

# 周期向上 变革增量—2020年报&1Q21季报总结

## 汽车与汽车零部件行业

### 主要观点:

根据2020年报和2021一季报的经营情况,乘用车行业顺周期趋势明确,整车及产业链业绩随销量回暖呈现逐季修复态势,但缺芯及原材料价格上涨的影响渐显,预计2021Q2板块业绩将承压,2021Q3起有望迎来边际改善。我们认为缺芯及原材料价格上涨仅为短期扰动因素,目前全球终端需求较为强劲,叠加电动智能化变革不断加速,适度调整后或迎来布局良机。重卡处于周期高点,客车盈利能力亟待好转,智能化为汽车销售及服务贡献增量。中大排量摩托车供给创造需求,高景气有望延续。

### ► 乘用车:销量持续回暖 业绩弹性凸显

2020乘用车板块(含上汽)营收/净利润同比+0.8%/-5.8%,毛利率同比+0.2pp;1Q21营收/净利润同比+86.0%/+2,919.4%,毛利率同比+0.4pp,费用率同比-4.4pp。其中上汽集团(2020/1Q21营收-12.5%/+82.1%,净利润-17.3%/+561.1%)和广汽集团(2020/1Q21营收+5.9%/+47.6%,净利润-9.8%/+2,004.2%)业绩明显修复,长城汽车(2020/1Q21营收+8.6%/+151.3%,净利润+19.2%/+352.2%)增速亮眼。需求回暖驱动销量持续增长,板块业绩弹性凸显,缺芯和原材料价格上涨将导致2Q21有所承压,3Q21有望迎来边际改善。

### ► 零部件:业绩逐季修复 电动智能亮眼

汽车零部件2020营收稳定增长,1Q21营收同比猛增:4Q20营收同比-0.8%,环比增速为+14.6%;1Q21营收/净利润同比增速为+49.7%/+217.1%,环比增速为-10.7%/+18.2%。整体看,收入端随下游整车销量回暖呈现逐季修复态势,经营杠杆效应下利润率回升,缺芯及原材料价格上涨的负面影响在1Q21开始体现,预计将导致2Q21业绩明显承压。

整体复苏态势下存结构亮点:1)智能化:智能座舱相关产品渗透率加速提升,德赛西威、华阳等相关新业务进入放量周期,驱动业绩高增;2)电动化:特斯拉贡献增量最为明显,驱动拓普、新泉等产业链标的增速高于行业平均水平;3)全球化:疫情致全球车企降本诉求加大叠加部分海外供应商出清的情况下,福耀、伯特利、爱柯迪等加速海外份额的提升。

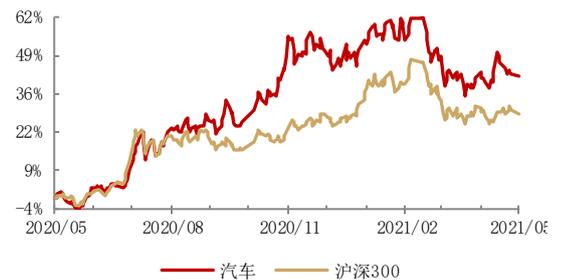
### ► 重卡:2020强劲增长 1Q21延续高景气

2020货车板块营收/净利润同比+19.9%/+7.8%,毛利率同比-2.1pp,费用率同比+1.8pp;1Q21营收/净利润同比+80.2%/+118.8%,毛利率同比-2.9pp,费用率同比-0.8pp。重卡板块盈利强劲增长,龙头中国重汽(2020/1Q21营收+50.4%/+151.9%,净利润+52.2%/+154.7%)和潍柴动力(2020/1Q21营收+13.3%/+67.9%,净利润-5.3%/+68.5%)费用控制得当,利润增速基本高于营收增速,预计2021年销量有望达140万辆,呈现前高后低,龙头将持续受益。

### 评级及分析师信息

行业评级:推荐

### 行业走势图



分析师:崔琰

邮箱:cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系人:郑青青

邮箱:zhengqq@hx168.com.cn

► **客车：业绩承压明显 盈利亟待好转**

2020 客车板块营收/净利润同比-24.8%/-74.1%，毛利率同比-5.0pp；1Q21 营收/净利润同比+21.3%/+59.5%，毛利率同比+0.64pp。客车龙头宇通客车（2020/1Q21 营收-28.8%/+29.2%，净利润-73.6%/+22.6%）业绩稳健改善，终端需求回暖将驱动板块业绩修复。

► **摩托车：供给创造需求 中大排量高景气延续**

2020 摩托车板块营收/净利润同比+12.3%/+19.8%，毛利率同比-1.2pp，下降主因会计准则调整；1Q21 营收/净利润同比+80.6%/+54.8%，毛利率 16.4%，同比-3.2pp。得益优质供给增加，中大排量摩托车景气度持续向上，250cc 以上 2020 年全年销量 20.32 万辆，同比+14.7%，1Q21 销量 5.18 万辆，同比+109.1%，2021 年各大车企加速新品投放，优质供给的增加有望进一步撬动需求，全年看好中大排量摩托车 30%以上增长。

**投资建议**

**乘用车：**行业周期向上，自主车企布局高端电动智能引领品牌向上，优选强周期+电动智能坚定转型，推荐【吉利 H、长城、长安】，建议关注【广汽 A+H、上汽】。

**电动智能：**上半场电动化趋势已定，下半场智能化竞争开启。传统车企积极转型，新造车、科技互联网巨头加速入局促发展。建议关注：

1) 增量部件：新机孕育新格局和高成长，推荐三电系统产业链【比亚迪、拓普、银轮、华域】、轻量化产业链【敏实、华域、爱柯迪、文灿】、自动驾驶产业链【德赛西威\*】、智能座舱产业链【福耀、德赛西威\*、科博达】，受益标的【华阳】（德赛西威、福耀分别与计算机组、建材组联合覆盖）。

2) 传统部件：看好快速响应能力与成本优势明显的公司，推荐【新泉、拓普、伯特利、玲珑、星宇、爱柯迪】。

**重卡：**物流重卡需求维持稳健，工程重卡销量贡献弹性，2021 销量有望达 140 万辆，推荐【潍柴、重汽、威孚】。国六排放标准已逐步落地，推荐【银轮、威孚、潍柴、隆盛】。

**中大排摩托车：**代表消费升级方向，市场潜力巨大，份额将向头部自主、合资品牌集中，推荐【春风、钱江、宗申】，受益标的【隆鑫】。

**风险提示**

缺芯影响超预期；原材料价格上涨超预期；终端需求低于预期；电动智能进程不及预期；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			
				2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
000625.SZ	长安汽车	16.71	买入	-0.49	0.61	0.99	1.11	-34.1	27.4	16.9	15.1
601633.SH	长城汽车	31.24	买入	0.49	0.58	1.15	1.50	63.8	53.9	27.2	20.8
0175.HK	吉利汽车	19.22	买入	1.09	0.67	1.34	1.99	17.6	28.7	14.3	9.7
002594.SZ	比亚迪	143.95	增持	0.56	1.45	2.13	2.58	257.1	97.3	67.6	55.8
603179.SH	新泉股份	28.45	买入	0.50	0.70	1.23	1.97	56.9	40.6	23.1	14.4
601689.SH	拓普集团	32.98	买入	0.41	0.57	1.19	1.71	80.4	57.9	27.7	19.3
002126.SZ	银轮股份	10.10	买入	0.40	0.52	0.66	0.82	25.3	19.4	15.3	12.3
603348.SH	文灿股份	24.70	买入	0.27	0.32	1.55	1.97	91.5	77.2	15.9	12.5
002920.SZ	德赛西威	100.06	买入	0.53	0.92	1.26	1.70	188.8	108.8	79.4	58.9
603596.SH	伯特利	28.95	买入	0.98	1.13	1.46	1.93	29.5	25.6	19.8	15.0
600741.SH	东瑞汽车	25.89	买入	2.05	1.91	2.08	2.23	12.6	13.6	12.4	11.6
600660.SH	福耀玻璃	48.49	买入	1.16	1.04	1.61	1.96	41.8	46.6	30.1	24.7
603040.SH	新坐标	26.70	买入	1.26	1.50	2.17	2.89	21.2	17.8	12.3	9.2
603809.SH	豪森股份	18.76	增持	0.56	0.88	1.12	1.36	33.5	21.3	16.8	13.8
000338.SZ	潍柴动力	17.19	增持	1.15	1.21	1.31	1.42	14.9	14.2	13.1	12.1
603129.SH	春风动力	141.13	买入	1.35	2.57	4.34	5.62	104.5	54.9	32.5	25.1
000913.SZ	钱江摩托	19.38	买入	0.50	0.53	1.12	1.52	38.8	36.6	17.3	12.8
001696.SZ	宗申动力	6.90	买入	0.37	0.57	0.69	0.89	18.6	12.1	10.0	7.8

资料来源：Wind，华西证券研究所（收盘价截至 2021/05/06，德赛西威、福耀分别与计算机组、建材组联合覆盖）

## 正文目录

1. 行业概况:乘用车板块复苏 重卡和中大排摩托车高景气 .....	5
1.1. 样本选择 .....	5
1.2. 业绩总结:乘用车板块复苏 重卡和中大排摩托车高景气 .....	5
2. 乘用车整车:销量持续回暖 业绩弹性凸显 .....	7
3. 零部件:业绩逐季修复 电动智能亮眼 .....	11
4. 货车:2020 强劲增长 1Q21 延续高景气 .....	20
5. 客车:业绩承压明显 盈利亟待好转 .....	24
6. 摩托车:供给创造需求 中大排量高景气延续 .....	27
7. 汽车销售及服务:经销商承压 智能化高增 .....	29
8. 投资建议 .....	33
9. 风险提示 .....	35

## 图表目录

图 1 汽车行业细分板块营收同比增速 (%) .....	6
图 2 汽车行业细分板块毛利率 (%) .....	6
图 3 汽车行业细分板块期间费用率 (%) .....	6
图 4 汽车行业细分板块净利率 (%) .....	6
图 5 各子版块归母净利润同比增速 (%) .....	6
图 6 各子版块经营活动现金流量净额/营收 (%) .....	6
图 7 狭义乘用车批发销量及同比增速 (万辆, %) .....	7
图 8 乘用车企营收及同比增速 (亿元, %) .....	7
图 9 乘用车整车企业毛利率 (%) .....	8
图 10 乘用车整车企业期间费用率 (%) .....	8
图 11 乘用车企净利率 (%) .....	9
图 12 乘用车企归母净利润及同比增速 (亿元, %) .....	9
图 13 乘用车企经营活动现金流量净额 (亿元,%) .....	10
图 14 剔除上汽后经营活动现金流量净额 (亿元,%) .....	10
图 15 汽车零部件单季度营收同比 (%) .....	12
图 16 汽车零部件单季度营收环比 (%) .....	12
图 17 汽车零部件板块单季毛利率 (%) .....	14
图 18 汽车零部件板块累计毛利率 (%) .....	14
图 19 汽车零部件板块单季期间费用率 (%) .....	16
图 20 汽车零部件板块单季销售费用率 (%) .....	16
图 21 汽车零部件板块单季管研费用率 (%) .....	16
图 22 汽车零部件板块单季财务费用率 (%) .....	16
图 23 汽车零部件单季扣非净利同比 (%) .....	18
图 24 汽车零部件单季扣非净利环比 (%) .....	18
图 25 汽车零部件单季净利率 (%) .....	18
图 26 汽车零部件单季投资收益/扣非净利 (%) .....	18
图 27 汽车零部件单季经营现金流净额/收入 (%) .....	19
图 28 汽车零部件单季净资产收益率 (%) .....	19
图 29 汽车零部件单季资产负债率 (%) .....	19
图 30 汽车零部件单季固定资产周转率 (%) .....	19
图 31 重卡销量及同比增速 (万辆, %) .....	20
图 32 轻卡销量及同比增速 (万辆, %) .....	20
图 33 货车企业营收及同比增速 (亿元, %) .....	21
图 34 货车企业毛利率 (%) .....	21
图 35 货车企业期间费用率 (%) .....	21
图 36 货车企业净利率 (%) .....	22

图 37 货车企业归母净利润及同比增速(亿元, %)	22
图 38 大中客销量及同比增速 (万辆, %)	24
图 39 客车企业营收及同比增速 (亿元, %)	24
图 40 客车企业毛利率 (%)	25
图 41 客车企业期间费用率 (%)	25
图 42 客车企业净利率 (%)	26
图 43 客车企业归母净利润及同比增速 (亿元, %)	26
图 44 摩托车销量及同比增速 (百万辆, %)	27
图 45 摩托车企业营收及同比增速 (亿元, %)	27
图 46 摩托车企业毛利率 (%)	28
图 47 摩托车企业期间费用率 (%)	28
图 48 汽车服务板块单季度营收同比 (%)	29
图 49 汽车服务板块单季度营收环比 (%)	29
图 50 汽车服务板块单季毛利率 (%)	30
图 51 汽车服务板块累计毛利率 (%)	30
图 52 汽车服务板块单季期间费用率 (%)	31
图 53 汽车零部件板块单季销售费用率 (%)	31
图 54 汽车零部件板块单季管研费用率 (%)	31
图 55 汽车零部件板块单季财务费用率 (%)	31
图 56 汽车服务板块单季扣非净利同比 (%)	32
图 57 汽车服务板块单季扣非净利环比 (%)	32
图 58 汽车服务板块单季净利率 (%)	32
图 59 汽车服务板块单季投资收益/扣非净利 (%)	32

表 1 本次 2020 年报&2021 一季报总结所选择的样本	5
表 2 乘用车整车企业毛利率 (%)	8
表 3 乘用车整车企业归母净利润同比增速	9
表 4 乘用车整车企业扣非归母净利润同比增速	9
表 5 乘用车整车企业净利率	10
表 6 表现优于行业平均的重点公司营收同比增速 (%)	12
表 7 零部件板块中营收同比增速前 10 名和后 10 名的公司	13
表 8 零部件板块中营收环比增速前 10 名和后 10 名的公司	13
表 9 营收表现优于行业平均的重点公司毛利率 (%)	14
表 10 零部件板块中毛利率排名前 10 名和后 10 名的公司	15
表 11 零部件板块中毛利率环比改善排名前 10 名和后 10 名的公司	15
表 12 营收表现优于行业平均的重点公司期间费用率 (%)	16
表 13 零部件板块中期间费用率排名后 10 名和前 10 名的公司	17
表 14 零部件板块中期间费用率环比改善排名前 10 名和后 10 名的公司	17
表 15 货车企业营收同比增速 (%)	21
表 16 货车企业毛利率 (%)	22
表 17 货车企业归母净利润同比增速(%)	23
表 18 货车企业净利率 (%)	23
表 19 客车整车企业营收同比增速 (%)	24
表 20 客车整车企业毛利率 (%)	25
表 21 客车整车企业归母净利润同比增速 (%)	26
表 22 客车整车企业净利率 (%)	26
表 23 摩托车企业营收同比增速 (%)	27
表 24 摩托车企业毛利率 (%)	28
表 25 汽车服务企业营收同比增速 (%)	29
表 26 汽车服务企业营收环比增速 (%)	29
表 27 汽车服务企业毛利率 (%)	30
表 28 汽车服务企业期间费用率 (%)	31
表 29 重点公司盈利预测	34

## 1. 行业概况: 乘用车板块复苏 重卡和中大排摩托车高景气

### 1.1. 样本选择

我们以申万汽车行业的成份股为基础，剔除主营业务与汽车行业相关度较低的标的，筛选出 182 家上市公司，其中乘用车整车 8 家，客车整车 6 家，卡车 9 家，零部件 145 家，汽车销售及服务 9 家，摩托车 5 家，作为本篇报告分析的样本。截至 2021 年 5 月 6 日收盘，182 家样本企业合计市值 39,866 亿元，占 A 股上市公司总市值的 4.75%。

