

汽车零部件产业链全梳理：未来增长趋势如何判断？

今天我们研究的这条产业链，自 2019 年以来，走势明显弱于大盘。万得行业指数从 2019 年 1 月至今涨幅为 17.54%，而沪深 300 涨幅为 39.58%。



图：行业指数与沪深 300 走势

来源：wind

受整个汽车行业需求放缓、竞争加剧影响，其上游零部件行业走势也受到了较大影响。比如这家龙头，2019 年 1 月，从高点 27.88 元，下跌至 19.78 元，区间峰值达-35.93%。



图：某行业龙头走势

来源：wind

然而，这个产业链上也有些细分板块，增长仍然很不错：比如这家龙头，2019 年 1 月至今，股价从低点的 68.13 元，一路上涨至 146.99 元，涨幅达 100%以上。其画风如下。



图：行业龙头走势来源：wind

这个产业链就是——汽车零部件。对于这条产业链，眼下，我们必须解决以下几个核心问题：

一是，我国汽车行业中长期来看，增速降档是确定性的大趋势。行业面临需求放缓、产能过剩、竞争加剧等问题。那么，其上游汽车零部件行业未来是否还有结构性增长空间？

二是，汽车零部件产业链未来的趋势是什么？辅助判断的行业指标有哪些？

(壹)

汽车零部件产业链，从上游到下游，依次为：

上游为原材料，主要包括钢铁、橡胶、塑料、电子元器件等大宗商品，涉及的上市公司有宝钢股份、浙江仙通等。

中游为汽车零部件，一辆汽车上的零部件达上万个，主要分为：动力总成、车身附件、内外饰件、汽车电子几大板块。传统零部件的代表上市公司有华域汽车、福耀玻璃，新能源汽车零部件代表上市公司有宁德时代、比亚迪、北汽新能源等。

下游为整车制造、汽车销售，代表公司有上汽集团、吉利汽车、中升股份、永达汽车。



图：汽车零部件产业链

来源：塔坚研究

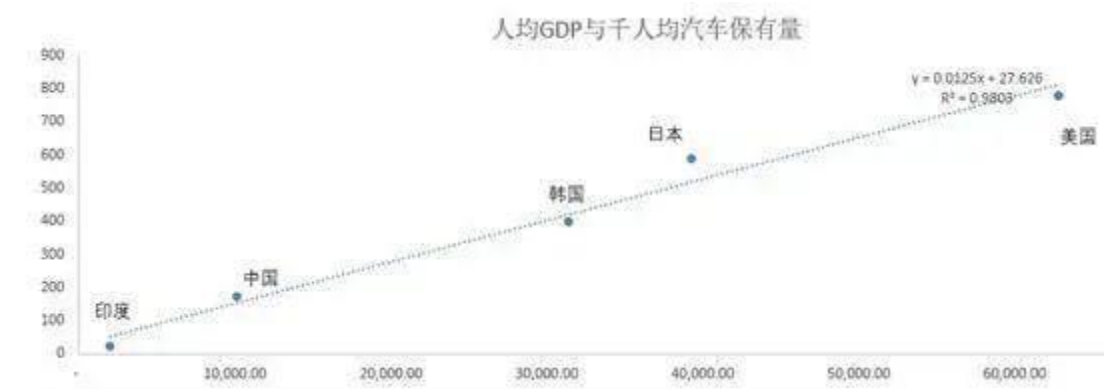
(贰)

零部件行业作为整车的上游，景气度与下游整车销量密切相关。

汽车整车可分为乘用车、商用车两类。从宏观层面来看，乘用车属于可选消费品，其长期驱动增长人均 GDP、人均公路里程正相关关系，代表**消费能力**。而商用车，则属于生产工具，其需求来自于生产性需求（供给侧），增长主要受到固定资产投资增速、刺激政策等因素影响。

由于乘用车、商用车两个赛道的增长逻辑完全不同，本篇仅重点覆盖乘用车产业链。

根据我们之前对福耀玻璃、上汽集团、吉利汽车的分析，国民消费能力的增长决定了乘用车增长中枢。从线性关系上来看，购买力对千人汽车保有量的解释程度较高，美国、韩国、日本的汽车千人保有量水平和人均 GDP 强相关，根据相关性分析， $R^2=0.98$ 。



图：人均 GDP 与汽车保有量 来源：塔坚研究

参考海外，汽车千人保有量能否持续增长的一个重要前提，是人均 GDP 能否继续增长，顺利跨越中等收入陷阱。此处，我们参考韩国与中国台湾地区，分别在 1998 年与 1993 年，人均 GDP 突破 1.2 万美元，而汽车千人保有量随之得到大幅的突破。

		日本	韩国	美国	中国
导入与快速成长期	时间	1945-1971	1966-1993	1906-1942	1978-2016
	千人保有量 (辆/千人)	1.6-189	1.7-142	1.3-245	1.4-141
	R 值	>2	>2	>2	>2
普及后期	时间	1972-1984	1994-2008	1943-1961	2017-至今
	千人保有量 (辆/千人)	208-370	166-343	226-414	156-
	R 值	2-1	2-1	2-1	2-1
成熟期	时间	1985-至今	2009-至今	1962-至今	
	千人保有量 (辆/千人)	381-611	352-585	424-834	
	R 值	<1	<1	<1	

图：各国汽车各期间汽车保有量

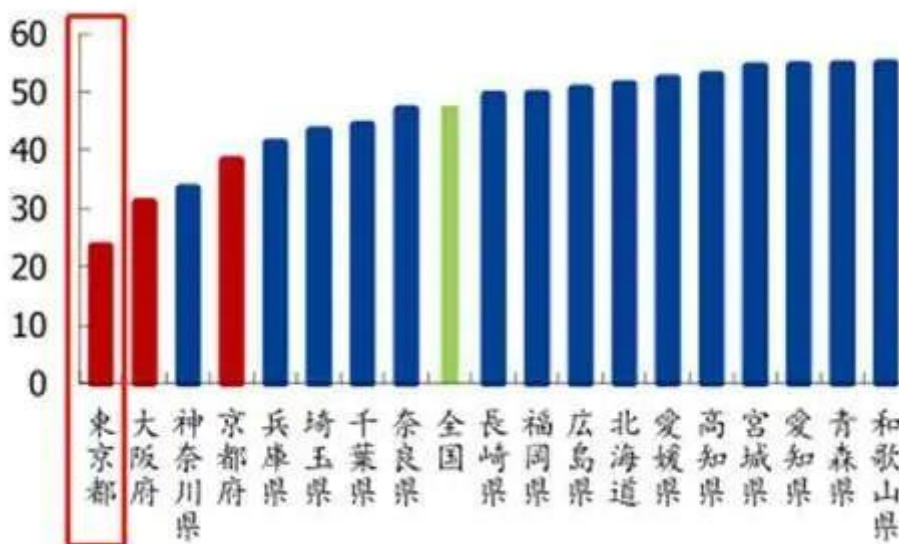
来源：中银国际

假设我国未来增长与韩国相似，进入汽车普及后期，1994 年-2008 年千人汽车保有量从 166 增长至 343，可测算出，年复合增速为 3%。因此，参考韩国发展趋势，我国未来乘用车保有量大概率维持低速增长。

