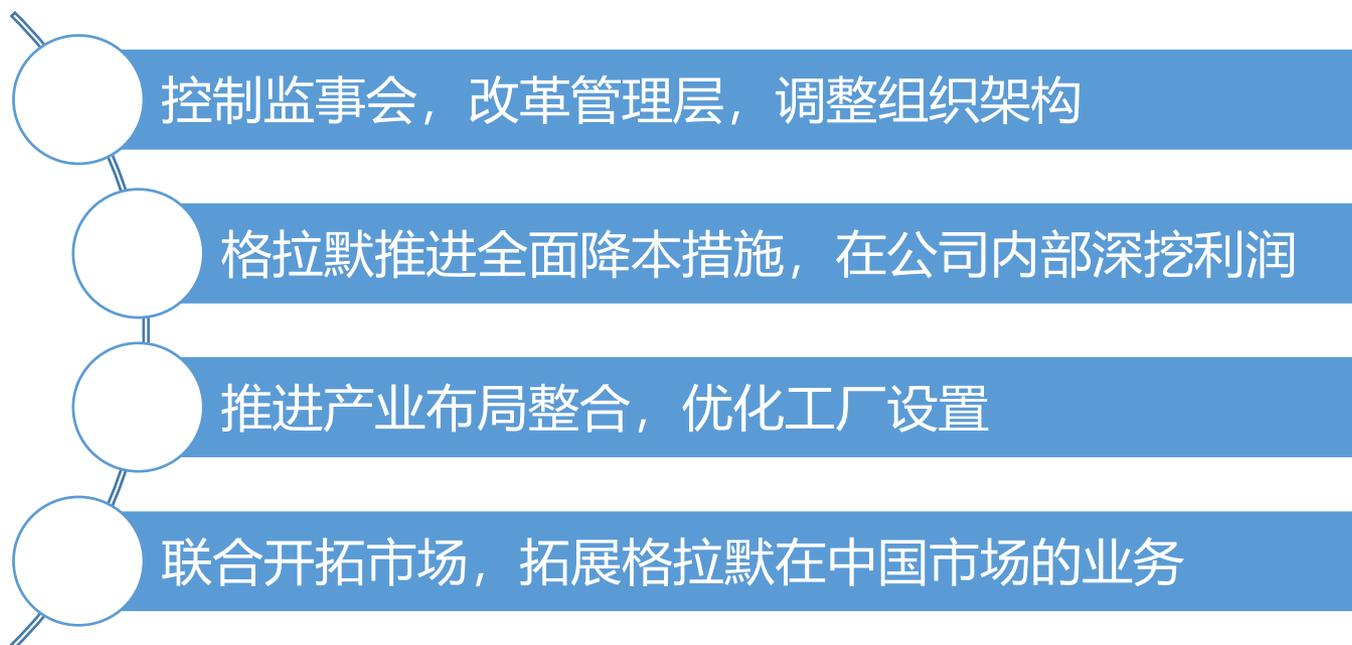
注：2019年数据中蓝色为欧洲区、红色为美洲区、绿色为亚太区

## ■ 公司在收购格拉默之后，开始从多个维度入手对格拉默进行整合：

- ✓ 1、继峰成为绝对的控股股东后，增加对格拉默的控制，对管理层和组织架构进行有效调整；
- ✓ 2、对格拉默进行全面降本，包括提升自制率、降低采购成本、加强品控、优化物流仓储等措施；
- ✓ 3、推进格拉默和本部下属工厂的整合，关闭低效亏损工厂；
- ✓ 4、本部与格拉默相互赋能，主要扩展格拉默在中国市场的业务。

## ■ 多维度推进格拉默整合，盈利能力有望持续提升。

图15：控股格拉默后，继峰从多方面入手对格拉默进行整合



# 岱美股份—并购Motus遮阳板业务实现协同发展

■ 岱美股份为全球遮阳板龙头，2017年全球市场份额约22%。2018年岱美股份并购Motus遮阳板资产和业务，其遮阳板全球市占率进一步提升至37%。

表6：岱美股份收购Motus Integrated Technologies汽车遮阳板相关资产和业务

时间	收购前主要业务	收购前营收规模 (亿元)	收购标的	收购标的主要业务	收购标的营收规模	收购影响
2018	遮阳板、头枕、顶棚中央控制器	32.47 (2017年)	Motus Creutzwald SAS	遮阳板	1.02亿美元	完善公司生产基地的全球化布局，进一步提升公司的国际化运营能力、持续盈利能力及总体抗风险能力。使公司快速切入劳斯莱斯奔驰，宝马，保时捷等高端客户以及丰田，本田，斯巴鲁等日系客户，进一步深化销售和生产的协同效应
			Motus Mexico Holding B.V	遮阳板	1.05亿美元	

