

汽车

报告原因：年报&一季报综述

2020 年报&2021 年一季报综述

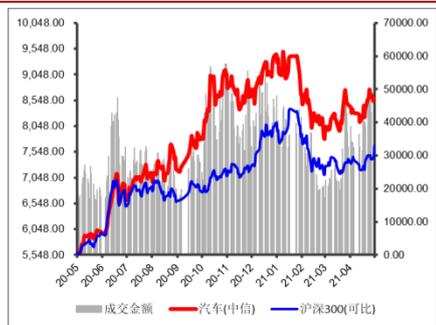
市场整体回暖，板块业绩分化

看好

2020 年 5 月 26 日

行业研究/投资策略

汽车行业近一年市场表现



分析师：

张 湃

执业登记编码：S0760519110002

电话：0351-8686797

邮箱：zhangpai@sxzq.com

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电 话：010-83496304

邮 箱：lizhaoqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

市场环境：2020 年，受疫情因素影响，国内及全球经济出现深幅调整，汽车市场面临较大下行压力，随着国内疫情防控形势好转，国内车市整体恢复，特别是下半年以来，受益国内经济恢复，叠加促销政策刺激，国内车市持续向好。全年汽车年产量同比分别-1.89%、-2.05%；2021Q1，汽车产销量同比分别+82.86%、+76.79%。

乘用车：2020 年，多数乘用车板块上市公司产销同比下降，板块营收、归母净利润、利润率均同比下降，研发费用持续增加，库存压力加大。2021Q1 乘用车累计产销量均实现大幅增长，利润率整体修复，但较 2019Q1 仍有差距，营收、归母净利润同比 2019Q1 实现增长，板块平均资产负债率回落。

卡车：2020 年及 2021Q1，政策因素叠加需求支撑，卡车产销维持高位运行。2020 年，板块及子公司营收同比正增长，且增速同比扩大，利润率、费用率同比下降，负债结构较为良好。2021Q1，营收、归母净利润同比 2020Q1、2019Q1 均大幅增长，库存压力大幅上升，多项盈利指标显著下滑，但毛利率较 2019Q1 提升 0.03pct，净利率、平均资产负债率回升。

客车：2020 年，客车产销量同比分别-4.92%、-3.63%，盈利能力下降，营收、归母净利润、毛利率、净利率同比均下降，但降幅收窄，负债、存货情况整体改善。2021Q1，营收同比增长，归母净利润同比大幅下降，利润率及库存同比均显著改善，但与 2019 年相比表现仍然较弱。

汽车零部件：2020 年，板块营收、归母净利润同比均增长，其中营收增速同比收窄，归母净利润增速同比提升，板块毛利率、净利率同比分别-0.47pct、+0.37pct，期间费用率同比下降。2021Q1，板块营收、归母净利润同比 2020Q1、2019Q1 均增长，利润率同比提升、期间费用率同比下降，盈利能力整体改善。

投资建议：短期来看，虽然受芯片危机及原材料价格因素影响，行业面临一定下行压力，但是目前宏观形势逐渐稳定，汽车出口市场整体回暖，叠加新车型投放速度加快，以及政策驱动，有望助力购车需求稳步释放，后续汽车行业稳中向好的态势有望延续。长期来看，汽车行业仍有增长空间，但产销增速中枢下移、产业竞争加剧，汽车行业整体向智能化、网联化、电动化、共享化转型的长期趋势不变。建议关注 3 条主线：1) 业绩稳定增长、市占率持续提升的大市值白马股；2) 技术持续提升、结构不断优化、产品单车价值量提升空间较大，有望实现海外替代的优质零部件供应商；3) 聚焦汽车电动化、智能化、网联化、共享化新兴产业，从 MEB 等优质产业链入手，自上而下寻找优质标的。建议关注长城汽车、星宇股份、宁德时代、恩捷股份、上汽集团、广汽集团、潍柴动力。

风险提示：国内经济增长恢复低于预期；汽车销量不及预期；上游原材料价格大幅波动；行业政策大幅调整。



目录

1.市场环境	6
2.业绩分析：市场整体回暖，板块业绩分化	9
2.1 样本说明	9
2.2 整体业绩概况：业绩整体修复，资产规模扩大	9
2.3 乘用车：产销整体回暖，业绩分化显著	11
2.4 卡车：需求支撑产销释放，板块业绩整体改善	16
2.5 客车：客车产销改善，利润端整体承压	20
2.6 汽车零部件：板块业绩回暖，盈利能力显著改善	24
3.投资建议	25
4.风险提示	26

图表目录

图 1：汽车年产销情况（万辆，%）	6
图 2：汽车月度产销情况（万辆，%）	6
图 3：经销商库存预警指数	6
图 4：汽车产业景气指数(ACI):先行合成指数	6
图 5：汽车行业年度营收情况（亿元，%）	10
图 6：汽车行业单季度营收情况（亿元，%）	10
图 7：汽车行业年度归母净利润情况（亿元，%）	10
图 8：汽车行业单季度归母净利润情况（亿元，%）	10
图 9：汽车行业年度利润率情况	10
图 10：汽车行业单季度利润率情况	10
图 11：部分乘用车上市公司年产量情况（万辆，%）	12
图 12：部分乘用车上市公司年销量情况（万辆，%）	12

图 13: 部分乘用车上市公司库存情况 (万辆)	12
图 14: 部分板块上市公司 2020 年设计产能 (万辆)	12
图 15: 乘用车月产销情况 (万辆, %)	12
图 16: 乘用车板块年度营收情况 (亿元, %)	13
图 17: 乘用车板块单季度营收情况 (亿元, %)	13
图 18: 乘用车板块年度归母净利润情况 (亿元, %)	13
图 19: 乘用车板块单季度归母净利润情况 (亿元, %)	13
图 20: 乘用车板块年度利润率情况	14
图 21: 乘用车板块单季度利润率情况	14
图 22: 乘用车板块平均 ROA/ROE/ROIC (%)	15
图 23: 乘用车板块费用率 (%)	15
图 24: 乘用车板块上市公司研发费用情况 (亿元)	15
图 25: 卡车月产销情况 (万辆, %)	16
图 26: 卡车板块年度营收情况 (亿元, %)	17
图 27: 卡车板块季度营收情况 (亿元, %)	17
图 28: 卡车板块年度归母净利润情况 (亿元, %)	17
图 29: 卡车板块季度归母净利润情况 (亿元, %)	17
图 30: 卡车板块年度利润率情况	18
图 31: 卡车板块季度利润率情况	18
图 32: 卡车板块平均 ROA/ROE/ROIC (%)	19
图 33: 卡车板块费用率情况 (%)	19
图 34: 卡车板块平均资产负债率 (%)	19
图 35: 卡车板块存货情况 (% , 天)	19

图 36: 客车月产销情况 (万辆, %)	20
图 37: 客车板块年度营收情况 (亿元, %)	21
图 38: 客车板块季度营收情况 (亿元, %)	21
图 39: 客车板块年度归母净利润情况 (亿元, %)	21
图 40: 客车板块季度归母净利润情况 (亿元, %)	21
图 41: 客车板块年度毛利率情况	22
图 42: 板块季度毛利率情况	22
图 43: 客车板块平均 ROA/ROE/ROIC (%)	22
图 44: 客车板块费用率 (%)	22
图 45: 客车板块平均资产负债率 (%)	23
图 46: 客车板块存货情况	23
图 47: 汽车零部件板块年度营收情况	24
图 48: 汽车零部件板块单季度营收情况	24
图 49: 汽车零部件板块年度归母净利润情况	24
图 50: 汽车零部件板块单季度归母净利润情况	24
图 51: 汽车零部件板块年度利润率 (%)	25
图 52: 汽车零部件板块季度利润率 (%)	25
图 53: 汽车零部件板块年度费用率 (%)	25
图 54: 汽车零部件板块季度费用率 (%)	25
表 1: 车企规划战略	7
表 2: 报告选取样本标的	9
表 3: 汽车行业子板块年度业绩概况 (亿元, %)	11
表 4: 汽车行业及其子板块单季度业绩概况 (亿元, %)	11



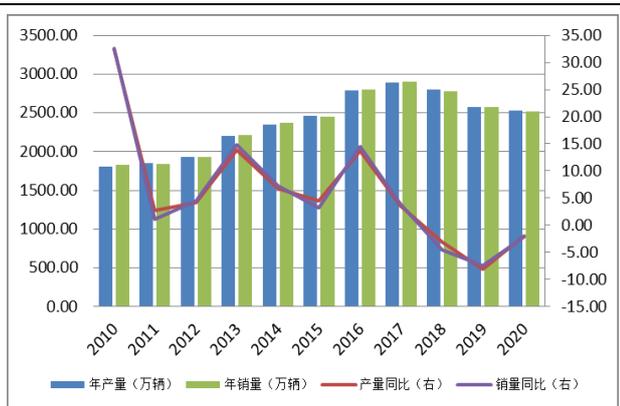
表 5：2019 年&2021Q1 乘用车板块主要上市公司营业收入&归母净利润（亿元）	14
表 6：2020&2021Q1 乘用车板块主要上市公司部分盈利指标	15
表 7：2020&2021Q1 乘用车板块重点上市公司负债&存货情况	16
表 8：2020 年&2021Q1 卡车板块主要上市公司营业收入&归母净利润（亿元）	18
表 9：2020&2021Q1 卡车板块主要上市公司部分盈利指标	19
表 10：2020&2021Q1 卡车板块重点上市公司负债&存货情况	20
表 11：2020 年&2021Q1 客车板块主要上市公司营业收入&归母净利润（亿元）	21
表 12：2020&2021Q1 客车板块主要上市公司部分盈利指标（%）	23
表 13：2020&2021Q1 客车板块重点上市公司负债&存货情况	23

1.市场环境

2020年：疫情加大行业下行压力，下半年情况好转。2020年，受疫情因素影响，国内及全球经济出现深幅调整，汽车市场面临较大下行压力，但是随着国内疫情防控形势好转，国内车市整体恢复。特别是下半年以来，受益国内经济形势稳步恢复，以及促销费政策刺激，国内车市持续向好，产销、库存均显著好转。2020年，汽车年产量分别为2526.76万辆、2517.13万辆，同比分别下降1.89%、2.05%，同比降幅分别较2019年收窄6.26pct、5.39pct。

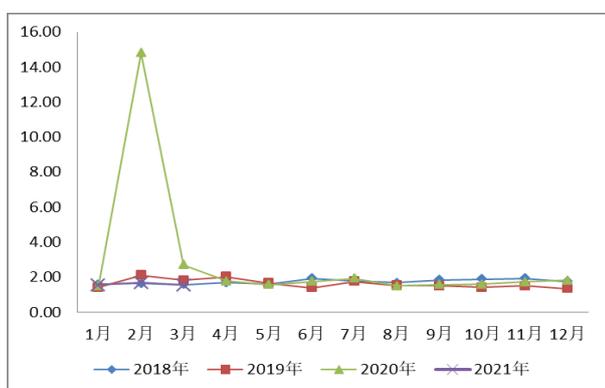
2021Q1：汽车市场需求稳步恢复，产销大幅下滑。2021年一季度，我国经济形势持续稳步恢复，各地区各部门统筹疫情防控和经济社会发展成效持续显现，消费市场整体活跃，汽车市场需求稳步恢复，汽车月产销量持续同比正增长，且累计产销量超过2019年同期水平，行业景气度显著回升。然而，一是芯片供应问题对企业生产产生一定程度负面影响，二是原材料价格上涨加大企业生产压力，行业仍然面临一定下行压力。2021Q1，汽车产销量分别为635.24万辆、648.37万辆，同比分别增长82.86%、76.79%，较2019年同期分别增长0.31%、1.80%。