不过，值得注意的一点是，人均汽车保有量的增长，并非看一线城市，未来的市场主力和政策发力点，都在二三四线。参考美国、日本的现状可以发现，一线城市人群的购车意愿其实越来越低。

以日本、美国一线城市东京、纽约为例，日本城市汽车保有量排名中，主要大型城市东京、大阪府、京都等汽车保有量均排名倒数第一，其中东京百人汽车保有量仅有 23 左右，排

名倒数第一，而美国纽约常住人口有 850 万人，汽车保有量为 190 万辆，百人均保有量仅有 22 辆，这个数据，已经与我国的北京百人均汽车保有量 25 相近。



图：日本主要城市百人汽车保有量排名

来源：国盛证券

因此，这条产业链的总量逻辑已经很明显：我国汽车市场在中长期，将面临增速降档的问题，并且，未来增长的核心是二线及以下城市。总量的逻辑看完后，我们再来看汽车零部件。汽车零部件的细分赛道较多，结构性增长的机会其实不少，我们按短期和中长期驱动力对其进行划分。

(叁)

先看短期驱动力，主要由政策刺激带来，核心是看每辆车新增零部件需求。这方面有两大驱动力：国六、胎压监测。

一、国五转国六标准——新增汽油机颗粒物捕集器（GPF）。

2020 年 5 月 20 日，上海地区发布了《关于促进本市汽车消费若干措施》的通知凡购买国六标准汽车，给予每辆车 4000 元 的财政补贴。此后，各地对购买国六标准的汽车补贴政策也相应出台。

国六标准下，汽车尾气颗粒物排放标准加严，汽油机汽车需要必须加装颗粒捕集器(GPF)；柴油机领域，需要加装柴油颗粒过滤器（DPF），并在发动机内增配一个尾气回收装置（EGR）以满足排放法规要求。

由于国五、国四对污染物排放限制要求不高，对于国六标准汽车而言，GPF 将是一个纯增量市场。据深圳市人居环境委员会的研判，国五汽油车升级国六，技术升级成本共 891 元，其中单个颗粒捕集器 600 元。

表 1 典型轻型车（1.7L 发动机）为了国 VI 达标而产生的技术升级成本（单位：元）

	国五到国 VIa		国五到国 VIb	
	乘用车	轻型商用车	乘用车	轻型商用车
汽油车	891	836	938	870

图：国六技术升级成本

来源：百度、东拉西车

不过，需要注意的是，尾气处理方面，柴油车（商用车为主）尾气处理零部件的增长逻辑更强：一方面是从单车价值量来看，重卡从国五向国六转型硬件成本将增加 2 万元，远高于乘用车单车价值增加量；另一方面，根据规定，国三标准重卡预计到 2020 年底禁止上路，国六有强制换车需求，前一批国三商用车于 2013 年上半年停售，至今大约运行了 7 年的时间，基本符合置换周期。

那么，DPF、GPF、EGR 分别看哪些公司，细分行业竞争格局怎么样？

从尾气处理系统竞争格局来看，市场份额较为分散，内资与外资共存。细分赛道中：

EGR：生产商主要有日本京滨（市占率 51%）、隆盛科技（市占率 18%）、德尔福（18%）。

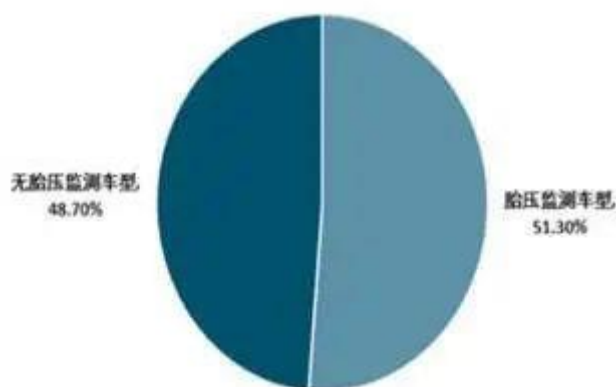
DPF：技术壁垒较高，市场份额主要掌握在博世、康明斯等外资厂商手中，国内厂商中，银轮股份计划投资 1.2 亿元生产 21 万套 DPF 封装能力。

GPF：国内厂商中，艾可蓝、国瓷材料有生产 GPF 的能力，未披露市场份额。

二，胎压监测强制性政策实施，所有车辆必须安装 TPMS 系统。

2020 年 1 月 1 日起，TPMS(胎压监测系统)强制安装法规将开始执行，我国生产的所有车辆都必须安装直接式或间接式 TPMS 系统。

整体来看，具备胎压监测的乘用车占比有 51.3%，无胎压监测乘用车占比约 48.7%，仍有较高的增长空间。



图：胎压监测车型占比

来源：雪球

前端 TPMS 通常每辆车安装 4 个发射器，每个轮胎上 1 只，假设 2020 年乘用车销量有 2100 万辆，TPMS 渗透率 70%，将新增 1680 万至发射器需求，单个价值在 150 元左右。

TPMS 芯片，主要供应商为英飞凌、恩智浦等海外企业。国内四维图新具备量产能力。

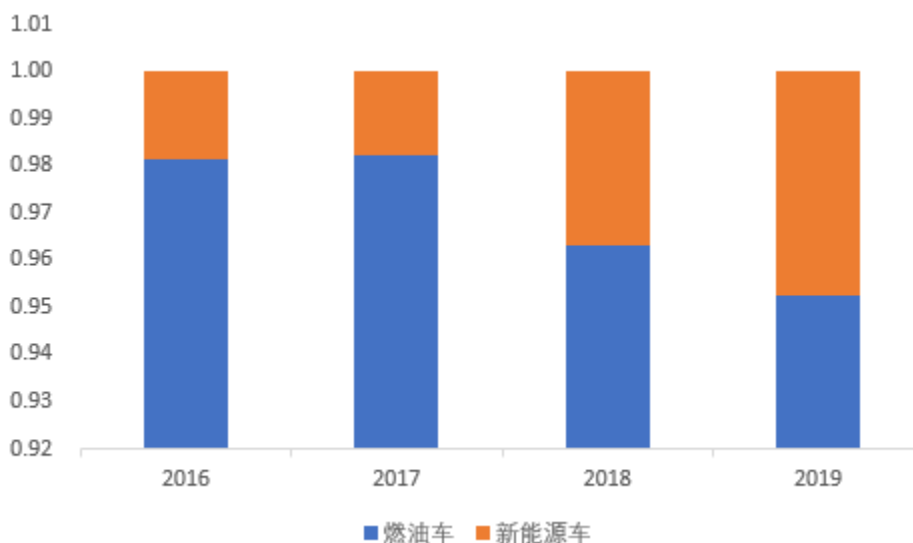
TPMS 模组前三大供应商分别是德国大陆、英国喜莱德，保隆科技，市占率均在 20%-30% 左右，剩下市场被联创电子、驶安特（未上市）、铁将军（未上市）等瓜分。