图16：2017年全球乘用车遮阳板市场格局

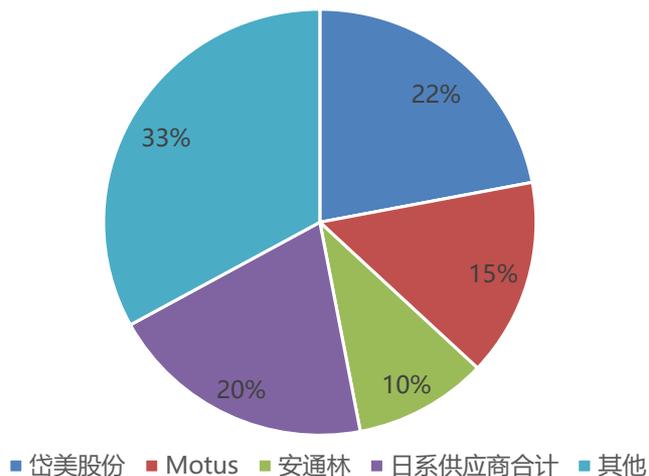
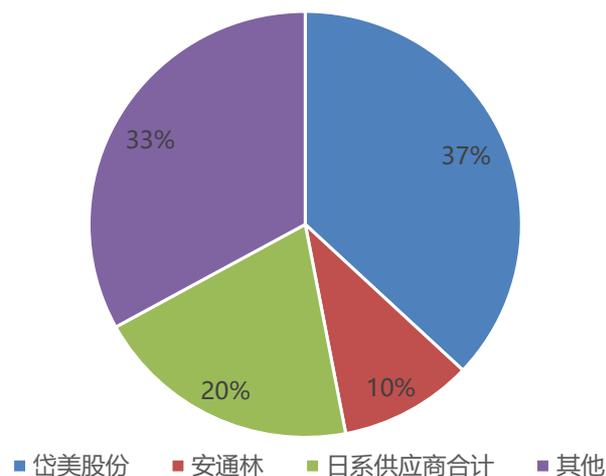
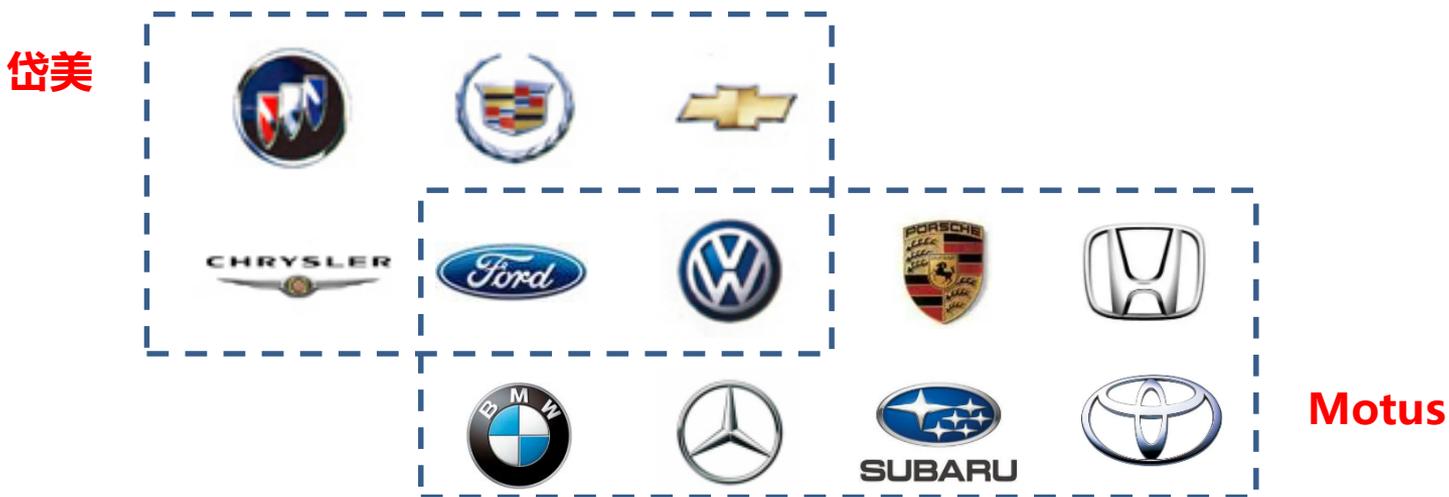


图17：2018年公司收购Motus后全球乘用车遮阳板市场格局



- **采购协同**：岱美本部和Motus原有采购渠道存在重合部分，对两者采购渠道的整合，能进一步降低采购成本。
- **技术协同**：Motus法国的核心工艺自动化程度以及部分工艺的先进性要领先于岱美本部，通过学习吸收Motus的先进生产工艺和技术，提升原有产线的生产自动化率和工艺水平，可以有效降低岱美本部的人工成本。
- **客户协同**：岱美此前客户以美系的通用、福特、克莱斯勒以及德系大众为主，而Motus客户以德系大众、保时捷、奔驰、宝马、北美丰田、本田、斯巴鲁为主，两者在客户上仅有欧洲市场的大众和北美市场福特存在重合，因此整合Motus能让公司快速切入北美日系、德系高端客户；此外也能让公司此前与Motus重叠部分客户的订单的盈利能力得到改善。
- **生产协同**：Motus在墨西哥和法国拥有工厂，其中墨西哥工厂（持续扩建）一方面在此前中美贸易战时期能帮助公司产能转移到北美，另一方面对公司获得北美订单有重要帮助；法国工厂则有利于公司后续继续开拓欧洲市场。