图1：汽车年产销情况（万辆，%）



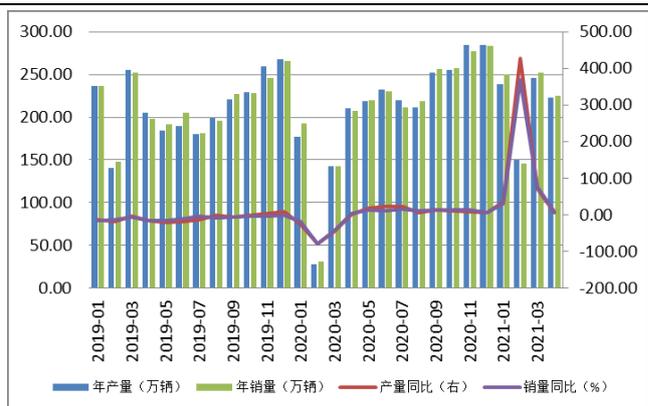
数据来源：中汽协，wind，山西证券研究所

图3：经销商库存预警指数



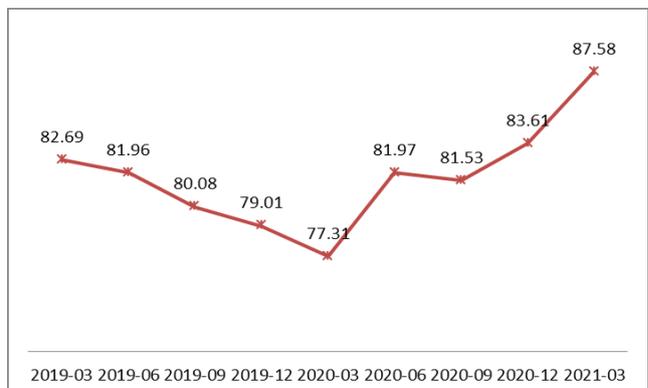
数据来源：wind，山西证券研究所

图2：汽车月度产销情况（万辆，%）



数据来源：中汽协，wind，山西证券研究所

图4：汽车产业景气指数(ACI):先行合成指数



数据来源：wind，山西证券研究所

展望各个车企未来的战略规划：一是汽车行业整体电动化、智能化、网联化、共享化的发展趋势仍然延续；二是中国作为全球最大的汽车市场，随着市场总量不断扩大，国内整车企业继续由“大”做“强”，全球化布局和零部件逐步实现海外替代是国内企业的重要发展趋势之一；三是技术成为各车企市场博弈的重要一环，加大产业链关键节点的研发投入是企业及产业持续发展的重要环节；四是多元化布局、全产业链覆盖成为汽车行业主流趋势，由传统链式结构向多元化结构转变成为汽车产业的发展方向。

表 1：车企规划战略

车企	公司规划
安凯客车	引进德国凯斯鲍尔技术，进行技术合作，经过消化吸收再创新，形成自主掌握的客车全承载，底盘全桁架核心技术。
中通客车	专注于客车领域关键技术的自主研发，积极打造高效创新生态，推动公司整车产品实现电动化、智能化、安全、可靠、节能、舒适、环保；与国内知名高校和科研院所建立产学研合作关系，集中优势资源做研发，提升公司技术水平和创新能力。
宇通客车	从“制造型+销售产品”企业向“制造服务型+解决方案”进行转型；持续推进客车领域关键技术的自主研发，逐步掌握电动化、智能化、网联化、安全、节能、舒适、环保等技术并持续领先。
亚星客车	与高校开展产学研合作，通过高校的技术移植，有效的增强产品核心竞争力；建立并完善质量管理体系、售后服务网络，提高生产工艺水平、进行信息化建设；在营销、生产质量、财务、技术、降本等方面做好管理。
曙光股份	持续推动营销模式创新；坚持研发创新驱动。
金杯汽车	保持并提升领先的零部件产品研发能力、先进的制造工艺、较强的成本控制能力、一定的品牌知名度。
金龙汽车	与领先机构和厂商广泛开展合作共建，形成有效的协同创新体系；不断提升供应链的资源整合能力、创新集成能力、零部件自制能力；依据产品细分，实施多元立体销售渠道布局；一步步扩大全球的销售渠道网络，逐步向国际客车主流厂商稳步迈进。
潍柴动力	以整车、整机为龙头，以动力系统为核心技术支撑，成为全球领先、受人尊敬、可持续发展的智能化工业装备跨国集团；致力于打造最具品质、核心技术和成本三大核心竞争力的产品。
江铃汽车	制定数字化转型战略；完成布局智能网联产业赛道；推进跨行业生态圈构建。
中国重汽	不断优化产品结构；加快智能网联（新能源）重卡建设；不断提升管理及营销能力。
东风汽车	长期重视技术研发投入，持续加强在产品研发方面的投入力度；通过与外方合资伙伴的多方面深度合作，强化品牌、提升业绩；持续提升商品企划研发能力；推进全价值链降本增效，提升收益。
福田汽车	强化生产、质量、营销、服务等商用车整体系统能力建设；聚焦商用车，大力发展主营业务，加快非主营业务、亏损业务和无效资产的重组和改革调整；
汉马科技	与众多高校和国外先进企业建立长期稳定合作关系，形成了以公司为主体的产、学、研一体化技术创新体系；不断提高自制核心零部件的配套能力，提升公司产品核心竞争力；积极推进产品结构优化调整，不断完善产品销售模式，拓展产品销售渠道。
长安汽车	大力发展新能源和智能汽车，致力于用科技创新引领汽车文明；聚力打造经典产品；关键能力持续提升；坚持科技创新引领；品牌实现向新向上。
一汽解放	强化创新驱动，持续开展技术升级；深推管理变革及一体化管理，加速提升体系效率和变革能力。
比亚迪	汽车业务领域，主要采用自主研发设计、整车及核心零部件一体化生产，并以自主品牌进行销售的经营模式；为客户提供垂直整合的一站式服务，产品覆盖消费电子、汽车智能系统、物联网、机器人、人工智能及新型智能产品等领域，但不生产自有品牌的整机产品；为各种消费类电子产品及新型智能产品提供全球领先的锂离子电池。
上汽集团	全力推进电动智能网联汽车技术的产业化发展，抓好电池、电驱、电控，感知、决策、执行等核心产业链建设；加快提高数据决定体验与软件定义汽车的技术能力，有序布局软件开发、大数据、人工智能、云计算、网络安全等新兴技术领域；推动公司全面向技术升级化、业务全球化、品牌高档化、体验极致化的移动出行服务与产品的

	高科技企业转型；将环保要求和规划作为企业发展的重要要素，全面纳入所属企业中长期业务发展规划和公司经营决策之中。
江淮汽车	坚持技术领先化、产品平台化、开发迭代化原则；推进安全、节能、环保、智能网联、舒适等技术研究和应用。
北汽蓝谷	不断提高电池、电机、电控等新能源汽车标志技术；在 5G 应用、智能驾驶和智能网联领域展开一系列跨界创新合作；加强研发体系、平台技术、三电核心技术、智能驾驶技术、试验验证技术的建设。
小康股份	培育形成智能增程核心技术；持续推进“工业 4.0”工厂建设；加强与行业领先公司的全方位合作。
广汽集团	具有完整的产业链和结构优化的产业布局；具有先进的制造、工艺、品质以及流程管理；持续丰富产品线和产品结构；开创自主品牌研发和生产体系的“广汽模式”；搭建新能源及智能网联技术体系；拥有连接国际的资本运营平台。
长城汽车	构建以混动、纯电和氢能并举的新能源动力模式，兼容乘用车、商用需求，构造全维度、全过程的新能源动力解决方案；在加强软件开发的同时，也会发力智能硬件，将硬、软件模块进一步整合，推动智能汽车业务快速发展；持续提升产品竞争力和品牌优势，打造成为全球认可的汽车品牌；整合全球优质资源，持续打造“柠檬”、“坦克”、“咖啡智能”三大技术品牌，形成以“自动驾驶、智能座舱、高效燃油、新能源”相互融合的技术生态；与博世、大陆、法雷奥、哈曼等世界顶级供应商建立深度合作，打造国际一流水平的供应链体系；在全球形成 12 大工艺整车生产基地和 5 个 KD 工厂，并持续推进全球生产布局；充分利用互联网、营销网络和服务体系，打通线上、线下渠道，陆续开展零接触计划、云团购、直播等活动。

资料来源：山西证券研究所根据上市公司公开报告整理

我们认为：

短期来看，一是我国经济形势总体向好，叠加我国汽车出口市场整体回暖，稳定消费者信心，刺激汽车购车需求持续释放；二是新车型投放速度加快，有望一定程度提振整车销量；三是近期政府针对促进消费以及为企业减负等方面陆续颁布了多项政策，有望刺激购车需求释放；四是上年同期受新冠肺炎疫情爆发，虽然 2020 年 4 月开始汽车产销形势随着疫情防控形势好转有望，但是上半年汽车产销基数仍然偏低；整体而言，后续汽车行业稳中向好的态势有望延续。然而，汽车行业面临芯片危机，叠加近期原材料价格上涨加大企业成本压力，行业下行压力仍存。

长期来看，一是国内汽车市场由增量市场向存量市场转化，产销同比中枢下移是长期趋势；二是汽车行业整体向智能化、网联化、电动化、共享化转型的长期趋势不变，新兴产业崛起有望带动行业空间提升。

2.业绩分析：市场整体回暖，板块业绩分化

2.1 样本说明

我们以中信行业分类中汽车行业个股为基础，删除了 1) 摩托车板块个股，2) ST 股、*ST 股，3) B 股，4) 2019 年 4 月 30 日以后上市的标的，5) 主营业务重大变更且与汽车行业不相关的标的，并根据实际情况对部分上市公司所属行业进行了调整，共统计汽车行业的 140 只个股作为样本，截止 2021 年 5 月 21 日，合计市值约 27544.97 亿元。

表 2：报告选取样本标的

行业	标的简称
专用汽车	诺力股份、中国汽研、海伦哲
汽车销售及服务	广汇汽车、大东方、国机汽车、申华控股
卡车	潍柴动力、江铃汽车、中国重汽、东风汽车、福田汽车、汉马科技、一汽解放
客车	安凯客车、中通客车、宇通客车、亚星客车、曙光股份、金杯汽车、金龙汽车
乘用车	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
汽车零部件	富奥股份、万向钱潮、威孚高科、襄阳轴承、模塑科技、中鼎股份、云内动力、宁波华翔、万丰奥威、广东鸿图、银轮股份、大为股份、奥特佳、西仪股份、天润工业、亚太股份、新朋股份、兴民智通、隆基机械、万里扬、中原内配、松芝股份、金固股份、天汽模、旷达科技、飞龙股份、南方轴承、万安科技、京威股份、浙江世宝、光洋股份、登云股份、跃岭股份、蓝黛科技、今飞凯达、钧达股份、华阳集团、德赛西威、联诚精密、双林股份、精锻科技、云意电气、鹏翎股份、富临精工、德尔股份、苏奥传感、贝斯特、奥联电子、美力科技、万通智控、雷迪克、隆盛科技、兆丰股份、威唐工业、西菱动力、越博动力、东风科技、长春一东、东安动力、凌云股份、贵航股份、福耀玻璃、交运股份、均胜电子、华域汽车、一汽富维、上柴股份、爱柯迪、渤海汽车、拓普集团、星宇股份、黎明股份、北特科技、亚普股份、威帝股份、常熟饰饰、凯众股份、新坐标、天成自控、正裕工业、华培动力、腾龙股份、科华控股、福达股份、圣龙股份、新泉股份、保隆科技、浙江仙通、日盈电子、旭升股份、华懋科技、湘油泵、迪生力、文灿股份、华达科技、金麒麟、伯特利、朗博科技、德宏股份、岱美股份、秦安股份、中马传动、常青股份、宁波高发、豪能股份、合力科技、金鸿顺、铁流股份、继峰股份