以上政策，带来的结构性需求，属于**短期强制性政策**实施促使需求快速提升，那么，中期结构性增长逻辑是什么？

(肆)

中期结构性增长，为传统燃油车电动化大趋势下，某类零部件渗透率的提升。

2019 年，工信部发布《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》，其中明确了 2025 年 25%的电动车占比目标，而 2019 年渗透率只有 4.68%，离 2025 年目标还有很高的渗透空间。



图：新能源车渗透率

来源：塔坚研究

假设新能源汽车在 2025 年达到 25%的渗透率目标,预计每年平均增速将达到 30%以上,远高于传统燃油车的 3%。

那么，在燃油车电动化的大趋势下，如何筛选有增长逻辑的优质赛道？

一辆燃油车大约共有 6 万以上个零部件，大致分为发动机系统、传动系统、转向系统、制动系统、行驶系统、车身附件、汽车电子 7 大类 28 个子类。

由于零部件多而复杂，分类方法也比较多，我们将汽车零部件按照增长逻辑重新分类，分为：**新增零部件 (0-1)**、**受益零部件 (1-N)**、**受损的零部件**。本篇重点研究在汽车电动化的大趋势下，主要零部件的增长逻辑。

(伍)

纯新增零部件——新能源三电系统、电池盒、IGBT。

新能源电池、电机、电控三大零部件，是新能源汽车上最直接新增的“三大件”，在新能源汽车中成本占比高达 40%。

新能源汽车领域我们之前分析过行业图谱，核心赛道是负极、隔膜、设备、动力电池几大赛道。这条产业链的增长逻辑，和本报告中的略有差异，因而，对这部分本报告仅简单梳理，后期再专门做分析。

除了三电系统，在新能源汽车的底盘上，还需要加装一个**电池盒**。电池壳体作为电池模块的载体，对电池模块起稳定工作的作用。出于轻量化的需求，电池盒通常采用铝合金材料，单车价值在 3000 元左右。

另外，动力电池提供的是高压直流电，为了与其他设备的电压匹配，必须加装 IGBT 模块。

IGBT，是电力能源转换与传输的核心器件，分别应用在电机控制器、车载空调、充电桩三大设备，占电动车成本的 8%-10%，占充电桩成本约 20%。

目前，国内 90%IGBT 主要依赖进口，基本被英飞凌、ABB、三菱、东芝等美日企业垄断。

国内 IGBT 设计厂商有扬杰科技、配套 IGBT 外围电路厂商有法拉电子，IGBT 代工厂有华虹半导体。



图：燃油车 VS 新能源车成本结构

来源：高工锂电、方正证券

以上是电动化趋势下，零部件的纯增量市场。除此之外，还包括一些存在“量”或“价”提升的传统汽车零部件。

(陆)

受益零部件——热管理系统、车身轻量化。

一、用量提升

传统车也具备热管理系统，但由于电动车多了一套电池和电气部件，所以新增了一套**电池冷却系统**、一套**驾驶舱热管理系统**、和一套**电驱动及功率器件冷却系统**。整套热管理系统成本约有 5000 元，占整车价值量是传统汽车的 2 倍。

这个逻辑有点像我们之前研究过的手机产业链，FPC 等零配件，在 5G 时代单机用量、单机价值提升。比如柔性电路板（FPC）领域，我们研究过鹏鼎控股，详见专业版，此处不详述。

	A00/A0 级车	纯电动		插混	传统车
		A 级车	B/C 级车		
整车价值量（2020 年）	5830	8140	9920	5280	1910
整车价值量（2021 年）	5597	7814	9523	5069	1834
整车价值量（2025 年）	4754	6637	8088	4305	1557

图：热管理系统单车价值

来源：国信证券

2020 年 5 月 12 日，工信办颁布法电动车强制性规定，要求电池系统发生热失控后，在 5 分钟内不起火不爆炸，为乘员预备安全逃生时间。此规定作为首批电动汽车强制性国家标准，将自 2021 年 1 月 1 日起开始实施。

从安全角度来看，热管理系统对动力电池散热起到关键作用，其重要性以及价值量将会增强。

在这个领域，国际热管理巨头：法雷奥、电装、马勒占据市场近 60%的份额，国内热管理龙头有银轮股份、松芝股份、三花智控、奥特佳，市占率较小，未披露具体数据。

分类	相关企业	优点	缺点	应用
国际热管理巨头	法雷奥、翰昂、马勒等	技术先进，与各大车企有良好的客户配套关系	成本高，响应速度较慢	延续全球车型配套关系
国内热管理企业	银轮股份、松芝股份、三花智控、奥特佳等	热管理经验丰富，有较强技术积累，在某些细分领域有较大优势	技术与国际巨头略有差距	本土车型配套，部分零件配套全球车型
国内新兴企业	扬州三丰、祥博传热、浙江清优等	响应速度快，对三电系统较为熟悉	规模较小	本土车型小规模配套

图：国内新能源汽车热管理供应商

来源：中银证券

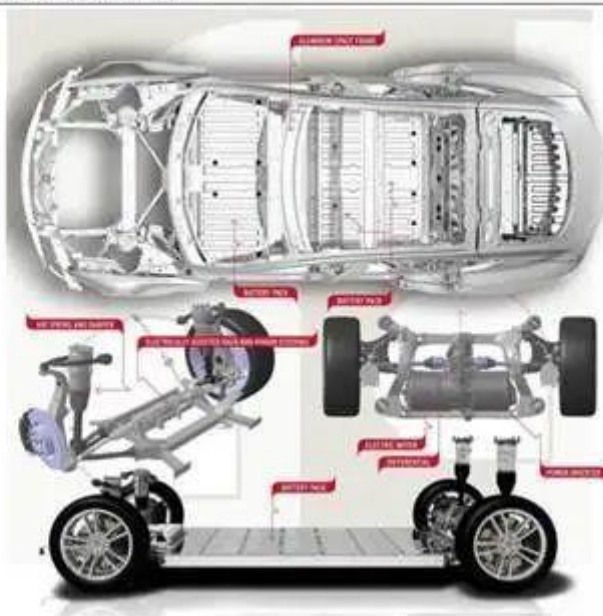
二、价格提升

增加电动车续航里程的方法，除了增加电池容量密度外，还可以使用轻质材料，使车身轻量化。由于铝合金密度小、耐腐蚀、价格低的特点，成为替代钢材的理想材料。

以特斯拉 Model S 为例，900kg 的锂电池组占整车质量的 45%，其车身通过使用铝合金和玻璃纤维增强塑料，比传统车减重近 40%。在相同续航里程下，新能源汽车上的电池+电机壳体+热成型轻量化材料，价值量将增加大约为 2500-3500 元。

