

成本上涨压力下，优选抗风险能力强的零部件公司

核心观点

- **大宗原材料价格上涨导致汽车零部件行业盈利承压。**自2020年以来，钢、铝等大宗原材料价格持续走高，对汽车零部件行业的成本端形成了压力，导致行业盈利能力下降。2020年1季度到4季度，冷轧板价格及LME铝价等原材料价格上涨，汽车零部件行业毛利率逐渐下行，从2020年1季度的19.3%下滑至2020年4季度的18.6%，下降0.7个百分点。2021年原材料价格维持上涨趋势，2021年1-3季度零部件行业毛利率分别为18.8%、18.5%、18.4%，毛利率季度环比向下。
- **上游成本上涨，零部件公司抗风险能力分化明显。**2016Q4及2021Q3是原材料价格大幅上涨的两个阶段，对两个阶段中部分零部件企业盈利能力表现进行分析，零部件公司抗风险能力分化明显。部分综合实力较强，能够获得较多客户及订单抵御原材料涨价的压力，同时与上下游企业谈判转嫁成本压力，毛利率受影响较小。精锻科技、三花智控等在2016Q4阶段毛利率同比增幅大于1个百分点，华阳集团、均胜电子等企业在2021Q3阶段毛利率环比增幅大于1个百分点，华域汽车、拓普集团、广东鸿图等在两个阶段均实现毛利率提升幅度超过1个百分点。一汽富维、福耀玻璃等在两个阶段的毛利率波动幅度均不超过1个百分点。兴民智通、华达股份、万丰奥威等在两个阶段的毛利率下滑幅度均超过1个百分点，在上游原材料涨价时盈利能力承压较为显著。
- **零部件公司对抗原材料成本上涨措施。**面对原材料价格持续上涨带来的成本压力，部分汽车零部件公司在做好自身降本增效的同时，能够采取联动调价机制、协商议价、价差补偿等措施向下游客户传导部分原材料成本压力，减轻原材料价格上涨对自身盈利能力的影响，如上声电子、拓普集团、精锻科技等。另外，通过产品、客户升级及产能利用率提升等对抗成本上涨压力，如上声电子、新泉股份等，预计其毛利率受影响相对较小。

投资建议与投资标的

在市场担心需求及原材料价格上涨压力下，从1月1日至3月18日，零部件板块下跌幅度达到17%，跌幅远超过大多数行业，大部分零部件公司跌幅都在30%以上。现阶段上游原材料价格上涨对零部件行业盈利带来不利影响，拖累了行业盈利增长；但部分零部件公司通过产品结构升级、客户拓展及产能利用率提升等，对抗成本上涨压力，其盈利能力受影响相对较小。建议关注：新泉股份、上声电子、华阳集团、拓普集团、华域汽车、银轮股份、伯特利、岱美股份、星宇股份、继峰股份、德赛西威、爱柯迪、精锻科技、保隆科技等。

风险提示

原材料涨价幅度超预期的风险、汽车销量低于预期的风险、整车降价压力。

行业评级 中性（维持）

国家/地区 中国
行业 汽车与零部件行业
报告发布日期 2022年03月20日



证券分析师

姜雪晴 jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

联系人

袁俊轩 yuanjunxuan@orientsec.com.cn
唐英韬 tangyingtao@orientsec.com.cn

相关报告

特斯拉今年销量目标强劲，产业链公司有望受益：——特斯拉产业链系列报告之三 2022-02-24
汽车轻量化及一体化压铸渗透率将快速提升，相关零部件公司有望打开成长空间：——汽车轻量化及一体化压铸行业分析 2022-01-17
智能电动促进变革，技术革新创造机遇：——2022年汽车行业投资策略 2021-12-06

目录

1 大宗原材料价格上涨导致汽车零部件行业盈利承压	4
2 上游成本上涨，零部件公司抗风险能力分化明显	4
2.1 复盘 2016 年-2017 年成本上涨，零部件公司盈利能力表现	4
2.2 2021 年上游成本上涨，零部件公司盈利能力表现	7
2.3 两阶段比较分析，部分公司抗风险能力较强	9
3 零部件公司对抗原材料成本上涨措施	11
3.1 向下游客户传导部分成本压力	11
3.2 通过产品、客户升级及产能利用率提升等对抗成本上涨压力	13
4 主要投资策略	16
5 风险提示	18

图表目录

图 1: 2020-2021 年三季度汽车零部件行业毛利率及原材料价格相对增速比较（以 2020 年 3 月未价格为基准）	4
图 2: 2016 年 4 季度大宗原材料价格同比大幅上涨	5
图 3: 部分汽车零部件企业 2016Q4 毛利率同比涨跌情况	5
图 4: 部分汽车零部件企业 2021Q3 环比涨跌情况	7
图 5: 2016 年冷轧板价格及华域汽车毛利率同比增幅比较	10
图 6: 2021Q1-Q3 冷轧板价格及华域汽车毛利率比较	10
图 7: 2016 年 LME 铝价及拓普集团毛利率同比增幅比较	10
图 8: 2021Q1-Q3 LME 铝价及拓普集团毛利率比较	10
图 9: 汽车零部件公司采取措施向下游客户传导原材料成本压力	11
图 10: 精锻科技 2016 年 4 季度毛利率实现同比高增长	12
图 11: 采取原材料涨价压力传导措施后，拓普集团 2021 年 3 季度毛利率环比改善	13
图 12: 汽车零部件公司通过其他途径改善经营环境、提升盈利能力，减弱原材料价格上涨影响	14
图 13: 从车载扬声器拓展至整车音效系统，上声电子单车价值量显著提升	14
图 14: 新泉股份客户从自主车企向合资、外资、新势力车企拓展	15
图 15: 爱柯迪单季资本开支及单季毛利率（2016Q1-2020Q2）	16
图 16: 中信行业分类部分板块年初以来涨跌幅（2022.01.01-2022.03.18）	16
图 17: 部分汽车零部件公司年初以来涨跌幅（2022.01.01-2022.03.18）	17
表 1: 部分汽车零部件企业在 2016Q4 毛利率同比变化幅度汇总	6
表 2: 部分汽车零部件企业在 2021Q3 毛利率环比变化幅度汇总	8
表 3: 汽车零部件企业抗风险能力存在分化	9
表 4: 2016-2017 年部分零部件公司采取措施将原材料价格压力向下游传导	12
表 5: 2021 年部分零部件公司同样采取了原材料价格压力传导措施	13
表 6: 部分零部件公司估值比较	18

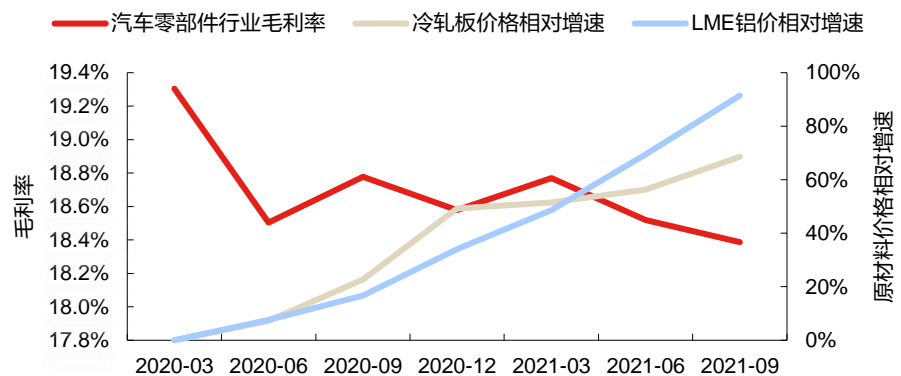
1 大宗原材料价格上涨导致汽车零部件行业盈利承压

自2020年以来，钢、铝等大宗原材料价格持续走高，对汽车零部件行业的成本端形成了压力，导致行业盈利能力下降。

2020年1季度末，冷轧板价格及LME铝价分别为3850元/吨、1489美元/吨。随着全球疫情影响逐渐蔓延，大宗商品价格开始走高，2020年4季度末冷轧板价格及LME铝价分别上升至5748元/吨、1996美元/吨，较2020年1季度末分别提升49.3%、34.0%。与此同时，汽车零部件毛利率逐渐下行，从2020年1季度的19.3%下滑至2020年4季度的18.6%，下降0.7个百分点。