资料来源：山西证券研究所

2.2 整体业绩概况：业绩整体修复，资产规模扩大

业绩整体修复，资产规模扩大。2020 年及 2021 年一季度，疫情对行业造成较大冲击，但是随着防控形势好转，消费市场整体活跃，汽车市场需求稳步恢复，特别是 2020 年下半年以来，行业整体向好，业绩整体修复。2020 年，汽车行业整体营业收入 25087.06 亿元，同比+1.31%，增速较 2019 年+2.07pct；归母净利润 747.00 亿元，同比-3.07%，同比较 2019 年+20.19pct。2021Q1，行业营业收入 7036.59 亿元，同比+72.30%，同比 2019 年同期+21.56%，2019Q1-2021Q1 复合增长率为 10.26%；归母净利润 275.79 亿元，同比+506.28%，同比 2019 年同期+21.62%，2019Q1-2021Q1 复合增长率为 10.28%。截止 2021 年一季度末，行业总资产合

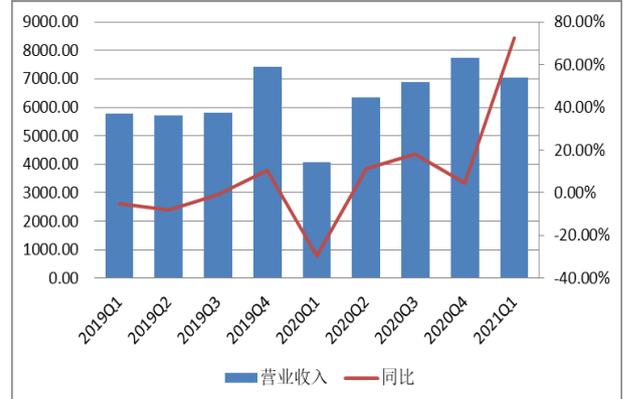
计 32777.51 亿元，较 2020 年的 32240.26 亿元增长 1.67%。

图 5：汽车行业年度营收情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：汽车行业单季度营收情况（亿元，%）



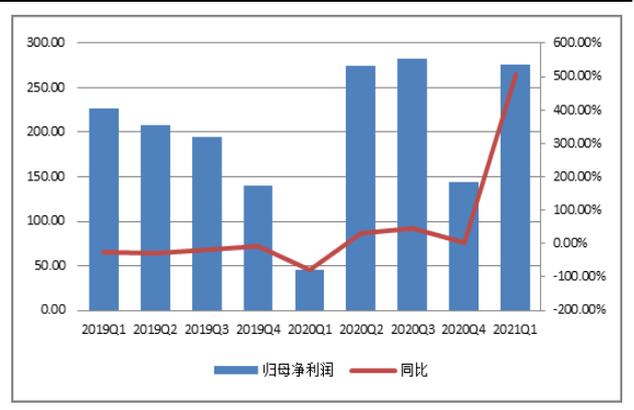
资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：汽车行业年度归母净利润情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

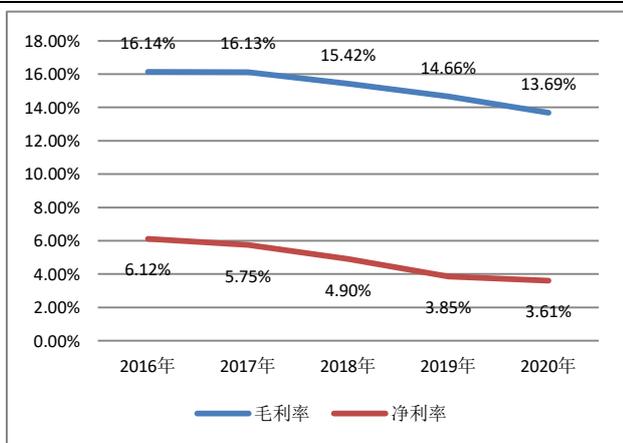
图 8：汽车行业单季度归母净利润情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

利润率逐年下降，Q1 净利率回升。2020 年，行业毛利率、净利率分别为 13.69%、3.61%，同比分别-0.97pct、-0.24pct。2021Q1，行业毛利率为 13.25%，较 2020Q1、2019Q1 分别-0.46pct、-1.64pct；净利率为 4.66%，较 2020Q1、2019Q1 分别+3.34pct、-0.13pct。

图 9：汽车行业年度利润率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 10：汽车行业单季度利润率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

表 3：汽车行业子板块年度业绩概况（亿元，%）

	营业收入		归母净利润		毛利率		净利率	
	2020 年	同比增速	2020 年	同比增速	2019 年	2020 年	2019 年	2020 年
乘用车	11926.36	-5.96%	312.49	-13.08%	13.14%	13.05%	3.65%	3.47%
卡车	4821.33	42.68%	145.27	29.63%	16.56%	12.19%	4.23%	3.55%
客车	532.90	-23.04%	1.13	-95.11%	18.67%	14.28%	3.73%	0.61%
汽车零部件	5496.17	0.04%	269.22	14.09%	18.67%	18.21%	4.99%	5.37%
汽车销售及服务	2215.00	-9.14%	15.55	-52.11%	9.41%	8.51%	1.65%	0.80%
专用汽车	95.31	25.12%	3.33	-55.84%	26.00%	26.05%	9.86%	3.67%
总计	25087.06	1.31%	747.00	-3.07%	14.66%	13.69%	3.85%	3.61%

数据来源：wind，山西证券研究所

表 4：汽车行业及其子板块单季度业绩概况（亿元，%）

	营业收入			归母净利润		
	2021Q1	同比增速	同比 2019 年同期增速	2021Q1	同比增速	同比 2019 年同期增速
乘用车	3202.35	91.41%	6.33%	107.46	20611.88%	2.61%
卡车	1606.62	73.08%	84.44%	66.43	209.61%	109.71%
客车	94.54	21.47%	-24.04%	-1.71	-63.30%	-151.58%
汽车零部件	1514.01	46.23%	19.79%	93.86	202.66%	26.34%
汽车销售及服务	594.73	69.54%	18.01%	7.81	-288.88%	-31.58%
专用汽车	24.35	30.61%	81.84%	1.95	49.95%	45.19%
总计	7036.59	72.30%	21.56%	275.79	506.28%	21.62%
	毛利率			净利率		
	2019Q1	2020Q1	2021Q1	2019Q1	2020Q1	2021Q1
乘用车	13.25%	12.43%	12.60%	4.46%	0.21%	4.25%
卡车	16.51%	12.78%	11.19%	4.64%	2.90%	4.92%
客车	17.74%	11.42%	12.23%	2.90%	-6.32%	-1.30%
汽车零部件	19.13%	18.09%	18.60%	6.67%	2.98%	6.78%
汽车销售及服务	10.32%	9.34%	8.42%	2.64%	-1.12%	1.62%
专用汽车	26.06%	23.18%	24.29%	10.16%	6.93%	7.80%
总计	14.90%	13.71%	13.25%	4.79%	1.32%	4.66%

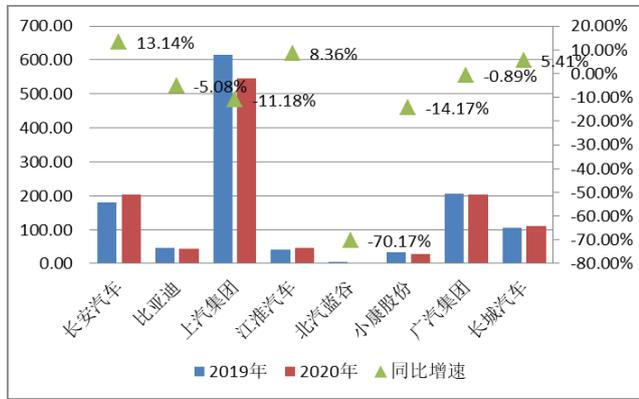
数据来源：wind，山西证券研究所

2.3 乘用车：产销整体回暖，业绩分化显著

产销整体回暖，下行压力仍存。一方面，2020 年，疫情爆发给行业带来冲击，叠加年底芯片问题和原材料价格上涨，全年产销同比下降，乘用车年度产销量分别为 1993.83 万辆、2013.61 万辆，同比分别-6.58%、-6.05%，且多数乘用车板块上市公司产销同比下降；另一方面，随着疫情防控形势好转，经济形势整体向好，叠加政策驱动，行业整体回暖，2020 年 5 月至今乘用车月产销持续同比增长，2020 年产销量同比降幅

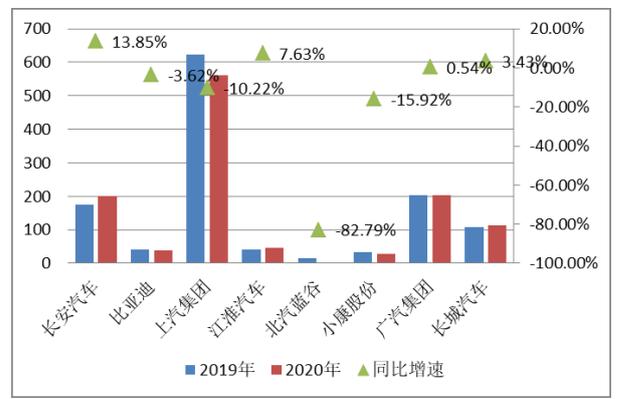
分别较 2019 年收窄 2.56pct、3.41pct，2021 年一季度，乘用车累计产销量分别为 495.48 万辆、507.50 万辆，同比分别增长 84.87%、76.63%，同比 2019 年分别-5.17%、-3.53%。

图 11：部分乘用车上市公司年产量情况（万辆，%）



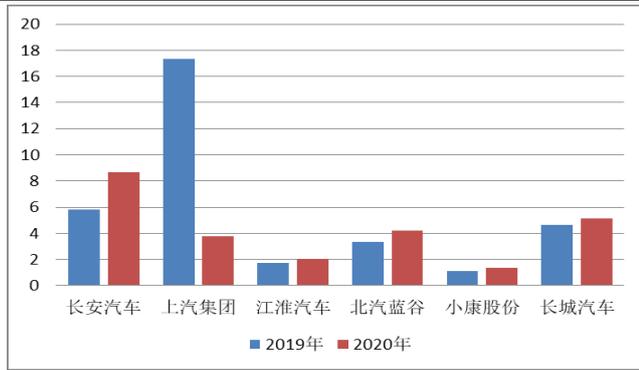
资料来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 12：部分乘用车上市公司年销量情况（万辆，%）



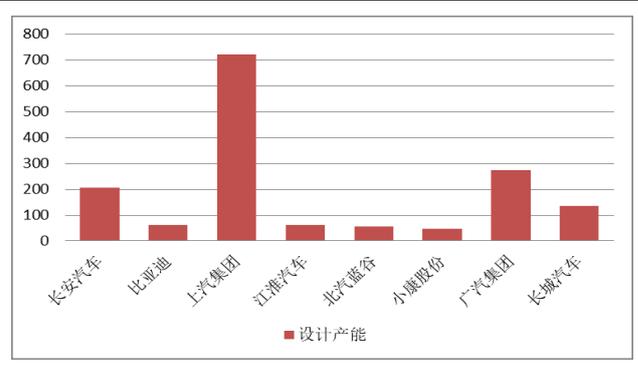
资料来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 13：部分乘用车上市公司库存情况（万辆）