目前，铝合金制造行业竞争比较分散，其中，生产动力系统铝合金压铸件的上市公司有：广东鸿图、旭升股份（特斯拉供应商）、爱柯迪；生产车身轧制铝合金零部件的有：明泰铝业、南山铝业；生产锻铝控制臂的有拓普集团（特斯拉供应商）。

图表 18. 特斯拉 Model S 采用全铝车身



图：特斯拉全铝车身

来源：中银证券

(柒)

好，以上是新增/受益的增长逻辑。不过，在汽车电动化、智能化的浪潮下，虽然带来了一些结构性增量市场，但也同样有一些零部件面临被替代的风险。

增长逻辑可能受损的零部件包括——传统发动机系统、传动系统、尾气处理系统。

长期来看，随着新能源汽车渗透率提升，采用新的全套电动系统，将完全替代传统汽车动力系统，包括：发动机、变速器、涡轮增压、尾气处理设备。

需要注意的是，这个赛道，从中短期来看，汽车尾气排放标准趋严、国产零部件替代会为其带来一些增量的逻辑，不过长期来看发展将面临挑战，因此，这些赛道内的零部件公司，面临着转型的压力，也面临资本市场上无人问津的压力。

从行业未来发展方向来说，随着电动车市场的扩大，发动机、燃油喷射系统、变速器等技术将逐步丢失市场。以下，是国信证券统计未来增长逻辑受损的上市公司：

消失的零部件体系	国外供应商	国内上市公司
发动机	马勒、德尔福、大陆、电装、爱信、尼玛克	东安动力、云内动力、潍柴动力、全柴动力、上柴股份、S 佳通、中国动力、中原内配、贵航股份、湖南天雁、富临精工、泰安股份、西仪股份、天润曲轴
变速器	采埃孚、格特拉克、爱信、加特可、马格纳、舍弗勒、法雷奥	万里扬、蓝黛传动、中马传动、双林股份、精锻科技、新坐标、圣龙股份
尾气处理系统	埃贝赫、佛吉亚、天纳克、本特勒、玛涅蒂马瑞利	隆盛科技、登云股份
启动电机及发电机	博世、电装、法雷奥、德科瑞美	海立美达、渤海活塞、德宏股份
散热器及空调系统	贝尔、电装、法雷奥、伟世通	松芝股份、银轮股份、八菱科技、腾龙股份、奥特佳
燃油喷射系统	博世、大陆、德尔福、电装	威孚高科
涡轮增压	霍尼韦尔、博格华纳、马勒	西泵股份、贝斯特

图：即将受损和消失的零部件体系

来源：国信证券

从市场关注度来看，除了精锻科技、银轮股份、威孚高科、万里扬、贝斯特五家公司之外，对其余公司，市场上研究机构覆盖极少，市场关注度极低。

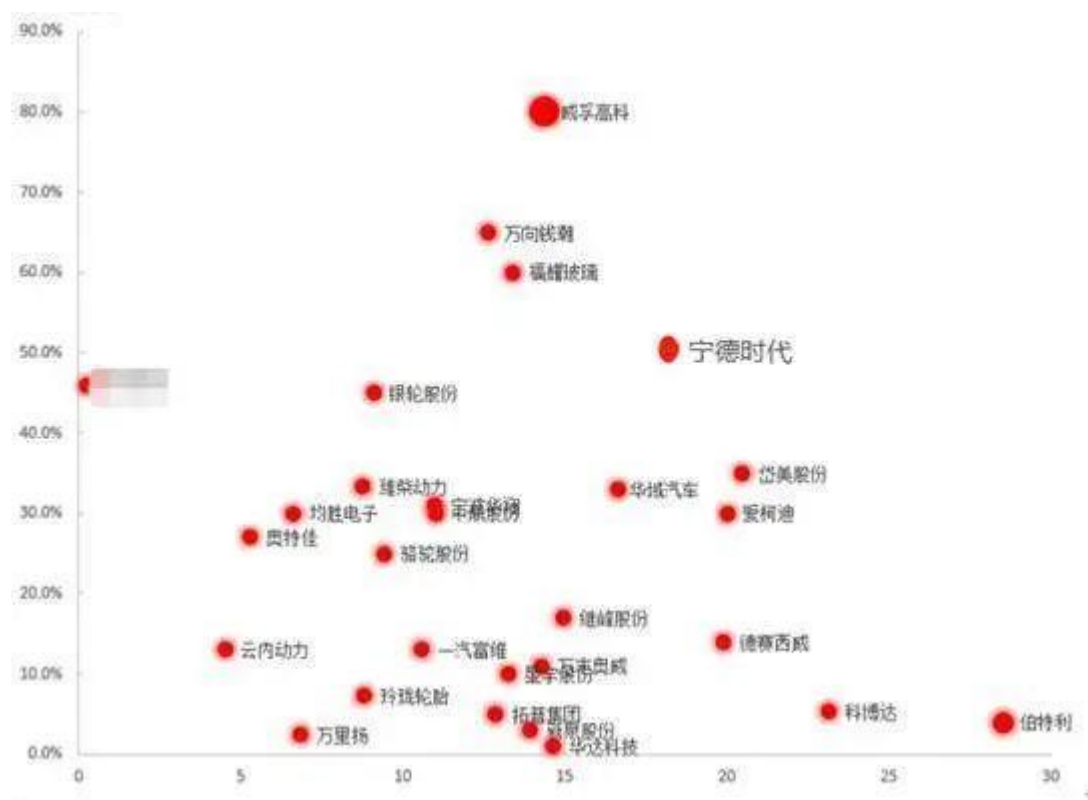
这其中，市场一致预测增速较高的为万里扬、贝斯特、银轮股份。其中，万里扬有商用车发动机、变速器业务，银轮股份有热管理系统业务，精锻科技主要为大众 MEB、吉利、沃尔沃配套变速器。

行业驱动力梳理完成后，接下来，我们再来看零部件产业内的竞争格局。

(捌)

汽车零部件领域，大部分是 To B 类企业，其竞争格局主要看下游整车厂绑定，高端整车厂对零部件的认证严格，因此绑定的一线整车厂越多，说明竞争格局越稳定。

我们挑选出 A 股市值在 50 亿元以上的汽车零部件企业，选取近五年 ROIC 为 (X 轴) 和市占率 (Y 轴) 分别代表零部件企业的**价值**和**竞争格局**，做出以下散点图：