图18：岱美本部与Motus在客户上有非常强的协同效应



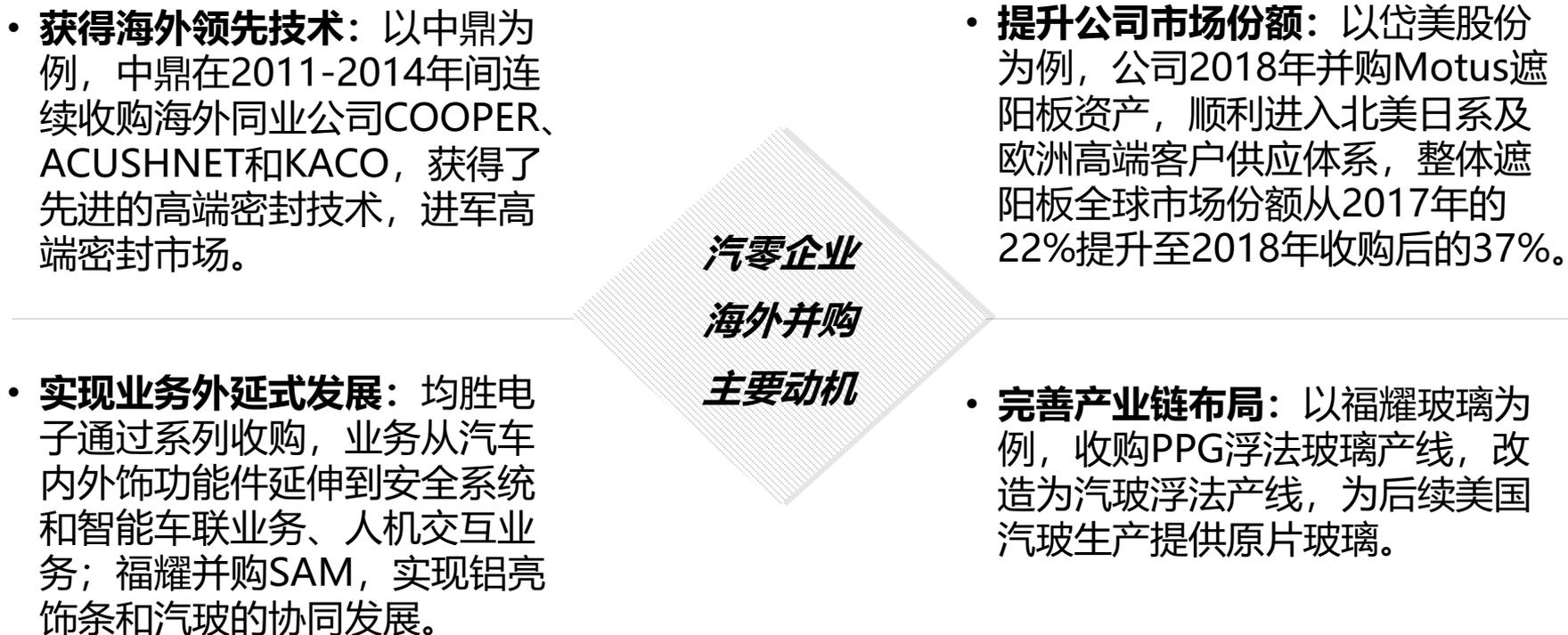
- 福耀玻璃近年来主要进行了两次海外并购，分别完成了北美浮法玻璃产业布局以及铝亮饰条产品的拓展。
- ✓ 2014年福耀收购PPG两条浮法玻璃生产线资产，并对其改造形成两条汽车级优质浮法玻璃生产线，为后续在美国投产汽车玻璃生产项目供应玻璃原片。
- ✓ 2019年，福耀收购德国铝亮饰条公司SAM，SAM拥有铝亮饰条表面处理的关键技术，与公司的通辽精铝、江苏三锋形成完整的铝亮饰条全产业链布局。福耀通过海外并购SAM拓展铝亮饰条业务，与汽车玻璃主业形成良好的协同效应，提升单车配套价值量。

表7：福耀玻璃主要海外并购事件

时间	收购前主要业务	收购前营收规模 (亿元)	收购标的	收购标的主要业务	收购标的营收规模	收购影响
2014	汽车玻璃	115.01	美国伊利诺伊州的Mt.Zion工厂的两条浮法玻璃生产线资产	浮法玻璃	/	资产购买后，拟由福耀美国对其进行升级改造成二条汽车级优质浮法玻璃生产线，可配套解决公司在美国投资建设的汽车玻璃生产项目的原材料供应，降低成本，进一步完善产业链和发挥协同效应
2019	汽车玻璃	202.25	德国SAM	铝亮饰条	处于破产清算状态	本次购买资产完成后，公司将对其进行升级改造，使之可以配套公司集成化产品，提升产品附加值，同时进一步扩大公司汽车饰件规模，拓展汽车配件领域，更好地为汽车厂商提供优质产品和服务，增强与汽车厂商的合作黏性

- **同业收购，获得海外先进技术：**如中鼎收购COOPER、ACUSHNET和KACO；
- **拓展客户范围，提升市场份额：**如岱美收购Motus，延锋整合江森自控全球内饰件业务；
- **实现业务外延发展，快速进入新市场并提高收入规模：**均胜电子的系列海外收购；
- **完善产业链布局：**福耀并购PPG浮法玻璃产线。

图19：零部件企业海外并购行为归因



■ 复盘A股零部件企业海外并购事件，在海外并购过程中有几个方面需要重点考虑：

- ✓ 1、并购的契机；
- ✓ 2、标的规模的大小；
- ✓ 3、是否同业收购。

图20：国内零部件海外并购需要考虑的重点问题

并购的契机

通常在出现经济危机后，或标的企业由于外部原因经营出现亏损时通常会出现较好的海外并购契机。

标的大小的选择

通常来说，海外收购相较于自身营收体量更小的公司，更有利于并购后的控制和整合；同时带来的收购资金压力也更小。

是否同业收购

同业并购更熟悉行业，易于并购后的整合；异业收购则将帮助公司开拓新的业务，但在后期的整合阶段挑战更大。

### 3、新建投资：投资过程相对可控但周期较长

- 企业选择海外新建投资路径，可以根据自身具体情况选择最合适的投资区位，且整个出海投资过程可控程度更高，可按需调整，风险可控。但另一方面，出海新建投资的投资周期非常长，企业缺乏海外经验，且产能、人员、体系等均需从零建立，对公司的资金实力和经营能力要求高；且后续的市场开拓完全依赖自身推动，开拓速度要慢于海外并购

图21：零部件企业海外新建投资的利与弊

## 海外新建投资的优势

- 1、企业可以根据自身的具体情况，选择最合适的出海目的地和投资区位；
- 2、企业整个投资过程相对可控，出海投资各个方面的策略和计划可以按需主动调整，风险可控。

## 海外新建投资的挑战

- 1、海外新建投资的周期非常长，有大量的前期准备工作，企业本身海外经验缺乏，产能、人员、管理体系也需要从零建立，对公司的资金实力、经营能力等要求较高，**需要企业在国内市场已经占据一定市场地位；**
- 2、后续海外的客户拓展及市场开拓均由企业自身推动，拓展速度相比于海外并购更慢。