2021年在全球经济复苏刺激需求、部分发展中国家疫情防控不力导致供给恢复缓慢、宽松的经济政策导致流动性高度宽裕等因素的叠加作用下，大宗商品价格维持上涨趋势。2021年1季度末冷轧板与LME铝价分别为5835元/吨、2213美元/吨，环比2020年4季度末分别增长1.5%、10.9%；2021年2季度末冷轧板与LME铝价分别为6018元/吨、2523美元/吨，环比1季度末分别增长3.1%、14.0%；2021年3季度末冷轧板与LME铝价进一步上涨至6490元/吨、2851美元/吨的高位，环比2季度末分别增长7.9%、13.0%。2021年1-3季度零部件行业毛利率分别为18.8%、18.5%、18.4%，毛利率季度环比向下。

图1：2020-2021年三季度汽车零部件行业毛利率及原材料价格相对增速比较（以2020年3月末价格为基准）



注：汽车零部件行业选取 SW 汽车零部件 III。

数据来源：Wind、东方证券研究所

2 上游成本上涨，零部件公司抗风险能力分化明显

2016Q4 及 2021Q3 是原材料价格大幅上涨的两个阶段，我们对两个阶段中部分汽车零部件企业受原材料上涨，盈利能力表现进行分析，零部件公司抗风险能力分化明显。（说明：本报告选取零部件样本公司 51 家，主要是我们前期报告持续跟踪及市场关注度较高的公司为主，2016 年由于这 51 家中部分公司毛利率没有同比数据或者是尚未上市，2016 年样本家数是 35 家）

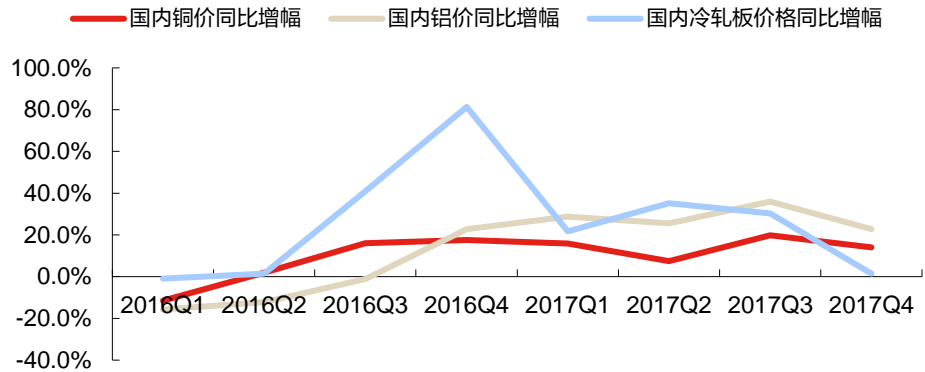
2.1 复盘 2016 年-2017 年成本上涨，零部件公司盈利能力表现

2016 年以来，受美元持续走弱、供需结构变动、金融投资加剧等因素影响，国际大宗价格出现反弹；叠加国内大力推进供给侧改革，工业领域不断加大去库存力度，导致国内大宗原材料供给下

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

滑，进而推动国内大宗原材料价格持续走高。2016 年 4 季度末国内冷轧板价格同比大幅提升 81.3%，国内铜价同比提升 17.6%，国内铝价同比提升 22.7%，汽车零部件行业的主要大宗原材料在 2016 年 4 季度均经历了大幅上涨。

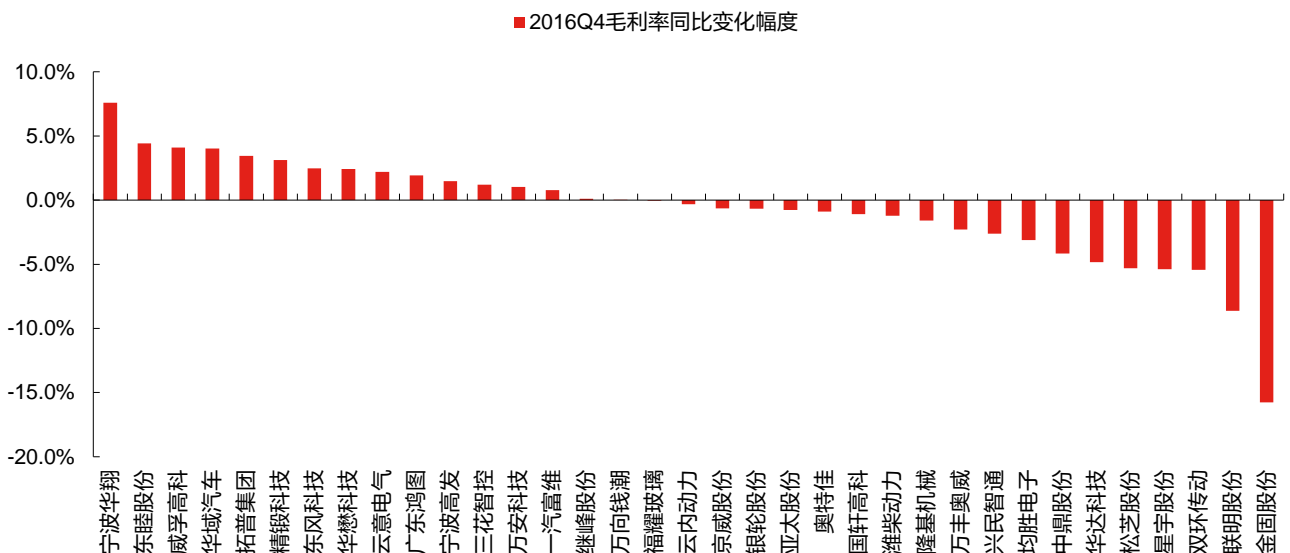
图 2：2016 年 4 季度大宗原材料价格同比大幅上涨



数据来源：Wind、东方证券研究所

在原材料价格上涨中，35 家汽车零部件企业 2016Q4 毛利率同比上涨超过 1 个百分点的企业 13 家，毛利率同比变化幅度在-1%到 1%之间的企业 9 家，毛利率同比下降超过 1 个百分点的企业 13 家，有超过半数企业 2016Q4 毛利率同比下降，35 家汽车零部件企业毛利率同比变化幅度的平均数、中位数均小于 0，2016Q4 原材料价格的大幅上行对汽车零部件企业盈利能力产生影响。

图 3：部分汽车零部件企业 2016Q4 毛利率同比涨跌情况



数据来源：Wind、东方证券研究所

2016Q4 大宗原材料价格上涨阶段，抗风险能力较强、盈利能力表现较好的企业包括宁波华翔、东睦股份、威孚高科、华域汽车、拓普集团、精锻科技等，2016Q4 毛利率同比提升超过 1 个百

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分点；毛利率变化幅度在-1%到 1%之间的企业包括一汽富维、继峰股份、万向钱潮、福耀玻璃等，波动相对较小；Q4 毛利率降幅较大的企业包括金固股份、黎明股份、双环传动、松芝股份等。