表 1 本次 2020 年报&2021 一季报总结所选择的样本

子行业划分	样本数量	当前市值 (亿元)	样本公司名称
乘用车整车	8	11,727.8	长安汽车、比亚迪、上汽集团、江淮汽车、北汽蓝谷、小康股份、广汽集团、长城汽车
客车整车	6	449.2	中通客车、宇通客车、亚星客车、曙光股份、金龙汽车、*ST 安凯
卡车	9	2,922.7	潍柴动力、江铃汽车、威孚高科、一汽解放、中国重汽、东风汽车、福田汽车、隆盛科技、艾可蓝
零部件	145	20,806.5	宁德时代、三花智控、福耀玻璃、华域汽车、拓普集团等 145 家
汽车销售及服务	9	1,327.6	五洋停车、安车检测、兆丰股份、阿尔特、东箭科技、广汇汽车、国机汽车、中国汽研、道通科技
摩托车	5	441.3	钱江摩托、春风动力、隆鑫通用、宗申动力、林海股份

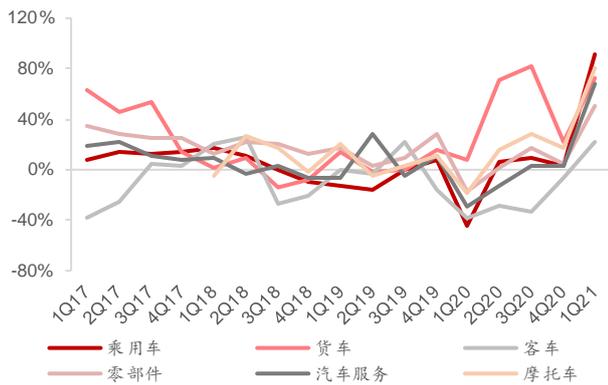
资料来源: wind, 华西证券研究所

### 1.2. 业绩总结: 乘用车板块复苏 重卡和中大排摩托车高景气

**2020 板块整体业绩修复，货车表现持续亮眼。**2020 乘用车板块(含上汽)、客车、卡车、零部件、汽车服务、摩托车营收同比增速分别-6.0%/-24.8%/+43.5%/+0.3%/-8.2%/+12.3%，归母净利润同比增速分别为-13.1%/-74.8%/+42.6%/-16.3%/-6.4%/+17.9%。1Q21 乘用车板块(含上汽)、客车、卡车、零部件、汽车服务、摩托车营收同比增速分别为+91.4%/+21.3%/+73.4%/+50.6%/+68.1%/+80.6%，归母净利润同比增速分别为+20,611.9%/+54.5%/+167.5%/+195.5%/+916.0%/+64.0%。

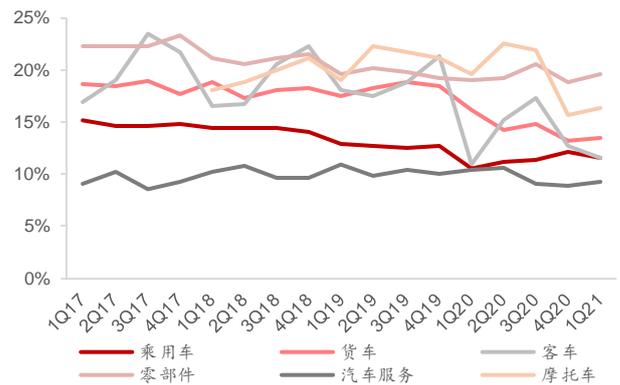
**需求反弹导致销量增长，推动乘用车和零部件业绩回暖，客车持续低迷，重卡和中大排摩托车延续高景气。**2020 年乘用车、卡车和零部件板块、摩托车均实现营收同比增长，主要受益于乘用车需求回暖、重卡市场延续高景气带来的整车销量提升、中大排量摩托车持续高增；而客车板块营收同比持续下滑，主因受政府新能源补贴退坡和疫情影响，客车销量持续低迷，汽车服务板块营收主要是因为受到了疫情影响。乘用车盈利能力随着整车需求回升而高速增长；卡车、客车、汽车服务板块盈利能力较弱，客车主要受亚星客车、曙光股份的拖累，汽车服务主因广汇汽车、国机汽车盈利能力维持较低水平。摩托车营收同比增长，中大排量摩托车市场表现亮眼，主要受益于市场需求回暖、消费升级趋势释放及优质供给增加。

图1 汽车行业细分板块营收同比增速 (%)



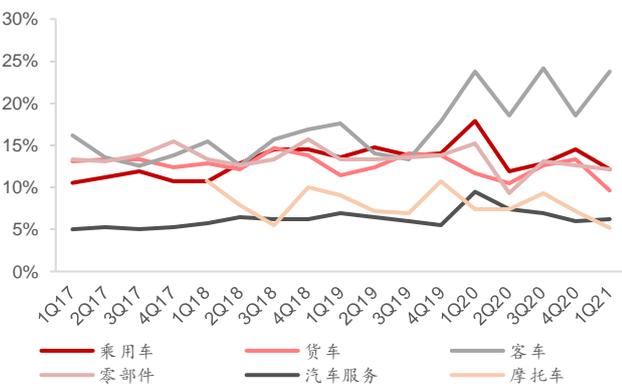
资料来源: wind, 华西证券研究所

图2 汽车行业细分板块毛利率 (%)



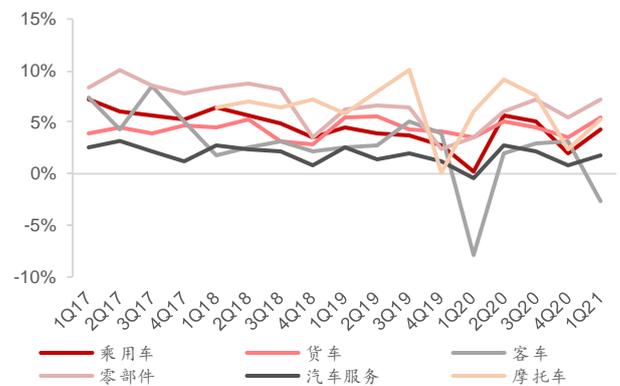
资料来源: wind, 华西证券研究所

图3 汽车行业细分板块期间费用率 (%)



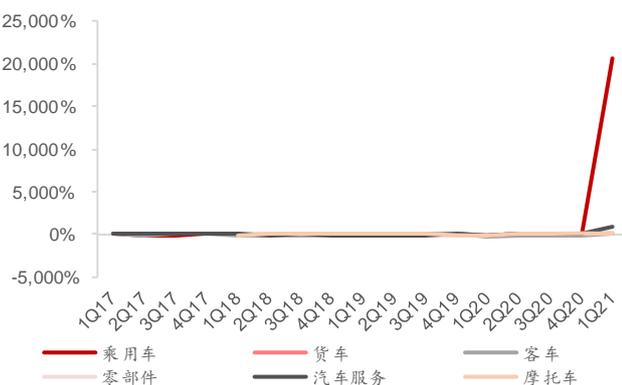
资料来源: wind, 华西证券研究所

图4 汽车行业细分板块净利率 (%)



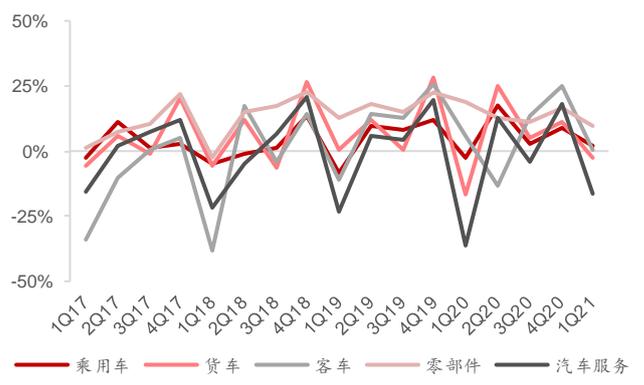
资料来源: wind, 华西证券研究所

图5 各子版块归母净利润同比增速 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图6 各子版块经营活动现金流量净额/营收 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

## 2. 乘用车整车：销量持续回暖 业绩弹性凸显

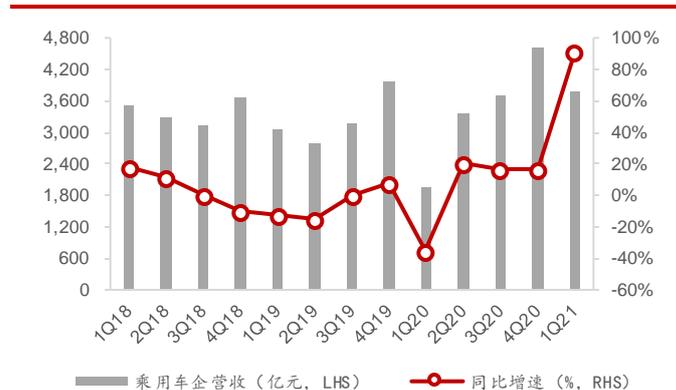
**销量回暖驱动乘用车营收增长。**2020年8家样本乘用车整车企业合计实现营业收入11,926.4亿元，同比-6.0%，对比同时期乘用车批发销量同比-6.7%；其中上汽集团营收体量远超其他企业，占到8家企业合计营收的60.6%，如果剔除上汽集团，其他7家样本企业合计实现营业收入4,695.9亿元，同比+6.3%。1Q21合计实现营业收入3,202.4亿元，同比+91.4%；其中上汽集团营收体量远超其他企业，占到8家企业合计营收的57.6%，如果剔除上汽集团，其他7家样本企业合计实现营业收入1,358.2亿元，同比+105.6%。

**头部车企1Q21营收保持强劲复苏态势。**分企业来看，得益于国内疫情的基本控制，汽车消费回暖，行业顺周期上行，1Q21除北汽蓝谷外，其余车企全部实现营业收入的同比增长，其中长安汽车、长城汽车、比亚迪的营收增速分别为+177.0%、+151.3%、+108.3%，表现显著优于行业主要受益于强劲产品周期；抛开20年因疫情低基准的影响，与1Q19相比，长安汽车、长城汽车、比亚迪的营收增速分别为+100.1%、+40.9%、+35.3%。

图7 狭义乘用车批发销量及同比增速（万辆，%）



图8 乘用车企业营收及同比增速（亿元，%）



资料来源：中汽协, 华西证券研究所

资料来源：Wind, 华西证券研究所

表2 乘用车整车企业分季度营收同比增速（%）

公司名称	1Q21	2020	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20
合计	91.4%	-6.0%	3.1%	9.0%	6.8%	-44.4%
不含上汽	105.6%	6.3%	20.7%	21.6%	17.1%	-37.2%
长安汽车	177.0%	19.8%	12.7%	51.3%	53.0%	-27.8%
比亚迪	108.3%	22.6%	52.1%	40.7%	28.1%	-35.1%
上汽集团	82.1%	-12.5%	-6.0%	2.5%	0.8%	-48.3%
江淮汽车	53.4%	-9.4%	19.0%	9.5%	-2.6%	-37.7%
北汽蓝谷	-50.2%	-77.6%	-77.9%	-89.3%	-78.7%	-46.7%
小康股份	37.9%	-21.1%	-22.8%	-8.4%	11.7%	-49.6%
广汽集团	47.6%	5.9%	20.1%	19.6%	5.8%	-24.5%
长城汽车	151.3%	8.6%	22.5%	23.7%	29.2%	-43.9%

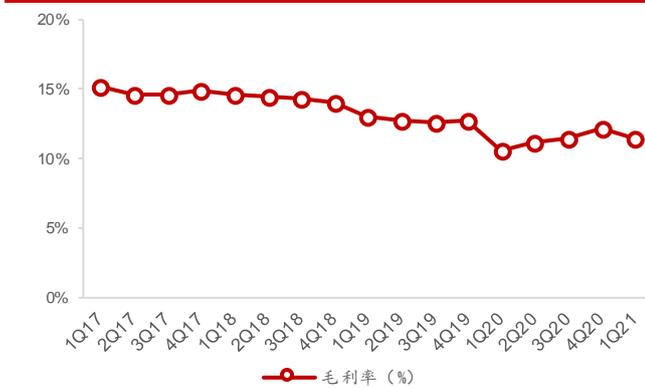
资料来源：wind, 华西证券研究所

**经营杠杆效应导致车企毛利率企稳回升。**2020年8家样本企业毛利率为12.2%，同比-0.6pp；剔除上汽集团后毛利率14.4%，同比+0.5pp。1Q21毛利率为11.5%，同比+0.9pp；剔除上汽集团后毛利率12.1%，同比+2.0pp，经营杠杆效应驱动毛利率

提升。分企业来看，1Q21 长安汽车、上汽集团、江淮汽车、广汽集团、长城汽车毛利率同比上升，但环比均有所承压，主因缺芯导致产能受限、原材料成本上升。

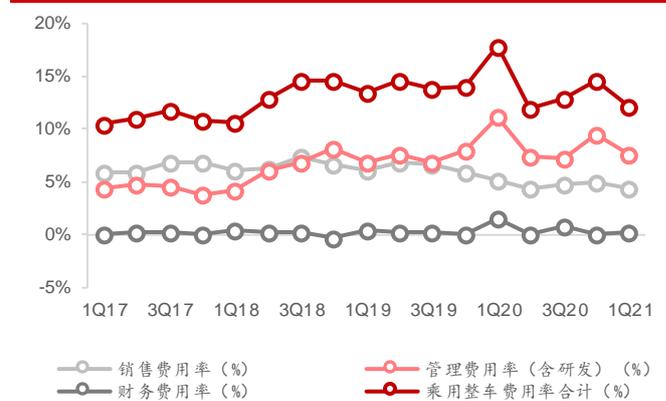
**期间费用率 2020 有所下降，1Q21 继续保持下降。**2020 年 8 家样本企业期间费用率 10.2%，同比+3.8pp；剔除上汽集团后期间费用率 11.8%，同比+4.6pp。1Q21 期间费用率 9.9%，同比-4.6pp；剔除上汽集团后期间费用率 10.8%，同比-5.2pp。

图 9 乘用车整车企业毛利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 10 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 2 乘用车整车企业毛利率 (%)

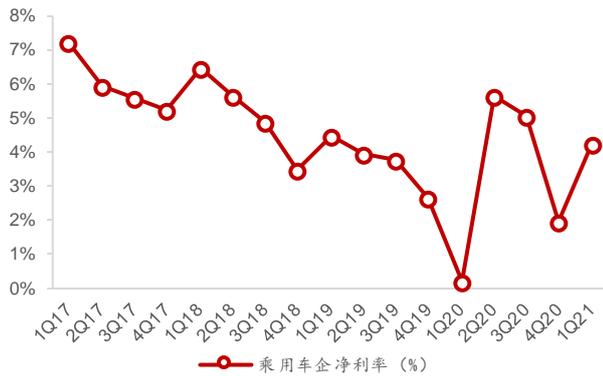
公司名称	1Q21	2020	4Q20	3Q20	2020	1Q20
合计	11.5%	12.2%	13.5%	11.9%	11.6%	10.6%
不含上汽	12.1%	14.4%	15.2%	15.7%	14.1%	10.2%
长安汽车	14.1%	14.3%	20.3%	13.9%	9.6%	8.7%
比亚迪	12.6%	19.4%	16.6%	22.3%	20.5%	17.7%
上汽集团	11.1%	10.8%	12.4%	9.5%	9.9%	10.9%
江淮汽车	9.6%	9.3%	13.6%	9.1%	7.2%	6.2%
北汽蓝谷	-5.7%	-28.8%	-81.1%	-38.4%	-9.7%	1.6%
小康股份	2.9%	4.6%	-1.9%	7.8%	10.1%	5.8%
广汽集团	5.5%	6.5%	9.4%	4.8%	6.3%	4.0%
长城汽车	15.1%	17.2%	18.3%	19.0%	17.5%	9.3%

资料来源: wind, 华西证券研究所

**1Q21 毛利率回升、期间费用率连续下降导致净利率大幅回升。**1Q21, 8 家样本企业净利率为 4.2%，同比+4.0pp；剔除上汽集团后净利率 3.0%，同比+4.6pp。分企业来看，仅有长安汽车、比亚迪、北汽蓝谷三家企业净利率同比下降。其中，抛开疫情的低基数影响，比亚迪和北汽蓝谷较 1Q19 下降较多，分别-1.7pp/-102.7pp。并且，自 1Q19 后，长安汽车单季度扣非净利润首次为正 (7.2 亿元)。2020 年 Q2-Q3 头部车企上汽集团净利率进入回升通道，主要受国内疫情控制后订单恢复、期间费用控制趋严的影响。