图：五年平均 ROIC/市占率

来源：塔坚研究

从散点图中，我们可以发现一些竞争格局较好的公司：

1) 传统零部件，主要是要是座椅、汽车玻璃、排气管、轴承、保险杠、雨刮器等内外饰件。

内外饰件厂商主要是福耀玻璃、岱美股份、华域汽车、宁波华翔、星宇股份等，其在传统主业上已经取得龙头地位。此类企业早期通过成本优势和整车厂的配套能力获取了较高的市场占有率，后期通过并购、产品升级、海外扩产等方式逐渐成为全球配饰龙头。

此外，商用车领域零部的竞争格局比较集中。比如，威孚高科在柴油发动机共轨系统市场份额高达 80%，潍柴动力在商用车发动机市占率高达 33%，还有奥特佳、银轮股份其细分赛道市占率分别达到 45%、15%。其原因是下游商用车整车厂的集中度较高有关，比如三家重卡 CR3 中国重汽、一汽集团、东风汽车市场份额高达 60%。

2) 新兴零部件，主要是动力电池、汽车电子。

动力电池，主要是宁德时代，其五年平均 ROIC 以及市占率均处于较高水平。

汽车整车厂，通常选择与上游电池厂配套，而非自行研发生产，其原因：一是造车以机械生产为主，而电池是化学产品，成本及技术难度较大。二是，研发投入新能源电池厂资金规模巨大，而新能源车还不能在无补贴的情况下盈利。

因此，由于规模效应、技术资金壁垒等因素，动力电池行业集中度较高。

国内动力电池市场，呈现寡头格局，宁德时代一家独大；而全球动力电池市场，呈现多头竞争格局，2020 年 1 季度，LG 化学市占率 27.1% 位居龙头地位，松下电池市占率 25.7%，宁德时代 17.4%，位居第三。

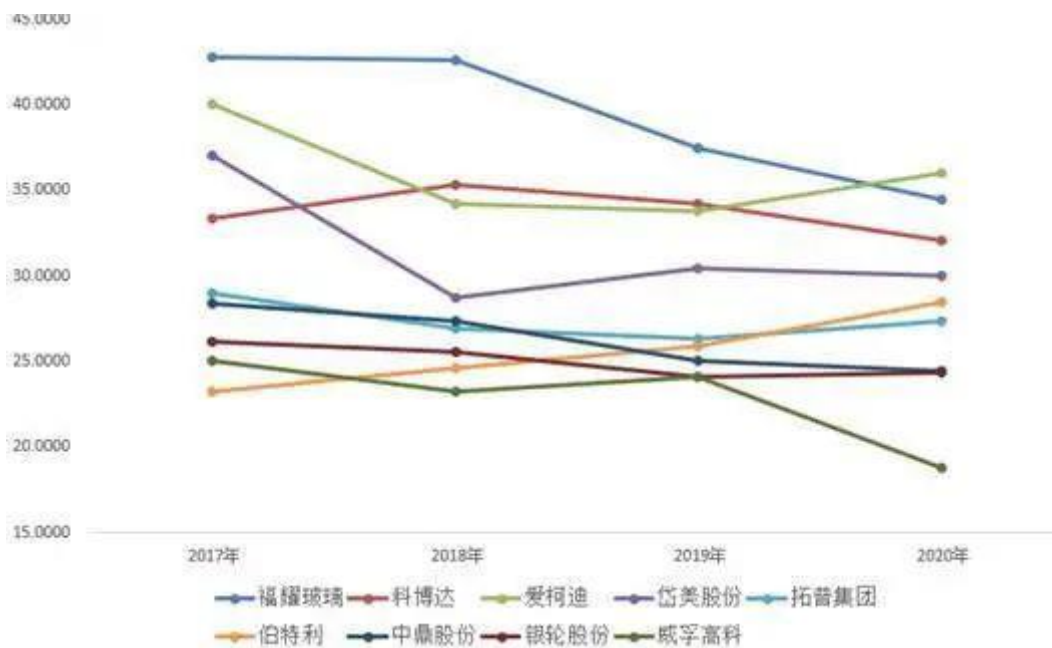
汽车电子领域，内地市场主要有伯特利、科博达、德赛西威。

由于汽车电子技术附加值较高，整体回报水平高于行业均值。不过，国内当前汽车电子行业仍处于早期发展阶段，中高端市场基本由国外厂商占据，CR3 分别为德国博世、日本电装、麦格纳国际，国内供应商的整体市占率较低。

所以，从数据来看，汽车电子类企业的 ROIC 较高，但市占率都较低，整个行业还处于“百舸争流”的早期竞争状态。

此外，作为周期性行业，汽车行业需求波动较大。在市场需求降低时，为保障产能利用率，汽车企业通常会选择主动降价以维持销量。因此，在市场需求下滑时，汽车企业毛利率通常会出现明显下降。因此，能够维持稳定较高的毛利率水平，也能证明零部件厂商的技术附加值和产业链话语权。

我们从汽车零部件产业链中筛选出，毛利率水平排名前八的企业，来做个比较。整体来看，毛利率越高，市场集中度越高。这一点与光伏产业链极为相似：



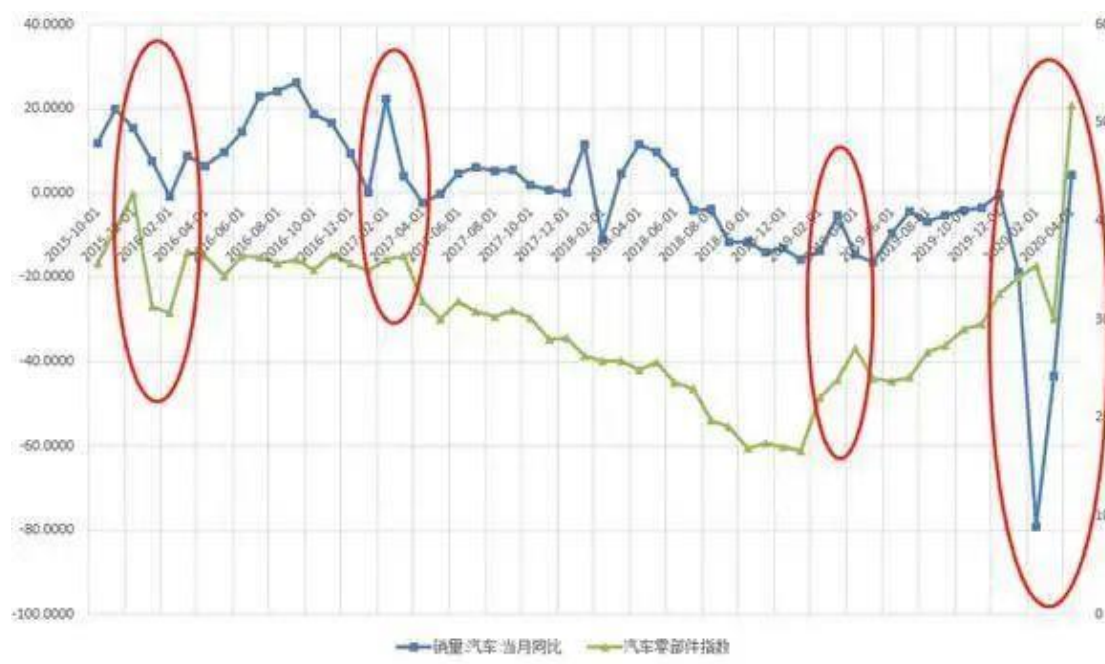
图：部分赛道毛利率对比

来源：塔坚研究

(玖)