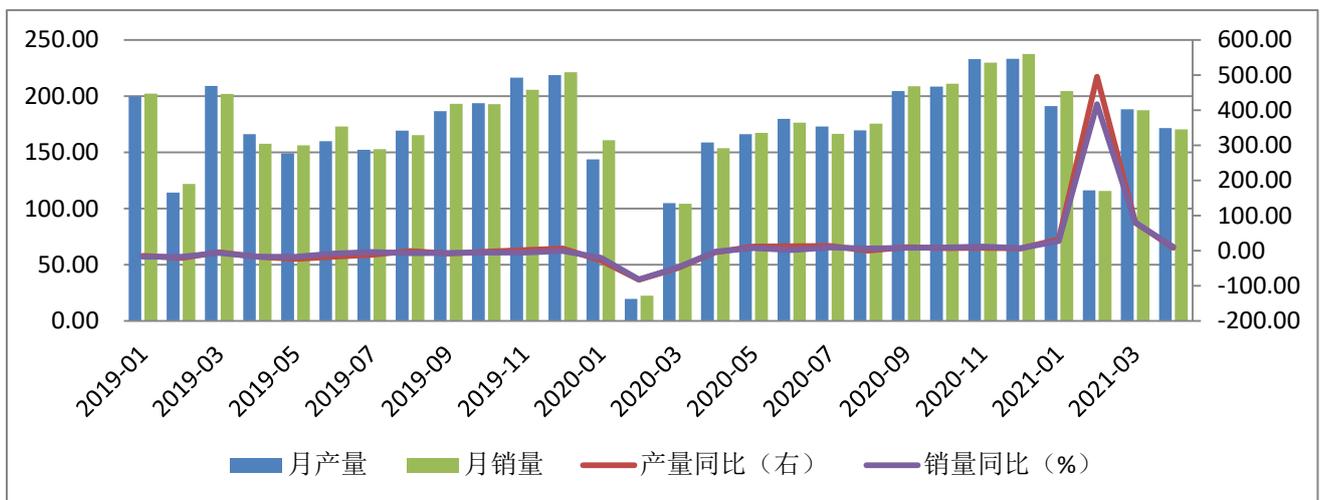
资料来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 14：部分板块上市公司 2020 年设计产能（万辆）



资料来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 15：乘用车月产销情况（万辆，%）

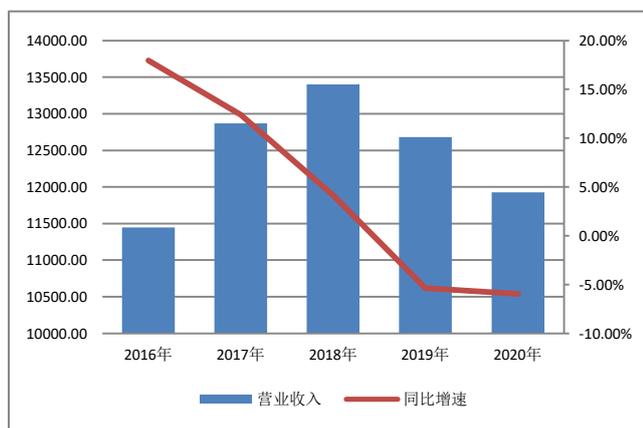


资料来源：wind，山西证券研究所

Q1 营收显著回升,大多数公司同比增长。2020年,乘用车板块合计营业收入11926.36亿元,同比-5.96%,降幅较2019年扩大0.60pct;分公司看,长安汽车、比亚迪、广汽集团、长城汽车营收同比不同程度增长,且增速同比扩大,上汽集团、江淮汽车、北汽蓝谷、小康股份营收同比下降,且降幅同比扩大。2021年一季度,乘用车板块合计营收3202.35亿元,同比+91.41%,较2019年同期+6.33%;分公司看,同比2020Q1仅北汽蓝谷营收下降,同比2019Q1长安汽车、比亚迪、广汽集团、长城汽车营收不同程度增长。

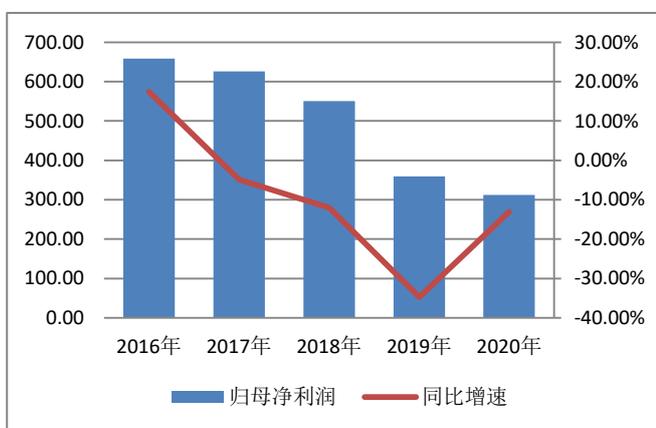
2020年归母净利润同比降幅收窄, Q1 同比大幅增长。2020年,乘用车板块合计归母净利润312.49亿元,同比-13.08%,同比降幅较2019年收窄21.63pct;分公司看,比亚迪、江淮汽车、长城汽车归母净利润同比增长,其余上市公司同比不同程度下降。2021年一季度,板块合计归母净利润107.46亿元,同比增长20611.88%,同比2019Q1增长2.61%;分公司看,同比2020Q1仅江淮汽车、长城汽车归母净利润下降,同比2019Q1江淮汽车、小康股份、长城汽车归母净利润实现正增长。

图 16: 乘用车板块年度营收情况 (亿元, %)



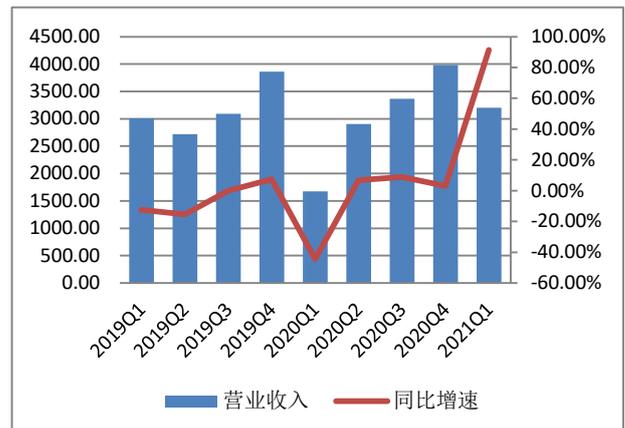
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 18: 乘用车板块年度归母净利润情况 (亿元, %)



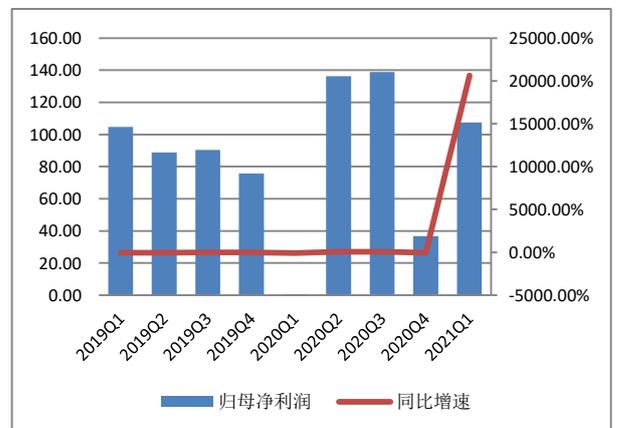
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 17: 乘用车板块单季度营收情况 (亿元, %)



数据来源: Wind, 山西证券研究所

图 19: 乘用车板块单季度归母净利润情况 (亿元, %)



数据来源: Wind, 山西证券研究所

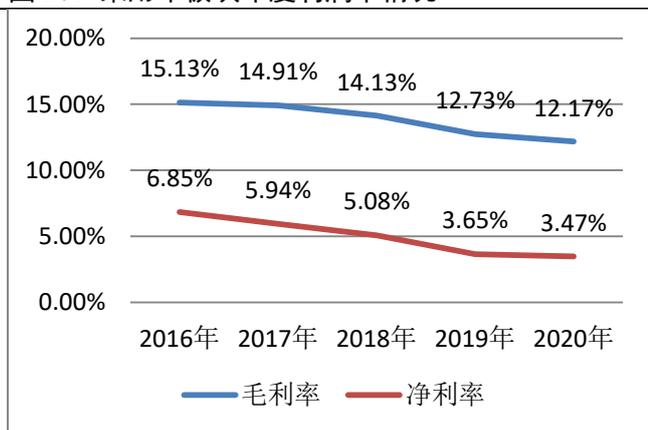
表 5：2019Q4 年&2021Q1 乘用车板块主要上市公司营业收入&归母净利润（亿元）

	2020 年				2021 年一季度					
	营业收入	同比增速	归母净利润	同比增速	营业收入	同比增速	同比 2019Q1	归母净利润	同比增速	同比 2019Q1
长安汽车	845.66	19.79%	33.24	-225.60%	320.27	176.96%	100.07%	8.54	35.26%	-140.72%
比亚迪	1,565.98	22.59%	42.34	162.27%	409.92	108.31%	35.27%	2.37	110.73%	-68.34%
上汽集团	7,230.43	-12.52%	204.31	-20.20%	1,844.10	82.13%	-5.92%	68.47	510.83%	-17.02%
江淮汽车	428.31	-9.42%	1.43	34.52%	116.80	53.43%	-20.18%	1.89	-153.13%	192.58%
北汽蓝谷	52.72	-77.65%	-64.82	-7145.36%	8.30	-50.19%	-73.45%	-8.54	98.17%	-2628.77%
小康股份	143.02	-21.12%	-17.29	-2690.76%	32.89	37.88%	-30.54%	-5.33	7.75%	552.06%
广汽集团	627.17	5.88%	59.66	-9.85%	158.90	47.60%	11.46%	23.66	1896.65%	-14.83%
长城汽车	1,033.08	8.62%	53.62	19.25%	311.17	151.31%	40.89%	16.39	-352.17%	112.01%

数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

利润率同比修复，但低于 2019Q1。2020 年，乘用车板块毛利率、净利率分别为 12.17%、3.47%，分别较 2019 年-0.56pct、-0.17pct；分公司看，比亚迪、长城汽车毛利率同比分别提升 3.08pct、0.99pct，板块其他上市公司毛利率较 2019 年不同程度下降，长安汽车、比亚迪、江淮汽车、长城汽车净利率同比分别提升 7.64pct、2.18pct、0.22pct、0.43pct，板块其他上市公司净利率较 2019 年不同程度下降。2021 年一季度，乘用车板块毛利率、净利率分别为 11.52%、4.25%，较 2020Q1 分别+0.94pct、+4.03pct，较 2019Q1 分别-1.49pct、-0.21pct，分公司看，长安汽车、长城汽车毛利率、净利率均较 2019 年同期有所提升，江淮汽车毛利率、净利率较 2019 年同期分别-1.05pct、+0.98pct，板块其他上市公司毛利率、净利率均低于 2019Q1。

图 20：乘用车板块年度利润率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 21：乘用车板块单季度利润率情况

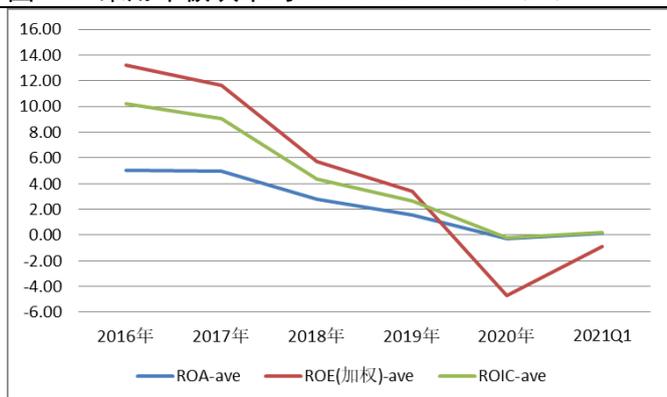


资料来源：wind，山西证券研究所

费用率分化，研发费用增加。2020 年，板块销售费用、管理费用、财务费用在营业收入中的占比分别为 4.75%、5.88%、0.49%，较 2019 年分别-1.47pct、+0.77pct、+0.21pct；2021 年一季度，销售费用、管理费用、财务费用在营业收入中的占比分别为 4.34%、5.24%、0.23%，较 2020Q1 分别-0.72pct、-2.25pct、-1.27pct，较 2019Q1 分别-1.63pct、+0.41pct、-0.24pct。其中，2020 年，乘用车板块合计研发费用 315.45 亿元，同比增长 11.92%，在营业收入的占比为 2.64%，2018-2020 年板块研发费用逐年增长，在营业收入中的占比持续