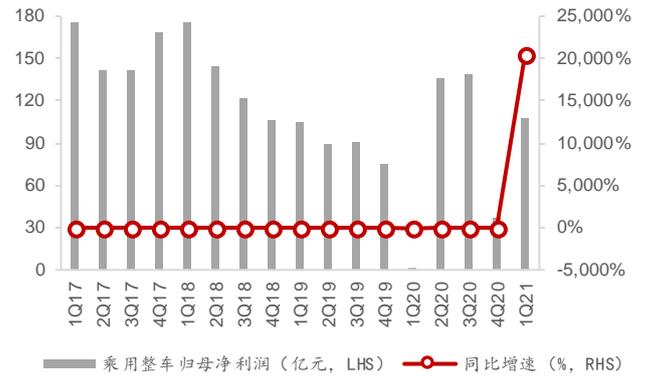
**乘用车板块 1Q21 归母净利润强劲增长。**1Q21, 8 家样本乘用车企业合计实现归母净利润 107.5 亿元，同比大幅+20,611.9%，与 1Q19 相比+2.6%；剔除上汽集团后合计实现归母净利润 39.0 亿元，同比大幅+464.8%，与 1Q19 相比大幅+74.4%。分企业来看，1Q21 仅北汽蓝谷、小康股份归母净利润呈负增长；长安汽车、上汽集团归母净利润由负转正；比亚迪、江淮汽车、广汽集团、长城汽车的归母净利润与 2020 年同期相比均有不同程度的增长，分别为+110.7%/+153.1%/+1,896.6%/+352.2%，与 2019 年同期相比四家公司归母净利有增有减，分别为-68.3%/+192.6%/-14.8%/+112.0%。

图 11 乘用车企净利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 12 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 3 乘用车整车企业归母净利润同比增速

公司名称	1Q21	2020	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20
合计	20,611.9%	-13.1%	-51.3%	53.7%	53.5%	-99.5%
不含上汽	464.8%	4.6%	-103.7%	180.8%	88.7%	-148.1%
长安汽车	35.3%	225.6%	-1,193.4%	309.7%	1,471.8%	130.1%
比亚迪	110.7%	162.3%	1,943.9%	1,362.7%	119.9%	-85.0%
上汽集团	510.8%	-20.2%	-21.4%	17.4%	31.9%	-86.4%
江淮汽车	153.1%	34.5%	741.7%	5,561.6%	244.8%	-650.7%
北汽蓝谷	-98.2%	-7,145.4%	-1,094.7%	-179.7%	-2,429.8%	-1,376.1%
小康股份	-7.7%	-2,668.3%	-305.5%	-111.2%	132.5%	-505.2%
广汽集团	1,896.6%	-9.8%	241.2%	89.5%	2.7%	-95.7%
长城汽车	352.2%	19.2%	75.7%	2.9%	141.5%	-184.1%

资料来源: wind, 华西证券研究所

表 4 乘用车整车企业扣非归母净利润同比增速

公司名称	1Q21	2020	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20
合计	336.2%	-30.9%	-221.0%	71.1%	50.4%	-143.8%
不含上汽	160.2%	-43.2%	-727.5%	-33.3%	-57.5%	-156.0%
长安汽车	140.15%	31.76%	6.27%	183.52%	-9.72%	17.02%
比亚迪	82.69%	1181.50%	229.14%	1130.25%	322.63%	-214.50%
上汽集团	800.01%	-17.78%	-7.46%	26.71%	32.58%	-90.91%
江淮汽车	90.28%	-75.68%	9.54%	-73.61%	-329.60%	-1155.93%
北汽蓝谷	-88.21%	-660.79%	-5141.16%	-36.52%	-944.19%	-2328.91%
小康股份	-24.32%	-161.00%	-278.90%	-135.31%	7.21%	-413.76%
广汽集团	2896.96%	25.17%	185.18%	113.87%	99.13%	-103.60%
长城汽车	278.33%	-3.77%	40.19%	-20.28%	159.58%	-216.37%

资料来源: wind, 华西证券研究所

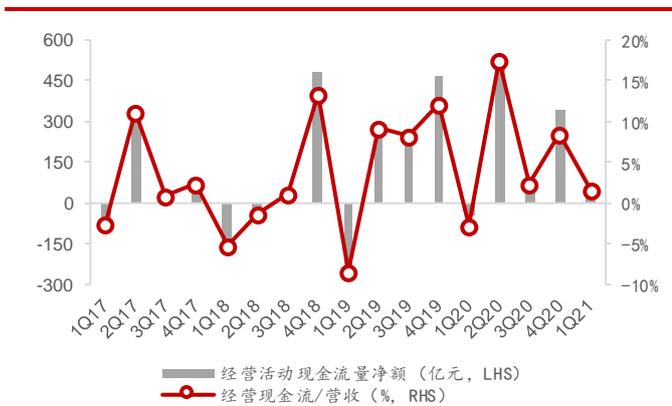
表 5 乘用车整车企业净利率

公司名称	1Q21	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q20
合计	4.2%	3.5%	1.9%	5.0%	5.6%	0.2%
不含上汽	3.0%	2.6%	-0.1%	5.2%	5.8%	-1.6%
长安汽车	2.7%	3.9%	-0.7%	3.8%	9.3%	5.4%
比亚迪	1.2%	3.8%	2.2%	5.7%	5.0%	1.6%
上汽集团	5.2%	4.0%	3.3%	4.9%	5.5%	1.4%
江淮汽车	1.5%	0.6%	0.1%	3.7%	1.8%	-5.2%
北汽蓝谷	-101.7%	-122.8%	-266.0%	-125.6%	-99.2%	-26.0%
小康股份	-18.4%	-15.6%	-23.4%	-9.8%	-1.2%	-27.7%
广汽集团	14.8%	9.6%	4.9%	15.7%	15.2%	1.0%
长城汽车	5.3%	5.2%	6.7%	5.5%	7.6%	-5.3%

资料来源: wind, 华西证券研究所

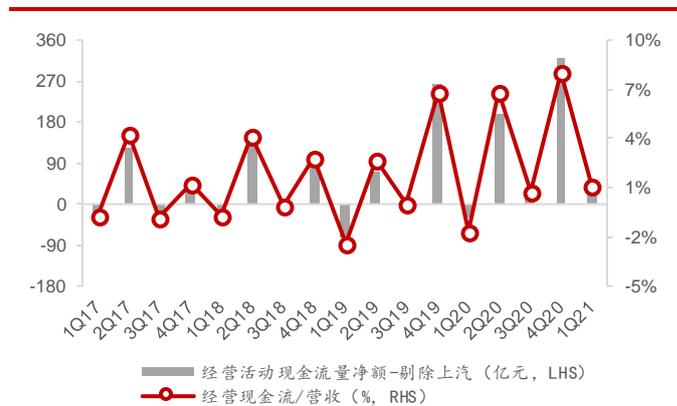
乘用车板块 1Q21 经营活动现金流量净额明显改善。1Q21 8 家样本乘用车企业合计经营活动现金流量净额 56.5 亿元, 同比+101.0 亿元, 主要受需求反弹的影响, 销量有所恢复; 剔除上汽集团后合计经营活动现金流量净额 36.4 亿元, 同比+64.4 亿元, 乘用车企业经营活动现金流呈现向好趋势, 1Q21 经营活动现金流量比亚迪和长城汽车同环比下滑明显, 小康股份、广汽集团经营活动现金流量环比由负转正。

图 13 乘用车企经营活动现金流量净额 (亿元, %)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 14 剔除上汽后经营活动现金流量净额 (亿元, %)



资料来源: wind, 华西证券研究所

### 3. 零部件：业绩逐季修复 电动智能亮眼

汽车零部件 2020 营收稳定增长，1Q21 营收同比猛增：4Q20 营收同比-0.8%，环比增速为+14.6%；毛利率同比基本持平，环比-1.6pp；期间费用率同比-1.2pp，环比-0.4pp；1Q21 营收/净利润同比增速为+49.7%/+217.1%，环比增速为-10.7%/+18.2%；毛利率同比+0.6pp，环比+0.8pp；期间费用率同比-3.1pp，环比-0.4pp；1Q21 经营现金流净额环比-7.0pp；1Q21/4Q20 资产负债率基本环比持平；1Q21 资产收益率同环比均上行。

整体看，收入端随下游整车销量回暖呈现逐季修复态势，经营杠杆效应下利润率回升，缺芯及原材料价格上涨的负面影响在 2021Q1 开始体现，预计将导致 2021Q2 业绩明显承压。

零部件整体复苏态势下存结构亮点：

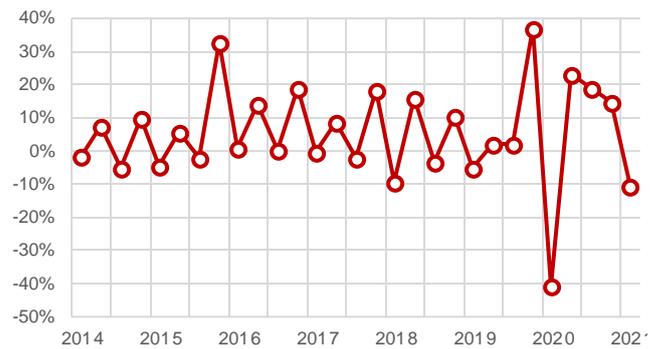
- ✓ **智能化**：汽车智能化浪潮开启的逻辑逐步验证，智能座舱相关产品渗透率加速提升，德赛西威、华阳等相关新业务进入放量周期，驱动业绩高增。其中：华阳集团 1Q21 营收同比+88%，归母净利润同比+203%，4Q20 营收同比+33%，归母净利润同比+1376%；德赛西威 1Q21 营收同比+78%，归母净利润同比+313%，4Q20 营收同比+40%，归母净利润同比+34%；星宇股份 1Q21 营收同比+52%，归母净利润同比+79%，4Q20 营收同比+30%，归母净利润同比+75%。
- ✓ **电动化**：特斯拉贡献增量最为明显，包括 M3 全球销量爬坡、MY 贡献纯增量，驱动拓普、新泉等产业链标的增速高于行业平均水平。其中：拓普集团 1Q21 营收同比+101%，归母净利润同比+118%，4Q20 营收同比+101%；新泉股份 1Q21 营收同比+58%，归母净利润同比+212%；银轮股份 1Q21 营收同比+57%，归母净利润同比+19%；旭升股份 1Q21 营收同比+75%，归母净利润同比+76%；
- ✓ **全球化**：疫情致全球车企降本诉求加大叠加部分海外供应商出清的情况下，福耀玻璃、伯特利、爱柯迪等加速海外份额的提升，后续在手订单的逐步量产将驱动业绩持续增长。其中：福耀玻璃 1Q21 营收同比+37%，归母净利润同比+86%，4Q20 营收同比+12%，归母净利润同比+59%；伯特利 1Q21 营收同比+32%，归母净利润同比+29%，4Q20 营收同比-2%，归母净利润同比+41%；爱柯迪 1Q21 营收同比+31%，归母净利润同比+10%，4Q20 营收同比+21%，归母净利润同比+17%。

图 15 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 16 汽车零部件单季度营收环比 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

145 家公司中, 1Q21 营收同比增长的多达 141 家, 占 97.2%; 环比增长的有 34 家, 占比 23.5%。其中, 汽车电子、新能源产业链、轻量化、内外饰、热管理等细分领域优质公司营收增速高于行业平均, 文灿股份、卡倍亿、恒帅股份、宁德时代等 1Q21 营收强势增长, 同比增速超 110%。

表 6 表现优于行业平均的重点公司营收同比增速 (%)

细分领域	公司	1Q21-1Q20	4Q20-4Q19	1Q21	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20
轻量化	文灿股份	+	+	307%	153%	135%	9%	-33%
汽车线束	卡倍亿	/	/	198%	74%	48%	-	-
汽车电子	恒帅股份	/	/	118%	-	-	-	-
动力电池	宁德时代	+	+	112%	45%	1%	-5%	-10%
汽车电子	菱电电控	+	/	111%	-	-	-	-
轻量化、内外饰、热管理	拓普集团	+	+	101%	38%	32%	13%	-3%
汽车电子	华阳集团	+	+	88%	33%	12%	-12%	-38%
内外饰	上海沿浦	/	/	88%	23%	-6%	-	-
传统系统	冠盛股份	+	/	82%	-4%	-7%	3%	-19%
机油泵	湘油泵	+	+	81%	43%	78%	57%	-7%
内外饰	一汽富维	+	-	81%	-27%	72%	53%	-7%
轻量化	凌云股份	+	+	81%	27%	31%	20%	-22%
汽车电子	德赛西威	+	+	78%	40%	34%	14%	14%
汽车线束	沪光股份	+	/	76%	18%	-10%	-	-
轻量化	旭升股份	+	/	75%	63%	61%	50%	15%
轻量化	泉峰汽车	+	/	72%	19%	31%	-1%	-11%
精锻齿轮	豪能股份	+	+	70%	34%	54%	37%	-13%
内外饰	新泉股份	+	+	68%	26%	43%	30%	-12%
精密冷锻件	新坐标	+	+	64%	26%	27%	13%	-20%
汽车革	明新旭腾			62%	9%	24%	-	-
热管理	银轮股份	+	-	57%	9%	29%	33%	-8%
车灯	星宇股份	+	-	52%	30%	34%	26%	-12%

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; 加粗公司为一年内新上市公司)

注: 文灿股份营收同比增速较大主因 2020Q3 以来并表百炼

表 7 零部件板块中营收同比增速前 10 名和后 10 名的公司

排名	公司	1Q21-1Q20	4Q20-4Q19	1Q21	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20
前 1	文灿股份	+	+	307%	153%	135%	9%	-33%
前 2	东安动力	+	-	245%	69%	95%	116%	20%
前 3	秦安股份	+	+	241%	94%	27%	106%	-20%
前 4	卡倍亿	/	/	198%	74%	48%	-	-
前 5	蓝黛传动	+	-	177%	54%	146%	246%	115%
前 6	钧达股份	+	-	171%	-8%	27%	26%	-26%
前 7	特尔佳	-	-	159%	52%	247%	62%	221%
前 8	西菱动力	+	-	148%	-2%	10%	33%	-49%
前 9	西仪股份	+	-	135%	-22%	17%	0%	-46%
前 10	越博动力	-	-	122%	-62%	28%	-18%	708%
后 1	瑞鹤模具	-	/	-33%	-21%	17%	-	-
后 2	威帝股份	+	+	-22%	-24%	-58%	-9%	-57%
后 3	金麒麟	+	-	-11%	-31%	-21%	-17%	-12%
后 4	金固股份	-	-	-8%	3%	51%	40%	8%
后 5	均胜电子	+	-	1%	-12%	-11%	-46%	-21%
后 6	岱美股份	+	+	5%	-5%	-1%	-56%	-10%
后 7	兆丰股份	-	-	9%	-33%	-43%	8%	32%
后 8	隆基机械	+	+	13%	4%	12%	-6%	-16%
后 9	继峰股份	-	-	14%	-71%	702%	455%	675%
后 10	渤海汽车	-	+	15%	4%	11%	-14%	-18%

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)

注: 文灿股份营收同比增速较大主因 2020Q3 以来并表百炼

表 8 零部件板块中营收环比增速前 10 名和后 10 名的公司

排名	公司	1Q21-1Q20	4Q20-4Q19	1Q21	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20
前 1	越博动力	+	-	89%	-48%	-18%	175%	-67%
前 2	东安动力	+	-	49%	25%	6%	74%	-27%
前 3	长春一东	+	-	44%	-27%	0%	53%	-15%
前 4	华菱星马	+	-	41%	-43%	-20%	121%	-24%
前 5	天润工业	+	-	31%	-1%	12%	18%	-7%
前 6	奥联电子	+	-	25%	-24%	-3%	60%	-22%
前 7	迪生力	+	-	25%	-26%	13%	39%	1%
前 8	岱美股份	+	-	22%	-26%	142%	-52%	9%
前 9	襄阳轴承	+	-	19%	0%	-4%	57%	-25%
前 10	飞龙股份	+	+	18%	9%	31%	-18%	0%
后 1	通达电气	+	+	-66%	138%	-40%	154%	-72%
后 2	瑞鹤模具	-	-	-63%	127%	-36%	25%	-56%
后 3	威帝股份	+	+	-62%	90%	-32%	57%	-63%
后 4	华安鑫创	+	+	-59%	64%	-34%	168%	-62%
后 5	英搏尔	-	+	-57%	69%	9%	108%	-52%
后 6	天汽模	+	-	-49%	72%	-19%	143%	-81%
后 7	华达科技	+	-	-47%	80%	-6%	100%	-67%
后 8	苏奥传感	+	+	-46%	22%	16%	87%	-59%
后 9	合力科技	+	+	-42%	63%	-24%	66%	-49%
后 10	新朋股份	-	+	-41%	54%	35%	31%	-36%