汽车零部件行业的高频指标，主要是量的数据。

汽车零部件的供需主要受下游整车厂景气度影响，所以，零部件行业和整车行业基本是同向变动。我们对汽车月度销量同比增速以及汽车零部件指数 PE-TTM 的月度估值进行拟合，发现，长期来看整车销量增速相较于零部件板块估值有一定领先性：



图：汽车销量/汽车零部件指数

来源：WIND

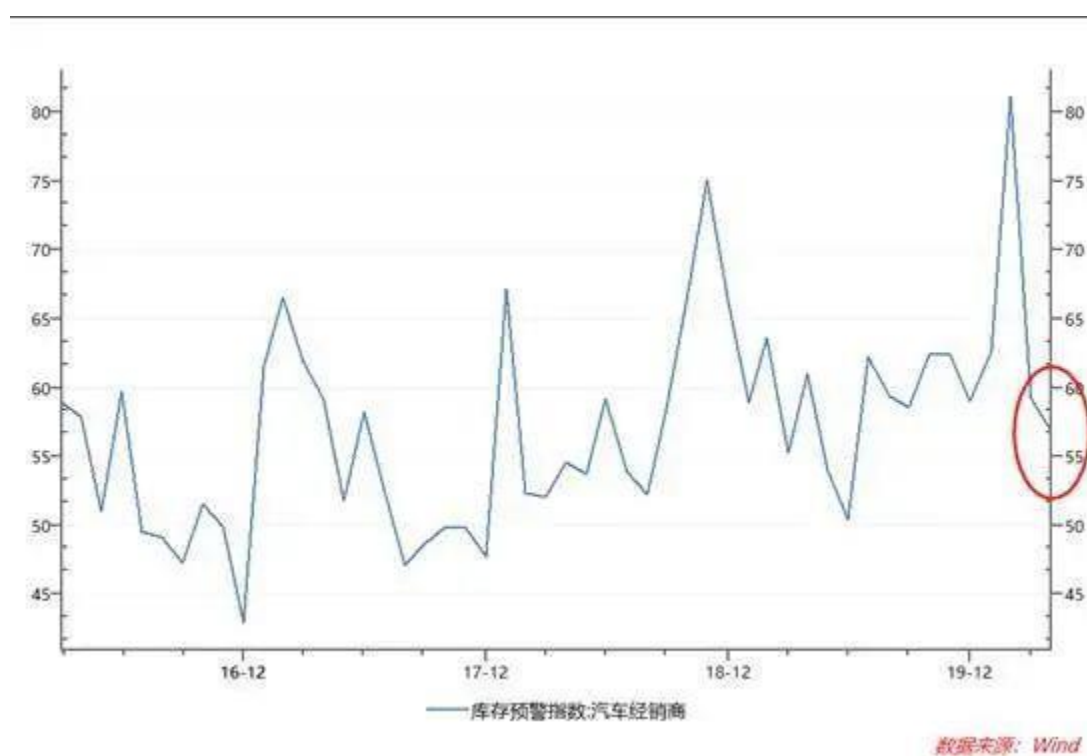
从上图可见，2016 年上半年、2020 年上半年两个时期表现尤为显著，这两个显著领先情形均是汽车萧条期，同比增速由负转正后一个月，汽车零部件指数景气度再回升。以 2020 年为例，汽车销量同比增速在 2 月触底，3 月增速修复，而零部件指数市盈率在 3 月份触底，4 月份回升。

因此，从高频数据来看，汽车销量同比增速具备一定前瞻性。

除此之外，高频数据还有**经销商库存系数、新能源汽车销量同比增速、行业政策走向**。

2) 经销商库存预警指数——经销商库存是整个汽车行业利润的先行指标。这是由于汽车销售主要采取经销商制，整车的库存一般均存放在渠道端，因此，经销商库存系数能体现出销售端的压力，一般情况下，以 50 作为临界点，大于 50 说明经销商库存压力较大。

从 2019 年下半年以来，经销商库存系数一路上涨，到 2020 年初受到卫生事件影响，库存系数陡增至 80。目前，四月已经下降至 57，说明经销商压力有所缓解，但库存压力仍大。

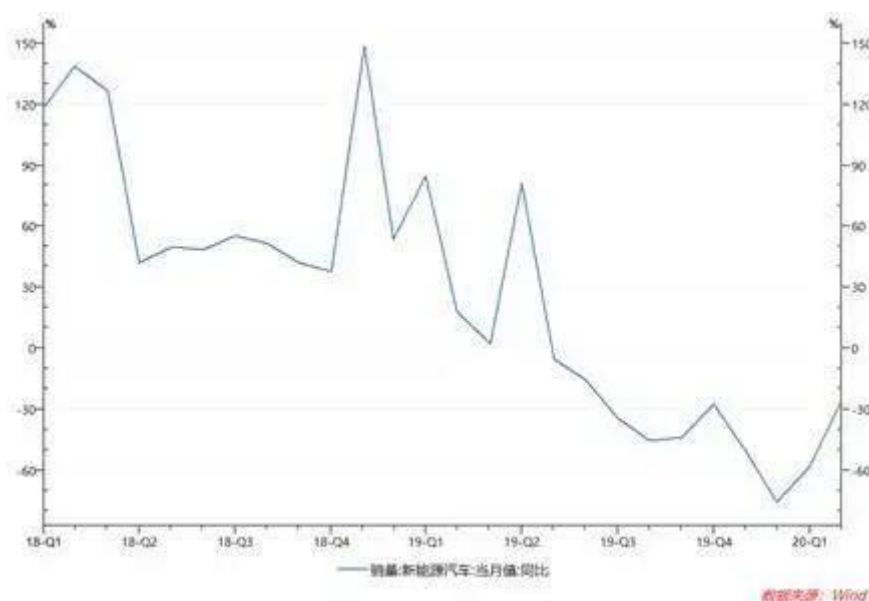


图：库存预警指数

来源：WIND

3) 新能源汽车销量——新能源汽车仍处于负增长状态，2020 年四月新能源汽车销售 6 万辆，同比下降 29.9%，环比增长 9.8%，仍处于弱修复状态。各厂家新能源汽车销量分化较大，表现较好的有：特斯拉（2020 年 1-4 月，1.97 万辆）、比亚迪秦 EV（1.33 万辆）、广汽埃安（1.06 万辆）。