表 1：部分汽车零部件企业在 2016Q4 毛利率同比变化幅度汇总

2016Q4 毛利率同比增幅大于 1%的公司				
公司代码	公司名称	2015Q4 毛利率	2016Q4 毛利率	2016Q4 毛利率同比变化幅度
002048.SZ	宁波华翔	16.5%	24.1%	7.6%
600114.SH	东睦股份	32.9%	37.3%	4.4%
000581.SZ	威孚高科	27.6%	31.7%	4.1%
600741.SH	华域汽车	13.3%	17.3%	4.0%
601689.SH	拓普集团	29.8%	33.3%	3.5%
300258.SZ	精锻科技	38.1%	41.2%	3.1%
600081.SH	东风科技	16.4%	18.9%	2.5%
603306.SH	华懋科技	45.3%	47.7%	2.4%
300304.SZ	云意电气	30.6%	32.8%	2.2%
002101.SZ	广东鸿图	21.0%	23.0%	1.9%
603788.SH	宁波高发	31.0%	32.5%	1.5%
002050.SZ	三花智控	29.5%	30.7%	1.2%
002590.SZ	万安科技	22.6%	23.7%	1.0%
2016Q4 毛利率同比变化幅度在-1%到 1%以内的公司				
公司代码	公司名称	2015Q4 毛利率	2016Q4 毛利率	2016Q4 毛利率同比变化幅度
600742.SH	一汽富维	5.9%	6.6%	0.8%
603997.SH	继峰股份	33.5%	33.6%	0.1%
000559.SZ	万向钱潮	21.6%	21.7%	0.0%
600660.SH	福耀玻璃	43.3%	43.2%	0.0%
000903.SZ	云内动力	7.3%	6.9%	-0.3%
002662.SZ	京威股份	31.2%	30.6%	-0.7%
002126.SZ	银轮股份	32.7%	32.0%	-0.7%
002284.SZ	亚太股份	15.9%	15.1%	-0.8%
002239.SZ	奥特佳	25.4%	24.5%	-0.9%
2016Q4 毛利率同比降幅大于 1%的公司				
公司代码	公司名称	2015Q4 毛利率	2016Q4 毛利率	2016Q4 毛利率同比变化幅度
002074.SZ	国轩高科	45.0%	43.9%	-1.1%
000338.SZ	潍柴动力	22.7%	21.5%	-1.2%
002363.SZ	隆基机械	18.4%	16.8%	-1.6%
002085.SZ	万丰奥威	22.6%	20.3%	-2.3%
002355.SZ	兴民智通	24.4%	21.8%	-2.6%
600699.SH	均胜电子	19.0%	15.9%	-3.1%
000887.SZ	中鼎股份	29.8%	25.7%	-4.2%
603358.SH	华达科技	27.2%	22.4%	-4.8%
002454.SZ	松芝股份	29.1%	23.8%	-5.3%
601799.SH	星宇股份	24.7%	19.3%	-5.4%
002472.SZ	双环传动	25.3%	19.9%	-5.4%
603006.SH	黎明股份	34.7%	26.0%	-8.6%
002488.SZ	金固股份	19.6%	3.8%	-15.8%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

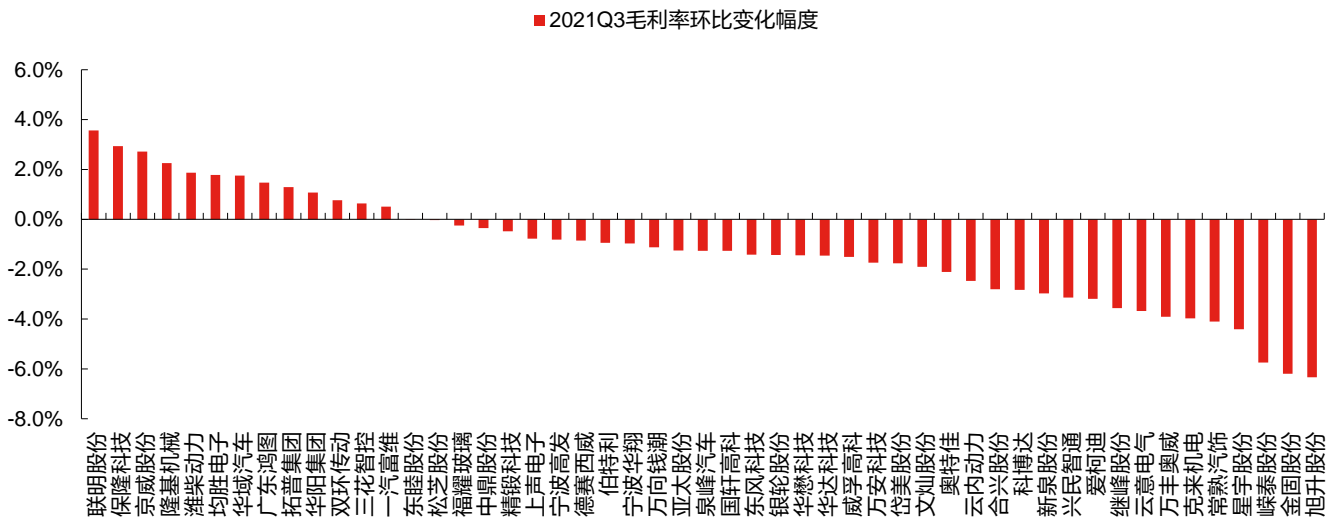
数据来源：Wind、东方证券研究所

2.2 2021 年上游成本上涨，零部件公司盈利能力表现

由于2020年底发生会计政策调整，较多零部件企业运输费用从销售费用中重分类计入营业成本，2021Q3毛利率的同比不再与2020Q3的毛利率具备可比性，采用毛利率环比方式进行相关分析。

2020-2021年新冠疫情导致全球多地工厂停工停产，煤炭、钢铁等大宗商品产能下降，随着疫情得到控制，需求端逐步恢复，导致大宗商品出现供不应求的形势，从而不断推高大宗商品价格。2021Q3钢铁、铜、铝等众多大宗原材料价格持续上涨且涨幅较大，从成本端对整体汽车零部件行业及相关企业盈利能力产生较大压力，同时2021Q3汽车芯片短缺较为严重，影响下游车企销量，进一步拖累零部件企业的盈利能力，具体来看，51家汽车零部件企业中，2021Q3毛利率环比提升超过1个百分点的企业仅10家，毛利率环比变化幅度在-1%到1%之间的企业13家，毛利率环比下滑超过1个百分点的企业28家，占比54.9%超过半数。上述汽车零部件企业中，2021Q3毛利率环比变化幅度的平均数为-1.2%，中位数为-1.3%，大多数零部件企业的毛利率呈现环比下滑态势。

图 4：部分汽车零部件企业 2021Q3 环比涨跌情况



数据来源：Wind、东方证券研究所

在大宗原材料涨价及缺芯背景下，各企业的盈利能力出现一定分化。

部分企业2021Q3毛利率环比仍然提升超过1个百分点，抗风险能力较强，主要包括黎明股份、保隆科技、华域汽车、拓普集团、华阳集团等，其中华阳集团毛利率环比提升1.1个百分点，预计系汽车电子、精密压铸业务新产品开拓部分抵消原材料成本涨价、缺芯负面影响，华域汽车三季度毛利率环比提升1.8个百分点，公司推进国际化战略，客户结构持续优化；毛利率环比变化幅度在-1%到1%之间的企业包括三花智控、福耀玻璃、精锻科技、上声电子、德赛西威等，具备一定抗风险能力，毛利率波动较小；其他企业受到大宗商品价格上涨及芯片短缺冲击，毛利率环比下降超过1个百分点。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 2：部分汽车零部件企业在 2021Q3 毛利率环比变化幅度汇总