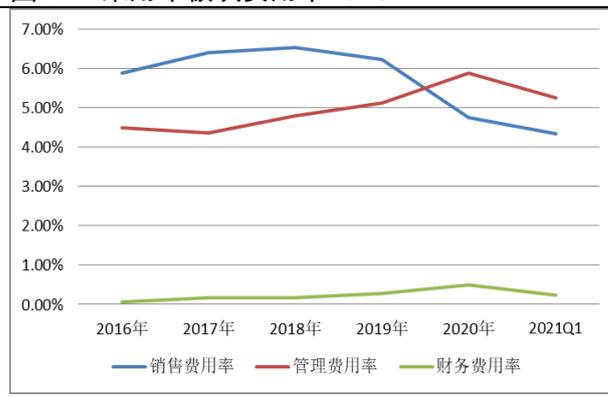
提升。

图 22：乘用车板块平均 ROA/ROE/ROIC (%)



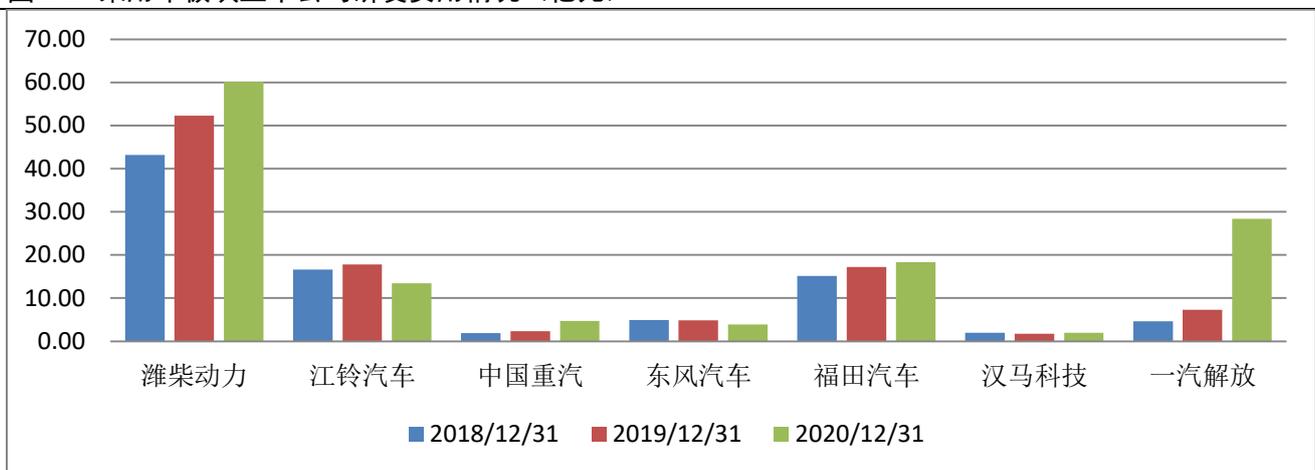
资料来源：wind，山西证券研究所

图 23：乘用车板块费用率 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 24：乘用车板块上市公司研发费用情况 (亿元)



资料来源：wind，山西证券研究所

表 6：2020&2021Q1 乘用车板块主要上市公司部分盈利指标

	2020 年					2021 年一季度				
	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率
长安汽车	14.30	3.89	4.04	8.78	-0.25	14.11	2.67	3.15	6.10	-0.33
比亚迪	19.38	3.84	3.23	7.53	2.40	12.60	1.25	3.04	5.81	1.45
上汽集团	10.76	4.04	5.13	4.74	0.07	11.09	5.17	4.87	4.61	0.00
江淮汽车	9.30	0.58	3.58	8.08	0.85	9.64	1.50	2.67	6.10	0.38
北汽蓝谷	-28.82	-122.83	19.12	32.65	15.28	-5.71	-101.71	22.93	47.78	22.80
小康股份	4.56	-15.62	5.09	12.09	1.90	2.87	-18.36	5.18	11.32	2.07
广汽集团	6.47	9.65	5.77	6.86	0.06	5.55	14.79	5.20	5.89	0.34
长城汽车	17.21	5.19	3.97	5.44	0.38	15.13	5.27	3.68	5.05	-0.32

数据来源：wind，山西证券研究所

Q1 板块平均资产负债率回落，龙头趋稳。整体看，2020 年乘用车板块平均资产负债率增长，2021Q1 有所回落，但显著高于 2020Q1、2019Q1，各公司资产负债率指标差异较大，相较而言，龙头企业受益于自身较强的议价能力，负债结构较为良好，指标波动较小。

20 年库存压力加大，21Q1 情况较同期好转。2020 年，板块平均存货周转率下降，平均存货周转天数增加；2021 年一季度，板块平均存货周转率、平均库存周转天数同比 2020 年同期均有好转，但尚未恢复 2019 年同期水平。

表 7：2020&2021Q1 乘用车板块重点上市公司负债&存货情况

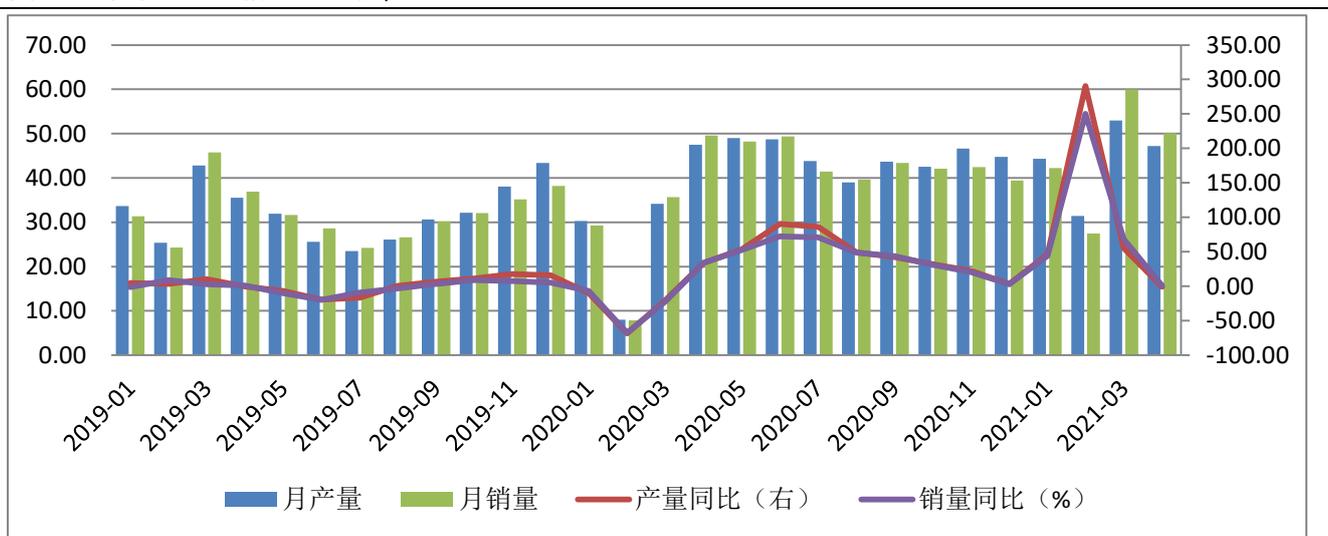
公司代码	公司简称	资产负债率 (%)		存货周转率 (%)		存货周转天数	
		2020 年	2021Q1	2020 年	2021Q1	2020 年	2021Q1
000625.SZ	长安汽车	55.77	57.09	15.51	5.44	23.20	16.53
002594.SZ	比亚迪	67.94	60.23	4.43	1.07	81.22	84.41
600104.SH	上汽集团	66.28	64.07	10.42	2.63	34.53	34.16
600418.SH	江淮汽车	66.96	70.38	16.66	4.71	21.61	19.11
600733.SH	北汽蓝谷	73.91	75.29	1.38	0.21	260.64	431.03
601127.SH	小康股份	78.61	79.40	6.46	1.53	55.69	58.80
601238.SH	广汽集团	39.32	36.78	8.66	2.19	41.58	41.13
601633.SH	长城汽车	62.77	61.27	12.45	3.27	28.91	27.54

数据来源：wind，山西证券研究所

2.4 卡车：需求支撑产销释放，板块业绩整体改善

政策+需求，产销维持高位运行。一是保有量提升换车基数，二是房地产及基建有望工程类重卡提供持续增量，三是超载治理背景下，货运总量有望持续提升，叠加单车运量下降，进一步拉升物流货车需求总量，四是重型柴油车国六排放法规将从本年 7 月 1 日期全面强制实施，卡车产销率先回暖，并持续高位运行。2020 年，卡车产销量分别为 468.31 万辆、478.03 万辆，同比分别增长 21.64%、22.96%；2021 年一季度，卡车累计产销量分别为 128.73 万辆、129.64 万辆，同比分别增长 77.66%、78.16%，较 2019 年同期分别增长 26.37%、27.89%。

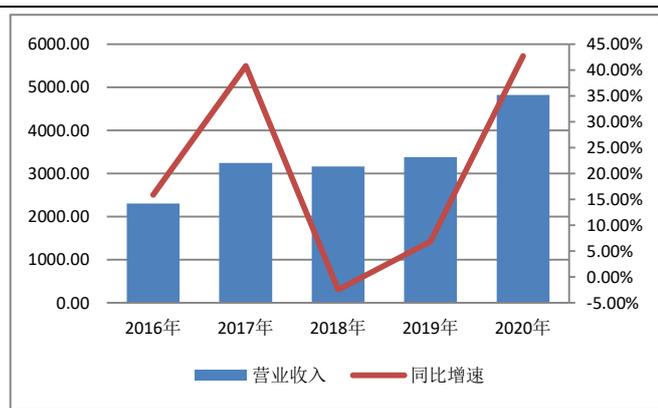
图 25：卡车月产销情况（万辆，%）



资料来源：中汽协，wind，山西证券研究所

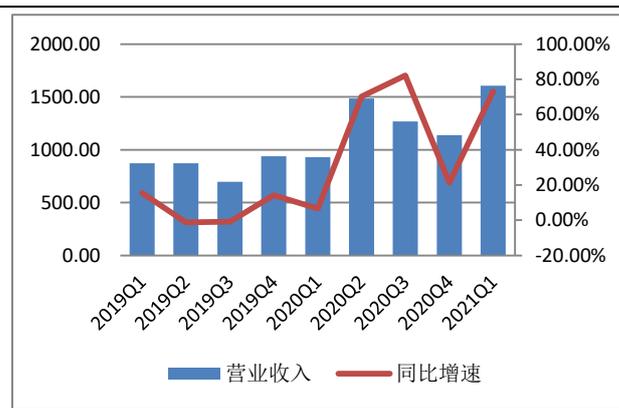
营收规模整体增长，子公司营收同比皆增。2020年，板块营业收入为4821.33亿元，同比+42.68%，增速较2019年+35.81pct，分公司看，板块上市公司均实现营收同比增长，且同比较2019年不同程度提升；2021年一季度，板块营业收入为1606.62亿元，同比2020Q1、2019Q1分别增长73.08%、84.44%，分公司看，同比2020Q1板块上市公司营收均实现较大幅度增长，同比2019Q1仅汉马科技同比下降。

图 26：卡车板块年度营收情况（亿元，%）



数据来源：wind，山西证券研究所

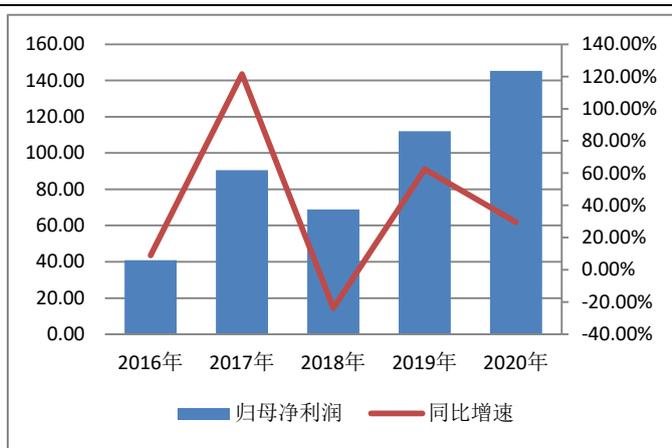
图 27：卡车板块季度营收情况（亿元，%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