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)

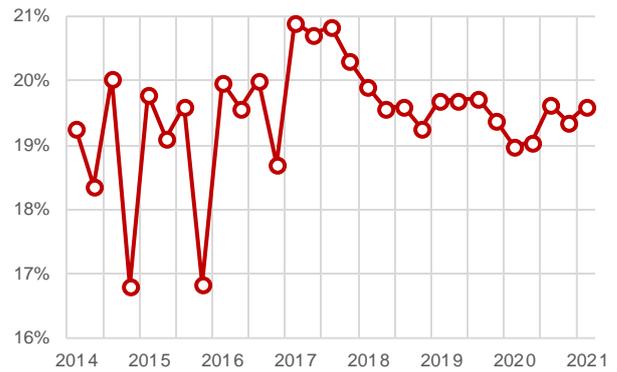
零部件板块 1Q21 毛利率同比、环比提升。1Q21 零部件板块毛利率为 19.6%，同比+0.6pp，环比+0.7pp，主要受益于产能利用率提升；20 年零部件板块毛利率为 19.35%，较 19 年下滑 0.05pp，整体上仍在相对稳定的区间。

图 17 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 18 汽车零部件板块累计毛利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

145 家公司中毛利率环比提升的有 87 家, 占 58.4%; 同比提升的有 76 家, 占 51.0%。其中, 在营收表现优于行业平均的重点公司中, 拓普集团、冠胜股份、湘油泵、凌云股份、德赛西威、新泉股份等毛利率环比提升, 主要受益于产能利用率提升叠加产品结构改善抵消原材料价格上涨的影响。(4Q20 起新收入准则要求将运输费、包装费由销售费用转入营业成本, 故同比口径略有偏差, 环比口径一致)

表 9 营收表现优于行业平均的重点公司毛利率 (%)

细分领域	公司	1Q21-1Q20	4Q20-4Q19	1Q21	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20
轻量化	文灿股份	-	-	21%	22%	24%	27%	26%
汽车线束	卡倍亿	-	-	8%	9%	9%	16%	14%
汽车电子	恒帅股份	-	/	37%	-	-	39%	38%
动力电池	宁德时代	+	-	27%	28%	28%	29%	25%
汽车电子	菱电电控	+	/	31%	-	-	36%	30%
轻量化、内外饰、热管理	拓普集团	-	-	22%	16%	26%	25%	27%
汽车电子	华阳集团	+	+	23%	24%	23%	24%	22%
内外饰	上海沿浦	+	-	22%	23%	25%	25%	21%
传统系统	冠盛股份	-	-	17%	14%	26%	26%	23%
机油泵	湘油泵	+	+	29%	27%	29%	27%	29%
内外饰	一汽富维	+	+	9%	9%	11%	12%	6%
轻量化	凌云股份	+	+	18%	17%	16%	18%	15%
汽车电子	德赛西威	+	+	25%	24%	24%	24%	20%
汽车线束	沪光股份	-	-	15%	12%	16%	16%	16%
轻量化	旭升股份	-	-	29%	28%	35%	36%	34%
轻量化	泉峰汽车	+	+	28%	30%	27%	22%	21%
精锻齿轮	豪能股份	+	+	40%	37%	35%	34%	34%
内外饰	新泉股份	+	-	24%	23%	23%	22%	23%
精密冷锻件	新坐标	+	-	63%	62%	64%	64%	63%
汽车革	明新旭腾	+	+	48%	52%	47%	49%	47%
热管理	银轮股份	-	-	21%	22%	25%	25%	24%
车灯	星宇股份	+	+	26%	29%	29%	27%	22%

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;加粗公司为一年内新上市公司)

表 10 零部件板块中毛利率排名前 10 名和后 10 名的公司

排名	公司	1Q21	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20	4Q19	3Q19	2Q19	1Q19
前 1	新坐标	63%	62%	64%	64%	63%	66%	62%	64%	62%
前 2	泛亚微透	51%	51%	48%	45%	50%	51%	43%	43%	48%
前 3	明新旭腾	48%	52%	47%	49%	47%	51%	43%	-	-
前 4	朗博科技	44%	42%	43%	42%	44%	43%	38%	42%	42%
前 5	天普股份	44%	45%	45%	37%	41%	44%	43%	-	-
前 6	阿尔特	41%	32%	38%	28%	39%	28%	40%	29%	39%
前 7	福耀玻璃	41%	43%	41%	37%	34%	38%	37%	36%	39%
前 8	豪能股份	40%	37%	35%	34%	34%	34%	29%	30%	29%
前 9	浙江仙通	40%	33%	36%	35%	43%	37%	36%	36%	36%
前 10	华懋科技	38%	38%	36%	37%	28%	37%	37%	32%	35%
后 1	兴民智通	5%	16%	-2%	-4%	5%	11%	12%	15%	17%
后 2	交运股份	5%	1%	5%	5%	-3%	7%	7%	7%	9%
后 3	青岛双星	6%	4%	16%	14%	12%	-6%	14%	14%	13%
后 4	新朋股份	8%	8%	14%	5%	12%	14%	15%	13%	11%
后 5	卡倍亿	8%	9%	9%	16%	14%	16%	16%	-	-
后 6	华菱星马	8%	-6%	10%	13%	11%	15%	13%	14%	14%
后 7	浩物股份	9%	11%	12%	9%	8%	11%	10%	30%	28%
后 8	隆基机械	9%	0%	15%	15%	12%	14%	14%	16%	16%
后 9	一汽富维	9%	9%	11%	12%	6%	9%	7%	9%	8%
后 10	跃岭股份	10%	3%	15%	17%	16%	16%	19%	20%	23%

资料来源: wind, 华西证券研究所

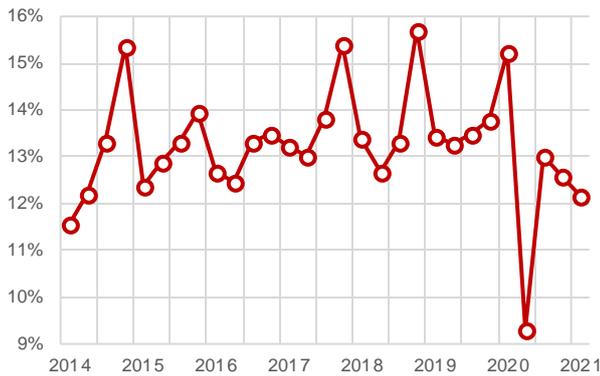
表 11 零部件板块中毛利率环比改善排名前 10 名和后 10 名的公司

排名	公司	1Q21-1Q20	4Q20-4Q19	1Q21	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20	4Q19
前 1	秦安股份	16%	13%	25%	30%	25%	25%	9%	17%
前 2	西菱动力	15%	-7%	27%	15%	21%	20%	12%	23%
前 3	金鸿顺	15%	-4%	21%	13%	19%	9%	6%	17%
前 4	越博动力	14%	15%	26%	-6%	14%	23%	12%	-21%
前 5	襄阳轴承	13%	-5%	13%	6%	9%	13%	0%	11%
前 6	英搏尔	12%	11%	21%	26%	20%	13%	9%	14%
前 7	天汽模	10%	0%	12%	14%	16%	8%	3%	14%
前 8	蓝黛传动	10%	-6%	16%	7%	17%	17%	7%	13%
前 9	华懋科技	9%	1%	38%	38%	36%	37%	28%	37%
前 10	交运股份	8%	-6%	5%	1%	5%	5%	-3%	7%
后 1	威唐工业	-20%	-55%	26%	-16%	42%	40%	46%	39%
后 2	金麒麟	-12%	-20%	19%	15%	29%	35%	32%	35%
后 3	兆丰股份	-10%	-18%	35%	40%	48%	47%	45%	58%
后 4	鑫湖股份	-8%	-10%	18%	13%	21%	25%	26%	23%
后 5	合力科技	-8%	-6%	26%	24%	31%	31%	34%	30%
后 6	冠盛股份	-7%	-13%	17%	14%	26%	26%	23%	27%
后 7	爱柯迪	-7%	-8%	29%	26%	31%	30%	36%	34%
后 8	威帝股份	-6%	-4%	34%	44%	36%	39%	40%	48%
后 9	中原内配	-6%	-9%	31%	21%	31%	31%	37%	29%
后 10	卡倍亿	-6%	-8%	8%	9%	9%	16%	14%	16%

资料来源: wind, 华西证券研究所

汽车零部件板块 1Q21 费用率同环比小幅下降。1Q21 期间费用率为 12.2%，同比下降 3.1pp，环比下降 0.4pp，主因财务、管研费用率同环比改善。销售费用率同比下降 0.8pp，环比上升 1.2pp；管研费用率同比下降 1.8pp，环比下降 0.9pp；财务费用率同比下降 0.4pp，环比下降 0.6p。

图 19 汽车零部件板块单季期间费用率 (%)



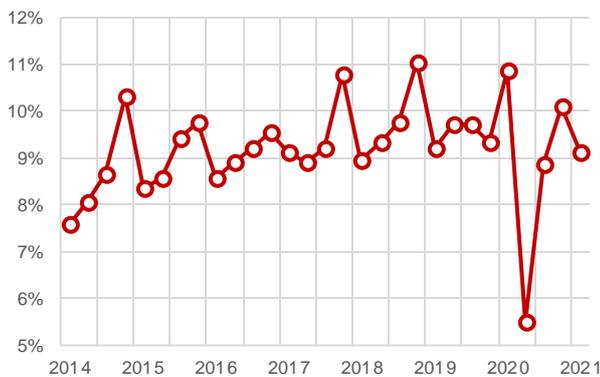
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 20 汽车零部件板块单季销售费用率 (%)



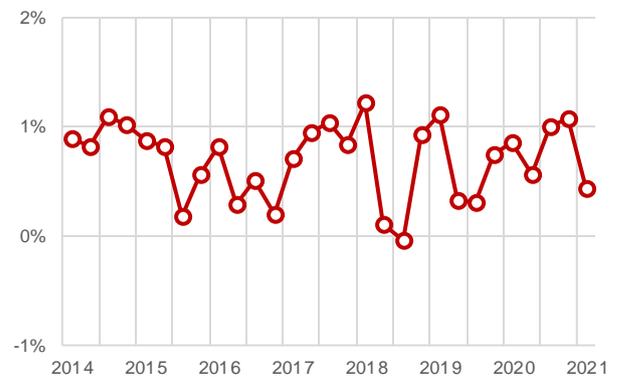
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 21 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 22 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

145 家零部件公司中, 1Q21 期间费用率低于板块整体的共 51 家, 占 35.2%; 环比改善的共 85 家, 占 58.6%。其中威唐工业、天汽模、通达电气、威帝股份等公司环比改善显著。

表 12 营收表现优于行业平均的重点公司期间费用率 (%)

细分领域	公司	1Q21-1Q20	4Q20-4Q19	1Q21	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20
轻量化	文灿股份	-8%	0%	13%	16%	15%	14%	21%
汽车线束	卡倍亿	-3%	-3%	6%	6%	7%	5%	9%
汽车电子	恒帅股份	-4%	/	12%	-	-	15%	15%
动力电池	宁德时代	-2%	4%	12%	16%	11%	6%	14%
汽车电子	菱电电控	-5%	/	12%	-	-	4%	18%
轻量化、内外饰、热管理	拓普集团	-7%	-11%	9%	5%	14%	9%	16%
汽车电子	华阳集团	-7%	-4%	18%	14%	18%	9%	25%
内外饰	上海沿浦	-3%	-3%	10%	8%	10%	9%	12%
传统系统	冠盛股份	-7%	-2%	13%	16%	21%	12%	20%
机油泵	湘油泵	-3%	-3%	17%	17%	16%	10%	20%
内外饰	一汽富维	-3%	-1%	5%	5%	7%	4%	8%
轻量化	凌云股份	-5%	-1%	12%	14%	11%	9%	17%
汽车电子	德赛西威	-7%	-2%	13%	13%	16%	6%	20%
汽车线束	沪光股份	-1%	-2%	13%	10%	12%	7%	14%
轻量化	旭升股份	-4%	-3%	8%	8%	12%	4%	12%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

轻量化	泉峰汽车	0%	-3%	16%	15%	15%	12%	16%
精锻齿轮	豪能股份	5%	4%	17%	22%	12%	8%	12%
内外饰	新泉股份	-3%	-2%	15%	13%	14%	10%	18%
精密冷锻件	新坐标	-6%	-2%	23%	17%	18%	12%	29%
汽车革	明新旭腾	-2%	6%	12%	20%	15%	7%	14%
热管理	银轮股份	-2%	-2%	14%	17%	20%	12%	16%
车灯	星宇股份	0%	1%	10%	9%	8%	5%	9%

资料来源: wind, 华西证券研究所(加粗公司为一年内新上市的公司)

表 13 零部件板块中期间费用率排名后 10 名和前 10 名的公司

排名	公司	1Q21-1Q20	4Q20-4Q19	1Q21	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20	4Q19
后 1	新朋股份	-4.39%	-4.60%	4.01%	3.50%	5.01%	4.41%	8.40%	8.10%
后 2	隆基机械	-2.79%	-11.60%	4.51%	-0.07%	9.56%	8.06%	7.30%	11.53%
后 3	一汽富维	-11.31%	-9.27%	5.23%	4.99%	6.56%	4.11%	16.54%	14.26%
后 4	卡倍亿	-8.38%	-5.70%	5.62%	5.66%	6.82%	5.35%	14.00%	11.37%
后 5	兆丰股份	3.79%	15.07%	6.05%	24.73%	12.81%	1.60%	2.26%	9.67%
后 6	宁波高发	-5.80%	-10.43%	6.26%	5.61%	7.41%	3.62%	12.06%	16.04%
后 7	华菱星马	-12.46%	-8.36%	6.61%	15.47%	10.23%	6.88%	19.07%	23.83%
后 8	伯特利	-39.03%	-10.27%	7.16%	8.25%	7.57%	4.55%	46.19%	18.52%
后 9	交运股份	-13.52%	-9.45%	7.31%	6.05%	5.48%	5.54%	20.83%	15.50%
后 10	云内动力	-2.82%	-5.00%	7.50%	3.27%	6.81%	5.30%	10.32%	8.27%
前 1	英搏尔	-0.82%	-7.19%	35.55%	22.98%	11.04%	9.40%	36.36%	30.17%
前 2	通达电气	13.17%	4.63%	34.28%	20.76%	33.38%	9.82%	21.11%	16.13%
前 3	威帝股份	11.28%	-8.54%	32.64%	19.40%	58.72%	28.78%	21.35%	27.95%
前 4	天汽模	-24.39%	-1.43%	27.65%	10.48%	28.33%	18.04%	52.04%	11.91%
前 5	越博动力	-37.18%	40.79%	25.33%	97.10%	31.24%	26.24%	62.50%	56.31%
前 6	保隆科技	10.10%	9.55%	25.06%	28.20%	22.02%	18.70%	14.96%	18.64%
前 7	泛亚微透	0.89%	5.02%	24.51%	22.47%	21.78%	16.79%	23.62%	17.45%
前 8	朗博科技	6.28%	6.13%	24.42%	22.70%	24.08%	18.73%	18.14%	16.57%
前 9	新坐标	-0.40%	-5.44%	22.71%	17.03%	17.55%	12.21%	23.11%	22.47%
前 10	奥联电子	-7.59%	-1.19%	22.43%	32.47%	22.01%	14.50%	30.02%	33.65%