■ 近年来，国内自主汽车零部件企业成长迅速，逐渐在国内各细分市场占据优势竞争地位，并开始向海外市场拓展，汽车零部件行业海外新建投资持续加速。

表8：A股汽车零部件企业海外新建投资梳理

公司	海外新建投资事件
拓普集团	2020年投资建设波兰工厂；2021年进一步增资波兰工厂；2022年投资建设墨西哥工厂
德赛西威	2012年成立德赛西威新加坡和德赛西威欧洲；2013年成立德赛西威日本；2022年欧洲第二工厂投产，筹办墨西哥工厂
保隆科技	2022年投资建设匈牙利传感器生产园区
爱柯迪	2015年投资墨西哥IKD生产基地；2023年投资建设墨西哥生产基地
旭升集团	2023年通过分别成立子公司、孙公司投资建设墨西哥生产基地
嵘泰股份	2016年设立墨西哥子公司莱昂嵘泰；2021年IPO募投墨西哥汽车轻量化铝合金零件扩产项目；2022年发行可转债投入墨西哥汽车精密铝合金铸件二期扩产项目
岱美股份	2019年变更部分募投资金投入墨西哥岱美，建设墨西哥内饰件生产基地；2022年发行可转债投入墨西哥汽车内饰件产业基地建设项目
新泉股份	2020年设立墨西哥子公司，并后续连续增资，建设墨西哥生产基地
银轮股份	2021年推动墨西哥和波兰工厂建设
星宇股份	2019年开始建设塞尔维亚工厂
福耀玻璃	2013年俄罗斯汽车玻璃生产基地一期建成；2016年美国代顿汽车玻璃工厂投产；2018年福耀欧洲新工厂投产
恒帅股份	2022年后开始加速全球化生产基地布局，相继推进美国及泰国生产基地的建设
伯特利	2021年发行可转债投入墨西哥年产400万件轻量化零部件建设项目；2023年投资建设年产550万铸铝转向节等产品

- **开始全球扩张前公司基本面：**2010年，福耀玻璃营业收入规模达到85亿元，已经成为国内汽车玻璃行业的龙头。
- **福耀全球化的机遇：**08年经济危机造成竞争对手盈利能力下滑；美国本土玻璃厂商的衰退，PPG退出玻璃行业；竞争对手缩减资本开支。
- **福耀海外收入的变化：**从2010年的23.61亿元增长至2022年的128.35亿元。海外收入占比从2010年的28%提升至2022年的46%。

表9：福耀玻璃近年来主要海外新建投资梳理

时间	投资区位	项目	投资额	主要产品	目标客户	主要影响
2011	俄罗斯卡卢加州首府卡卢加市	俄罗斯汽车玻璃工厂	2亿美元	汽车玻璃	大众	扩大公司的生产规模，进一步提高公司的销售服务能力，有利于公司更好地参与国际市场的竞争
2013	美国俄亥俄州	美国汽车玻璃工厂	2亿美元	汽车玻璃	北美主机厂	进一步扩大公司的生产规模，满足美国汽车市场对公司汽车安全玻璃不断增长的需求，有利于公司更好地参与国际市场的竞争，加快推进公司的国际化战略实施，
2017	德国	德国汽车玻璃新工厂	/	汽车玻璃	欧洲主机厂	将原有分散的三处厂房搬迁至新厂房，满足福耀欧洲的生产需求
2022	美国	福耀美国汽车玻璃扩产；福耀伊利诺伊浮法玻璃扩产；太阳能背板玻璃深加工生产线	6.5亿美元	汽车玻璃、浮法玻璃、太阳能背板玻璃	北美主机厂	满足客户对高附加值汽车玻璃产品、太阳能背板玻璃的需求，满足扩产对浮法原片玻璃的需求，进一步促进美国业务的高质量发展，提升其综合竞争力提高市场占有率

■ **以北美为中心建立海外基地，具备多年海外经营经验。**爱柯迪主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产和销售。公司于2014年9月在墨西哥注册成立子公司IKD Mexico，启动建立第一个海外生产基地，贴进服务北美客户。

■ **新客户新项目不断突破，加速海外战略推动。**2022年公司新客户和新项目的取得获得重大进展，获得国际知名Tier1，国内知名供应商及新能源车企的新项目，同时进入北美整车厂客户供应商池。2022年底，墨西哥北美生产基地已完成主体厂房竣工交付，于2023年第一季度完成所有设备搬迁，第二季度正常投入使用。此外，公司启动墨西哥二期工厂建设，主打3000T~5000T压铸机生产的新能源汽车用铝合金产品。