2021Q3 毛利率环比增幅大于 1%的公司				
公司代码	公司名称	2021Q2 毛利率	2021Q3 毛利率	2021Q3 毛利率环比变化幅度
603006.SH	黎明股份	24.4%	27.9%	3.6%
603197.SH	保隆科技	31.6%	34.6%	2.9%
002662.SZ	京威股份	23.2%	25.9%	2.7%
002363.SZ	隆基机械	6.7%	9.0%	2.3%
000338.SZ	潍柴动力	18.5%	20.4%	1.9%
600699.SH	均胜电子	11.1%	12.9%	1.8%
600741.SH	华域汽车	14.3%	16.0%	1.8%
002101.SZ	广东鸿图	22.0%	23.5%	1.5%
601689.SH	拓普集团	19.8%	21.1%	1.3%
002906.SZ	华阳集团	22.4%	23.5%	1.1%
2021Q3 毛利率环比变化幅度在-1%到 1%以内的公司				
公司代码	公司名称	2021Q2 毛利率	2021Q3 毛利率	2021Q3 毛利率环比变化幅度
002472.SZ	双环传动	16.7%	17.5%	0.8%
002050.SZ	三花智控	26.8%	27.5%	0.6%
600742.SH	一汽富维	10.0%	10.5%	0.5%
600114.SH	东睦股份	21.6%	21.6%	0.0%
002454.SZ	松芝股份	23.2%	23.2%	0.0%
600660.SH	福耀玻璃	40.6%	40.4%	-0.2%
000887.SZ	中鼎股份	24.2%	23.8%	-0.4%
300258.SZ	精锻科技	27.7%	27.2%	-0.5%
688533.SH	上声电子	26.2%	25.4%	-0.8%
603788.SH	宁波高发	28.8%	28.0%	-0.8%
002920.SZ	德赛西威	24.7%	23.9%	-0.9%
603596.SH	伯特利	25.5%	24.5%	-0.9%
002048.SZ	宁波华翔	18.1%	17.2%	-1.0%
2021Q3 毛利率环比降幅大于 1%的公司				
公司代码	公司名称	2021Q2 毛利率	2021Q3 毛利率	2021Q3 毛利率环比变化幅度
000559.SZ	万向钱潮	12.6%	11.5%	-1.1%
002284.SZ	亚太股份	14.7%	13.5%	-1.3%
603982.SH	泉峰汽车	24.3%	23.1%	-1.3%
002074.SZ	国轩高科	17.0%	15.7%	-1.3%
600081.SH	东风科技	14.9%	13.5%	-1.4%
002126.SZ	银轮股份	20.8%	19.4%	-1.4%
603306.SH	华懋科技	36.2%	34.7%	-1.4%
603358.SH	华达科技	17.6%	16.2%	-1.5%
000581.SZ	威孚高科	16.0%	14.5%	-1.5%
002590.SZ	万安科技	15.7%	13.9%	-1.7%
603730.SH	岱美股份	30.4%	28.6%	-1.8%
603348.SH	文灿股份	17.8%	15.9%	-1.9%
002239.SZ	奥特佳	13.4%	11.3%	-2.1%
000903.SZ	云内动力	9.5%	7.0%	-2.5%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

605005.SH	合兴股份	35.2%	32.4%	-2.8%
603786.SH	科博达	35.7%	32.9%	-2.8%
603179.SH	新泉股份	21.7%	18.7%	-3.0%
002355.SZ	兴民智通	5.6%	2.4%	-3.1%
600933.SH	爱柯迪	28.0%	24.8%	-3.2%
603997.SH	继峰股份	16.0%	12.4%	-3.6%
300304.SZ	云意电气	36.5%	32.9%	-3.7%
002085.SZ	万丰奥威	16.4%	12.5%	-3.9%
603960.SH	克来机电	28.1%	24.1%	-4.0%
603035.SH	常熟汽饰	26.6%	22.5%	-4.1%
601799.SH	星宇股份	25.4%	21.0%	-4.4%
605133.SH	嵘泰股份	28.0%	22.2%	-5.7%
002488.SZ	金固股份	13.7%	7.5%	-6.2%
603305.SH	旭升股份	29.6%	23.2%	-6.3%

数据来源：Wind、东方证券研究所

2.3 两阶段比较分析，部分公司抗风险能力较强

综合来看，在外部冲击加剧时汽车零部件企业的抗风险能力存在分化，部分企业综合实力较强，能够获得较多客户及订单抵御原材料涨价的压力，同时与上下游企业谈判转嫁成本压力，盈利能力受影响较小。

精锻科技、三花智控等汽车零部件企业在 2016Q4 阶段毛利率同比增幅大于 1 个百分点，华阳集团、均胜电子等企业在 2021Q3 阶段毛利率环比增幅大于 1 个百分点，华域汽车、拓普集团、广东鸿图等企业在两个阶段均实现毛利率提升幅度超过 1 个百分点，抗风险能力较强。一汽富维、福耀玻璃等企业在两个阶段的毛利率波动幅度均不超过 1 个百分点，具备一定的抗风险能力。兴民智通、华达股份、万丰奥威等企业在两个阶段的毛利率下滑幅度均超过 1 个百分点，在上游原材料涨价时盈利能力承压较为显著。

表 3：汽车零部件企业抗风险能力存在分化

2016Q4 毛利率同比增幅大于 1 个百分点	2021Q3 毛利率环比增幅大于 1 个百分点	两阶段毛利率增幅均超过 1 个百分点	2016Q4 毛利率同比变化幅度在 1 个百分点以内	2021Q3 毛利率环比变化幅度在 1 个百分点以内	两阶段毛利率变化幅度均在 1 个百分点以内	2016Q4 毛利率同比降幅大于 1 个百分点	2021Q3 毛利率环比降幅大于 1 个百分点	两阶段毛利率降幅均超过 1 个百分点
宁波华翔	联明股份	华域汽车	一汽富维	双环传动	一汽富维	潍柴动力	科博达	兴民智通
东睦股份	保隆科技	拓普集团	继峰股份	三花智控	福耀玻璃	联明股份	亚太股份	华达股份
威孚高科	京威股份	广东鸿图	万向钱潮	福耀玻璃		万丰奥威	泉峰汽车	万丰奥威
华域汽车	隆基机械		福耀玻璃	中鼎股份		松芝股份	银轮股份	金固股份
拓普集团	潍柴动力		云内动力	精锻科技		均胜电子	威孚高科	
精锻科技	均胜电子		京威股份	上声电子		中鼎股份	岱美股份	
华懋科技	华域汽车		银轮股份	一汽富维		华达科技	文灿股份	
广东鸿图	广东鸿图		亚太股份	德赛西威		松芝股份	爱柯迪	
宁波高发	拓普集团		奥特佳	伯特利		星宇股份	继峰股份	
三花智控	华阳集团					双环传动	常熟汽饰	

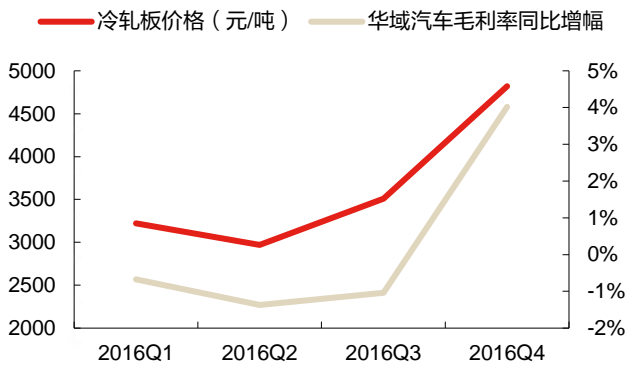
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：此表中只包含部分零部件公司）