从这个数据来看，显然，特斯拉产业链将是后续整车销售领域的增长核心，因而围绕特斯拉的细分产业链，也值得我们后续深入分析。



图：汽车销量/汽车零部件指数

来源：WIND

4) 政策——汽车行业对政策刺激历来敏感，反观历史上 2009 年、2015 年两次重大复苏的转换时期，都离不开政策推动。近期汽车消费刺激政策密集发布，不过，本次汽车消

费刺激与以往有所不同，以结构性政策为主，对总体消费的提振相对有限。全国及各地的刺激政策如下：

政策类型	2009 年政策举措	2015 年政策举措	2019 年政策举措（截至 6 月上旬）
车辆购置税减免	1、自 2009 年 1 月 20 日至年底，对 1.6 升及以下小排量乘用车减按 5%征收车辆购置税； 2、2010 年全年，对 1.6 升及以下小排量乘用车减按 7.5%征收车辆购置税。	1、自 2015 年 10 月 1 日起至 2016 年底，对购置 1.6 升及以下排量乘用车减按 5%的税率征收车辆购置税。 2、2017 年对购置 1.6 升及以下排量的乘用车减按 7.5%的税率征收车辆购置税。	1、新能源汽车免征车辆购置税，给予购置补贴。 2、自 2019 年 7 月 1 日起，按照购买应税车辆时相关凭证载明的价格确定计税基础，不包括增值税税款。
农村汽车消费	1、自 2009 年 3 月 1 日至年底，在新增中央投资中安排 50 亿元资金，对农民购买微型客车、报废换购轻型货车的，给予一次性财政补贴。 2、将汽车下乡政策延长实施至 2010 年 12 月 31 日，已纳入汽车下乡补贴渠道的摩托车下乡政策执行到 2013 年 1 月底。	—	1、地方可对农村居民报废三轮汽车，购买 3.5 吨及以下货车或者 1.6 升及以下排量乘用车，给予适当补贴。 2、积极发挥商会、协会作用组织开展“汽车下乡”促销活动。
车辆报废更新	1、提高老旧汽车报废更新财政补贴标准，中央财政补贴资金总额由 2008 年的 6 亿元增加到 2009 年的 10 亿元。 2、将老旧汽车报废更新补贴资金从 10 亿元增加到 50 亿元。 3、汽车以旧换新的单车补贴金额标准提高到 5000 元至 1.8 万元。	—	1、地方可对报废国三及以下排放标准汽车时购买新车的车主，给予适当补助。 2、对提前淘汰中重型柴油货车、高耗低效非标准汽车列车及罐车等老旧柴油货车的，给予适当补助。
二手车政策	1、取消二手车交易市场的不合理收费，降低交易成本。 2、建立二手车鉴定评估国家标准和临时产权登记制度，调整二手车交易的增值税征收方式。	—	1、全面取消二手车限迁政策。 2、对销售二手车依照 3%征收率减按 2%征收增值税。
其他优惠政策	1、清理取消现行限制汽车购置的不合理规定，包括牌照注册数量、车型限制等。 2、取消公路养路费、航道养护费等六项收费，逐步取消政府还贷二级公路收费。	—	1、严禁各地出台新的汽车限购规定，已实施汽车限购政策的地方，要优化机动车限购管理措施。 2、稳步推进放宽皮卡进城限制范围。

图：政策梳理

来源：长江证券

整体来看，可以总结为三点：

1) 3、4 月的乘用车销量已经转正，但新能源汽车的销量仍然没有起色，这说明汽车行业有一定的复苏迹象，但后续是否反转，需要紧密跟踪高频数据，以验证景气度是否持续回升。

2) 本轮消费政策未包含车辆购置税减免等覆盖面比较广的政策，因此，对汽车总销量的刺激作用不强；

整体来看，核心增长逻辑有两条：一是从赛道视角，渗透率提升（汽车电子）；一是从客户维度，集中度提升（汽车内饰）。以下，我们简单总结各个零部件板块的增长逻辑：

1、汽车电子——受汽车智能化、电动化发展的红利，平均增速在 20%左右。

伯特利，是国产电子驻车系统（EPB）龙头，主要客户有上汽通用、吉利、沃尔沃、长安、比亚迪等。目前虽然防抱死系统（ABS）在乘用车中的渗透率很高，但是，电子驻车系统（EPB）渗透率相对偏低（39%）。受益于 EPB 行业渗透率，其预期业绩增速较高。

德赛西威，是少数在 2020 年 1 季度整个行业很差的时候，营业收入同比增速为正的的企业。其业绩超预期，主要是液晶仪表盘获得吉利博越、比亚迪、广汽乘用车等新项目订单，受益于大屏化趋势业绩预期增速较高。

科博达，当前业务包括传统、创新业务两部分，传统车灯控制器市占率达 10%，通过拓展新客户新客户（雷诺、东风日产等），收入稳定增长，创新业务为燃油泵控制系统（FPC），用于乘用车油耗控制。

2、汽车内外饰——平均增速在 8%-15%左右。

该赛道部分公司增速较高，其增长主要受核心客户汽车销量放量、市占率提升驱动。从下游放量来看，增长较明确的两家整车厂分别是：大众 MEB、特斯拉。

其中，一汽富维、星宇股份均是深度绑定一汽大众，由于轩逸、速腾、致炫车型销量增速高，驱动上游零部件业绩增长，预计大众 MEB 新能源汽车平台车型推出后，未来两年增速仍然会有保障。此外，宁波华翔、岱美股份，是进入特斯拉产业链的内外饰件企业，预计未来增速在 8%左右。

3、车身/底盘——整体分化较大，轻量化企业增速较高。

爱柯迪、拓普集团、旭升股份，三家表现较好，基本均是从传统零部件领域，向汽车轻量化铝合金零部件转型。后面两家近期进入特斯拉供应链，因此相对回报与预期增速较同行更高。

其中，拓普集团（配套 NVH 零部件、底盘结构件、内饰，估算单车价值量 4000-5000 元）、旭升股份（配套变速箱箱体&悬挂、电池组外壳、箱体等，估算价值量 2400-2800 元）。

动力系统——整体柴油车动力系统表现仍然较好，乘用车动力系统较差。

这个领域包括云内动力、奥特佳、万里扬、贵航股份等，发动机变速器生产商回报和预期增速较低。

(拾壹)