图22：公司分地区主营业收入（单位：亿元）

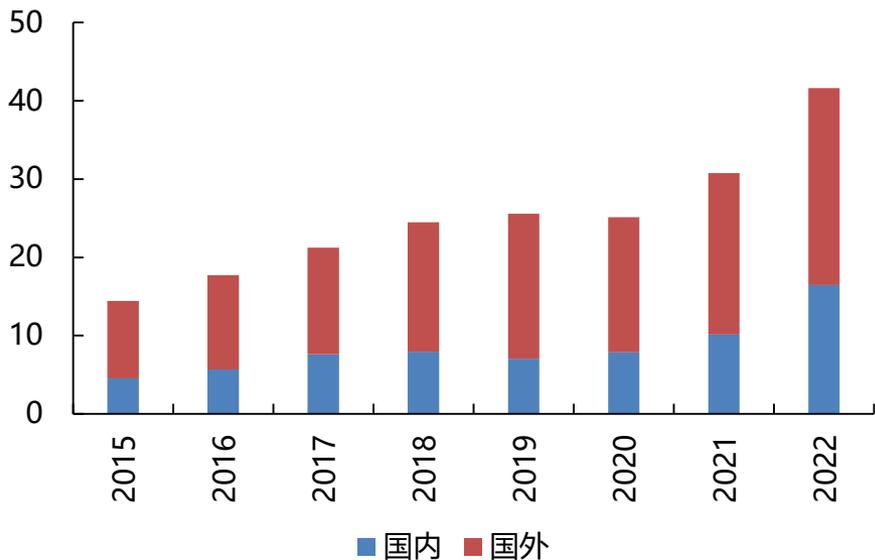


表10：公司产能布局梳理

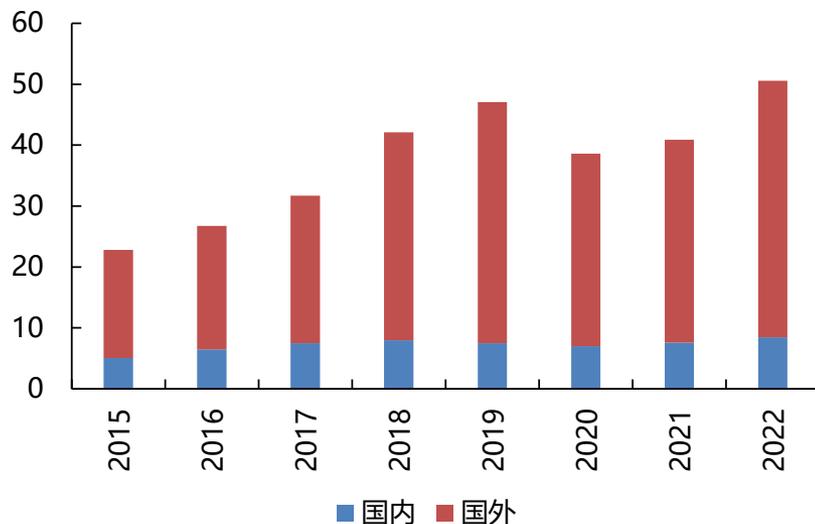
项目	计划	生产基地	土地面积	投资额度	预计投产时间
柳州生产基地	一期	柳州	90亩	3000万元	2022Q2
墨西哥工厂	初期	瓜纳华托州	14亩(租赁)	/	2016年
	一期		76亩		2023Q2
	二期				/
智能产业园	一期	宁波慈城	118亩	18.9亿元	2022Q4
马鞍山生产基地	一期	安徽马鞍山	270亩	/	2024H2
	二期	安徽马鞍山	160亩		/
马来西亚	一期	马来西亚	60亩	/	2024H1

- 全球遮阳板龙头，海外布局完善。** 公司遮阳板市占率从2012年以来持续提升，其中2018-2019年由于收购Motus遮阳板业务，公司遮阳板业务在全球市场中的份额大幅提升至40%左右的水平，大幅领先行业其他竞争对手。公司全球销售服务能力领先，已经在美国、法国、墨西哥等地建立生产基地，已构建起覆盖18个国家的全球性营销和服务网络，具备国内行业中领先的产品全球交付能力。
- 墨西哥投资建厂，海外产能扩张。** 2019年8月公司将募集资金投资项目“汽车内饰件产业基地建设项目”的实施主体部分变更为公司全资子公司墨西哥岱美，计划扩建墨西哥工厂，以降低中美贸易摩擦导致的业务风险及开拓新的业务领域。2022年8月发布可转债预案，投资8.23亿元建设墨西哥汽车内饰件产业基地项目，建设期18个月，规划汽车顶棚系统集成产品30万套，汽车顶棚产品60万套。项目达产后预计新增年销售收入16.20亿元，年均净利润2.25亿元，税后内部收益率19.46%。

表11：公司墨西哥投资项目情况

时间	募资	项目名称	实施主体	预期年收入	预期净利润
2019	IPO	汽车内饰件产业基地建设项目	墨西哥岱美	/	/
2022	可转债	墨西哥汽车内饰件产业基地建设项目	岱美墨西哥汽车内饰件有限公司	16.20亿元	2.15亿元

图23：公司分地区主营业务收入（单位：亿元）

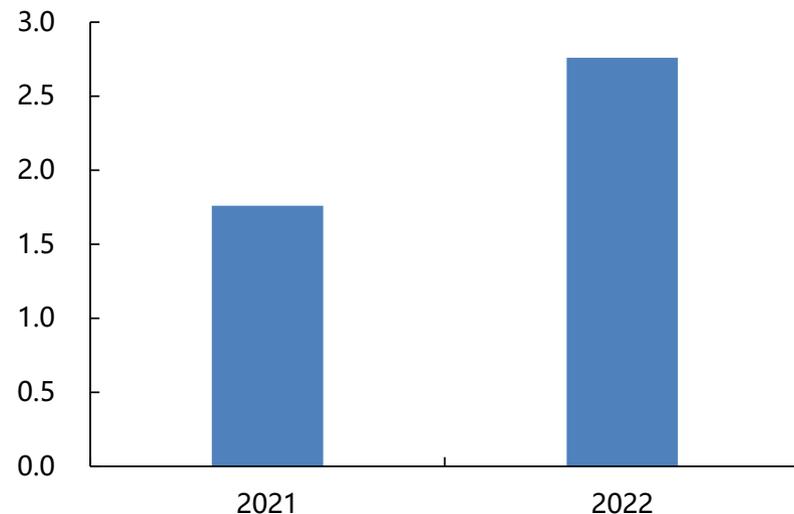


- **客户需求推动，设立墨西哥子公司加速开拓市场。**2016年，公司为更好地满足客户需求，在墨西哥设立子公司莱昂嵘泰并于2017年至2018年逐步投产以承接部分境外客户订单。2019年以来受中美贸易战影响，公司逐步通过墨西哥子公司承接对美国客户订单。2022年莱昂嵘泰营业收入占公司总营收的17.9%，占公司海外业务的52.4%。
- **北美订单持续增长，莱昂嵘泰产能不断扩张。**公司IPO与可转债募投项目均涉及墨西哥工厂的产能扩张。IPO募投项目增加铝合金壳体产能181万件，可转债二期项目增加86万件铝合金壳体产能。

表12：公司墨西哥募投项目对应客户及盈利预期

募资	项目名称	建设产能	直接客户	预期年收入	预期年净利润
IPO	墨西哥汽车轻量化铝合金零件扩产项目	181万件铝合金壳体的生产能力	美国博世	2.3亿元	6051万元
			蒂森克虏伯		
可转债	墨西哥汽车精密铝合金铸件二期扩产项目	约86万件铝合金壳体生产能力	采埃孚	2.9亿元	4946万元
			博世		
			耐世特		