华域汽车是国内规模领先的综合性汽车零部件企业，业务涵盖内外饰件、金属成型和模具、汽车电子、功能件等。在主要原材料价格大幅上涨的情况下，公司 2016 年 4 季度实现 17.4%的毛利率，同比 2015 年 4 季度增加 4.0 个百分点，毛利率实现逆势增长。公司一方面业务规模较大，另一方面与上汽集团等整车企业建立了长期良好的合作关系，具备较强的上下游议价能力，在原材料价格上涨时仍能有效应对成本端风险。

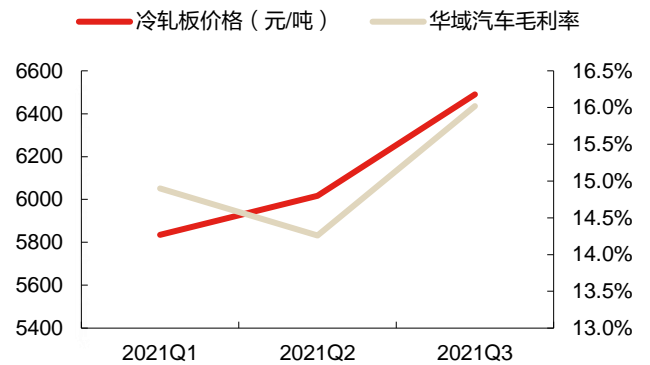
据公司公告，公司最主要初级原材料是钢材，我们选取冷轧板作为公司主要原材料分析。面对原材料价格高涨、汽车行业芯片短缺等多重风险，公司 2021 年 3 季度毛利率实现环比转跌为升，3 季度毛利率达 16.0%，环比增加 1.8 个百分点。3 季度毛利率实现增长预计主要系公司拓展新的客户、凭借规模优势向上下游传导部分原材料涨价压力，有效地抵御外部冲击。公司 2021 年 3 季度完成延锋安道拓 100%股权收购，延锋安道拓是国内汽车内饰领先企业，此次收购完成后对公司盈利能力也带来了积极影响。

图 5：2016 年冷轧板价格及华域汽车毛利率同比增幅比较



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 6：2021Q1-Q3 冷轧板价格及华域汽车毛利率比较



数据来源：Wind、东方证券研究所

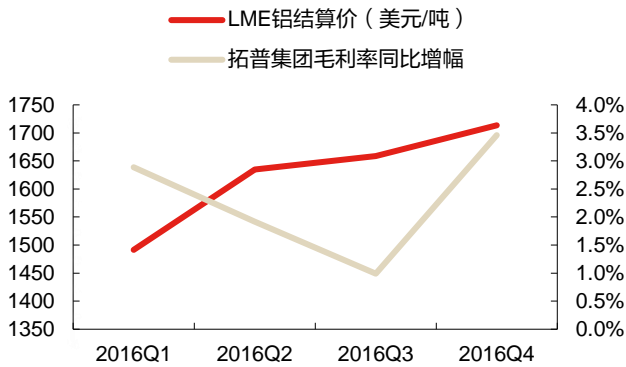
拓普集团是综合性汽车零部件企业，在原材料价格上涨的环境下，公司 2016 年各季度均实现毛利率同比提升，2016 年 4 季度毛利率达 33.3%，同比增加 3.5 个百分点，环比增加 4.4 个百分点。4 季度公司毛利率同环比大幅提升预计系公司一方面持续提升营收规模以摊薄生产成本，2016 年 4 季度实现营收 13.13 亿元，同比提升 37.2%，环比提升 49.6%；另一方面积极调整产品结构提升整体抗风险能力。

据公司公告，公司减震系统主要原材料为铝锭、天然橡胶等，轻量化底盘系统主要原材料为高强度钢、铝合金等，选取铝材作为公司主要原材料分析。面对原材料价格高涨、汽车行业芯片短缺等多重风险，公司 2021 年 3 季度实现 21.1%的毛利率，环比增加 1.3 个百分点。3 季度公司毛利率逆势回暖预计主要系公司内部通过规模化采购、技术革新、严格执行预算管理等措施控制成本，外部通过调价机制将部分涨价压力转移至下游客户。

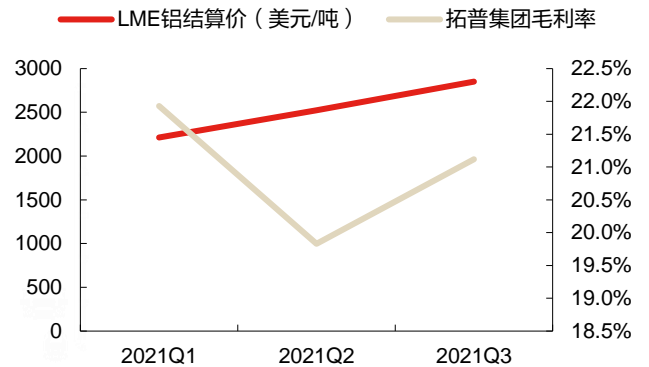
图 7：2016 年 LME 铝价及拓普集团毛利率同比增幅比较

图 8：2021Q1-Q3 LME 铝价及拓普集团毛利率比较

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：Wind、东方证券研究所



数据来源：Wind、东方证券研究所

3 零部件公司对抗原材料成本上涨措施

3.1 向下游客户传导部分成本压力

面对原材料价格持续上涨带来的成本压力，部分汽车零部件公司在做好自身降本增效的同时，能够采取联动调价机制、协商议价、价差补偿等措施向下游客户传导部分原材料成本压力，减轻原材料价格上涨对自身盈利能力的影响。

图 9：汽车零部件公司采取措施向下游客户传导原材料成本压力



数据来源：各公司公告、东方证券研究所

历史上 2016-2017 年铝、铜、钢等大宗原材料价格出现较大幅度上涨，精锻科技、广东鸿图、三花智控等部分零部件公司凭借较强的议价能力，与下游客户实行原材料价格联动调价机制，定期对销售价格进行调整，从而将部分原材料价格上涨压力传导至下游客户。

以精锻科技为例，公司与部分主要客户达成原材料价格波动补偿协议，能够向下游客户转移部分钢价波动带来的不利影响。据公司公告，公司主要原材料为齿轮钢，2016 年下半年钢价持续上涨，

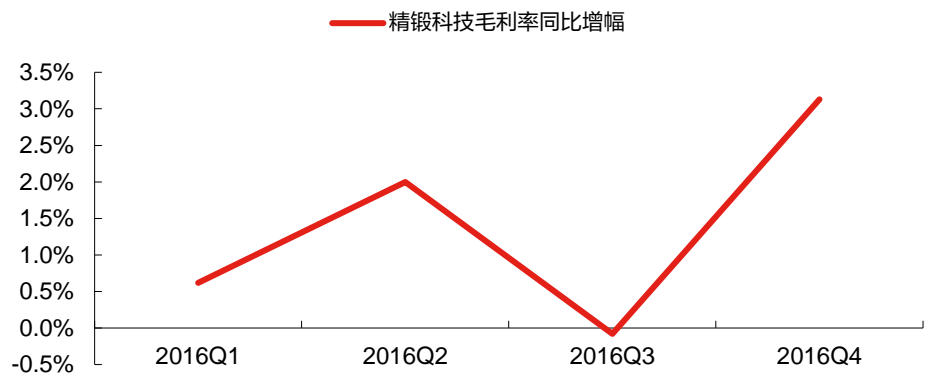
公司 2016 年 3 季度毛利率同比下降 0.1 个百分点；2016 年 4 季度钢价涨幅较高，公司主动与客户交流沟通，寻求在原材料价格上涨后进行适当的补偿。在采取原材料价格传导措施后，2016 年 4 季度毛利率达 41.2%，同比提升 3.1 个百分点。另外，据公司公告，2016 年公司前期投入设备陆续进入量产阶段，产能利用率及出货量持续提升，也为公司对抗原材料价格上涨风险提供保障。