资料来源: wind, 华西证券研究所

表 14 零部件板块中期间费用率环比改善排名前 10 名和后 10 名的公司

排名	公司	1Q21-4Q20	4Q20-3Q20	1Q21	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20	4Q19
前 1	威唐工业	30.81%	-45.33%	16.42%	-14.39%	30.94%	27.56%	28.32%	28.72%
前 2	天汽模	17.17%	-17.86%	27.65%	10.48%	28.33%	18.04%	52.04%	11.91%
前 3	通达电气	13.53%	-12.63%	34.28%	20.76%	33.38%	9.82%	21.11%	16.13%
前 4	威帝股份	13.23%	-39.31%	32.64%	19.40%	58.72%	28.78%	21.35%	27.95%
前 5	英搏尔	12.57%	11.93%	35.55%	22.98%	11.04%	9.40%	36.36%	30.17%
前 6	金麒麟	11.57%	-19.79%	12.43%	0.85%	20.65%	12.86%	18.77%	8.84%
前 7	苏奥传感	10.82%	-7.07%	15.31%	4.49%	11.56%	6.68%	14.74%	10.25%
前 8	爱柯迪	8.45%	-7.98%	16.70%	8.25%	16.23%	8.90%	8.11%	5.98%
前 9	松芝股份	7.78%	-14.65%	14.32%	6.54%	21.19%	12.21%	23.58%	20.61%
前 10	双林股份	7.73%	-14.26%	11.71%	3.98%	18.24%	14.90%	20.38%	25.44%
后 1	兆丰股份	-18.68%	11.92%	6.05%	24.73%	12.81%	1.60%	2.26%	9.67%

后 2	联诚精密	-12.40%	9.62%	13.65%	26.05%	16.43%	11.92%	13.10%	21.02%
后 3	奥联电子	-10.03%	10.46%	22.43%	32.47%	22.01%	14.50%	30.02%	33.65%
后 4	华菱星马	-8.86%	5.24%	6.61%	15.47%	10.23%	6.88%	19.07%	23.83%
后 5	神驰机电	-8.56%	-3.31%	11.60%	20.16%	23.47%	14.90%	23.93%	32.44%
后 6	万通智控	-7.21%	2.67%	18.75%	25.97%	23.30%	18.10%	24.35%	29.24%
后 7	登云股份	-6.51%	4.24%	19.18%	25.69%	21.46%	18.51%	20.33%	22.43%
后 8	三花智控	-5.89%	4.69%	14.50%	20.39%	15.70%	11.12%	13.85%	19.94%
后 9	东安动力	-5.86%	3.87%	7.85%	13.71%	9.84%	6.78%	13.95%	10.20%
后 10	鑫湖股份	-5.77%	4.90%	11.70%	17.46%	12.56%	15.54%	11.51%	17.84%

资料来源: wind, 华西证券研究所

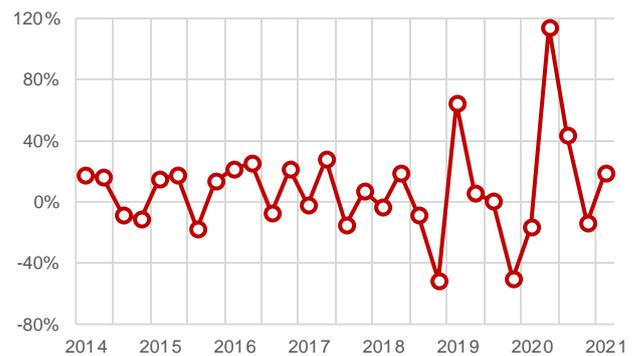
汽车零部件板块 1Q21 扣非净利润同比猛增, 环比增幅回暖。1Q21 扣非净利润同比增速为+217.1%, 连续三个季度同比转正; 扣非净利环比增速+18.2%, 较 4Q20 的-13.2%增幅 31.4pp。结构上文灿股份、德赛西威、泉峰汽车、华阳集团等公司的同比贡献显著, 扣非净利润同比增速分别为+389.2%、+313.3%、+285.1、203.0%。

图 23 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

图 24 汽车零部件单季扣非净利环比 (%)



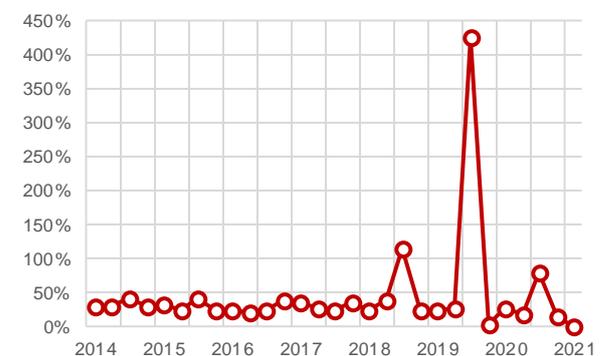
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 25 汽车零部件单季净利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

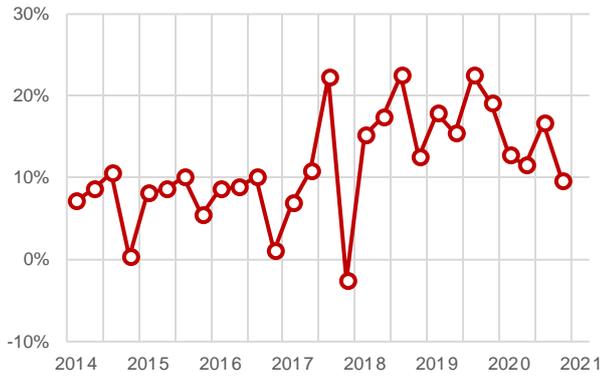
图 26 汽车零部件单季投资收益/扣非净利 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

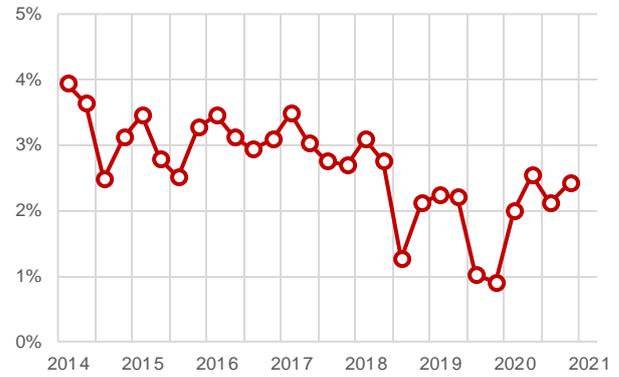
汽车零部件板块 1Q21 现金流同环比均有下降，资产负债率同环比增长，资产收益率同环比上行。1Q21 经营活动现金流净额/收入为 9.5%，环比下降 7.0pp，同比下降 9.6pp；净资产收益率为 2.4%，环比上升 0.3pp，同比上升 1.5pp；资产负债率为 50.1%，环比略升 0.2pp，同比上升 0.8pp，处于稳定水平；固定资产周转率为 122.0%，环比增长 33.2pp，同比增长 48.7pp。

图 27 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 28 汽车零部件单季净资产收益率 (%)



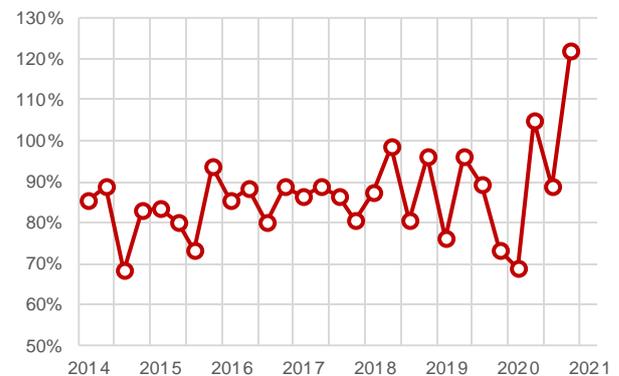
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 29 汽车零部件单季资产负债率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 30 汽车零部件单季固定资产周转率 (%)



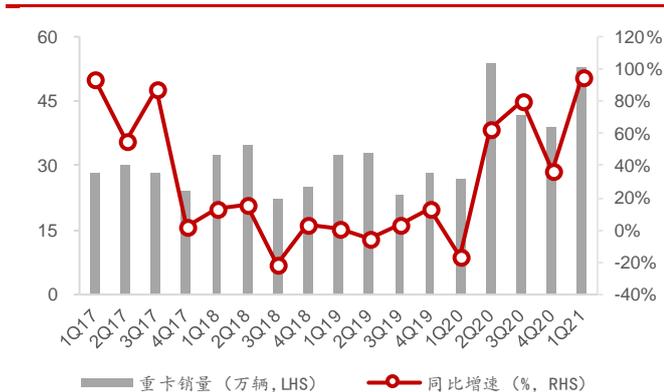
资料来源: wind, 华西证券研究所

## 4. 货车：2020 强劲增长 1Q21 延续高景气

**2020 营收正增长，1Q21 上涨态势进一步提高。**2020 年 9 家样本货车企业合计实现营收 4,898.4 亿元，同比+43.5%，其中 4Q20 实现营收 1,162.1 亿元，同比+22.0%；1Q21 营收 1,642.1 亿元，同比大幅增加，为+73.4%。营收走强主要受益于销量的增长，主要受疫情控制后经济复苏需求旺盛、国三车加速淘汰、环保需要天然气车需求上升、以及 21 年下半年国六升级大部分车企加码上半年铺货和销售的影响。根据中汽协数据，重卡销量维持高景气，2020 年重卡销量 162.3 万辆，同比+38.3%，1Q21 销量 53.1 万辆，同比+95.6%。2020 年轻卡销量 219.9 万辆，同比+16.7%，1Q21 销量 58.1 万辆，同比+73.4%。

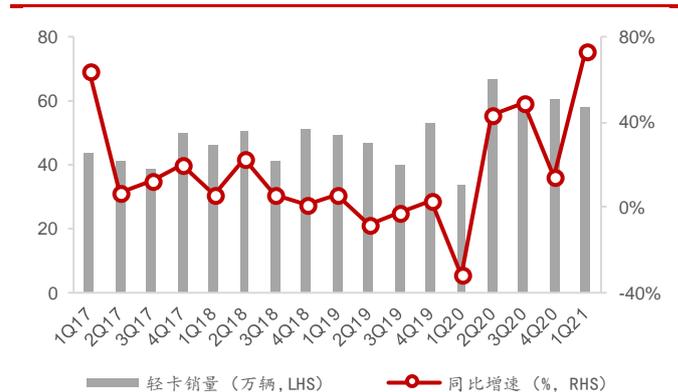
**经济复苏刺激货车需求，轻重卡销量暴涨。**2020 年行业经历 V 型反转，1Q20 因疫情需求被抑制，2Q20 及之后疫情受控经济复苏叠加刺激政策，市场需求得到释放和刺激，货车板块态势向上。受到新基建、国三加速淘汰、国六新标准即将推行、电商物流冷链运输快速发展的影响，2020、1Q21 货车销量增加，1Q21 营收同比大幅增加。重卡企业中，中国重汽 2020、1Q21 年营收同比增速较明显，分别为+50.4%/+151.9%，一汽解放 2020 年营收超预期，同比+310.9%。轻卡企业中，福田汽车 2020 年营收同比+23.0%，超过行业。柴油机及零部件企业如威孚高科、隆盛科技 2020 年同比增速较快，隆盛科技 1Q21 营收同比+140.1%，主要因为货车需求量增大导致。

图 31 重卡销量及同比增速（万辆，%）



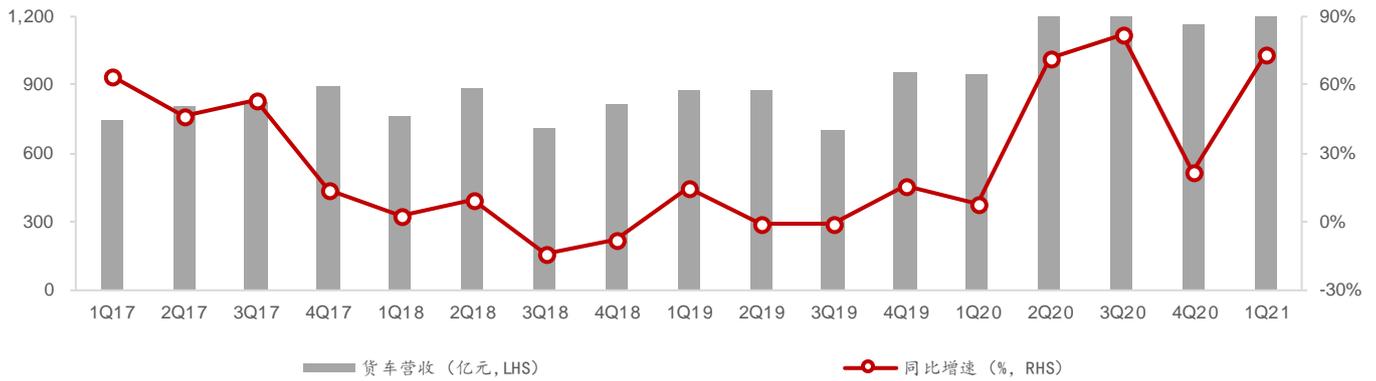
资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 32 轻卡销量及同比增速（万辆，%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 33 货车企业营收及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

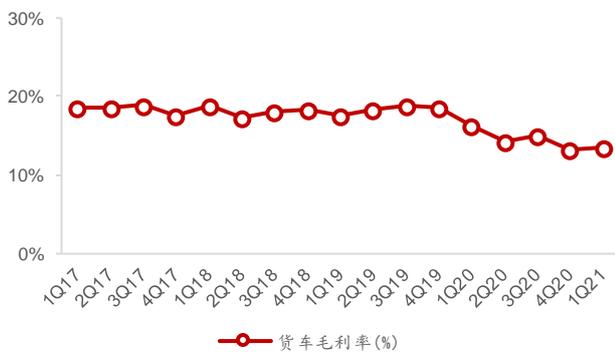
表 15 货车企业营收同比增速 (%)

公司名称	1Q21	2020	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20	2019
合计	73.4%	43.5%	22.0%	82.0%	71.4%	8.0%	7.2%
潍柴动力	67.9%	13.3%	5.2%	47.5%	21.6%	-13.7%	9.5%
江铃汽车	74.1%	13.4%	25.7%	19.7%	31.0%	-29.0%	3.3%
威孚高科	69.6%	46.7%	20.3%	73.5%	79.2%	22.1%	0.7%
一汽解放	57.5%	310.9%	53.8%	334.5%	572.9%	510.7%	8.4%
中国重汽	151.9%	50.4%	61.6%	138.8%	68.2%	-28.8%	-1.3%
东风汽车	91.9%	1.6%	1.3%	14.6%	20.6%	-33.7%	-6.2%
福田汽车	72.0%	23.0%	30.0%	66.0%	51.0%	-34.8%	14.4%
隆盛科技	140.1%	42.2%	59.3%	45.0%	50.9%	1.8%	79.4%
艾可蓝	58.5%	19.6%	49.7%	-4.3%	41.0%	-9.1%	27.1%

资料来源: wind, 华西证券研究所

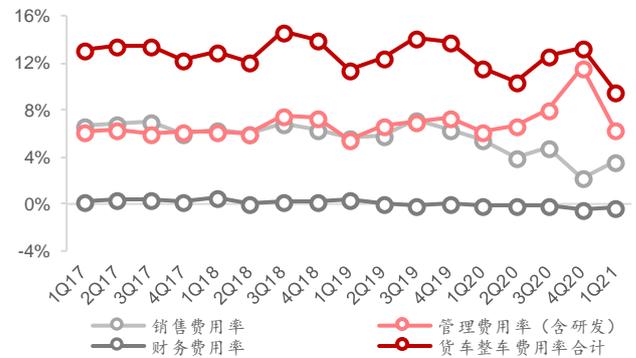
货车板块毛利率有所下降，期间费用率 2020 略有上升 1Q21 回落。2020 年 9 家样本企业毛利率为 14.6%，同比-3.7pp，1Q21 毛利率为 13.6%，同比-2.7pp，受厂商争夺市场份额压低价格和原材料价格上涨影响。重卡企业中，潍柴动力毛利率高于样本水平，2020、1Q21 毛利率分别为 19.3%、19.2%。柴油机及零部件企业如隆盛科技、艾可蓝毛利率高于整车水平。8 家样本企业期间费用率总体平稳，2020 费用率 8.5%，同比+0.4pp，主要是管理费用的增加。1Q21 期间费用率同比-1.4pp，为 7.5%。

图 34 货车企业毛利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 35 货车企业期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 16 货车企业毛利率 (%)