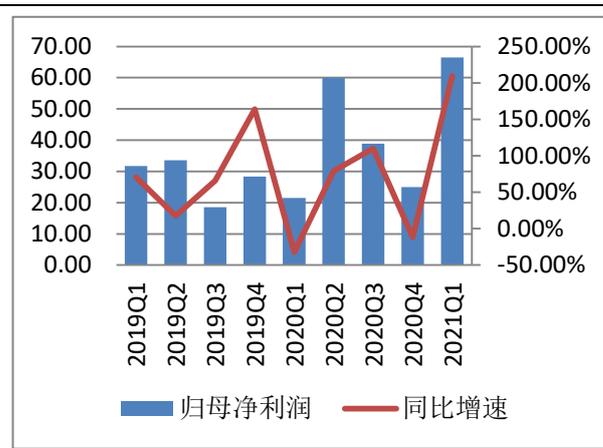
20年归母净利润持续同比高增长，Q1同比大幅拉升。2020年，板块归母净利润为145.27亿元，同比增长29.63%，同比增速较2019年收窄32.85pct，分公司看，福田汽车和汉马科技归母净利润同比下降，其中福田汽车同比降幅较2019年显著收窄，板块其他上市公司同比均增长，但潍柴动力同比增速略有收窄，江铃汽车、中国重汽、东风汽车、一汽解放同比增速均显著提升；2021年一季度，板块归母净利润为66.43亿元，同比增长209.61%，同比2019年同期增长109.71%，分公司看，同比2020Q1东风汽车、福田汽车、汉马科技归母净利润下降，同比2019Q1仅汉马科技下降。

图 28：卡车板块年度归母净利润情况（亿元，%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 29：卡车板块季度归母净利润情况（亿元，%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

表 8：2020 年&2021Q1 卡车板块主要上市公司营业收入&归母净利润（亿元）

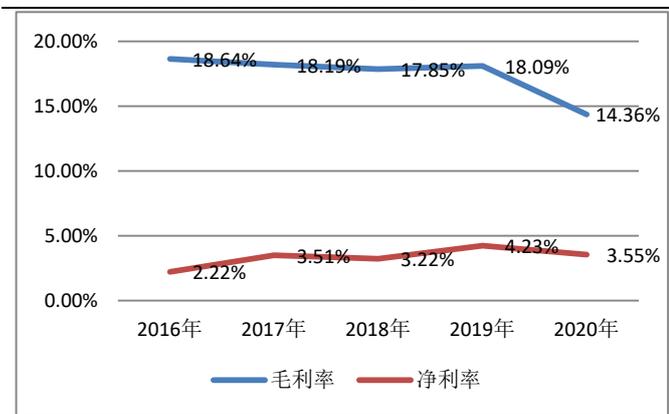
	2020 年				2021 年一季度					
	营业收入	同比增速	归母净利润	同比增速	营业收入	同比增速	同比 2019Q1	归母净利润	同比增速	同比 2019Q1
潍柴动力	1,974.91	13.27%	92.07	1.12%	654.71	67.88%	44.81%	33.44	61.97%	29.03%
江铃汽车	330.96	13.44%	5.51	272.57%	80.41	74.08%	23.59%	2.78	299.54%	1003.14%
中国重汽	599.38	50.44%	18.80	53.65%	206.78	151.86%	79.41%	6.03	129.61%	94.11%
东风汽车	137.33	1.58%	5.54	25.11%	39.64	91.88%	27.18%	2.73	-1087.94%	135.40%
福田汽车	577.65	22.99%	1.55	-19.27%	158.70	72.04%	12.20%	3.71	-225.31%	362.11%
汉马科技	64.28	0.71%	-4.91	-1233.90%	15.37	43.59%	-19.81%	-0.12	-89.22%	-298.56%
一汽解放	1,136.81	310.93%	26.72	4962.94%	451.00	57.50%	861.88%	17.88	879.51%	4538.46%

数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

净利率整体改善，三费占比下降。2020 年，板块毛利率、净利率分别为 14.36%、3.55%，较 2019 年分别-3.72pct、-0.68pct；分公司看，江铃汽车、东风汽车毛利率分别提升 0.94pct、2.17pct，板块其他上市公司毛利率同比不同程度下降，江铃汽车、中国重汽、东风汽车、一汽解放净利率同比提升，潍柴动力、福田汽车、汉马科技净利率同比下降；2021 年一季度，板块毛利率为 13.34%，较 2020Q1、2019Q1 分别下降 2.77pct、4.01pct，板块净利率为 4.92%，较 2020Q1、2019Q1 分别提升 2.02pct、0.28pct；分公司看，同比 2020Q1，江铃重汽、东风汽车毛利率提升，板块所有上市公司净利率提升，同比 2019Q1，仅江铃汽车毛利率提升，板块其他上市公司毛利率不同程度下降，仅潍柴动力、汉马科技净利率下降，板块其他上市公司净利率不同程度增长。

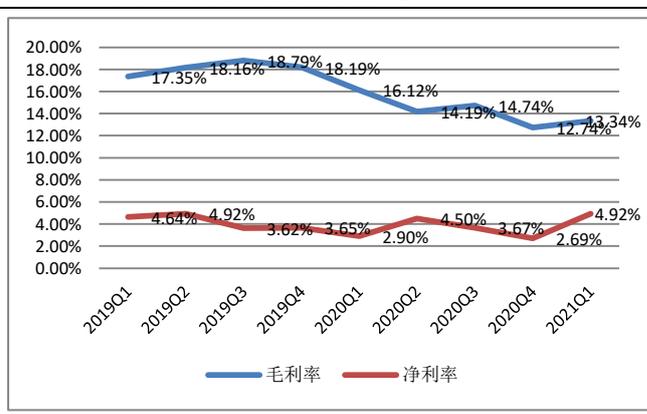
研发投入加大，费用率下降。2020 年，板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 4.05%、5.73%、-0.16%，同比分别下降 2.17pct、0.77pct、0.30pct，其板块上市公司销售费用率均同比下降，管理费用率、财务费用表现分化；2021 年一季度，板块销售费用率、管理费 2020 年用率、财务费用率分别为-1.41%、-0.55%、-0.28%，较 2020Q1 分别-5.33pct、+0.07pct、-0.26pct，较 2019Q1 分别-3.63pct、-0.61pct、-0.67pct。研发费用来看，2020 年，板块研发费用合计 130.80 亿元，同比增长 26.44%，研发投入进一步加大。

图 30：卡车板块年度利润率情况



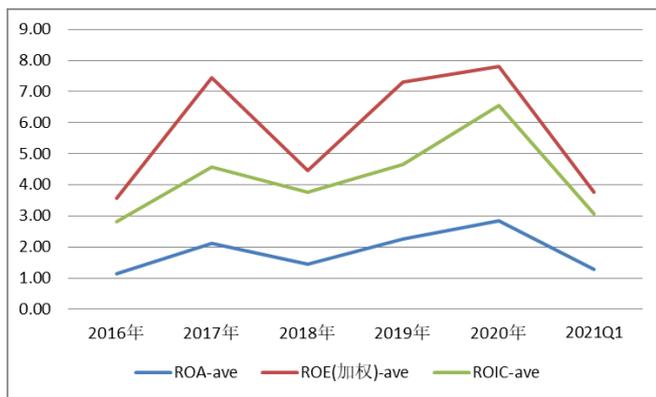
数据来源：wind，山西证券研究所

图 31：卡车板块季度利润率情况



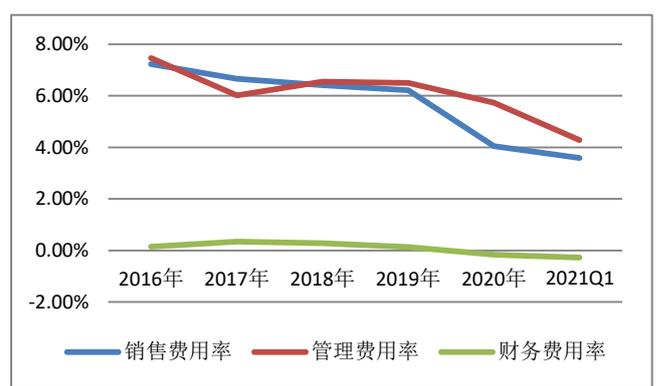
数据来源：wind，山西证券研究所

图 32：卡车板块平均 ROA/ROE/ROIC (%)



数据来源：wind，山西证券研究所

图 33：卡车板块费用率情况 (%)



数据来源：wind，山西证券研究所

表 9：2020&2021Q1 卡车板块主要上市公司部分盈利指标

	2020 年					2021 年一季度				
	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率
潍柴动力	19.31	5.71	5.50	6.95	0.14	19.16	6.67	5.21	6.04	-0.15
江铃汽车	16.85	1.66	4.67	7.12	-0.60	15.96	3.45	5.17	7.27	-0.94
中国重汽	9.49	4.04	1.65	1.96	0.13	8.85	4.11	2.25	0.85	-0.03
东风汽车	14.15	4.03	5.22	5.93	-0.48	11.87	6.86	4.50	5.36	-0.63
福田汽车	11.95	0.24	4.41	6.24	0.38	10.82	2.31	3.63	5.29	0.15
汉马科技	8.50	-7.61	3.01	6.50	2.04	8.27	-0.71	2.40	5.62	-1.41
一汽解放	9.20	2.32	2.33	4.88	-1.09	7.69	3.96	1.52	2.28	-0.55

数据来源：wind，山西证券研究所

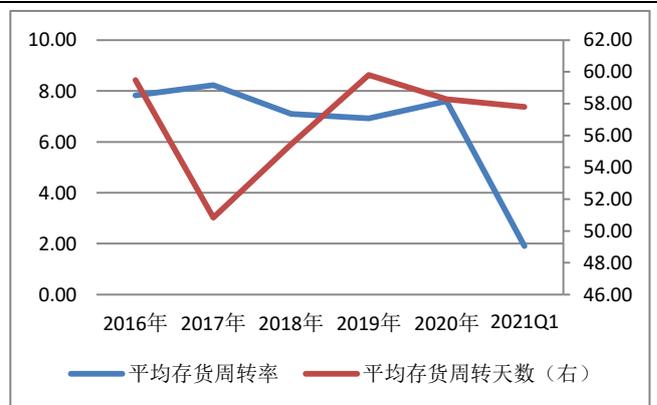
负债情况整体稳定，库存压力加大。负债指标来看，受益于整车厂自身具有较强的议价能力，卡车板块负债结构较为良好，资产负债率小幅波动，2021 年一季度板块平均资产负债率回落。存货指标来看，系行业排放标准下半年强制更新影响，一季度平均存货周转率同比 2020Q1、2019Q1 均提升，平均存货周转天数同比 2020Q1 显著缩短，略高于 2019 年同期水平。

图 34：卡车板块平均资产负债率 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 35：卡车板块存货情况 (%，天)



资料来源：wind，山西证券研究所

表 10：2020&2021Q1 卡车板块重点上市公司负债&存货情况

公司代码	公司简称	资产负债率 (%)		存货周转率 (%)		存货周转天数	
		2020 年	2021Q1	2020 年	2021Q1	2020 年	2021Q1
000338.SZ	潍柴动力	70.29	69.31	5.70	1.71	63.19	52.49
000550.SZ	江铃汽车	61.02	58.33	13.65	2.85	26.38	31.59
000951.SZ	中国重汽	74.55	66.31	7.10	1.91	50.69	47.12
600006.SH	东风汽车	59.87	59.47	4.87	1.26	73.89	71.18
600166.SH	福田汽车	70.74	70.64	10.17	2.35	35.40	38.33
600375.SH	汉马科技	80.59	81.16	3.08	0.70	116.92	128.28
000800.SZ	一汽解放	61.77	69.97	8.67	2.52	41.51	35.65