图24：莱昂嵘泰营业收入情况（单位：亿元）

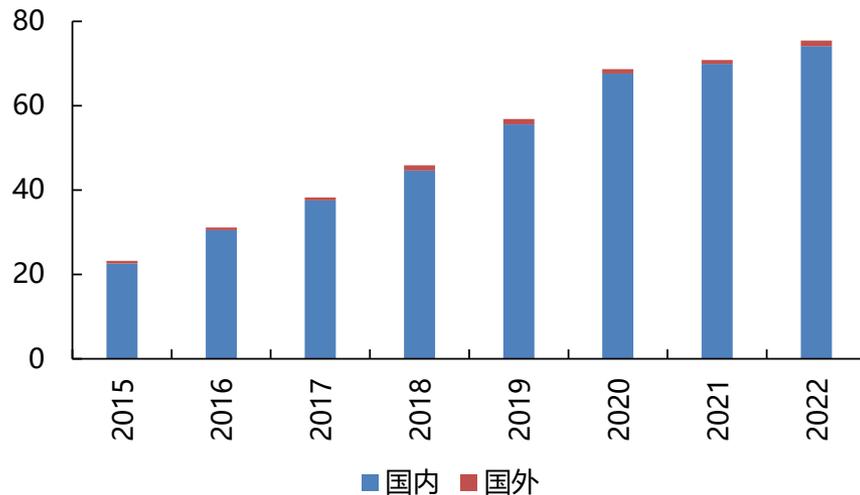


- 2019年，公司在塞尔维亚尼什投资建设塞尔维亚工厂，建设期3年，规划车灯产能570万只，其中：后尾灯300万只，小灯170万只，前大灯100万只。星宇塞尔维亚工厂已经于2022年12月正式投产。
- 公司此前在国内已经配套了大众、奥迪、宝马等欧洲品牌主机厂在国内合资公司的项目，建设欧洲工厂使得公司更加顺应海外主机厂车灯全球发包的趋势，可以在现有的基础上进一步在欧洲市场开拓对欧洲品牌主机厂的配套。

表13：星宇塞尔维亚工厂投资概况

项目地址	投资金额	产能	预期营业收入	预期净利润
塞尔维亚尼什市工业区	6千万欧元	计划达产年可形成年产各类车灯570万只其中：后尾灯300万只，小灯170万只，前大灯100万只	项目达产年新增销售收入1.24亿欧元	年利润1482.60万欧元

图25：公司分地区主营业务收入（单位：亿元）



- **积极推进海外战略，可转债募投建设墨西哥产能。**公司基于北美市场巨大汽车需求量、廉价劳动力以及《美墨加协定》等考虑，2021年通过可转债的方式募集资金，在墨西哥建设年产400万件铸铝转向节生产基地，选址科阿韦拉州的萨尔蒂约市，投资金额3.5亿元。工厂主要生产铸铝转向节产品，符合未来北美新能源渗透率快速提升的产业趋势。
- **2023年公司进一步增资扩产墨西哥。**为加快自身全球化布局，同时满足北美汽车主机厂客户日益增长的需求，公司拟向全资子公司芜湖伯特利墨西哥公司借款、增资暨投资建设年产550万件铸铝转向节、170万件控制臂/副车架、100万件电子驻车制动钳（EPB）、100万件前制动钳等产品项目。项目建设地点位于墨西哥科阿韦拉州萨尔蒂约市，总投资1.65亿美元。

表14：伯特利墨西哥投资情况

项目地址	投资金额	产能	项目回收期
科阿韦拉州 萨尔蒂约市	3.5亿元	年产400万件铸铝转向节	6.13年（所得税后，含建设期1年）
科阿韦拉州 萨尔蒂约市	1.65亿美元	年产550万件铸铝转向节、170万件控制臂/副车架、100万件电子驻车制动钳（EPB）、100万件前制动钳等产品	/

图26：伯特利墨西哥工厂



■ 2020年特斯拉上海超级工厂投产，大量本土零部件企业进入到特斯拉供应体系，本土零部件企业凭借着最优的效率和领先的成本优势成为了特斯拉体系内的一线供应链合作伙伴。2023年3月，特斯拉宣布计划在墨西哥修建一座新的超级工厂，根据墨西哥官员口径，特斯拉墨西哥超级工厂产能未来将达到100万辆/年。本土优质零部件企业作为特斯拉体系内的一线供应链伙伴，在特斯拉的拉动下纷纷加速海外产能布局，最主要的目的地便是墨西哥。

表15：特斯拉供应链主要标的近年海外投资计划

公司	投资时间	投资项目	投资金额	主要产品	(预计) 投产时间
拓普集团	2020	波兰工厂	预计不超过6000万欧元	热管理系统	已投产
	2022	墨西哥工厂	预计总投资额不超过2亿美元	轻量化底盘、内饰系统、热管理系统及机器人执行器等产品	/
旭升集团	2023	墨西哥工厂	预计累计总投资额不超过2.76亿美元	铝合金轻量化产品	/
新泉股份	2020	墨西哥工厂	截至2023年2月23日，墨西哥新泉总投资达8600万美元	仪表板、门板、座椅背板等内饰件产品	一期于2023年投产
银轮股份	2021	墨西哥工厂	/	新能源热管理产品	2023
	2021	波兰工厂	/	新能源热管理产品	2023

- **中国、北美和欧洲是目前全球最主要的汽车消费市场。**从目前的汽车销量规模来看，2022年中国、北美和欧洲的汽车销量分别为2686.37万辆、1706.46万辆和1447.27万辆，在全球销量中的占比分别为32.9%、20.9%和17.7%，合计占比为71.5%。
- **主要汽车市场中，中国的新能源渗透率走在最前列，北美新能源渗透率有较大提升空间。**2022年，中国、美加墨和欧洲的新能源汽车渗透率分别为25.7%、6.3%和17.4%，其中北美新能源汽车渗透率仍有较大提升空间。
- **国内汽车零部件出海一般选择北美和欧洲为目标市场，一方面汽车市场容量巨大，另一方面欧美系车企供应链相比日韩系更为开放，更有利于国内零部件企业打开市场份额。**

图27: 全球各汽车市场近三年销量情况 (单位: 万辆)