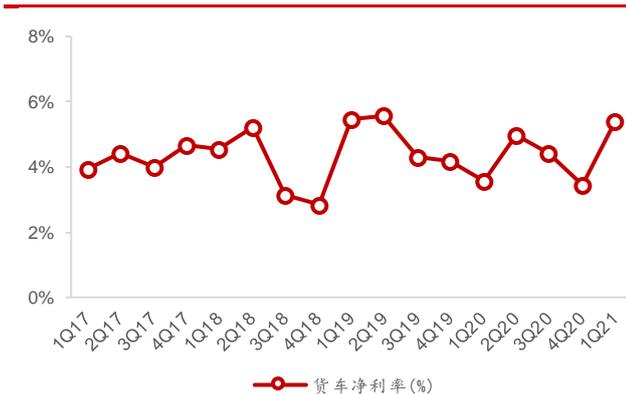
公司名称	1Q21	2020	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20	2019
合计	13.6%	14.6%	13.2%	14.9%	14.3%	16.3%	18.4%
潍柴动力	19.2%	19.3%	18.8%	19.3%	17.6%	22.4%	21.8%
江铃汽车	16.0%	16.9%	19.1%	15.8%	16.0%	15.2%	15.9%
威孚高科	18.0%	19.1%	22.7%	18.1%	17.2%	18.8%	24.1%
一汽解放	7.7%	9.2%	-3.5%	10.9%	11.9%	10.8%	18.7%
中国重汽	8.9%	9.5%	6.9%	10.2%	10.3%	11.6%	10.5%
东风汽车	11.9%	14.2%	17.1%	13.7%	13.9%	10.4%	12.0%
福田汽车	10.8%	12.0%	12.2%	11.3%	12.2%	12.2%	14.0%
隆盛科技	25.2%	26.6%	26.1%	27.6%	26.9%	25.7%	28.5%
艾可蓝	28.6%	35.9%	34.8%	36.7%	38.2%	33.6%	36.0%

资料来源: wind, 华西证券研究所

货车板块净利率受期间费用率影响, 2020 降低但 1Q21 回升。2020 净利率为 4.2%, 同比-0.7pp。4Q20 样本企业净利率较低, 同期企业期间费用率较高。1Q21 企业管理费用率降低, 企业净利率回升至 5.4%, 同比+1.8pp。2020 江铃汽车、一汽解放和隆盛科技净利率增长相对较大, 分别为+1.2pp/+2.2pp/+1.9pp, 潍柴动力、威孚高科净利率同比下降, 分别为-1.1pp/-4.3pp。1Q21 东风汽车和福田汽车净利率环比增幅较大, 分别为+2.8pp/+2.1pp, 威孚高科、艾可蓝净利率环比-3.0pp/-2.2pp。

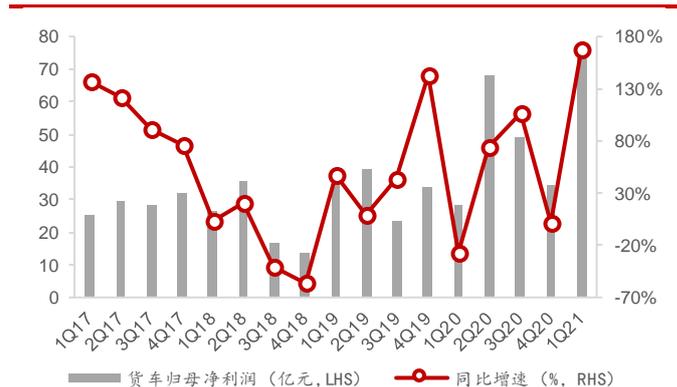
净利润 2020 逆势增长, 1Q21 创新高。2020 年 9 家样本企业合计实现归母净利润 179.7 亿元, 同比+32.5%, 相比去年同期增加 44.1 亿元。增量主要贡献来自一汽解放, 一汽解放 2020 归母净利润为 26.7 亿元, 同比+4,962.9%, 贡献增量 26.2 亿元。2020 江铃汽车归母净利润同比增幅在样本企业中仅次于一汽解放, 为+272.6%。福田汽车归母净利润 2020 有所下降, 为 1.5 亿元, 同比-19.3%。1Q21 归母净利润 75.7 亿元, 同比+167.5%, 创单季新高, 受益于新基建、治超趋严、排放升级。

图 36 货车企业净利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 37 货车企业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 17 货车企业归母净利润同比增速(%)

公司名称	1Q21	2020	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20	2019	4Q19
合计	167.5%	32.5%	1.3%	106.7%	73.4%	-27.1%	46.2%	142.1%
潍柴动力	62.0%	1.1%	2.7%	37.0%	-3.0%	-20.3%	5.2%	-22.9%
江铃汽车	299.5%	272.6%	2,048.2%	52.6%	310.4%	176.1%	61.0%	92.2%
威孚高科	56.7%	22.3%	0.2%	92.3%	36.8%	-20.2%	-5.3%	59.0%
一汽解放	879.5%	4,962.9%	-93.5%	281.4%	6,908.0%	373.5%	-74.1%	368.0%
中国重汽	129.6%	53.7%	41.0%	223.8%	41.3%	-15.5%	35.2%	133.0%
东风汽车	1,087.9%	25.1%	-42.7%	128.4%	147.3%	-123.8%	-20.1%	-21.2%
福田汽车	225.3%	-19.3%	-92.6%	1,168.6%	180.7%	-468.8%	105.4%	96.5%
隆盛科技	735.3%	78.7%	141.5%	93.2%	41.0%	-31.1%	684.9%	385.1%
艾可蓝	42.8%	21.3%	57.1%	0.5%	72.0%	-25.0%	163.0%	-19.0%

资料来源: wind, 华西证券研究所

表 18 货车企业净利率(%)

公司名称	1Q21	2020	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20	2019
合计	5.4%	4.2%	3.4%	4.4%	5.0%	3.6%	4.9%
潍柴动力	6.7%	5.7%	5.1%	5.7%	5.6%	6.6%	6.8%
江铃汽车	3.5%	1.7%	1.7%	1.9%	1.5%	1.5%	0.5%
威孚高科	18.9%	21.9%	18.7%	27.7%	20.7%	20.0%	26.2%
一汽解放	4.0%	2.3%	0.1%	1.7%	4.9%	0.5%	0.1%
中国重汽	4.1%	4.0%	3.9%	4.8%	3.5%	4.1%	4.0%
东风汽车	6.9%	4.0%	1.6%	5.5%	7.5%	-1.8%	3.1%
福田汽车	2.3%	0.2%	-0.8%	0.6%	2.6%	-3.3%	0.3%
隆盛科技	10.9%	9.4%	11.6%	10.3%	9.2%	2.6%	7.5%
艾可蓝	16.4%	18.5%	16.1%	19.9%	20.8%	18.2%	18.1%

资料来源: wind, 华西证券研究所

## 5. 客车：业绩承压明显 盈利亟待好转

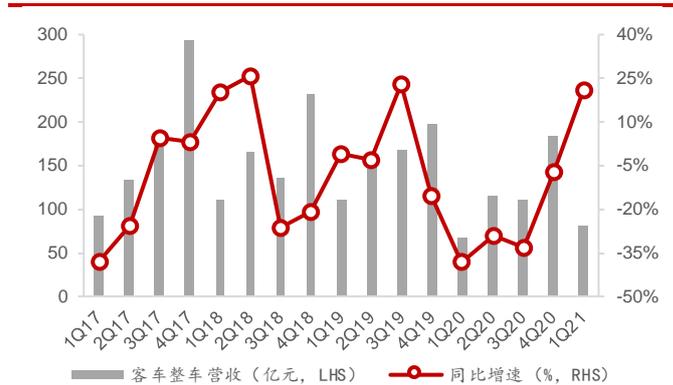
大中客销量总体低迷，2020 营收下滑，1Q21 同比有所增加。2020 年 6 家样本客车整车企业合计实现营收 478.3 亿元，同比-24.8%，1Q21 实现营收 82.1 亿元，同比+21.3%。销量下滑是导致客车企业营收下滑的主要原因，近两年客车销量表现持续低迷，根据中汽协数据，2020 大中客销量 10.5 万辆，同比-21.8%，1Q21 销量 1.6 万辆，同比+28.7%。分企业来看，2020 曙光股份营收实现同比+7.2%，\*ST 安凯同比下滑较小，中通客车、宇通客车、亚星客车、金龙汽车营收同比下降较大。1Q21 \*ST 安凯、宇通客车、曙光股份、金龙汽车营收同比大幅增长，分别为+41.3%/+29.2%/+58.5%/+32.8%，亚星客车营收同比+5.0%，中通客车营收下滑幅度较大，同比-36.7%。

图 38 大中客销量及同比增速（万辆，%）



资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 39 客车企业营收及同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

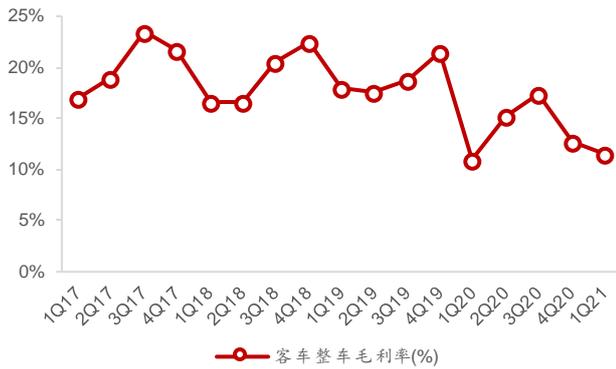
表 19 客车整车企业营收同比增速（%）

公司名称	1Q21	2020	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20	2019
合计	21.3%	-24.8%	-6.9%	-33.2%	-29.0%	-38.4%	-1.5%
*ST 安凯	41.3%	-3.4%	133.6%	-36.2%	-33.4%	-68.3%	7.3%
中通客车	-36.7%	-34.6%	-39.7%	-41.3%	-33.1%	-21.8%	10.9%
宇通客车	29.2%	-28.8%	-15.9%	-28.2%	-37.3%	-42.0%	-4.0%
亚星客车	5.0%	-30.6%	-26.5%	-46.6%	-22.0%	-26.4%	10.2%
曙光股份	58.5%	7.2%	210.4%	-45.9%	-7.7%	-42.7%	-16.1%
金龙汽车	32.8%	-22.0%	-13.5%	-34.4%	-15.3%	-31.7%	-2.2%

资料来源：wind，华西证券研究所

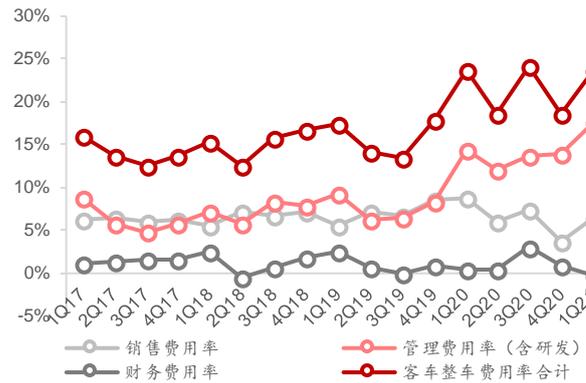
客车板块毛利率持续下降，期间费用率按季波动整体上升。近三年样本客车企业毛利率呈现季节性变化规律，4Q 毛利率高于 1Q。2020 年 6 家样本企业毛利率为 14.2%，同比-5.0pp；宇通汽车、亚星汽车、曙光股份同比下滑较大，分别为-6.9pp/-8.1pp/-8.8pp。1Q21 6 家样本企业毛利率为 11.6%，同比+0.6pp，环比-1.4pp；其中\*ST 安凯、亚星客车、金龙股份毛利率同比+2.5pp/+8.0pp/+6.9pp，营收体量最大的宇通客车毛利率为 14.4%，同比-1.6pp。6 家样本企业 2020 年期间费用率同比-3.3pp 至 14.2%，1Q21 期间费用同比+0.1pp 至 23.8%。

图 40 客车企业毛利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 41 客车企业期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 20 客车整车企业毛利率 (%)

公司名称	1Q21	2020	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20	2019
合计	11.6%	14.2%	12.8%	17.4%	15.1%	11.0%	19.2%
*ST 安凯	4.9%	12.6%	17.7%	8.8%	4.4%	2.4%	16.1%
中通客车	9.9%	14.6%	12.5%	13.6%	17.4%	14.3%	15.6%
宇通客车	14.4%	17.5%	14.4%	21.4%	18.5%	16.0%	24.3%
亚星客车	11.6%	9.4%	6.2%	7.9%	15.2%	3.7%	17.5%
曙光股份	1.2%	1.1%	-8.1%	8.3%	11.9%	10.5%	9.9%
金龙汽车	11.5%	12.4%	14.5%	14.4%	12.0%	4.5%	13.8%

资料来源: wind, 华西证券研究所

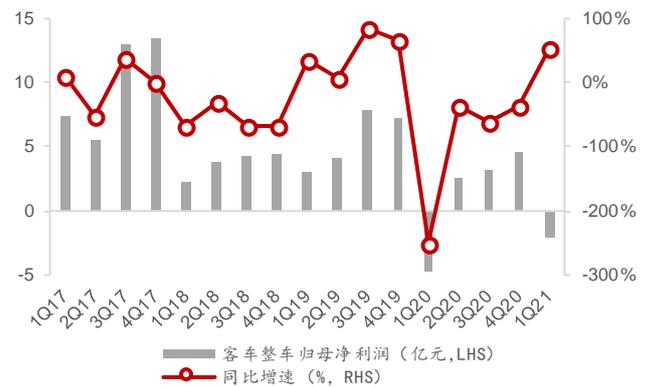
**2020 客车企业盈利下滑。**2020 年 6 家样本企业净利率为 1.3%，同比-2.4pp，主要受疫情影响。1Q21 6 家样本企业净利率为-2.6%，同比+5.5pp。2020 年 6 家样本企业合计实现归母净利润 5.7 亿元，同比-74.8%，明显下滑；其中\*ST 安凯、曙光股份归母净利润逆势增长，同比分别+196.2%/+17.7%；宇通客车归母净利润 5.2 亿元，占到整个样本企业归母净利润的 90.8%；亚星客车归母净利润大幅下滑，同比-1234.4%。1Q21 年 6 家样本企业合计实现归母净利润-2.1 亿元，同比+54.5%；其中\*ST 安凯、亚星客车、金龙汽车同比增加较多；中通客车和曙光股份归母净利润同比明显下滑，分别为-1,129.6%/-109.0%，下滑与疫情关联不大，主要原因是新能源客车提前消费导致需求饱和，以及政府对新能源客车补贴退坡。

图 42 客车企业净利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 43 客车企业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 21 客车整车企业归母净利润同比增速 (%)

公司名称	1Q21	2020	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20	2019
合计	54.5%	-74.8%	-37.7%	-59.9%	-36.4%	-249.5%	51.1%
*ST 安凯	56.3%	196.2%	-64.7%	223.5%	-101.1%	-329.0%	103.8%
中通客车	-1,129.6%	-28.9%	155.4%	-128.2%	-53.4%	5.5%	-9.6%
宇通客车	22.7%	-73.4%	-41.6%	-85.4%	-44.6%	-146.1%	-15.7%
亚星客车	103.1%	-1,234.4%	-8,603.9%	-1,856.3%	-127.6%	-3,368.1%	6.7%
曙光股份	-109.0%	17.7%	-37.7%	-1,646.5%	164.5%	24.1%	136.4%
金龙汽车	101.5%	-82.4%	128.9%	-48.0%	-83.8%	-2,817.1%	14.2%

资料来源: wind, 华西证券研究所

表 22 客车整车企业净利率 (%)