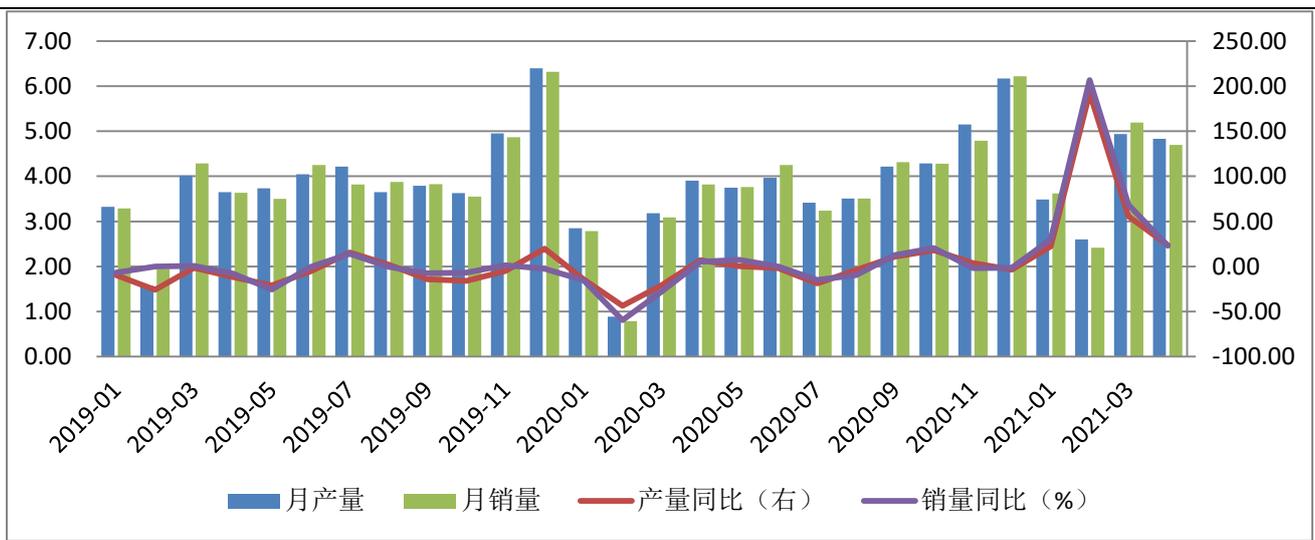
数据来源：wind，山西证券研究所

2.5 客车：客车产销改善，利润端整体承压

产销回暖，一季度累计产销量同比 2019 年高速增长。2020 年，客车产销量分别为 44.83 万辆、45.26 万辆，同比分别下降 4.92%、3.63%。2021 年一季度，客车累计产销量分别为 11.03 万辆、11.23 万辆，同比分别增长 59.42%、68.70%，较 2019 年同期分别增长 23.78%、18.00%。

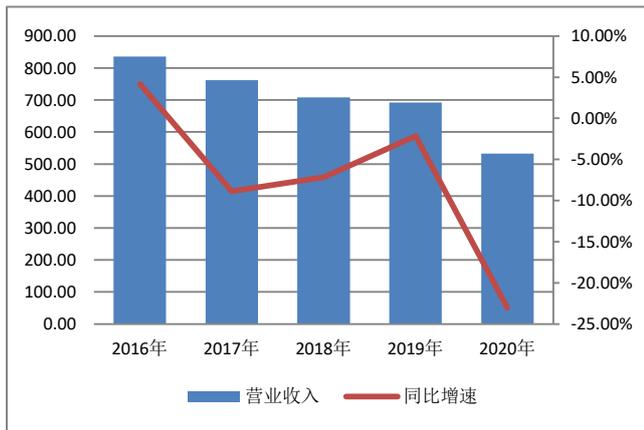
年度营收同比下降，一季度显著改善。2020 年，板块合计营收 532.90 亿元，同比下降 23.04%，降幅较 2019 年扩大 20.87pct，板块上市公司仅曙光股份营收同比增长，金杯汽车营收同比降幅较 2019 年收窄，其他上市公司营收同比不同程度下降，且同比降幅较 2019 年进一步扩大。2021 年一季度，板块合计营收为 94.54 亿元，同比增长 21.47%，较 2019 年同期-24.04%，分公司看，同比仅中通客车下降，板块上市公司营收规模均低于 2019 年同期水平。

图 36：客车月产销情况（万辆，%）



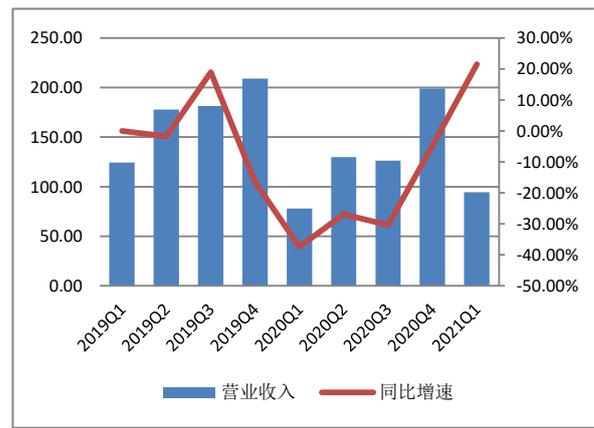
数据来源：wind，山西证券研究所

图 37：客车板块年度营收情况（亿元，%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 38：客车板块季度营收情况（亿元，%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

利润端承压，20&21Q1 同比均大幅下降。2020 年，板块归母净利润 1.13 亿元，同比下降 95.11%，板块上市公司仅安凯客车、曙光股份实现归母净利润同比增长；2021 年一季度，板块归母净利润为-1.71 亿元，同比下降 63.30%，较 2019Q1 下降 151.58%，分公司看，曙光股份、金杯汽车同比 2019Q1、2020Q1 归母净利润均同比大幅增长，亚星客车同比 2019Q1 增长 1.18%，板块其他上市公司同比 2019Q1、2020Q1 归母净利润均同比大幅下降。

图 39：客车板块年度归母净利润情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 40：客车板块季度归母净利润情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

表 11：2020 年&2021Q1 客车板块主要上市公司营业收入&归母净利润（亿元）

	2020 年				2021 年一季度					
	营业收入	同比增长	归母净利润	同比增长	营业收入	同比增长	同比 2019Q1	归母净利润	同比增长	同比 2019Q1
安凯客车	32.60	-3.44%	1.00	196.19%	3.85	41.26%	-55.25%	-0.19	-56.25%	-200.17%
中通客车	44.08	-34.62%	0.24	-28.87%	6.59	-36.71%	-50.52%	-0.40	-1129.57%	-1186.59%
宇通客车	217.05	-28.79%	5.16	-73.41%	36.29	29.24%	-25.00%	-1.11	-22.72%	-135.65%
亚星客车	18.79	-30.60%	-1.58	-1234.40%	2.77	4.99%	-22.74%	0.01	-103.10%	1.18%

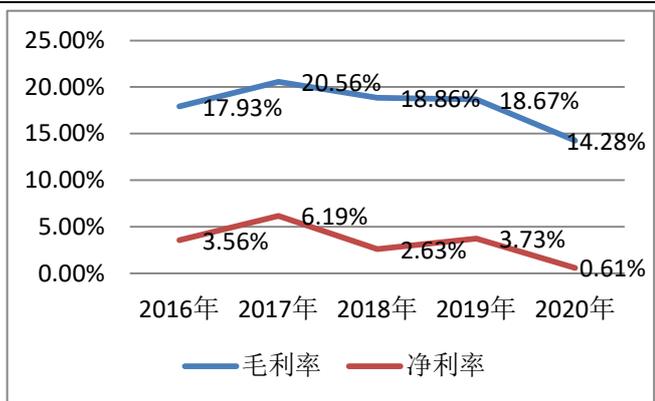
曙光股份	26.23	7.20%	0.55	17.68%	5.71	58.54%	-9.22%	-0.47	109.00%	58.70%
金杯汽车	54.57	-2.55%	-4.55	-849.71%	12.43	22.92%	-14.81%	0.41	3189.18%	117.75%
金龙汽车	139.58	-21.98%	0.32	-82.41%	26.89	32.75%	-9.37%	0.03	-101.48%	-59.78%

数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

利润率整体下滑，多数上市公司同比 2019 年下降。2020 年，板块毛利率、净利率分别为 14.28%、0.61%，同比分别下降 4.39pct、3.12pct，板块上市公司毛利率同比均下降，安凯客车、中通客车、曙光股份净利率实现同比增长；2021 年一季度，板块毛利率、净利率分别为 12.23%、-1.30%，同比分别+0.82pct、+5.02pct，较 2019 年同期分别下降 5.51pct、4.19pct，金杯汽车、金龙汽车毛利率、净利率同比 2019Q1、2020Q1 均增长。

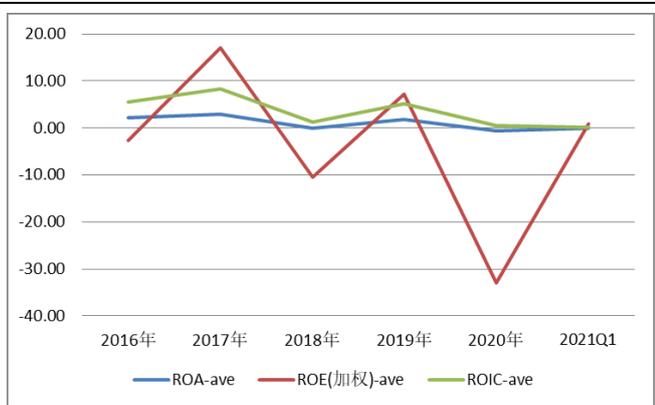
三费指标分化，Q1 合计占比与 2019 年基本持平。2020 年，板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 5.31%、8.99%、1.20%，较 2019 年分别-1.43pct、+1.69pct、+0.26pct；2021 年一季度，板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 5.66%、10.69%、-0.07%，合计 16.28%，较 2021Q1、2019Q1 分别-5.47pct、+0.08pct。

图 41：客车板块年度毛利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 43：客车板块平均 ROA/ROE/ROIC (%)



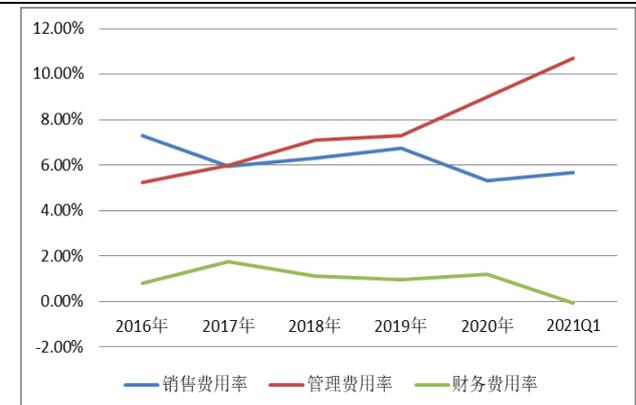
数据来源：wind，山西证券研究所

图 42：板块季度毛利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 44：客车板块费用率 (%)



数据来源：wind，山西证券研究所

表 12：2020&2021Q1 客车板块主要上市公司部分盈利指标（%）

	2020 年					2021 年一季度				
	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率
安凯客车	12.57	3.10	9.65	6.88	2.31	4.90	-6.30	8.64	9.89	3.02
中通客车	14.60	0.53	6.55	9.39	2.93	9.92	-6.03	5.72	11.86	2.22
宇通客车	17.48	2.39	7.16	11.00	0.34	14.40	-3.04	8.07	14.28	-1.40
亚星客车	9.42	-8.38	5.27	5.28	8.48	11.63	0.44	5.22	8.03	6.15
曙光股份	1.07	2.31	2.46	9.37	1.02	1.21	-8.39	2.61	12.60	-2.85
金杯汽车	15.22	-5.20	0.70	7.39	0.84	16.21	7.51	0.77	5.91	0.82
金龙汽车	12.37	0.44	3.39	7.29	0.94	11.49	0.19	4.94	7.73	0.27