表 4：2016-2017 年部分零部件公司采取措施将原材料价格压力向下游传导

零部件公司	原材料价格上涨压力传导措施
爱柯迪	销售定价采用成本加成模式，并与客户就铝价波动形成了定期价格调整机制，能够向下游客户转移部分铝价波动带来的不利影响。
精锻科技	与客户形成每季调整、每半年调整、每年调整等多种原材料价格波动调价模式。
广东鸿图	产品销售价格与原材料价格实行联动调价机制，定期（月/季度/半年）对价格进行调整。
三花智控	通过联动定价机制以及一定程度的铜期货套期保值操作等降低原材料价格波动带来的不利影响。

数据来源：各公司公告、东方证券研究所

图 10：精锻科技 2016 年 4 季度毛利率实现同比高增长



数据来源：Wind、东方证券研究所

面对 2021 年再次出现的大宗原材料价格高涨，部分汽车零部件公司同样采取了价格联动调价机制、协商议价、寻求价差补偿等措施向下游客户传导原材料成本压力。上声电子在上游采取了低价储备、协商调整价格等方式降低原材料采购成本，同时与下游客户协商并确定价差补偿；银轮股份积极与下游客户进行协商，与主要客户达成了不同方式的价格调整，包括一次性调整销售价格以及形成大宗材料价格联动机制；嵘泰股份与主要客户形成了铝价波动与产品销售价格的联动，定期调整产品售价。

在采取原材料涨价压力传导措施后，部分汽车零部件公司成本端压力能够被部分缓解，盈利能力得以恢复。以拓普集团为例，2021 年 1 季度毛利率为 21.9%，由于原材料价格持续上涨，公司 2 季度毛利率下降至 19.8%，环比减少 2.1 个百分点。据公司 2021 年半年报，面对原材料成本上涨压力，公司与下游客户积极协商，启动调价机制向下游客户传导部分原材料涨价压力。在芯片供

给短缺、大宗原材料持续上涨的不利环境下，公司 2021 年 3 季度毛利率回升至 21.1%，环比增加 1.3 个百分点，原材料涨价对公司成本端的压力得到缓解。

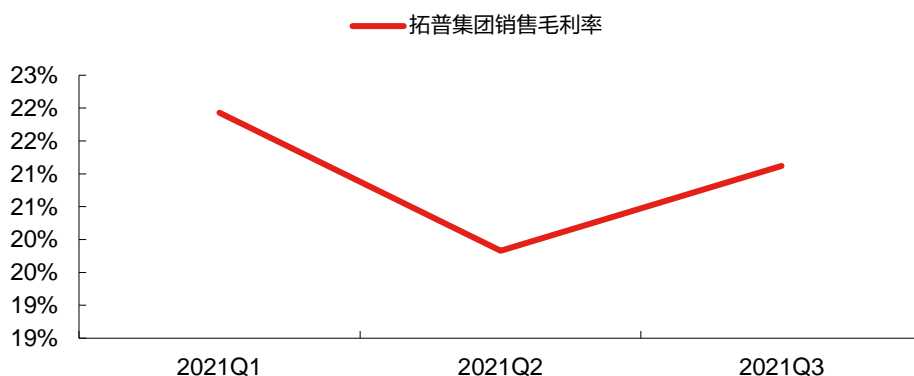
由于原材料价格联动调整机制存在一定的滞后性，部分按年补偿价差的下游客户需要到次年才能结算，因此 2021 年汽车零部件公司的成本压力向下游传导的效果有望部分在 2022 年得以体现，盈利能力有望一定幅度改善。

表 5：2021 年部分零部件公司同样采取了原材料价格压力传导措施

零部件公司	原材料价格上涨压力传导措施
上声电子	在上游采取低价储备、协商调整价格等方式降低原材料采购成本，同时与下游客户协商并确定价差补偿。
银轮股份	与下游客户进行协商，与主要客户达成了一次性调整销售价格以及形成大宗材料价格联动等价格调整机制。
嵘泰股份	与主要客户形成了铝价波动与产品销售价格的联动，定期调整产品售价。
拓普集团	与下游客户积极协商，启动调价机制向下游客户传导部分原材料涨价压力。

数据来源：各公司公告、东方证券研究所

图 11：采取原材料涨价压力传导措施后，拓普集团 2021 年 3 季度毛利率环比改善

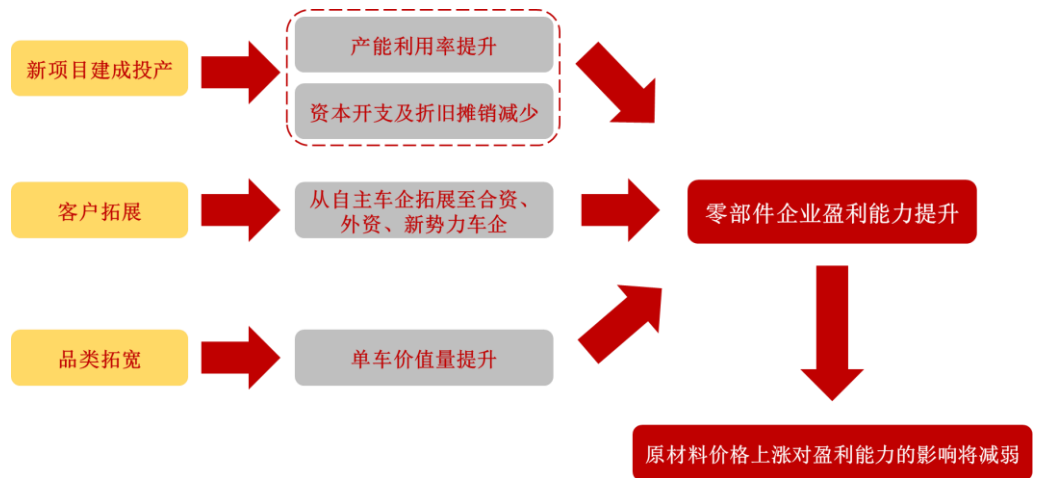


数据来源：Wind、东方证券研究所

3.2 通过产品、客户升级及产能利用率提升等对抗成本上涨压力

面对原材料价格上涨压力，汽车零部件公司除采取措施将涨价压力转移至下游客户外，还将通过新项目建成投产、客户拓展、品类拓宽等途径改善经营环境、提升盈利能力，从而抵消部分原材料价格上涨对公司盈利能力的影响。

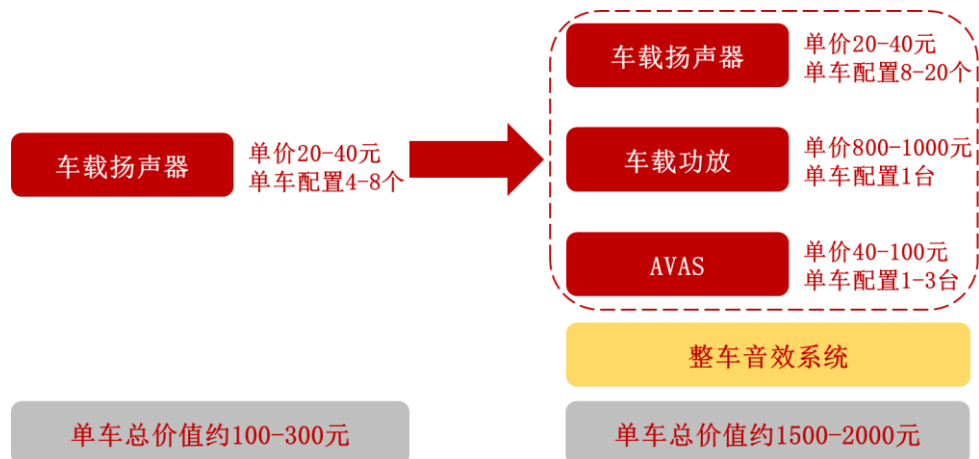
图 12：汽车零部件公司通过其他途径改善经营环境、提升盈利能力，减弱原材料价格上涨影响