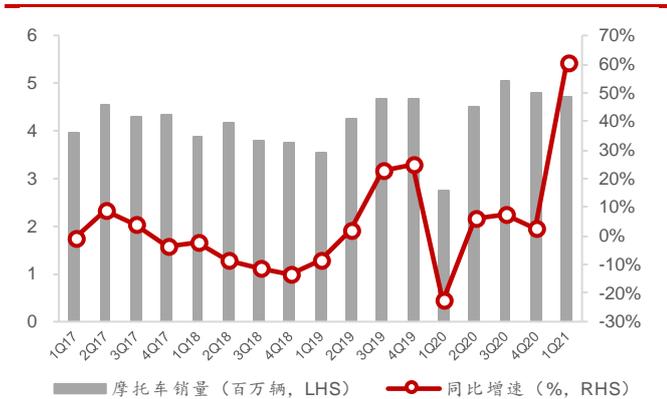
公司名称	1Q21	2020	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20	2019
合计	-2.6%	1.3%	3.1%	3.0%	2.0%	-7.9%	3.7%
*ST 安凯	-6.3%	3.1%	-8.0%	55.8%	-1.0%	-17.8%	1.4%
中通客车	-6.0%	0.5%	1.1%	-0.7%	1.0%	0.4%	0.5%
宇通客车	-3.0%	2.4%	4.3%	1.7%	4.4%	-5.1%	6.4%
亚星客车	0.4%	-8.4%	-12.8%	-11.7%	-0.2%	-15.3%	0.5%
曙光股份	-8.4%	2.3%	6.8%	-9.6%	8.3%	-6.3%	2.1%
金龙汽车	0.2%	0.4%	6.3%	0.9%	-0.7%	-14.0%	1.3%

资料来源: wind, 华西证券研究所

## 6. 摩托车：供给创造需求 中大排量高景气延续

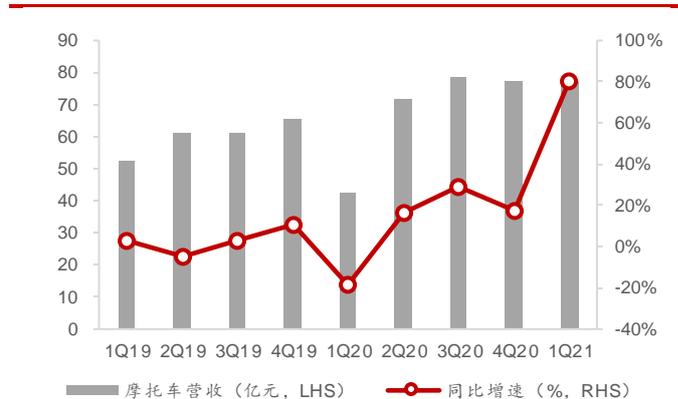
摩托车销量企稳回升，中大排量持续高景气。1Q20 受疫情影响，摩托车行业销量锐减至 272.71 万辆，自 2Q20 起伴随疫情逐步受控，市场需求持续回暖，3Q20 实现 504.78 万辆销量，创 2017 年来最高水平。4Q20-1Q21 受摩托车行业传统淡季影响，销量环比略有下滑，但仍显著高于往年同期。受益于消费升级趋势释放及优质供给增加，中大排量摩托车（250cc 以上）市场表现尤为亮眼，2020 年全年实现销量 20.32 万辆，同比+14.7%，1Q21 景气度进一步向上，实现销量 5.18 万辆，同比+109.1%。从 5 家样本摩托车企业营收来看，变化趋势基本同销量趋势一致，21Q1 营收同比+80.6%，环比不降反增主因春风动力四轮车出口表现强势。

图 44 摩托车销量及同比增速（百万辆，%）



资料来源：中汽协, 华西证券研究所

图 45 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

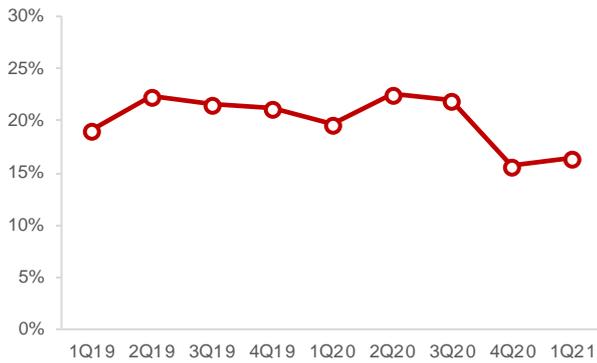
表 23 摩托车企业营收同比增速（%）

公司名称	1Q21	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20	4Q19	3Q19	2Q19	1Q19
合计	80.56%	17.74%	28.89%	16.39%	-18.55%	10.99%	3.06%	-4.68%	2.79%
钱江摩托	72.10%	9.10%	12.21%	-1.37%	-40.53%	86.33%	43.93%	-12.20%	15.25%
林海股份	55.75%	17.44%	24.50%	0.20%	-22.04%	-10.15%	14.02%	19.60%	20.84%
春风动力	150.64%	62.21%	80.27%	12.36%	3.21%	24.86%	13.00%	34.93%	40.31%
隆鑫通用	82.82%	-3.16%	14.11%	7.12%	-29.45%	-3.40%	-6.04%	-6.04%	-4.45%
宗申动力	60.16%	39.98%	40.91%	51.09%	5.83%	14.51%	-3.78%	-17.28%	-4.94%

资料来源：wind, 华西证券研究所

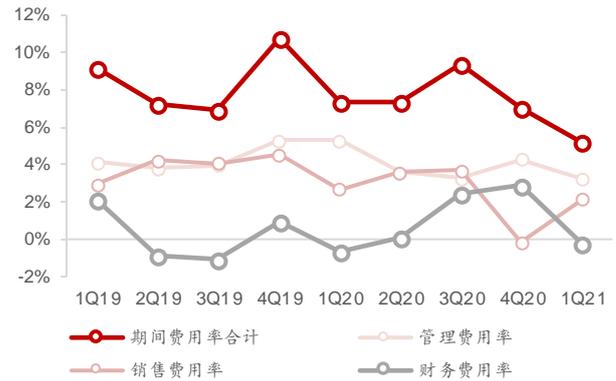
受会计准则调整影响，4Q20 起毛利率下滑。1Q19-1Q20 样本摩托车企业毛利率水平基本保持稳定，维持 20% 左右。2Q20-3Q20 毛利率提升至约 22%，主因产品结构改善，利润水平更高的中大排量摩托车占比提升，4Q20-1Q21 整体毛利率下降主因会计准则调整，运输费用及关税重分类至营业成本。分企业来看，中大排量摩托车销量占比更高的春风动力及钱江摩托毛利水平相对更高，会计准则调整前毛利率在 30% 以上，调整后仍维持 20% 以上，其他企业则相对较低。

图 46 摩托车企业毛利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 47 摩托车企业期间费用率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

表 24 摩托车企业毛利率 (%)

公司名称	1Q21	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20	4Q19	3Q19	2Q19	1Q19
合计	16.37%	15.71%	21.97%	22.57%	19.62%	21.19%	21.68%	22.28%	19.12%
钱江摩托	24.97%	23.74%	31.12%	30.23%	25.46%	21.14%	26.73%	27.07%	15.87%
林海股份	11.14%	9.76%	10.24%	9.26%	10.67%	13.87%	10.98%	9.13%	8.60%
春风动力	22.53%	21.49%	32.33%	33.35%	32.56%	35.89%	30.17%	32.87%	28.62%
隆鑫通用	13.78%	12.93%	18.15%	19.05%	16.58%	20.11%	19.34%	18.28%	19.41%
宗申动力	12.27%	12.87%	16.76%	18.69%	15.90%	16.08%	19.06%	19.89%	17.69%

资料来源: wind, 华西证券研究所

**4Q20 美元汇率下行拉低净利, 1Q21 基本修复。** 净利方面, 样本企业 4Q20 出现较大程度下滑, 主要系受人民币兑美元汇率持续下行影响, 由 2020 年四季度初的 6.85 一路走低至 2020 年年底的 6.52, 而上述企业海外营收占比均占较大比例。1Q21 样本企业净利率提升至 5.2%, 基本恢复正常水平。分企业来看, 钱江摩托 1Q21 净利率-0.6%, 主要系受子公司钱江锂电影响, 2021 年 1 月钱江锂电被法院裁定重整, 公司丧失控制权而不再纳入合并范围, 前期坏账准备、投资减值损失大额转回, 但后续拖累将逐步消除。

**看好 2021 年中大排量摩托车 30%以上增长。** 对于整个摩托车行业, 我们认为短期核心看点仍为中大排量摩托车的快速增长, 进入 2021 年各大车企加速新品投放, 优质供给的增加将进一步撬动需求, 2021 年全年看好中大排量摩托车 30%以上增长, 品牌力突出、动力总成技术领先、整车设计能力强、渠道布局完善的头部自主、合资品牌有望最为受益; 对于本田国产, 我们认为对自主品牌短期影响有限, 主因两者间技术、售价及客户群体仍不在一个层面, 本田主要对标品牌仍为雅马哈、川崎、宝马等外资。

## 7. 汽车销售及服务：经销商承压 智能化高增

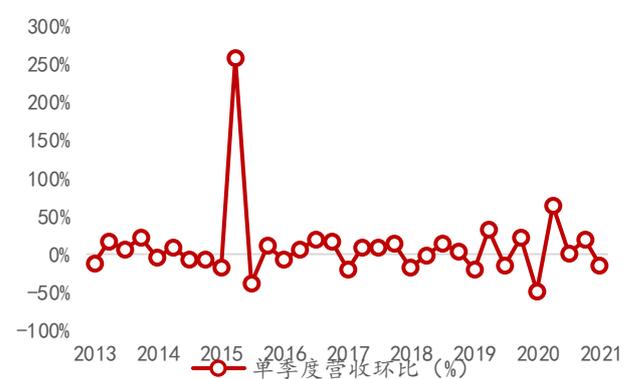
汽车服务板块 2020 营收降幅收窄，1Q21 营收同比大幅增长，有所好转。2020 营收同比-8.2%，净利润同比-22.1%，毛利率同比-0.6pp，期间费用率同比+0.5pp；1Q21 营收同比+68.1%，净利润同比+825.5%，主要由 1Q20 疫情影响净利润为负值导致，毛利率同比-1.0pp，期间费用率同比-3.2pp。2020 9 家样本企业中，五洋停车、中国汽研、道通科技营收同比正增长，分别为+26.3%/+24.1%/+32.0%。1Q21 国机汽车、中国汽研、广汇汽车、道通科技营收同比大幅增加，分别为+85.7%/+70.8%/+64.9%/+62.1%；安车检测营收增速较小，同比+0.7%。

图 48 汽车服务板块单季度营收同比 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

图 49 汽车服务板块单季度营收环比 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

表 25 汽车服务企业营收同比增速 (%)

公司	1Q21	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20
合计	68.1%	2.7%	3.5%	-12.7%	-29.2%
五洋停车	13.7%	50.0%	12.4%	41.9%	-15.9%
安车检测	0.7%	-27.3%	24.3%	1.7%	-13.3%
兆丰股份	8.5%	-32.5%	-42.6%	8.1%	31.6%
阿尔特	38.2%	63.9%	-30.9%	-35.2%	-15.7%
东箭科技	55.8%	-	-	-	-
广汇汽车	64.9%	4.0%	1.6%	-6.8%	-31.4%
国机汽车	85.7%	-3.1%	7.7%	-33.7%	-27.2%
中国汽研	70.8%	-3.7%	40.3%	80.4%	-1.9%
道通科技	62.1%	41.8%	55.7%	10.2%	13.4%

资料来源：wind，华西证券研究所

表 26 汽车服务企业营收环比增速 (%)

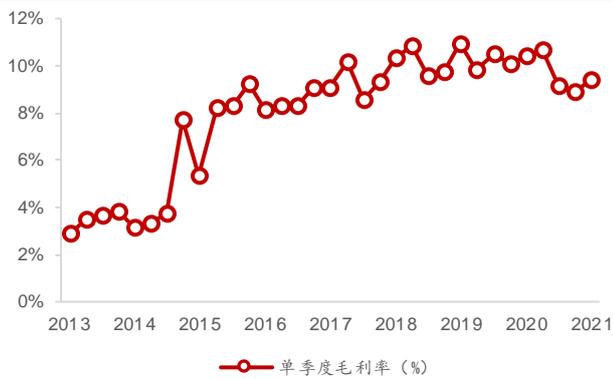
公司	1Q21	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20
合计	-15.8%	20.3%	1.6%	63.2%	-48.5%
五洋停车	-62.7%	73.8%	-19.7%	118.4%	-50.8%
安车检测	-58.6%	0.3%	-12.1%	175.9%	-70.1%
兆丰股份	11.6%	25.9%	-27.1%	6.0%	-30.7%
阿尔特	-40.4%	129.2%	-22.1%	29.9%	-29.3%
东箭科技	-	-	-100.0%	52.5%	-

广汇汽车	-15.9%	19.2%	4.1%	58.1%	-47.0%
国机汽车	-14.9%	22.5%	-1.3%	80.7%	-55.6%
中国汽研	-18.2%	20.8%	-19.0%	113.5%	-53.9%
道通科技	-10.0%	5.4%	51.8%	12.6%	-21.3%

资料来源: wind, 华西证券研究所

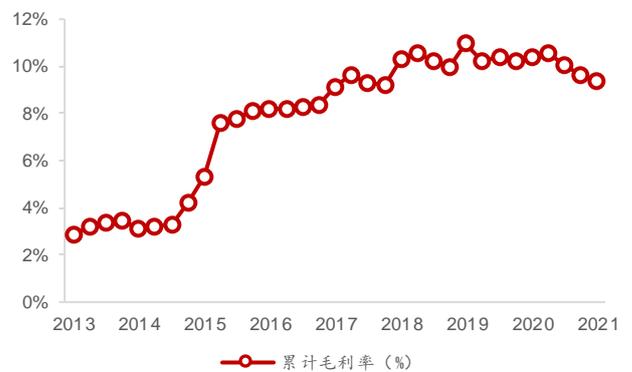
汽车服务板块 2020 毛利率下滑, 1Q21 环比略有改善。1H20 毛利率有所改善, 2H20 毛利率同环比均下滑, 2020 毛利率 9.7%, 同比-0.6pp; 其中兆丰股份毛利率同比-3.0%。1Q21 毛利率 9.4%, 同比-1.0pp, 环比+0.5pp; 其中安车检测增加明显, 同比+11.7%; 兆丰股份下滑较多, 同比-10.0%; 阿尔特环比+8.8%, 中国汽研环比-10.6%。

图 50 汽车服务板块单季毛利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 51 汽车服务板块累计毛利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

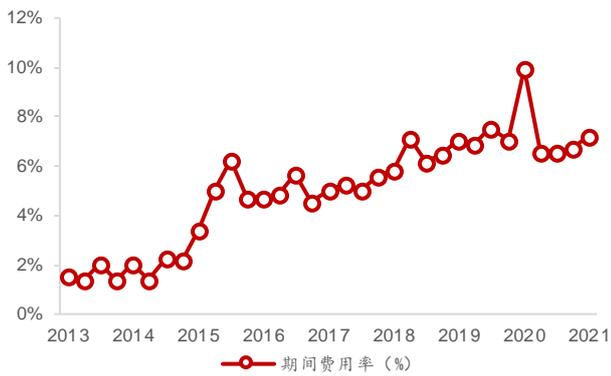
表 27 汽车服务企业毛利率 (%)

公司	1Q21	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20
合计	9.4%	8.9%	9.2%	10.7%	10.4%
五洋停车	34.1%	27.2%	33.4%	35.2%	35.4%
安车检测	50.7%	44.2%	42.8%	42.4%	39.0%
兆丰股份	34.8%	39.6%	47.8%	46.9%	44.8%
阿尔特	41.2%	32.4%	38.1%	28.1%	39.4%
东箭科技	34.7%	-	-	46.6%	34.4%
广汇汽车	8.8%	6.3%	8.5%	9.8%	9.1%
国机汽车	5.8%	11.7%	5.6%	7.8%	8.3%
中国汽研	28.2%	38.9%	31.6%	22.6%	29.4%
道通科技	62.2%	64.8%	65.1%	63.8%	62.6%

资料来源: wind, 华西证券研究所

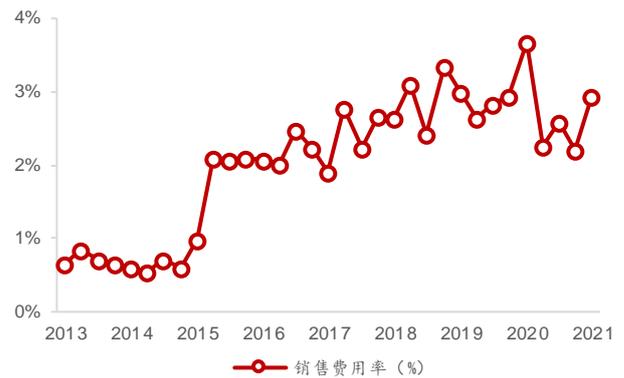
汽车服务板块期间费用率基本持平, 略有增加。1Q20 期间费用率 7.2%, 同比-2.7pp, 环比+0.5pp。2Q20、3Q20、4Q20 期间费用率相对 1Q20 明显减少, 并低于 2019 同期水平; 1Q21 期间费用率与上期相当。管研费用率 2020 同比+0.7pp, 1Q21 同比与上期相当, 环比略有下降。销售费用率 2020 同比-0.3pp; 1Q21 同比-0.1pp, 环比+0.7pp。财务费用率同比基本持平。