数据来源：wind，山西证券研究所

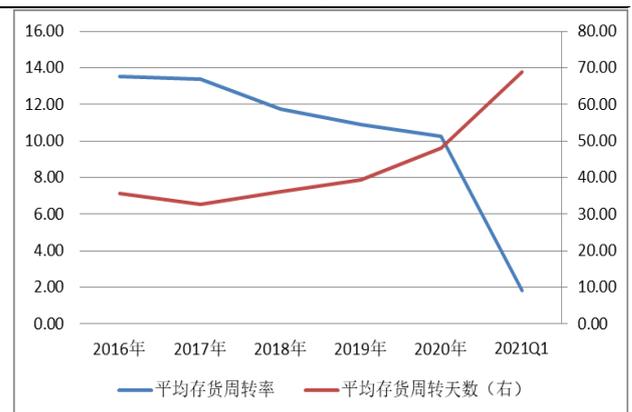
负债结构改善，一季度库存压力同比下降。板块资产负债率指标来看，客车板块 6 家上市公司资产负债指标差异较大，但受益于客车自身单车价值量高，整车企业自身议价能力较强，板块负债结构较为良好，板块平均资产负债率持续下行。库存指标来看，2020 年，板块平均存货周转率和平均存货周转天数表现均弱于 2019 年，2021 年一季度两项指标同比均显著改善，但与 2019 年相比表现仍然较弱。

图 45：客车板块平均资产负债率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 46：客车板块存货情况



资料来源：wind，山西证券研究所

表 13：2020&2021Q1 客车板块重点上市公司负债&存货情况

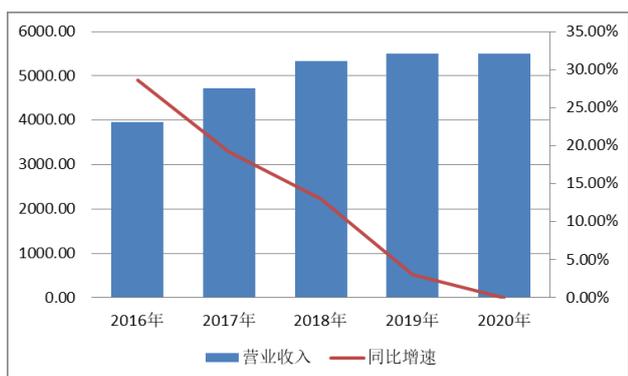
公司代码	公司简称	资产负债率 (%)		存货周转率 (%)		存货周转天数	
		2020 年	2021Q1	2020 年	2021Q1	2020 年	2021Q1
000868.SZ	安凯客车	88.08	87.01	24.61	3.78	14.63	23.80
000957.SZ	中通客车	73.57	70.90	6.58	1.12	54.71	80.40
600066.SH	宇通客车	53.64	53.13	3.81	0.62	94.40	146.27
600213.SH	亚星客车	97.47	97.07	8.66	1.32	41.59	68.29
600303.SH	曙光股份	38.91	39.95	6.90	1.35	52.21	66.75
600609.SH	金杯汽车	76.55	74.18	14.48	3.37	24.85	26.72
600686.SH	金龙汽车	73.36	72.59	6.64	1.29	54.19	70.04

数据来源：wind，山西证券研究所

2.6 汽车零部件：板块业绩回暖，盈利能力显著改善

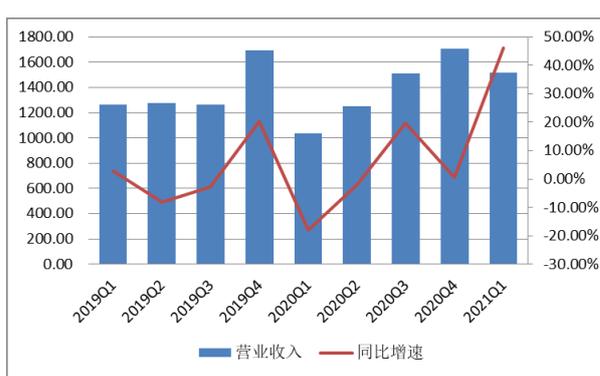
2020年行业整体业绩下滑，一季度整体回暖。2020年，受行业产销量下滑影响，压力向上游传导，零部件行业盈利能力承压，板块营业收入为5496.17亿元，同比增长0.04%，同比增速较2019年收窄2.95pct；2021年一季度，板块营业收入为1514.01亿元，同比增长46.23%，较2019年同期增长19.79%。

图 47：汽车零部件板块年度营收情况



资料来源：wind，山西证券研究所

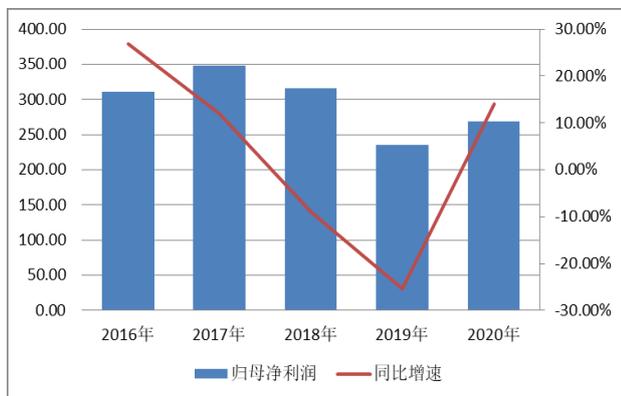
图 48：汽车零部件板块单季度营收情况



资料来源：wind，山西证券研究所

盈利能力显著改善，期间费用率下行。2020年，板块归母净利润为269.22亿元，同比增长14.09%，同比较2019年+39.51pct；板块毛利率、净利率分别为18.21%、5.37%，同比分别-0.47pct、+0.37pct；销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为2.36%、9.94%、0.93%，同比分别-0.71pct、+0.26pct、+0.26pct，期间费用率13.23%，同比-0.20pct。2021年一季度，板块归母净利润为93.86亿元，同比增长202.66%，较2019年同期增长26.34%；板块毛利率、净利率分别为18.60%、6.78%，同比分别+0.52pct、+3.80pct，较2019Q1分别-0.53%、+0.11pct；板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为2.31%、9.07%、0.55%，期间费用率11.93%，较2020Q1、2019Q1分别-3.18pct、-1.32pct。

图 49：汽车零部件板块年度归母净利润情况



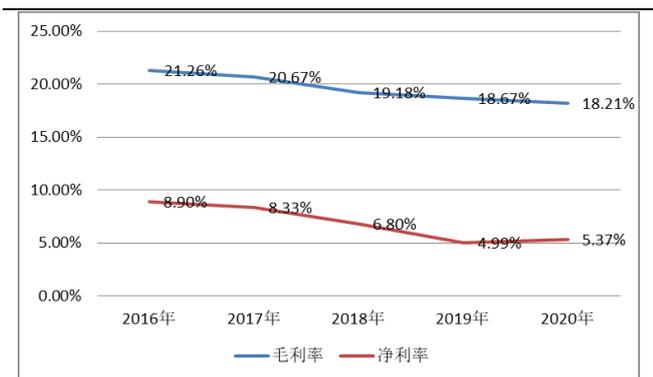
资料来源：wind，山西证券研究所

图 50：汽车零部件板块单季度归母净利润情况



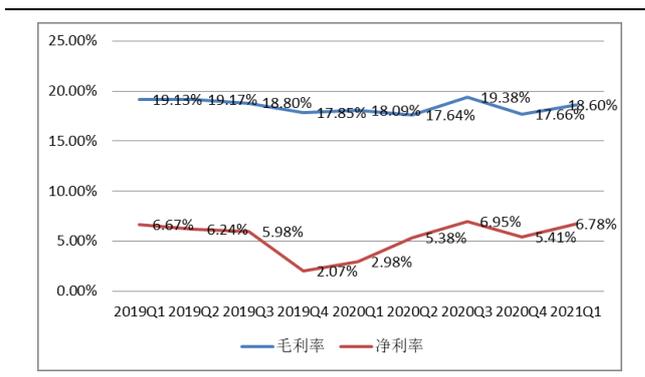
资料来源：wind，山西证券研究所

图 51：汽车零部件板块年度利润率（%）



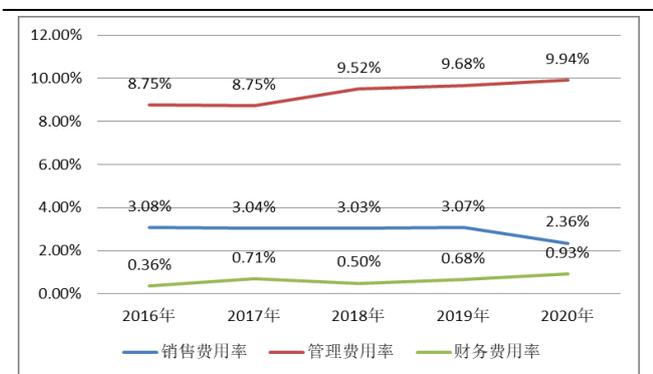
数据来源：wind，山西证券研究所

图 52：汽车零部件板块季度利润率（%）



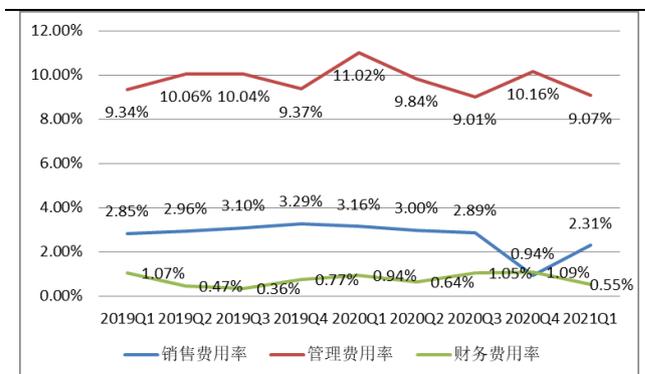
数据来源：wind，山西证券研究所

图 53：汽车零部件板块年度费用率（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 54：汽车零部件板块季度费用率（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

3.投资建议

短期来看，虽然受芯片危机及原材料价格因素影响，行业面临一定下行压力，但是目前宏观形势逐渐稳定，汽车出口市场整体回暖，叠加新车型投放速度加快，以及政策驱动，有望助力购车需求稳步释放，后续汽车行业稳中向好的态势有望延续。

长期来看，汽车行业仍有增长空间，但产销增速中枢下移、产业竞争加剧，汽车行业整体向智能化、网联化、电动化、共享化转型的长期趋势不变。

整体来看，建议关注 3 条主线：

- 1) 业绩稳定增长、市占率持续提升的大市值白马股；
- 2) 技术持续提升、结构不断优化、产品单车价值量提升空间较大，有望实现海外替代的优质零部件供应商；
- 3) 聚焦汽车电动化、智能化、网联化、共享化新兴产业，从 MEB 等优质产业链入手，自上而下寻找优质标的。



建议关注长城汽车、星宇股份、宁德时代、恩捷股份、上汽集团、广汽集团、潍柴动力。

4.风险提示

- 1) 国内经济增长恢复低于预期；
- 2) 汽车销量不及预期；
- 3) 上游原材料价格大幅波动；
- 4) 行业政策大幅调整。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

- 买入： 相对强于市场表现 20%以上
- 增持： 相对强于市场表现 5~20%
- 中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
- 减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

- 看好： 行业超越市场整体表现
- 中性： 行业与整体市场表现基本持平
- 看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