2022年新能源渗透率 25.7% 6.3% 17.4%

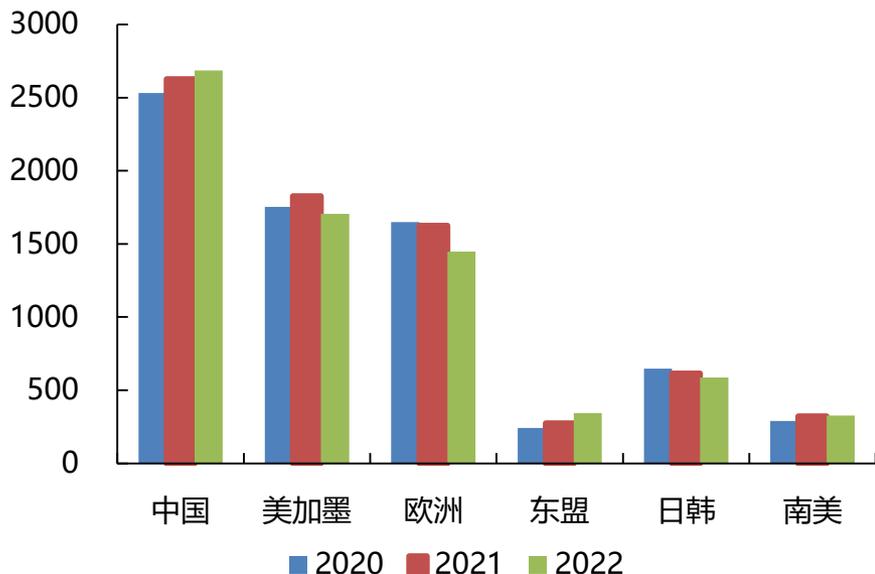
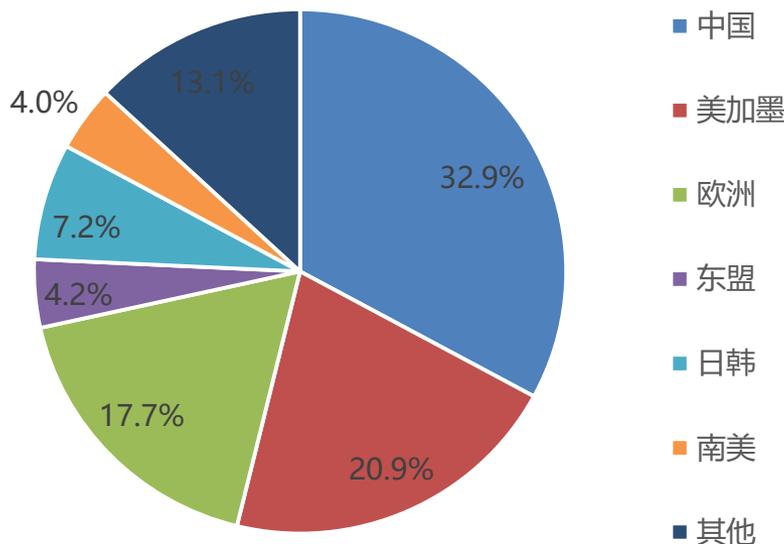


图28: 各汽车市场销量在全球总销量中的占比 (2022年)



注: 欧洲数据为欧洲32国数据之和; 东盟数据不包含柬埔寨和文莱; 南美数据为南美6国数据之和。

# 海外新建投资重点考虑因素——跟随主要客户

- 零部件企业海外新建投资一般均会有跟随的明确目标客户。根据目标客户的情况，可以分为**跟随单一明确大客户**出海以及**无单一大客户而是面向海外市场整个客户群体**。一般前者海外收入上量较快但有单一大客户依赖的风险，而后者放量速度相对较慢但客户结构将较为均衡。
- 此外，根据跟随客户的类型又可以分为跟随**OEM客户**或者**Tier 1客户**出海。

表16: A股汽车零部件企业出海跟随客户情况

公司	跟随客户情况	跟随客户类型	是否为跟随单一大客户
拓普集团	波兰工厂及墨西哥工厂均主要面向国际知名电动车企业	两次投资均为OEM客户	是
保隆科技	匈牙利生产基地面向欧洲众多主机厂	OEM客户	否
爱柯迪	2015年墨西哥工厂及2023年墨西哥工厂一期主要面向众多Tier 1客户；2023年墨西哥二期主要面向国际知名电动车企业	2015年和2023年一期面向Tier 1客户；2023年二期主要面向OEM客户	否
旭升集团	墨西哥工厂主要面向国际知名电动车企业	OEM客户	是
嵘泰股份	2016年设立莱昂嵘泰、IPO墨西哥项目及可转债墨西哥项目均跟随众多国际Tier 1客户	均为Tier 1客户	否
岱美股份	2019年IPO项目面向北美各大主机厂；2022年可转债项目客户为包括国际知名电动车企业在内的北美主机厂客户	两次投资均为OEM客户	否
新泉股份	墨西哥工厂目前主要面向国际知名电动车企业	OEM客户	是
银轮股份	波兰工厂及墨西哥工厂均主要面向国际知名电动车企业	两次投资均为OEM客户	是
星宇股份	塞尔维亚工厂主要面向欧洲众多主机厂	OEM客户	否
福耀玻璃	2013年俄罗斯工厂主要跟随大众等主机厂；后续北美工厂和欧洲工厂均面向北美和欧洲的众多主机厂	OEM客户	否
恒帅股份	泰国工厂主要面向众多Tier 1客户；美国工厂主要面向北美众多主机厂	泰国工厂主要为Tier 1客户；美国工厂主要为OEM客户	否
伯特利	2021年可转债项目主要面向墨西哥通用、墨西哥大众、美国通用等众多主机厂	OEM客户	否