图 52 汽车服务板块单季期间费用率 (%)



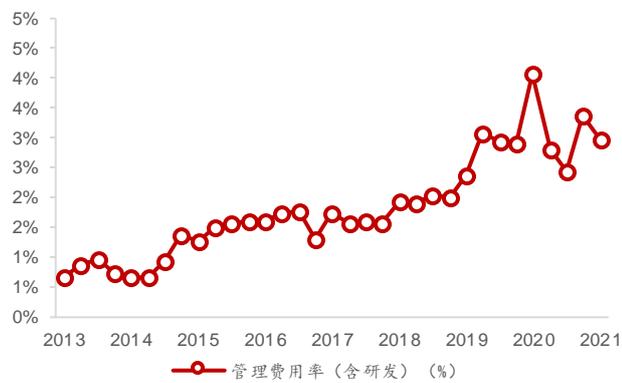
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 53 汽车零部件板块单季销售费用率 (%)



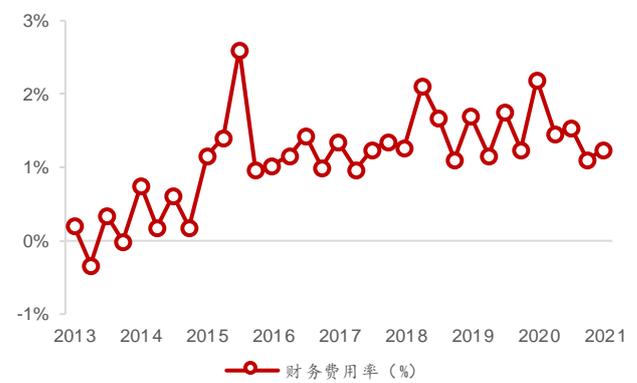
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 54 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 55 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

表 28 汽车服务企业期间费用率 (%)

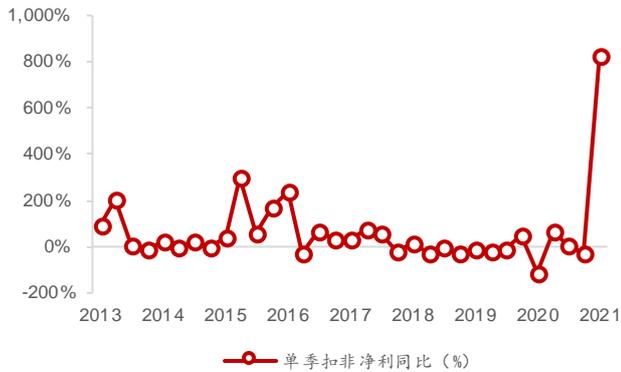
公司	1Q21	4Q20	3Q20	2Q20	1Q20
合计	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
五洋停车	28.9%	28.9%	28.9%	28.9%	28.9%
安车检测	51.9%	51.9%	51.9%	51.9%	51.9%
兆丰股份	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%
阿尔特	27.3%	27.3%	27.3%	27.3%	27.3%
东箭科技	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
广汇汽车	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
国机汽车	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
中国汽车研	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%
道通科技	56.8%	56.8%	56.8%	56.8%	56.8%

资料来源: wind, 华西证券研究所

汽车服务板块 2020 净利润同比略有下滑, 1Q21 同比大幅增加。1Q20 扣非净利润同比下降 112.0%, 环比下降 30.5%, 主要受疫情影响。2Q20 同环比大幅增加, 因

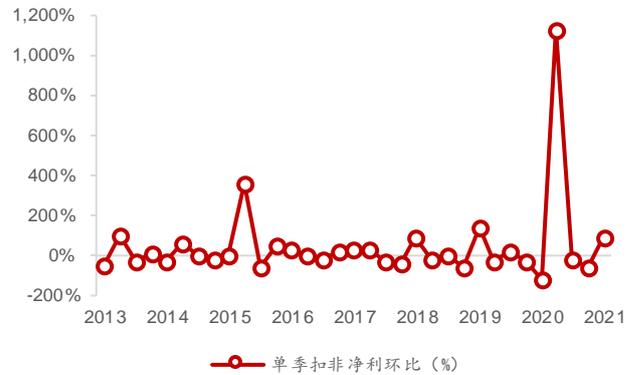
疫情受控市场需求得到释放。1Q21 扣非净利润同比大幅提升，受 1Q20 低基数和市场改善影响。

图 56 汽车服务板块单季扣非净利同比 (%)



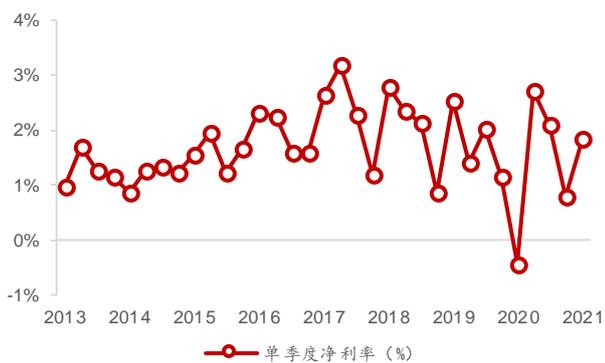
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 57 汽车服务板块单季扣非净利环比 (%)



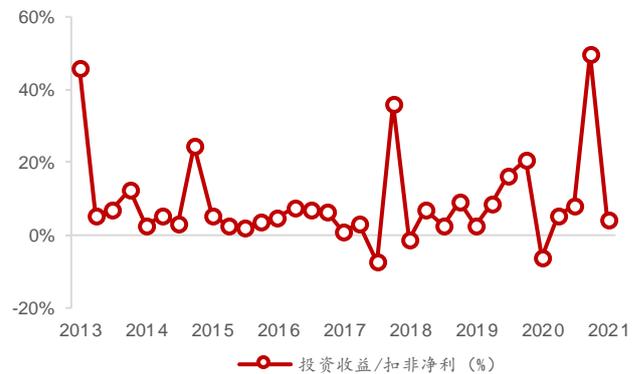
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 58 汽车服务板块单季净利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 59 汽车服务板块单季投资收益/扣非净利 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

## 8. 投资建议

根据 2020 年报和 2021 一季报的经营情况，乘用车行业顺周期趋势明确，整车及产业链业绩随销量回暖呈现逐季修复态势，但缺芯及原材料价格上涨的影响渐显，预计 2021Q2 板块业绩将承压，2021Q3 起有望迎来边际改善。我们认为缺芯及原材料价格上涨仅为短期扰动因素，目前全球终端需求较为强劲，叠加电动智能化变革不断加速，适度调整后或迎来布局良机。重卡处于周期高点，客车盈利能力亟待好转，智能化为汽车销售及服务贡献增量。中大排量摩托车供给创造需求，高景气有望延续。

**乘用车：**行业周期向上，自主车企布局高端电动智能引领品牌向上，短期驱动业绩修复和估值提升，中长期将于变革中崛起。推荐【吉利 H、长城、长安】，建议关注【广汽 A+H、上汽】。

**电动智能：**上半场电动化趋势已定，下半场智能化竞争开启。传统车企积极转型，新造车、科技互联网巨头加速入局促发展。建议关注：

- ✓ **增量部件：**新机孕育新格局和高成长。**a.**动力电池、电驱动系统、热管理等具备高技术壁垒，推荐【比亚迪、拓普、银轮、华域】，受益标的【宁德时代（电新组覆盖）、三花】；**b.**铝电池盒、车身结构件等轻量化显著受益，推荐【敏实、华域、爱柯迪、文灿】；**c.**自动驾驶：摄像头、毫米波雷达、激光雷达等传感器及芯片、域控制器需求增加，执行层线控制动、转向等逐步渗透，推荐【德赛西威\*、伯特利】，受益标的【耐世特】；**d.**智能座舱：天幕玻璃、HUD、车载娱乐、智能内饰灯等产品渗透率提升，推荐【福耀、德赛西威\*、科博达、星宇】，受益标的【华阳集团】（德赛西威、福耀分别与计算机组、建材组联合覆盖）。
- ✓ **传统部件：**看好快速响应能力与成本优势明显的公司。**a.**内饰件、底盘件、轮胎等技术壁垒较低，具备性价比和快速响应能力的自主供应商将实现从中国到全球，从单品到总成，量价齐升，推荐【新泉、拓普、玲珑、文灿】；**b.**底盘电子、车灯等产品迭代升级，具备创新能力的自主供应商将加速国产替代，推荐【伯特利、星宇】；**c.**小而美的隐形冠军：专注小件制造，盈利能力和经营效率双高，份额提升和全球化并行，推荐【新坐标、豪能、爱柯迪】。

**重卡：**物流重卡需求维持稳健，工程重卡销量贡献弹性，2021 全年有望达 140 万辆。推荐【潍柴、重汽、威孚】。国六排放标准已逐步进入落地阶段，推荐【银轮、威孚、潍柴、隆盛】。

**摩托车：**中大排量摩托代表消费升级方向，市场潜力巨大。得益于市场快速扩容及优质供给，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、钱江、宗申】，受益标的【隆鑫】。

表 29 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			
			21/05/06	2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
整车	600104.SH	上汽集团	2.19	1.75	2.47	2.83	9.1	11.4	8.1	7.0	0.9	0.9	0.8	0.7	2.19
	0175.HK	吉利汽车	1.09	0.67	1.34	1.99	17.6	28.7	14.3	9.7	3.2	3.0	2.6	2.2	1.09
	2238.HK	广汽集团	0.65	0.58	0.81	0.96	10.2	11.4	8.2	6.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.65
	601238.SH	广汽集团	0.65	0.82	1.00	1.15	16.8	13.3	10.9	9.5	1.4	1.3	1.1	1.0	0.65
	002594.SZ	比亚迪	0.56	1.48	2.13	2.58	257.1	97.3	67.6	55.8	6.9	7.2	6.5	5.8	0.56
	601633.SH	长城汽车	0.49	0.58	1.15	1.50	63.8	53.9	27.2	20.8	5.2	5.0	4.1	3.4	0.49
	000625.SZ	长安汽车	-0.49	0.61	0.99	1.11	-34.1	27.4	16.9	15.1	2.1	1.9	1.7	1.5	-0.49
零部件	600741.SH	华域汽车	2.05	1.91	2.08	2.23	12.6	13.6	12.4	11.6	1.7	1.5	1.3	1.2	2.05
	002126.SZ	银轮股份	0.40	0.52	0.66	0.82	25.3	19.4	15.3	12.3	2.1	2.0	1.9	1.7	0.40
	600660.SH	福耀玻璃	1.16	1.04	1.61	1.96	41.8	46.6	30.1	24.7	5.7	5.6	4.7	3.9	1.16
	601799.SH	星宇股份	2.86	4.20	5.00	6.13	63.0	42.9	36.1	29.4	10.2	7.8	6.1	4.8	2.86
	300258.SZ	精锻科技	0.43	0.41	0.56	0.74	24.8	26.0	19.1	14.4	2.1	2.0	1.9	1.7	0.43
	601689.SH	拓普集团	0.41	0.57	1.19	1.71	80.4	57.9	27.7	19.3	4.7	4.3	3.7	3.1	0.41
	600933.SH	爱柯迪	0.51	0.50	0.64	0.78	26.0	26.5	20.7	17.0	2.8	2.6	2.3	2.1	0.51
	601966.SH	玲珑轮胎	1.27	1.50	1.81	2.06	42.1	35.6	29.5	25.9	6.3	5.6	4.9	4.3	1.27
	603179.SH	新泉股份	0.50	0.70	1.23	1.97	56.9	40.6	23.1	14.4	4.0	3.0	2.7	2.3	0.50
	600699.SH	均胜电子	0.69	0.45	0.85	1.05	23.3	35.8	18.9	15.3	1.6	1.5	1.3	1.1	0.69
	603786.SH	科博达	1.19	1.29	1.69	2.15	60.7	56.0	42.8	33.6	8.9	7.5	6.0	4.7	1.19
	002920.SZ	德赛西威	0.53	0.92	1.26	1.70	188.8	108.8	79.4	58.9	13.1	11.6	10.2	8.7	0.53
	603788.SH	宁波高发	0.80	0.89	1.15	1.39	17.7	15.9	12.3	10.2	1.7	1.7	1.6	1.6	0.80
	603997.SH	继峰股份	0.29	-0.25	0.50	0.64	28.6	-33.2	16.6	13.0	1.9	2.0	1.8	1.5	0.29
	0425.HK	敏实集团	1.47	1.20	1.56	1.90	20.8	25.5	19.6	16.1	2.5	2.1	2.1	1.9	1.47
	603596.SH	伯特利	0.98	1.13	1.46	1.93	29.5	25.6	19.8	15.0	5.3	4.3	3.5	2.9	0.98
	603040.SH	新坐标	1.26	1.50	2.17	2.89	21.2	17.8	12.3	9.2	3.5	2.8	2.2	1.7	1.26
	603730.SH	岱美股份	1.56	1.48	1.71	1.95	14.1	14.8	12.8	11.3	2.4	2.0	1.7	1.5	1.56
	300695.SZ	兆丰股份	3.21	3.46	3.78	4.40	16.0	14.8	13.6	11.7	1.8	1.6	1.4	1.2	3.21
	603809.SH	豪能股份	0.56	0.88	1.12	1.36	33.5	21.3	16.8	13.8	2.6	2.3	2.0	1.8	0.56
600480.SH	凌云股份	-0.09	0.28	0.43	0.62	-110.1	35.4	23.0	16.0	1.6	1.6	1.5	1.3	-0.09	
603348.SH	文灿股份	0.27	0.32	1.55	1.97	91.5	77.2	15.9	12.5	2.6	1.7	1.2	0.9	0.27	
客车	600066.SH	宇通客车	0.89	1.72	2.25	2.97	34.9	18.1	13.8	10.5	4.1	3.3	2.7	2.1	0.89
后市场	600297.SH	广汇汽车	0.88	1.04	1.23	1.43	15.1	12.8	10.8	9.3	1.7	1.6	1.6	1.5	0.88
	601965.SH	中国汽研	0.32	0.19	0.39	0.49	9.3	15.6	7.6	6.0	0.8	0.8	0.7	0.7	0.32
	300572.SZ	安车检测	0.47	0.56	0.68	0.83	34.6	29.0	23.9	19.6	3.4	3.1	3.0	2.7	0.47
重卡	000951.SZ	中国重汽	0.97	1.34	1.83	2.48	33.8	24.5	17.9	13.2	7.5	5.7	4.4	3.3	0.97
	000338.SZ	潍柴动力	1.82	2.82	3.11	3.36	17.4	11.2	10.2	9.4	3.0	2.5	2.1	1.8	1.82
	000581.SZ	威孚高科	1.15	1.21	1.31	1.42	14.9	14.2	13.1	12.1	3.0	2.7	2.4	2.1	1.15
	300680.SZ	隆盛科技	2.25	2.38	2.55	2.70	10.6	10.0	9.3	8.8	1.4	1.3	1.2	1.1	2.25
其他	603129.SH	春风动力	0.21	0.40	0.67	1.03	118.8	62.4	37.2	24.2	6.6	5.9	5.0	4.1	0.21
	000913.SZ	钱江摩托	1.35	2.57	4.34	5.62	104.5	54.9	32.5	25.1	18.2	14.7	11.0	8.4	1.35
	001696.SZ	宗申动力	0.50	0.53	1.12	1.52	38.8	36.6	17.3	12.8	3.3	2.9	2.7	2.4	0.50

资料来源: Wind, 华西证券研究所 (注: 福耀和建材组联合覆盖, 德赛与计算机组联合覆盖, 安车检测和机械组联合覆盖)

## 9. 风险提示

- ✓ 缺芯影响超预期；
- ✓ 原材料价格上涨超预期；
- ✓ 终端需求低于预期；
- ✓ 电动智能进程不及预期；
- ✓ 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。