数据来源：东方证券研究所

上声电子是国内汽车声学产品方案供应商，主要产品为车载扬声器。近年来随着新能源汽车市场兴起，智能座舱持续发展，汽车声学系统亟待升级，公司紧随汽车智能化发展趋势，在现有声学平台基础上加大对软件算法、电子技术的研发力度，成功开发车载功放及 AVAS 等新产品，能够为新能源客户配套整车音效系统解决方案。据公司公告，2021 年公司获得蔚来、理想、华为金康等新能源客户的整车音效系统项目定点，包含扬声器、车载功放、AVAS 等产品，单车价值量较单一声学产品显著提升。据我们测算，单一车载扬声器单车价值量为 100-300 元，而整车音效系统单车价值量将提升至 1500-2000 元。随着新能源汽车市场高景气延续，公司产品有望进入更多新能源车型，单车价值量有望进一步提升，促进公司盈利能力持续改善。

图 13：从车载扬声器拓展至整车音效系统，上声电子单车价值量显著提升

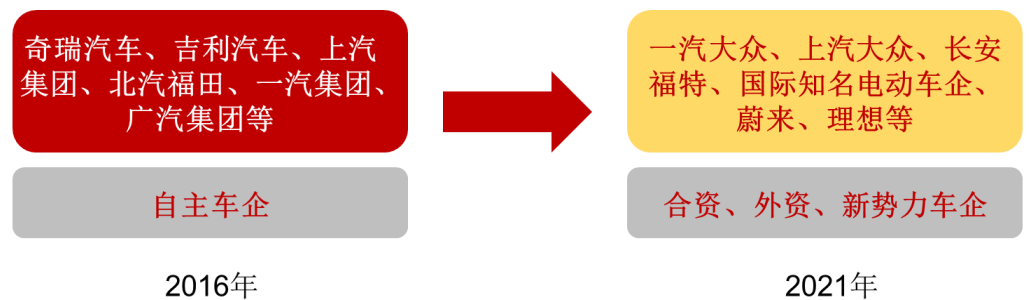


数据来源：公司招股说明书、公司公告、东方证券研究所

新泉股份是汽车饰件整体解决方案提供商，主要产品包括仪表板总成、顶置文件柜总成、门内护板总成、立柱护板总成、流水槽盖板总成和保险杠总成等，已实现产品在乘用车及商用车应用领

域的全覆盖。据公司招股说明书，2016年及以前公司主要客户为奇瑞汽车、吉利汽车、上汽集团、北汽福田、一汽集团、广汽集团等，以国内自主车企为主。近年来为应对商用车市场景气度下滑及新能源汽车产业兴起等环境变化，公司积极开拓乘用车尤其是新能源车市场，取得更多外资、合资和新势力客户配套项目。据公司公告，2021年公司已与一汽大众、上汽大众、长安福特、国际知名电动车企等合资、外资车企以及蔚来、理想等新势力车企建立了合作关系。为进一步开拓国际市场、满足客户需求，公司在马来西亚和墨西哥投资设立公司并建立生产基地，并在美国设立子公司，持续推进国际化战略。随着公司主要客户从自主车企拓展至外资、合资车企，公司经营及单车价值量水平有望持续提升，促进公司盈利能力及抗风险能力提高。

图 14：新泉股份客户从自主车企向合资、外资、新势力车企拓展

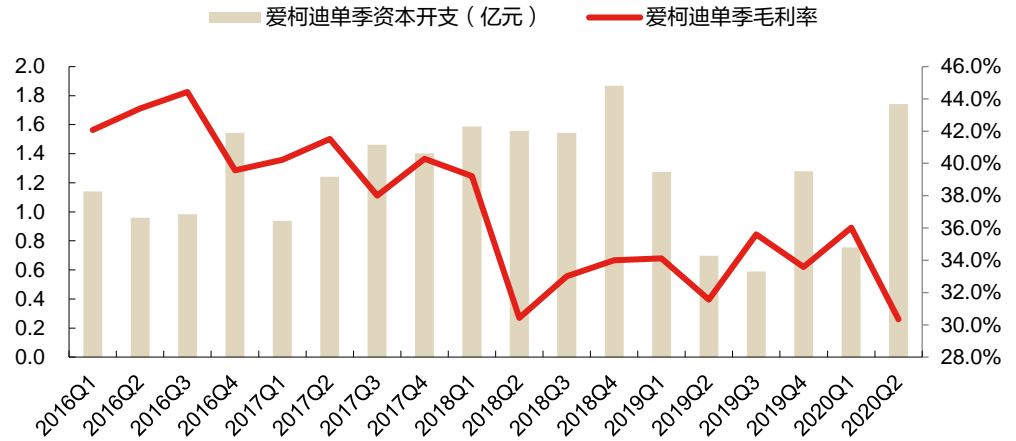


数据来源：公司招股说明书、公司公告、东方证券研究所

汽车零部件行业是重资产行业，资本开支的变化对盈利能力有较明显的影响，当零部件企业加大投入购买设备、土地等导致资本开支增加时，对应的折旧摊销增加，会对企业毛利率产生拖累，当企业资本开支减少时，产能利用率提升，对毛利率的不利影响减弱，企业的盈利能力会有所恢复。

以爱柯迪为例进行资本开支和毛利率的关系分析。具体来看，2016Q1-Q3 平均单季资本开支仅 1.03 亿元，2017Q3-2018Q4 平均单季资本开支 1.57 亿元，较 2016Q1-Q3 期间平均单季资本开支有较大增长，资本开支增加对毛利率有一定拖累，当季资本开支增加到后期可能才逐步进行折旧摊销，有一定时间上的滞后性，叠加汽车行业销量下滑等影响，部分导致 2018-2019 年毛利率处于相对较低位。

图 15：爱柯迪单季资本开支及单季毛利率（2016Q1-2020Q2）



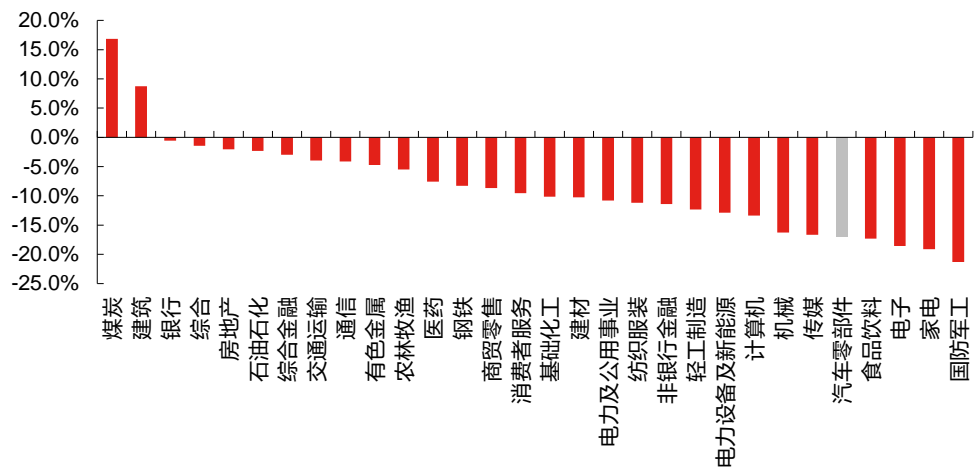
数据来源：Wind、东方证券研究所

4 主要投资策略

2022 年年初以来汽车零部件行业在市场担心需求及原材料价格上涨压力下，从 2022 年 1 月 1 日至 3 月 18 日，汽车零部件板块下跌幅度达到 17%，跌幅远超绝大多数行业。