- 在规划好海外目前市场之后，企业需要考虑具体的投资区位情况，一般的原则为低成本辐射的战略。例如，墨西哥之于美国，《美墨加贸易协定》中满足条件的企业在墨西哥制造的产品出口北美将获得零关税；欧洲汽车市场则为统一的大市场，可选择波兰、塞尔维亚、匈牙利等中东欧国家作为投资目的地。
- 此外，选择海外投资目的地还需考虑的几点额外因素：社会安定情况、与中国的友好程度、政府激励补贴，政府支持力度等。

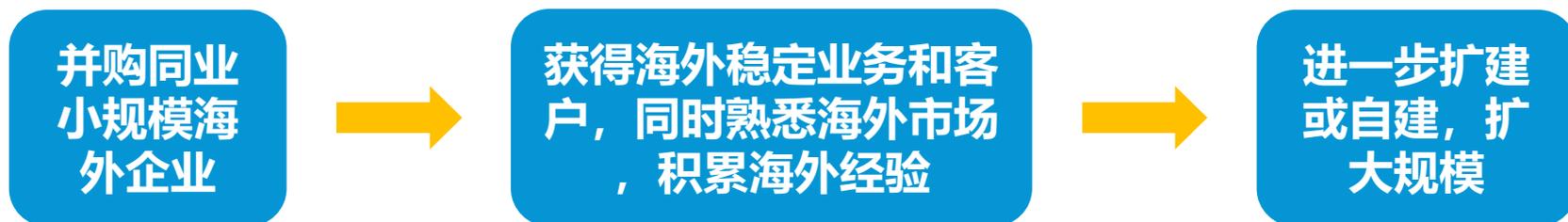
表17：主要出海投资目的地国家的情况梳理

项目	美国	墨西哥	德国	波兰	塞尔维亚	匈牙利
税收情况 (企业所得税税率)	联邦所得税为21% 各州税率不等	30%	15%	19%	15%	9%
人工成本 (工资水平)	28.75 美元/小时	3.95 美元/小时	27.93 美元/小时	11.13 美元/小时	4.97 美元/小时	10.47 美元/小时
土地成本 (工业用地价格)	72.7 美元/平方米	34.0 美元/平方米	130.8 美元/平方米	15.8 美元/平方米	32.7 美元/平方米	31.1 美元/平方米
能源成本 (工业用电价格)	0.472元/千瓦时	0.616元/千瓦时	1.263元/千瓦时	0.904元/千瓦时	0.29-0.48元/千瓦时	0.859元/千瓦时
典型布局 零部件企业	福耀玻璃、恒帅股份	拓普集团、旭升股份、新泉股份、银轮股份、爱柯迪、伯特利、嵘泰股份	福耀玻璃	银轮股份、拓普集团	星宇股份	保隆科技

注：工资水平和工业用地价格均按当前汇率换算为美元方便对比。

- **探索一条可行性较高的参考路径：**可以先收购海外同行业小标的，建立据点，熟悉海外市场；进而在合适时间扩建或自建工厂，进一步扩大海外布局规模。

图29：国内零部件企业出海参考路径



## 4、投资建议及风险提示

- **投资建议：**中国是全球最大的单一汽车市场，得益于巨大的市场容量，国内细分零部件赛道已经培育出了较多具备全球竞争能力的优质细分龙头。优质自主零部件企业在深耕国内市场的同时也在持续的海外扩张，或通过系列海外并购，或通过海外的直接新建投资，尤其是在特斯拉的引领之下，众多零部件开启墨西哥产能布局，有望跟随特斯拉的全球扩张进而实现自身业务全球化。
- ✓ **具备成熟海外经验+国际知名电动车企业供应链：**推荐【爱柯迪】、【岱美股份】、【嵘泰股份】；建议关注【香山股份】。
- ✓ **积极推进海外布局+国际知名电动车企业供应链：**推荐【拓普集团】、【旭升集团】、【新泉股份】、【银轮股份】。
- ✓ **海外业务布局完善，具备长期全球化运营经验：**推荐【继峰股份】、【福耀玻璃】、【中鼎股份】、【华域汽车】、【文灿股份】、【伯特利】；建议关注【均胜电子】、【宁波华翔】。

表18: 相关公司盈利预测及估值评级

公司	证券代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			评级
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
爱柯迪	600933.SH	22.30	196.97	6.49	8.47	11.37	30.35	23.25	17.32	买入
岱美股份	603730.SH	15.78	200.62	5.70	7.36	9.44	35.20	27.26	21.25	买入
嵘泰股份	605133.SH	34.72	64.65	1.34	2.13	3.00	48.24	30.35	21.55	买入
拓普集团	601689.SH	78.69	867.20	17.00	22.86	33.94	51.01	37.94	25.55	买入
旭升集团	603305.SH	29.38	274.18	7.01	9.50	13.47	39.11	28.86	20.35	买入
新泉股份	603179.SH	43.16	210.32	4.71	8.02	11.22	44.65	26.22	18.75	买入
银轮股份	002126.SZ	16.17	128.09	3.83	6.03	8.33	33.44	21.24	15.38	买入
伯特利	603596.SH	82.30	338.90	6.99	9.59	13.51	48.48	35.34	25.09	买入
继峰股份	603997.SH	14.22	160.15	-14.17	3.52	7.32	-	45.50	21.88	买入
福耀玻璃	600660.SH	34.38	897.23	47.56	50.12	59.71	18.87	17.90	15.03	买入
中鼎股份	000887.SZ	13.18	173.51	9.64	11.63	13.33	18.00	14.92	13.02	买入
华域汽车	600741.SH	18.31	577.26	72.03	76.02	86.44	8.01	7.59	6.68	买入
文灿股份	603348.SH	44.19	116.45	2.38	2.79	3.96	48.93	41.74	29.41	买入

注：数据更新至2023年6月21日，公司盈利预测均来自东吴证券研究所。

- **全球经济复苏力度低于预期。** 如果全球经济复苏不及预期，会影响乘用车终端消费及商用车的采购。
- **全球新能源渗透率低于预期。** 如果全球新能源汽车需求不及预期将影响自主零部件企业出海放量速度。
- **地缘政治不确定性风险增大。** 如果地缘政治风险加大，或将影响国内企业的海外经营。

# 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，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）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园