这里，我们重点来看汽车零部件中，汽车电子、汽车内外饰等重点赛道龙头的回报情况。

2019年	ROE	ROA	ROIC	ROIC(剔除现金)
艾可蓝	41.74	23.71	32.95	25.41
伯特利	19.34	12.97	17.56	14.56
科博达	18.52	18.51	19.25	13.41
岱美股份	17.72	13.96	15.45	12.07
星宇股份	17.07	12.02	16.20	11.46
长鹰信质	13.30	9.63	12.38	9.45
保隆科技	17.38	9.22	8.85	9.30
宁波华翔	11.37	9.22	11.67	8.91
爱柯迪	11.14	10.48	10.68	7.16
拓普集团	6.25	4.81	5.77	4.65
德赛西威	7.14	4.17	6.12	4.10
均胜电子	7.52	4.31	6.24	3.89
华域汽车	13.64	6.80	12.35	3.85
威孚高科	13.79	10.68	13.01	2.46

图：回报情况

来源：塔坚研究

艾可蓝 2020 年刚上市，所以整体回报、毛利率数据均较高，后续还需要观察。如果拉长时间轴，伯特利、爱柯迪、科博达、岱美股份、华域汽车五家整体回报水平较高。

	十年平均ROIC	十年平均ROA	十年平均ROE
伯特利	24.64	11.20	26.56
爱柯迪	21.57	16.44	23.22
科博达	19.70	14.54	26.73
华域汽车	19.49	10.75	18.26
岱美股份	19.23	14.12	24.95
德赛西威	19.16	9.80	28.27
拓普集团	17.20	12.03	19.11
威孚高科	16.46	12.57	17.85
星宇股份	15.95	10.44	17.44
宁波华翔	13.18	8.87	13.17
保隆科技	12.98	8.59	17.16
长鹰信质	12.27	8.29	14.72
均胜电子	11.71	2.66	15.67

图：回报情况

来源：塔坚研究

从利润率水平来看，艾可蓝、科博达、爱柯迪的毛利率、净利率水平要高于同行业公司其他细分赛道。主要是前两家生产的是汽车电子产品，技术附加值较高。爱柯迪的利润率为什么这么高，后续还要继续跟踪深入研究。从目前信息来看，其主要生产轻量化铝压铸精密件，单车附加值高拉升其整体毛利。

艾可蓝生产柴油机尾气处理设备，是国产品牌龙头，市占率为 13.25%。这个领域全球排名龙头的是博世（33%）、美国康明斯（13.25%）。

注意，威孚高科的毛利率（24.07%）低于其净利率（26.21%），主要是投资收益占比较高，其与博世合资的博世汽柴是主要的利润来源。

2019年	营业收入	净利润	经营活动 现金流	毛利率%	净利率%	销售费用 率%	管理费用 率%	财务费用 率%	销售成本 率%	所得税 率%
艾可蓝	5.66	1.02	0.78	36.05	18.10	6.82	8.13	0.77	63.95	15.00
科博达	29.22	5.38	5.62	34.24	18.41	1.90	12.28	0.26	65.76	15.00
爱柯迪	26.27	4.52	9.49	33.75	17.21	4.25	10.72	-1.31	66.25	25.00
保隆科技	33.21	1.64	2.01	30.86	4.93	8.66	12.79	1.54	69.14	15.00
岱美股份	48.18	6.27	4.39	30.43	13.01	5.90	10.26	-0.08	69.57	15.00
拓普集团	53.59	4.60	12.39	26.29	8.58	5.36	10.15	0.06	73.71	15.00
伯特利	31.57	4.56	7.58	25.93	14.44	2.29	6.21	-0.55	74.07	15.00
长鹰信质	29.72	3.37	8.91	24.20	11.35	2.49	7.78	0.09	75.80	15.00
威孚高科	87.84	23.03	10.49	24.07	26.21	2.96	10.61	-0.66	75.93	15.00
星宇股份	60.92	7.90	10.80	24.03	12.96	2.29	6.32	0.07	75.97	15.00
德赛西威	53.37	2.92	3.99	22.75	5.48	3.59	14.82	0.03	77.25	15.00
宁波华翔	170.93	12.73	20.09	20.03	7.45	2.84	8.36	0.16	79.97	15.00
均胜电子	616.99	14.52	39.19	16.00	2.35	2.43	10.11	1.65	84.00	15.00
华域汽车	1440.24	85.16	96.56	14.46	5.91	1.36	9.23	-0.04	85.54	25.00

图：经营数据

来源：塔坚研究

周转层面，华域汽车的出货效率和应收账款周转率明显高于其他零部件厂商，不过毛利水平低，说明其属于**薄利多销型企业**，其是依靠大规模生产，从而实现较强的盈利能力。

这其中，需要后续研究的是星宇股份。其存货周转率远低于应收账款周转率，近三年其存货周转率分别为 3.37 次、3.31 次、3.28 次，小幅下降，说明产品销售情况需要留意；此外，三年应收账款周转率分别为 8.78 次、9.78 次、8.17 次，部分年份上升说明对下游话语权增强，毛利率分别为 21.57%、22.56%、24.03%，逐年上升说明产品附加值提高。

证券简称	总资产周转率 [单位]次	存货周转率 [单位]次	应收账款周 转率 [单位]次	固定资产周 转率 [单位]次	销售毛利率 [单位]%	销售净利率 [单位]%
艾可蓝	1.11	4.01	3.48	9.64	36.05	18.10
均胜电子	1.06	6.98	6.72	4.79	16.00	2.35
华域汽车	1.06	10.94	6.10	6.71	14.46	5.91
宁波华翔	1.02	6.13	5.30	5.03	20.03	7.45
保隆科技	0.97	3.92	5.52	4.38	30.86	4.93
岱美股份	0.93	3.04	5.74	5.09	30.43	13.01
德赛西威	0.89	5.22	3.84	9.66	22.75	5.48
科博达	0.87	2.87	4.22	5.22	34.24	18.41
伯特利	0.80	6.87	3.68	4.26	25.93	14.44
长鹰信质	0.77	5.32	5.34	6.14	24.20	11.35
星宇股份	0.77	3.28	8.17	5.42	24.03	12.96
爱柯迪	0.52	3.80	4.17	1.84	33.75	17.21
拓普集团	0.48	3.22	4.11	1.60	26.29	8.58
威孚高科	0.39	3.46	4.15	3.16	24.07	26.21

图：周转率情况

来源：塔坚研究

研究完以上信息，我们来总结一下这条产业链的基本面.....

以上，为本行业报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、行业笔记

三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描

下方二维码订阅**专业版报告库**。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才
能在关键时刻洞见未来。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

如需了解更多，请添加工作人员微信：ys_dsj

【版权与免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。