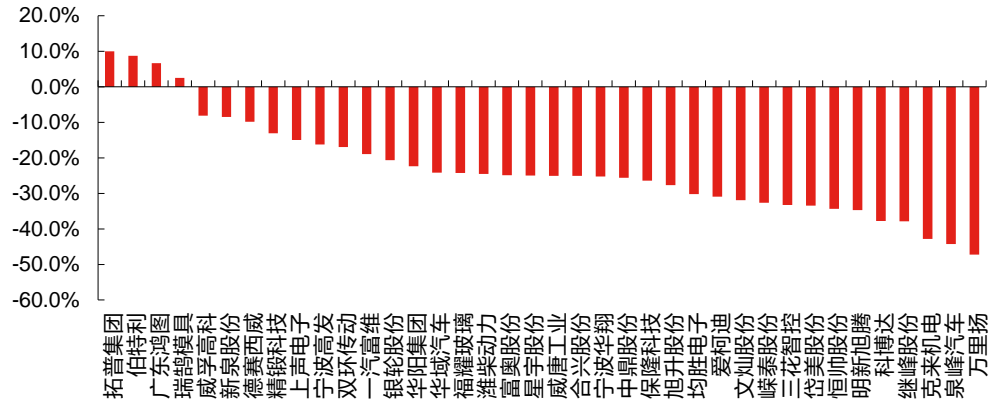
从年初以来汽车零部件公司的涨跌幅看，大部分零部件公司股价也出现不同程度下跌，仅少数零部件公司股价上涨。在 38 家汽车零部件公司中，股价下跌的企业达到 34 家，其中万里扬、泉峰汽车、克来机电、继峰股份等公司跌幅较大，股价分别下跌 47.3%、44.3%、42.9%、37.9%，受外部扰动冲击较明显，拓普集团、伯特利、广东鸿图、瑞鹄模具等企业实现股价正增长，年初以来涨幅分别为 10.0%、8.8%、6.6%、2.5%。

图 16：中信行业分类部分板块年初以来涨跌幅（2022.01.01-2022.03.18）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 17：部分汽车零部件公司年初以来涨跌幅（2022.01.01-2022.03.18）



数据来源：Wind、东方证券研究所

现阶段上游原材料价格上涨对零部件行业盈利带来不利影响，拖累了行业盈利增长；但分析两轮成本上涨过程中，仍然有部分公司抗风险能力相对较强，呈现出明显分化。这些零部件公司通过产品结构升级、客户拓展及产能利用率提升等，对抗成本上涨压力，其盈利能力相对受影响较小。

建议关注：

新泉股份(603179，买入)、上声电子(688533，买入)、华阳集团(002906，买入)、华域汽车(600741，买入)、拓普集团(601689，买入)、银轮股份(002126，买入)、伯特利(603596，买入)、爱柯迪(600933，买入)、德赛西威(002920，买入)、精锻科技(300258，买入)、岱美股份(603730，买入)、星宇股份(601799，买入)、继峰股份(603997，未评级)、保隆科技(603197，未评级)。

表 6：部分零部件公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价（03-18）	EPS				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600741.SH	华域汽车	21.45	1.71	2.11	2.42	2.74	12.52	10.17	8.86	7.84
002906.SZ	华阳集团	42.68	0.38	0.62	0.91	1.20	111.92	68.31	46.79	35.66
601799.SH	星宇股份	153.20	4.06	4.00	5.72	7.34	37.74	38.27	26.80	20.86
603730.SH	岱美股份	15.51	0.54	0.86	1.07	1.29	28.58	17.98	14.56	12.00
600660.SH	福耀玻璃	35.71	1.00	1.21	1.72	2.12	35.83	29.62	20.77	16.86
002920.SZ	德赛西威	127.57	0.93	1.43	2.02	2.68	136.71	89.27	63.09	47.67
603179.SH	新泉股份	39.60	0.69	0.76	1.36	1.85	57.60	52.27	29.13	21.40
601689.SH	拓普集团	58.31	0.57	0.95	1.46	1.93	102.29	61.48	39.81	30.26
000338.SZ	潍柴动力	13.50	1.06	1.14	1.29	1.39	12.80	11.79	10.44	9.70
002074.SZ	国轩高科	36.18	0.09	0.21	0.50	0.77	402.40	171.67	71.96	46.75
300258.SZ	精锻科技	11.13	0.32	0.42	0.61	0.81	34.41	26.77	18.19	13.76
002050.SZ	三花智控	16.89	0.41	0.47	0.65	0.82	41.48	36.06	26.02	20.56
600114.SH	东睦股份	8.80	0.14	0.04	0.43	0.62	61.99	242.87	20.42	14.19
603997.SH	继峰股份	9.99	-0.23	0.16	0.48	0.71	-43.29	64.25	20.80	14.14
600699.SH	均胜电子	15.33	0.45	-0.32	0.83	1.22	34.04	-47.52	18.58	12.52
002126.SZ	银轮股份	9.97	0.41	0.40	0.60	0.77	24.56	25.16	16.67	12.93
688533.SH	上声电子	47.50	0.47	0.39	0.93	1.50	100.63	120.44	51.13	31.70
605005.SH	合兴股份	17.82	0.47	0.54	0.79	1.03	37.95	32.74	22.51	17.27
603197.SH	保隆科技	42.99	0.88	1.30	1.66	2.12	48.77	33.13	25.90	20.32
600933.SH	爱柯迪	13.31	0.49	0.36	0.70	0.89	26.94	37.03	19.09	14.98
603306.SH	华懋科技	33.43	0.65	0.88	1.13	1.42	51.06	38.13	29.55	23.49
603035.SH	常熟汽饰	14.43	1.00	1.13	1.43	1.79	14.39	12.79	10.12	8.08
603596.SH	伯特利	75.70	1.13	1.34	1.77	2.21	67.00	56.43	42.67	34.19
603786.SH	科博达	49.98	1.29	1.18	1.82	2.38	38.85	42.52	27.52	20.97
603960.SH	克来机电	20.79	0.50	0.33	0.60	0.85	41.99	62.72	34.86	24.60
605133.SH	嵘泰股份	19.34	0.80	0.76	1.33	-	24.22	25.57	14.60	-
603982.SH	泉峰汽车	26.20	0.60	0.83	1.26	1.77	43.63	31.63	20.81	14.76
300969.SZ	恒帅股份	65.67	0.83	1.74	3.25	6.48	79.17	37.80	20.21	10.14
603348.SH	文灿股份	39.79	0.32	0.44	1.49	2.16	124.47	90.70	26.69	18.46
000887.SZ	中鼎股份	16.23	0.37	0.79	0.93	1.11	43.38	20.63	17.53	14.58

数据来源：Wind、东方证券研究所（说明：EPS 采用 Wind 一致预期，已按最新股本摊薄）

5 风险提示

原材料涨价幅度超预期的风险。若大宗原材料价格涨幅超预期（不同零部件公司原材料结构存在差异，本文中主要分析了钢、铝等原材料价格，其它原材料价格上涨也会对零部件公司盈利产生影响），仍会影响零部件公司盈利能力。

汽车销量低于预期的风险。若汽车销量增速低于预期，叠加上游成本压力，则将影响零部件公司盈利增长。

整车降价压力。若整车与零部件公司年降幅度超出预期，则将影响相关公司盈利能力。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn